

17.12.2012

Unternehmen finden, die Werte schaffen!

Dieser Leitsatz wird selten so rigoros umgesetzt wie beim „Global Equity Value Select“ (AT0000A010J2) aufgelegt bei der Gutmann KAG. Winfried Walter, der Mastermind hinter dem Investmentansatz, erläutert seine Anlagestrategie und gibt einen Ausblick für 2013.

von Wolfgang Regner



Wie finden Sie Ihre Portfoliokandidaten?

Winfried Walter: Das gewünschte Unternehmen sollte eine ausreichend hohe Gewinnrendite versprechen und zudem günstig bewertet sein. Nach meinen Erkenntnissen sollte sich der Unternehmenswert zu rund 50 Prozent aus der Substanz, also etwa dem Buchwert, und zu ebenfalls rund 50 Prozent aus der Ertragskraft, den kumulierten Gewinnen der nächsten sieben Jahre zusammensetzen. So müsste die Gewinnrendite gemessen am Gewinn pro Aktie bei rund sieben Prozent pro Jahr liegen. Ein Unternehmen mit einem Aktienkurs von 100 Euro sollte einen Gewinn pro Aktie von rund sieben Euro erwirtschaften, also ein KGV von maximal 15 aufweisen. Dazu sollte es in der Lage sein, diesen Gewinn in den Folgejahren um fünf bis zehn Prozent zu steigern. So erhalten wir eine Synthese aus Value und Growth, das ist gutes altes hanseatisches Kaufmannsdenken. Denn Value ohne Growth macht keinen Sinn. Dabei bin ich aber eher dem Substanzwert zugeneigt, typische High-Tech-Growth-Werte wie Apple, Microsoft, Dell oder Intel sind meine Sache nicht.

Wie läuft Ihr Anlageprozess im Einzelnen ab?

W.W.: Für mich gilt es, solche Unternehmen zu finden, deren Umsatz- und Gewinnwachstum ebenso nachhaltig und kontinuierlich ist. Zuerst wird ein Katalog mit rund 100 qualitativen Fragen abgearbeitet. So kann ich jene Kandidaten entdecken, deren gute Performance, was ihr konstantes Ertragswachstum angeht, auch ausreichend wahrscheinlich in der Zukunft erwartet werden kann. Dabei spielen Unternehmensziele und Visionen, die natürlich einem Realitätscheck unterzogen werden müssen, die Produktpalette, Marktposition und Konkurrenzsituation sowie die internen Ablaufprozesse die Hauptrolle. Erst danach erfolgt das quantitative Screening. Nur so können wir garantieren, dass tolle Unternehmen, deren einziger Fehler darin liegt, dass sie aktuell zu teuer sind, nicht gleich am Anfang durch den Rost fallen.

Wie berechnen Sie den fairen Wert eines Unternehmens?

W.W.: Das tun wir, indem wir zum Buchwert die Gewinne der letzten vier Jahre, des laufenden Jahrs und die geschätzten Gewinne der folgenden zwei Jahre hinzuaddieren. Früher habe ich nur die künftigen Gewinne der nächsten sieben Jahre genommen und diese auch noch auf ihren Gegenwartswert abgezinst- doch letzteres macht angesichts eines beinahe Nullzinsniveaus keinen Sinn mehr, und ersteres erscheint mir aufgrund der größeren Unwägbarkeiten wegen der Finanzkrise zu risikoreich – man kann sich leichter verschätzen als früher. Daher gibt es auch Sicherheitsabschläge, die schaffen die notwendigen Risikopuffer. So können erstklassige Unternehmen unter ihrem fairen Wert gekauft werden.

"Der Substanzwert ist kein Selbstzweck –er muss einen Nutzen stiften, der in Geld quantifizierbar sein muss."

(Winfried Walter)

Auf welche Qualitätsmerkmale legen Sie das größte Gewicht?

W.W.: Erstens gilt es kritisch zu hinterfragen, woraus der Buchwert eigentlich besteht, denn: Papier ist geduldig. Die Bilanzzahlen allein sagen noch wenig über die wirkliche Substanz eines Unternehmens aus. Der Value ist also kein Selbstzweck sondern muss sicherstellen, dass die geplanten Gewinne in der Zukunft auch mit hoher Wahrscheinlichkeit erzielt werden können. Letztendlich landen im Portfolio maximal rund 25 Werte, wobei jede Position als unternehmerische Beteiligung betrachtet wird. Wir kaufen nicht Aktien sondern agieren so, als ob wir die ganze Firma übernehmen würden. Nur wenn sich eine Totalübernahme lohnen würde, lohnt sich auch der Aktienkauf. Gute Beispiele sind etwa BASF, Münchner Rück, Samsung, Hyundai oder Mayr Melnhof. Die Aktien werden annähernd gleichgewichtet.

