

Markttechnik

Dufry und Julius Bär

Auf den ersten Blick ist die Kursentwicklung der Dufry-Aktie verwirrend: Unter wilden Schwüngen bewegt sie sich seitwärts. Man muss weiter zurückblicken und den Fünfjahres-Chart bemühen, um Übersicht zu bekommen. Dann wird klar, dass es sich bei diesem Seitwärtsverlauf um eine Dreiecksstruktur handelt. Dufry ist also in einer Konsolidierung, die sich auf den langfristigen Primärtrend bezieht.

Dreiecksstrukturen enden in den meisten Fällen damit, dass der vor der Konsolidierung vorherrschende Trend wieder aufgenommen wird. Das Besondere an Triangles ist, dass die Preisentwicklung nach Überschreiten eines gewissen Triggerpunkts üblicherweise relativ rasch an Momentum gewinnt.

Atempause von Dufry

Es würde deshalb nicht wirklich verwundern, wenn das durch die Triangle realisierbare Bewegungspotenzial auf 175/180 Fr. recht zügig abgearbeitet wird. Die zu Anfang Juni 2014 begonnene und nun seit zwölf Monaten laufende Konsolidierung wird deshalb kaum in eine ebenso zählbare Aufwärtsbewegung münden.

Investoren haben in der Regel Zeitpräferenzen. Sie überprüfen das Portfolio regelmässig und wollen dabei Fortschritte sehen. Märkte funktionieren jedoch nicht linear. Preisbewegungen laufen in Schüben mit dazwischen liegenden Pausen. Dufry ist aus meiner Sicht eine Aktie, die es aus strategischer Sicht zu kaufen gilt. Das Umsetzen von Strategien ist jedoch mit der Gabe des Wartenkönnens verbunden.



Auf taktischer Ebene könnte man zwischenzeitlich freilich auch die Seitwärtsbewegung bewirtschaften. Das jedoch ist aufwendig. Und wer sich als Anleger auf Sekundärbewegungen fokussiert, der läuft Gefahr, nach einer Wiederaufnahme des Primärtrends abseits zu stehen.

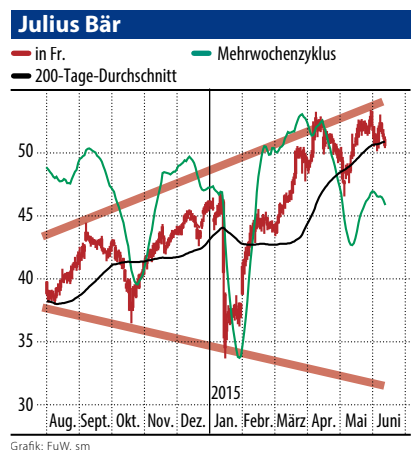
Zuwarten in Bär

Zu Julius Bär haben wir uns letztmals in der FuW vom 23. Februar geäußert. Schon da wurde die im Chart markierte Broadening-Struktur thematisiert, die heute immer prägend ist. Anders als bei Dufry kündigt diese zwar ebenfalls dreiecksförmige, aber anders ausgerichtete Struktur jedoch von keiner Konsolidierung, sondern von einem näher rückenden Kurs-Top. Bei Julius Bär ist davon auszugehen, dass dieses Top aber erst nach einer Rally zustande kommt, welche die Kurse kurzzeitig über die Struktur hinaustreibt. In diesem Fall sollten dann vorübergehende Notierungen um 56 Fr. erreicht werden.

Julius Bär ist mit dieser Perspektive für langfristige Investoren nicht mehr für Käufe interessant. Wer jedoch Bankaktien sucht, wird hier fündig, denn die relative Performance gegenüber dem Bankenindex ist überdurchschnittlich. Wer den Titel im Depot hält, sollte zuwarten. Viele Indexaktien befinden sich in einer ähnlichen Konstellation. Zudem sind auch noch keine direkten Verkaufsanreize zu erkennen.

