

The European ValueInvestor erscheint in Kooperation mit dem Zentrum für Value Investing. Hier finden Sie Informationen, Interviews und Investmentideen zum Anlagestil Value.

Neue Tools im Werkzeugkasten

Es gibt nach wie vor **Ineffizienzen in den Märkten**, doch der klassische Value-Ansatz nach Benjamin Graham allein reicht oft nicht mehr, um sie aufzuspüren



Value-Investoren sind von ihrem Wesen her Traditionalisten. Sie orientieren sich an den Prinzipien von Benjamin Graham und Warren Buffett, nutzen die Ineffizienz der Märkte aus und investieren in unterbewertete Qualitätsaktien oder Unternehmen, die einen sogenannten Burgraben (Economic Moat) um ihr Geschäftsmodell geschaffen haben, der sie weitestgehend vor Wettbewerbern schützt. Hinzu kommt noch die Marktpsychologie um den manisch-depressiven „Mr. Market“, der uns die Stimmung an den Märkten vor Augen führt. Das hat sich im Prinzip in all den Jahren nicht geändert. Auch heute suchen wir Aktien, die uns strukturelles

Wachstum und ein möglichst starkes Momentum bieten. Doch neue Research-Tools geben uns heute viel mehr Möglichkeiten, unsere Analysen besser und effizienter durchzuführen. Auf diese Art und Weise bekommen wir neue Teile in unseren „Anlage-Werkzeugkasten“, die uns schneller und effektiver arbeiten lassen.

Blick in den Maschinenraum

Für uns als Shareholder Value Management AG war das auch notwendig, da wir unser Anlageuniversum aufgrund des stark gewachsenen Volumens beim Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen ausweiten mussten. Hier waren wir in der Vergangenheit auf Small- und Mid-Cap-Aktien fokus-

siert. Heute engagieren wir uns auch bei großen Unternehmen. Ein Beispiel aus unserem „Maschinenraum“ soll dies verdeutlichen. Wenn wir bisher von Sentiment geredet haben, dann bezog sich dies stets auf den ganzen Markt. Man kann das auch für einzelne Branchen anwenden. Sentix und andere Analysehäuser bieten dafür detaillierte Informationen. Hier erhält man, zumeist wöchentlich, genaue Daten zu allen gängigen Marktsegmenten, die die Stimmung unter den Marktteilnehmern genau abbilden. Ein Beispiel liefert die Automobilbranche. Die Stimmung unter den Investoren war nach dem Dieselskandal und den Vorwürfen möglicher Kartellabsprachen so schlecht wie noch nie. Aber sind deshalb alle Autotitel ohne Perspektive? Nein!

Wir haben anhand der Daten sämtliche Szenarien durchgespielt: Was, wenn alles zum Schlechten läuft, wenn die Firmen wegen des Vorwurfs von Kartellabsprachen hohe Strafen zahlen müssen und viele andere Faktoren mehr. Das haben wir analysiert und eingepreist. Wenn dann auch noch die Stimmung im Keller ist – was bleibt da übrig? Eine ganze Menge! Nach unseren Berechnungen hatten etwa BMW und Daimler derart hohe Sicherheitsmargen, dass wir die Titel ins Portfolio aufgenommen haben. Darüber hinaus haben wir mit BMW eine

eigentümergeführte Firma, was uns immer besonders gut gefällt. Dazu kam, dass wir bei beiden Unternehmen nicht die Gefahr gesehen haben, gegen Tesla & Co mittelfristig (!) signifikant zu verlieren.

Im Gegensatz zum Markt, der alle Autobauer in einen Topf warf, glaubten wir, dass BMW und Daimler mit ihrer jeweils sehr guten Produktpalette gegenwärtig nicht Gefahr laufen, von der E-Mobilität und anderen Entwicklungen überrollt zu werden. So konnten wir das typische „Mr. Market“-Sentiment und die niedrige Bewertung miteinander verbinden. Das heißt nicht, dass wir auf ewig an dieser Branche festhalten werden. Aber wir haben gemerkt, dass das Sentiment und die Unterbewertung extrem waren – und entsprechend gehandelt.