Welche Performanceziele verfolgen Sie?

W.W.: Die Finanz- und Schuldenkrisen haben dazu geführt, dass unsere Renditeziele bescheidener geworden sind. Ich strebe vor allen Dingen danach, die Kaufkraft des angelegten Kapitals meiner Kunden zu erhalten und dazu noch einen Schnaps drauf, so zwei bis drei Prozent zusätzlich. Angesichts des schwachen Wachstums in den Industriestaaten muss man sich bescheiden, um keine zu großen Risiken einzugehen. Natürlich befinden sich auch Emerging Market-Unternehmen im Portfolio, sie sind aber insgesamt gesehen nicht übergewichtet. Dennoch bin ich zuversichtlich, dass die BASFs und Petro Chinas dieser Welt trotz Schuldenkrise auch in der Zukunft weiterhin sehr gute Geschäfte machen werden.

Was halten Sie von der mit dem Nobelpreis ausgezeichneten Portfoliotheorie von Harry Markowitz?

W.W.: Einige fundamentale Grundannahmen bzw. Empfehlungen gelten nach wie vor, insbesondere jene, nicht alle Eier in einen Korb zu legen, also vernünftig zu diversifizieren. Allerdings versucht Markowitz den gesamten Investmentprozess in mathematische Formeln zu pressen, und das geht schlichtweg nicht. Nicht alles an einem Unternehmen, in die wir schließlich investieren, ist quantifizierbar, insbesondere nicht, was ich den genetischen Code einer Gesellschaft bezeichnen würde. Das Beispiel der Porsche AG zeigt: Die Marke, das Design, die deutsche Ingenieurskunst, Patente und andere immaterielle Güter machen einen erhebliche Teil des Unternehmenswertes aus. Markowitz würde diese entscheidenden Unterschiede zu wenig erfolgreichen Konkurrenten wie z.B. GM oder Ford unter den Tisch fallen lassen, indem der Firmenwert zu einigen wenigen mathematischen Kennziffern kondensiert wird.

Die Weltbörsen sind also nicht effizient?

W.W.: Wenn die Finanz- und Schuldenkrisen eines gezeigt haben, dann genau dies: Die Märkte übertreiben zeitweise gewaltig – sowohl auf der Ober- als auch auf der Unterseite. Das Problem bei Markowitz sind genau solche Übertreibungsphasen: Mit Hilfe von Korrelations-koeffizienten, Co-Varianzen oder Value at Risk-Daten sollen effiziente Portfolios entstehen, indem eine mathematisch nachweisbar sinnvolle Diversifikation vorgenommen wird. Das Problem dabei: Diese Daten sind historisch und sagen nichts über die Zukunft aus, oft arbeiten Portfoliomanager also mit veralteten Formeln und Kennziffern. Unternehmen sind jedoch quasi organische Lebewesen, die fundamentalen Schwankungen unterliegen, die mathematisch kaum in den Griff zu bekommen sind. Denn: Wie erfassen sie mathematisch, ob der neue Porsche 911 ein großer Wurf oder ein missglücktes bloßes Update der letzten Version ist? Mit kaufmännischem Sachverstand vorzugehen, dabei aber nicht den ganzen Markowitz über Bord zu werfen, erscheint mir erfolgversprechender.

Befindet sich zum Beispiel Apple bereits in einer solchen Übertreibungsphase?

W.W.: Bei 700 Dollar ganz sicher- doch seither hat die Aktie um fast 30 Prozent nach unten korrigiert. Was daran effizient sein soll, entzieht sich meiner Kenntnis. Ich habe allerdings Zweifel, ob die Firmenvisionen wirklich so stark in den genetischen Code eingebaut sind, dass Apple auch in der Zukunft erfolgreich agieren kann. Gegenbeispiel Samsung: Den Koreanern ist es gelungen, nachhaltige Kosten- und damit Preisvorteile gegenüber der Konkurrenz bei Massenspeicherchips zu erarbeiten, indem die internen Prozesse laufend optimiert wurden. Das ist der Kern bzw. genetische Code dieses Unternehmens, das Prinzip, nach dem Wertschöpfung erfolgt, und das bei jeder Gesellschaft anders gelagert ist. Apple spricht die Yuppies dieser Welt an, Samsung aber die breiten Käuferschichten. Wie man solche nachhaltig Wert schaffenden Unternehmen entdeckt, und die weniger guten aussortiert, darüber erfährt man bei Markowitz nichts. Das hat viel mit Erfahrung, aber auch Gefühl zu tun. Ich beobachte Unternehmen oft mehrere Jahre, um ein Gefühl für die wichtigsten Einflussgrößen zu bekommen und auch dafür, welche Gewinne in den kommenden fünf bis sieben Jahren, also über einen Konjunkturzyklus hinweg, möglich sind. Dabei spielen Annahmen über die jeweilige Qualität eine wichtige Rolle – denn jedes Unternehmen tickt ein wenig anders. Und last but not least: Gute Unternehmen müssen die Krise schon 2008/09 gut umschiffen haben.