ROLAND VOGT www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Europa

Die fast schon euphorische Stimmung an Europas Börsen im ersten und zu Beginn des zweiten Quartals hat sich abgekühlt. Hauptgrund sind mitunter die erneuten Querelen um Griechenland. Es ist erstaunlich, dass die Geldgeber in Form von EU, EZB und IWF die Pokerspiele Athens mitmachen, anstatt konsequent den Druck zu erhöhen. Aber vermutlich bräute ein «Grexit» zu viele Unwägbarkeiten mit sich. Zudem verunsichert der abrupte Anstieg der Kapitalmarktrenditen. Das gebetsmühlenartige Bekenntnis der EZB zu einer weiter expansiven Geldpolitik wurde ignoriert. Unterdessen haben sogar diverse Äuguren die Zinswende in Europa ausgerufen. Das erscheint mit Blick auf die voraussichtlich noch bis September 2016 andauernden Anleihenkäufe der EZB verfrüht. Wir empfehlen, weitere Rückschläge bei Aktien für Zukäufe zu nutzen. **INFIBA**

Wir rechnen für Unternehmen in der Eurozone mit Gewinnsteigerungen von rund 15%. Zentrale Treiber sind der schwache Euro, der niedrige Ölpreis und die quantitative Lockerung der EZB, welche die Zinsen tief hält. Die Fremdfinanzierungsquote der europäischen Unternehmen ist sehr niedrig. Mit dem wachsenden Vertrauen und in Anbetracht des ungewöhnlich billigen Kapitals werden die Gesellschaften vermehrt dazu neigen, ihre Fremdfinanzierung aufzustoeken. Das sollte sich in steigenden Dividenden, Aktienrückkäufen und anhaltenden Fusionen und Akquisitionen ausdrücken. **UBP**

Heimfavoriten

Das Gezerre zwischen Griechenland und seinen Schuldnern sowie der deutliche Zinsanstieg haben die Anleger verunsichert. Die volatile Phase dürfte sich in den nächsten Wochen fortsetzen. Innerhalb der Sektoren sind keine klaren Trends ersichtlich, und titelspezifische Nachrichten gewinnen an Bedeutung. Im Mittelpunkt unserer Titelauswahl stehen Aktien von Schweizer Unternehmen mit ausgezeichnetem Leistungsausweis, marktführenden Positionen und positiven Wachstumsaussichten – trotz eines starken Frankens. Belimo, Schindler, Sonova und Emmi erfüllen unserer Ansicht nach diese Kriterien und weisen eine attraktive Bewertung auf. Wir sehen in diesen Aktien in den nächsten Monaten ein überdurchschnittliches Kurspotenzial.

ST. GALLER KANTONALBANK

US-Corporates

Aus Anlagenot greifen viele Investoren auf Strategien für Unternehmensobligationen kurzer Duration zurück. Diese Low-Duration-Kreditstrategien können das Rendite- bzw. Durationsproblem lösen, indem sie die Rendite über das Kreditrisiko steigern und gleichzeitig das Zinsänderungsrisiko gering halten. Derzeit scheint dies besonders an den US-Kreditmärkten interessant zu sein – selbst nach Kosten einer Währungsabsicherung –, eine Variante als Alternative zu den hohen Cash-Beständen der Schweizer Investoren. **PIMCO**

«Der Turnaround-Fall Peugeot ist interessant»

MITTWOCHSINTERVIEW Martin Schlatter, Leiter Aktien von Swiss Rock Asset Management, schaut aufs Verhältnis Unternehmenswert zu Betriebsgewinn, wenn er unterbewertete Titel sucht.

Herr Schlatter, nachdem der Bullenmarkt seit 2009 läuft, lautet die grosse Frage: Sind die Aktien heute überbewertet, zu teuer? Wir sehen, dass die Märkte in Europa, weniger in der Schweiz, in kurzer Zeit markant gestiegen sind. Aber was wir vermisst haben, ist eine unterschiedliche Entwicklung in den verschiedenen Segmenten, etwa von Wachstums- versus Valueiteln oder von Blue Chips versus Small Caps.

Können Sie das verdeutlichen?

Wenn die Märkte aufgrund von sich aufhellenden Konjunkturaussichten stark steigen, ist typischerweise zu erwarten, dass Wachstumstitel oder Aktien von kleinen Gesellschaften überlegen sind. Aber in Europa haben sich alle Titel in diesem Jahr bis Mitte Mai gleichermaßen nach oben bewegt, ausser die Energiewerte. Die Liquiditätsflut der Zentralbanken hat fast alle Boote angehoben.

Orten Sie hier ein Warnsignal?

Auf den ersten Blick sieht die Entwicklung sehr ungesund aus. Sie zeigt, dass viele Investoren im Tiefzinsumfeld Aktien kaufen, ohne einen Unterschied zu machen, ohne selektiv zu sein.

Sind Aktien jetzt also zu teuer?