Mix der Value-Stile

Die neuen Tools ermöglichen es uns auch, schneller auf Marktsituationen zu reagieren. Dies ist bei Large Caps notwendig, da die Ineffizienz der Märkte nicht so groß ist wie bei Small Caps. Deshalb haben wir unsere Prozesse entsprechend angepasst. Angepasst haben wir auch unseren Value-Stil. Hier handeln wir frei nach Buffett: Value und Growth sind an der Hüfte miteinander verbunden. Wobei der Fokus klar auf der Qualität der Unternehmen liegt. Das heißt, dass wir für Wachstum auch bereit sind, etwas zu bezahlen. Wir müssen uns aber sicher darüber sein. Entsprechend

werden die Einzelwerte analysiert. Wenn man etwa die neue Metro Wholesale sieht, dann ist das eher aus dem Umfeld von „Deep Value“ zu betrachten, also dem traditionellen Ansatz à la Graham. Beim britischen Parfümhersteller Croda International und beim dänischen Pharmakonzern Novo Nordisk (siehe Kasten) hingegen ist in der Bewertung nicht das ganze Potenzial eingepreist. Wir sind sicher, dass beide Unternehmen mehr Wachstum generieren werden, als der Markt ihnen aktuell zutraut. Und dieses unterbewertete Wachstum (Englisch: „underpriced growth“) kaufen wir mit Sicherheitsmarge ein.

Auf der anderen Seite handeln wir aber auch manchmal rein opportunistisch, wenn wir bei einzelnen Unternehmen Verbesserungsbedarf sehen. Dann treten wir an das Management heran und schauen, ob wir den Vorstand nicht zu einer Umkehr des bisherigen Verhaltens beziehungsweise der Strategie bewegen können. Das sieht man etwa im Fall der Metro-Aufspaltung: So werden die Unternehmen zu Spezialisten statt zu Konglomeraten, und dann ändern sich auch die Multiples, was sich in steigenden Kursen widerspiegelt.

Fazit: Es gibt nicht nur einen Value-Stil. Der Mix macht unser Portfolio aber unterm Strich robuster, weil wir eben nicht einer Trendströmung unterliegen. Wenn bestimmte Unternehmen etwas schwächeln, können andere im Portfolio das kompensieren.

Frank Fischer

FRANK FISCHER

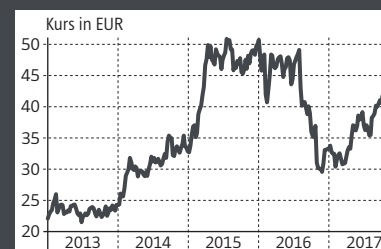
ist Vorstand und CIO der Shareholder Value Management AG. Der überzeugte Value-Investor berät mit seinem Team mehrere Mandate, darunter den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen, der ab Mai 2016 einem Softclosing unterlag. Zum 1. November 2017 aber wurde der Fonds wieder für alle Anleger geöffnet. Insgesamt verwalten Fischer und sein Team mehr als 2,5 Milliarden Euro.



BILD: MARTIN JOPPEN, LISELOTTE SABROE/SCANPIX/DENMARK/REUTERS



NOVO NORDISK



ISIN	DK 006 053 491 5
Kurs	43,26 €
Hoch/Tief (52 W.)	43,79 €/29,36 €
Börsenwert	110,9 Mrd. €
KGV 2018e	19,4
Kurs-Buchwert-Verhältnis	16,0
Dividendenrendite	2,4 %

Stichtag: 08.11.2017

Geschäftsmodell: Dänischer Pharmakonzern, Weltmarktführer bei Diabetesmedikamenten.

Investmentidee: Fischer und sein Team sind eingestiegen, als US-Präsident Trump Anfang 2017 die Preise für Medikamente deckeln wollte. Die Ergebnisprognosen wurden verfehlt, die Aktie geriet unter Druck und konnte (endlich) günstig erworben werden. Inzwischen setzt sich auch an der Börse die Erkenntnis durch, dass der Diabetesmarkt jedes Jahr um rund acht Prozent wächst. Als Folge von zu wenig Bewegung und falscher Ernährung sind Schätzungen zufolge weltweit bereits mehr als 400 Millionen Menschen von der Krankheit betroffen, 2040 werden es bis zu 650 Millionen sein. Plus: Eigentümergeführte Firma mit exzellentem Risiko-Rendite-Verhältnis zum Einstiegskurs.