Funktioniert die Buy and Hold-Strategie also nicht mehr?

W.W.: Wir halten unsere Unternehmen solange, als sie die ursprünglichen Bedingungen weiterhin erfüllen und nach wie vor als preiswert einzustufen sind. Wie lange dies dauert, ist von Unternehmen zu Unternehmen sehr verschieden. Ich kann auch schnell wieder verkaufen, wenn ein Titel die gesetzten Erwartungen deutlich verfehlt. Grundsätzlich verkaufe ich aber meist dann, wenn der Kurs einer Aktie den Fair Value um zwei Jahresgewinne übertroffen hat. Dazu ein Zahlenbeispiel: Angenommen der Fair Value einer von mir bewerteten und gehaltenen Aktie sei 100. Die Gewinnerwartungen liege bei acht Euro p.a. Übersteigt der aktuelle Kurs nun den Fair Value um das 2-fache eines Jahresgewinns, so beginne ich spätestens dann mit dem Verkauf - also in diesem Fall bei 116. Häufiger ist es jedoch so, dass bei einem Unternehmen gravierende Qualitätsprobleme auftreten, wie z.B. bei Nokia. Dann wird sofort die ganze Position verkauft.

Welche Tipps können Sie Privatanlegern geben?

W.W.: Sie sollten sich vor einem Engagement die Jahresberichte der letzten drei Jahre anschauen – ich studiere die letzten fünf. Da sieht man dann meistens, ob die ehemals publizierten Ziele und Visionen erfüllt wurden oder nicht. Gab es Probleme, ist wichtig zu erfahren, wie der Vorstand damit umgegangen ist. Diese Mühe sollte man sich unbedingt machen, denn eine alte kaufmännische Weisheit sagt: Im Einkauf liegt der Gewinn. Und sie sollten flexibel sein. Denn auch was die Value-Treiber angeht, haben sich die Zeiten geändert. Einerseits sind die Bewertungsunterschiede

deutlich zurückgegangen, sodass wir nun schon sehr tief graben müssen, um noch wirklich günstige Werte zu finden, andererseits sind Faktoren wie operative Gewinnmargen oder Umsatzexpansion heute kein großes Thema. Vielmehr verfügen viele große Firmen über exzellente Bilanzen und hohe Cash-Polster. Da stellt sich natürlich die Frage, wie dauerhaft sich ein solcher Cash-Flow aufrechterhalten lässt und was die Unternehmen alles mit ihrem ganzen Cash anstellen werden. Wird ein warmer Geldregen über die Aktionäre niedergehen oder werden die Firmen sich wieder in teure Übernahmen und Expansionsabenteuer stürzen? Im aktuellen Umfeld bin ich geneigt, lieber eine hoch qualitative Gesellschaft zu kaufen- dafür bin ich auch bereit, einen gewissen Aufpreis zu zahlen.

Spielen Fragen der Makro-Ökonomie, im Fondsmanagement auch als Top-Down-Ansatz bekannt, in Ihrem Anlageprozess eine Rolle?

W.W.: Früher nicht besonders, doch seit Beginn der Finanzkrise reicht es nicht mehr aus, einfach den Bottom-up-Manager zu spielen, sich also nur auf die Analyse der Unternehmen zu konzentrieren. Da etwa die G-7-Staaten einen Plafonds hinsichtlich ihres Wohlstands-niveaus erreicht haben, müssen global aufgestellte Fondsmanager natürlich auch die Emerging Markets genau analysieren, und bei diesen spielen Fragen der fundamentalen Ökonomie eine größere Rolle. Das Problem ist schlichtweg die fehlende Konkurrenzfähigkeit. Viele US-Unternehmen, aber auch zahlreiche aus dem EU-Raum, sind nicht mehr global konkurrenz-fähig. US-Autobauer ruinieren mit Preiszuckerln ihren Heimmarkt, im Ausland jedoch funktioniert eine solche Strategie nicht dauerhaft. Solange die Produktivität sinkt, werden z.B. die Euro-Krisenstaaten nicht wieder auf die Beine kommen.