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis 2015 im MSCI-USA-Index ist schon leicht über 20, beim MSCI-Europe knapp darunter. Diese Bewertungen sind zwar nicht exorbitant, aber ziemlich anspruchsvoll, vor allem, wenn man nach den Wachstumsaussichten fragt. Um die Bewertungen zu rechtfertigen, bräuchte man gerade in Europa zweistellige Gewinnwachstumsraten. Aber woher sollen sie kommen? In Europa steigen die Margen, nachdem sie zuvor gesunken sind, in diesem Jahr minimal, und auch die Umsätze wachsen zu wenig.

Denken Sie, dass es eine grössere Korrektur am Aktienmarkt braucht?

Die Märkte haben schon etwas korrigiert. Aber wenn sich die Wachstumsaussichten nicht klar verbessern, müssen die Anleger über den Sommer mit weiteren Korrekturen von 5 bis 10% rechnen.

Gibt es Anzeichen, dass die Märkte wieder mehr unterscheiden zwischen den Segmenten respektive stärker selektionieren? Ja, langsam sehen wir eine Entkoppelung. In Europa in der laufenden Korrektur haben sich die kleinkapitalisierten Werte besser gehalten als die grossen. Das ist das erste Mal, dass wir das in diesem Jahr beobachten. Das gilt sogar für die Schweiz, obwohl die kleineren Unternehmen aufgrund der Frankenaufwertung sich doch in einer extremen Situation befinden.

Vor allem exportlastige Unternehmen.

Sehen Sie da eine Schere auseinandergehen? Bei exportlastigen Unternehmen mit einem hohen Kostenanteil in der Schweiz sollten die Margen zurückgehen. Trotzdem haben sich ihre Titel gut gehalten, besser als der Markt. Da habe ich grosse Mühe, das nachzuvollziehen.

Wo besonders, in welchen Titeln?

Probleme sehen wir zum Beispiel im Fall des Derivathauses Leonteq. Die Mehrheit seines Ertrags fällt in Dollar und Euro an, die Kosten sind aber in Franken. Zudem ist keine Auslagerung der Kosten möglich. Dennoch haben sich die Aktien bis dato sehr gut gehalten.

Also eher Hände weg von kleineren Schweizer Unternehmen?

In der Schweiz konzentrieren wir uns eher auf Gesellschaften, die vergleichsweise währungsunabhängig sind. Da wäre der Elektroinstallateur Burkhalter zu erwähnen, der seine Leistungen in der Schweiz produziert und auch verkauft.

Ihre Aktienfonds orientieren sich an Vergleichsindizes, und Sie sind immer voll investiert. Wie aber selektionieren Sie?

Grob gesagt verfolgen wir drei Anlagestile: erstens Wachstum, zweitens Value, und der



Martin Schlatter staunt, dass sich kleinere Schweizer Titel wie Leonteq so gut halten.

dritte Ansatz bezieht sich auf Qualitätstitel mit tiefem Risiko und tiefer Volatilität.

Auf welche Kriterien schauen Sie beim Wachstumsstil vor allem?

Da spielt das Momentum eine wichtige Rolle. Zum einen verfolgen wir das Preismomentum, also die Schwungkraft der Kursbewegung. Zum anderen schauen wir auf das Gewinnmomentum. Da fragen wir, welche Gesellschaften sind in der Lage, ihre Gewinne von Quartal zu Quartal zu steigern? Zudem haben wir festgestellt, dass in der jetzigen Situation die Veränderung der Analystenprognosen eine sehr hohe Aussagekraft besitzt.

Das heisst, Unternehmen, die nicht lieferrespektive die Markterwartungen nicht erfüllen, werden besonders hart abgestraft?

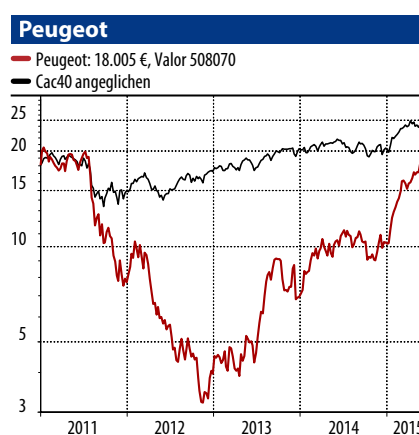
«Wenn sich die Wachstumsaussichten nicht bessern, müssen die Anleger im Sommer mit weiteren Korrekturen bis 10% rechnen.»

Genau. Da, wo die Analysten die Prognosen heruntersetzen müssen, gibt es heftige Kursrückgänge. Dafür entwickeln sich Aktien von Unternehmen, die positiv überraschen, in der Folge besonders gut.

Was sind Beispiele dafür?

Ein gutes Beispiel ist Dialog Semiconductor. Das britische Unternehmen entwickelt Chips für das Energiemanagement von Mobiltelefonen, Notebooks und Tablets, etwa von Apple. Es steigerte den Umsatz letztes Jahr rund 50%. Wir suchen solche Gesellschaften, die es schaffen, den Marktanteil auszuweiten, selbst gegen harte Konkurrenten wie hier aus Asien.

Welche Schweizer Aktien haben jüngst stark auf Prognoseänderungen reagiert?



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Im positiven Sinn die Titel des Aufzugs- und Fahrtreppenherstellers Schindler oder des Rückversicherers Swiss Re. Die Aktien des Backwarenherstellers Aryzta haben nach den Prognosesenkungen durch die Analysten dieses Jahr dagegen sehr viel verloren. Solche Titel meiden wir.

Auch welche Kriterien achten Sie beim Value-Ansatz besonders?

Da suchen wir unterbewertete Aktien. Dabei schauen wir speziell auf das Verhältnis von Unternehmenswert zu Betriebsgewinn, gut englisch von Enterprise Value zu Ebit. Es zeigt an, wie lange es dauern würde, um nach einer Übernahme den Kaufpreis mit dem Betriebsgewinn abzuführen. Diese Kennzahl ist für uns die weit bessere als das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das den Fremdkapitaleinsatz einer Gesellschaft nicht mitberücksichtigt.

Wo gibt es in einem Umfeld, in dem die Bewertungen schon hoch sind, noch unterbewertete Aktien?

Eine niedrige Bewertung hat ja stets einen Hintergrund. Sei es, dass der Konjunkturzyklus momentan für eine Gesellschaft nicht stimmt, oder sei es, dass ein Unternehmen in einer Turnaround-Situation steckt. Interessant ist der Fall Peugeot. Der französische Autobauer hat lange gelitten. Man sieht aber, dass sich nach den Restrukturierungen die Verluste reduzieren. Wir erwarten, dass Peugeot in den nächsten Jahren wieder Gewinne schreibt.

Aber das Risiko für die Anleger bleibt hoch.

Richtig. Man kann auch Daimler nehmen. Der Konzern litt am Lastwagengeschäft. Nun sind die Sparprogramme am Greifen. Verglichen mit Peugeot bietet Daimler mehr Sicherheit, aber ein geringeres Kurs-erholungspotenzial.

Welche Kriterien stehen beim dritten Ansatz, bei den Qualitätstiteln mit tiefem Risiko, im Vordergrund?

Da achten wir darauf, dass die Aktien in unserer Auswahl eine tiefe Volatilität aufweisen, so wie die defensiven Titel Roche, Novartis oder Nestlé. Dabei schauen wir auch auf das Beta, das angibt, wie stark eine Aktie auf Schwankungen des Vergleichsmarktes reagiert. Je tiefer das Beta, umso besser. Wichtig sind auch die Bilanzrelationen, wie solid ist eine Gesellschaft finanziert. Das beurteilen wir mit dem Piotroski Score.

Welchem Zweck dient er?

Der Piotroski Score umfasst neun Kriterien. Er stellt einer Gesellschaft ein Zeugnis über die Geschäftsführung aus. Eine gute Note besagt, dass das Unternehmen stabile Erträge erzielt, dass der Cashflow hoch genug ist, um sich nicht mehr verschulden oder zu einer Kapitalerhöhung greifen zu müssen. Letztlich misst der Piotroski Score die Distanz zur Insolvenz. Je tiefer er ist, um so grösser ist im Grunde die Gefahr eines Default.

Welche Unternehmen in der Schweiz haben einen tiefen Piotroski Score?

Finanzinstitute haben typischerweise einen eher tiefen Piotroski Score. Da ist das Risiko halt stets etwas höher, die Finanzierung ein bisschen schlechter. Einen recht tiefen Score haben in der Schweiz etwa die Credit Suisse oder Swiss Life.

Und wer hat einen hohen?

Actelion zum Beispiel oder Sika.

Wenn man jetzt die drei Anlagestile nimmt, was für eine Gewichtung empfehlen Sie Ihren Kunden zurzeit?

Wir würden sicher 50% in Qualitätstitel investieren, in Titel wie Novartis mit tiefem Risiko, tiefer Volatilität und einem hohen Piotroski Score. Wachstumstitel wie Dialog Semiconductor würden wir mit 30% gewichten. In Value-Aktien, wozu eben Turnaround-Situationen wie Peugeot zählen, würden wir bis 20% investieren.