Wie schätzen Sie die Euro-Schuldenkrise ein?

W.W.: Was ich bei allen Euro-Rettungsversuchen vermisste, ist vor allem, dass das Problem der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit kaum angegangen wird. Zudem wird durch die laufenden Geldspritzen der EZB die Restrukturierung der Staatsbudgets weiter verzögert. Entschieden wird die Finanzkrise jedoch in den Unternehmen: Durch die Qualität ihrer Produkte oder den Mangel desselben. Betrachtet man den Euroraum unter diesen Gesichtspunkten, so fällt eine Zweiteilung auf. Die Guten sind etwa Deutschland, die Niederlande, Luxemburg, aber auch Tschechien, Polen und Skandinavische Länder. Der Rest – auch Frankreich – ist problematisch. Doch wir haben in EU-Europa keinen echten Binnenmarkt – die Probleme werden zugedeckt. Gäbe es die einzelnen Währungen noch, sähe man sofort, wer wettbewerbsfähig ist oder nicht. Ich jedenfalls hätte nichts dagegen, wenn der Euro zerfallen sollte.

Welche Erwartungen setzen Sie in das Wachstum der Weltwirtschaft?

W.W.: Die wichtigste Frage lautet: Was bringt uns global voran? Die Antwort: Die Emerging Markets, deren starkes Wachstum weitergehen wird. EU-Europa ist jedoch zu wenig auf die Schwellenländer ausgerichtet – 70 Prozent des Handels erfolgen noch immer innerhalb der EU. Trotz allen Unkenrufen bin ich etwa für China mittelfristig durchaus optimistisch gestimmt. Das Riesenland ist erfolgreich dabei, seine Handelsstrukturen stärker auf den eigenen Binnenmarkt auszurichten. Dazu werden soziale Sicherungssysteme aufgebaut, was dazu führt, dass ein Teil jener 50 Prozent des Nettoeinkommens, das die Chinesen derzeit unter der Matratze horten, um für schlechte Zeiten gerüstet zu sein, in die Märkte fließen und einen Konsumboom auslösen wird. Zum Teil sehen wir diesen ja bereits. Die Folge wird ein Wohlstandsschub für ganz Asien sein. Europa muss daher unbedingt seinen Handel von der transatlantischen Richtung (USA) in die Emerging Markets umlenken, um davon zu profitieren. Das geht aber nur mit höherer Wettbewerbsfähigkeit.

Gehen wir einer Phase hoher Inflation entgegen?

W.W.: Was die Schuldenkrise anbelangt, ist für mich klar: Die wirklich großen Schuldenberge der USA und der Eurozone können nur dadurch sinken, indem sie weginflationiert werden. Der andere Weg, jener des steigenden Wachstums nämlich, ist durch die rezessiven Tendenzen in den Industriestaaten versperrt. Auch eine weitere Alternative, sich die Schulden durch qualitativ überlegene Produkte im Außenhandel zurück zu verdienen, ist kaum gangbar. Bleibt nur noch die Monetarisierung der Schulden. Daher sehe ich auf die westliche Welt eine starke Inflationswelle zurollen. Auch der Trend zu Linksregierungen per se wirkt schon inflationär. Denn wegen des Mangels an qualitativ guten Produkten wird es nicht gelingen, stärkeren Lohnsteigerungen durch Auslagerung von Produktionen z.B. nach China auszuweichen.

Sollen Anleger daher auf Aktien setzen und Anleihen untergewichten?

W.W.: Ich favorisiere Qualitätsaktien. Gute Unternehmen haben entweder eine starke Schuldentragfähigkeit oder, noch besser, sie haben kaum Schulden. Und die Bewertungen sind immer noch attraktiv, auch bei einem durchaus möglichen Rückgang der Unternehmensgewinne um zehn Prozent. Attraktive Unternehmen sind jene, deren Produkte so gut sind, dass sie global gebraucht werden. Das sind Produkte mit möglichst starker Wertschöpfung. Was die Alternativen anbelangt, also vor allem festverzinsliche Wertpapiere, ist der Boom vorbei. Mit Kursgewinnen bei Anleihen ist jetzt definitiv Schluss. Doch auch bei Aktien muss man schon sehr aufpassen, dass man nicht zu teuer kauft. Quality Growth-Titel wie etwa Nestle, Coca Cola oder Mc Donald's sind schon erheblich gestiegen. Noch mehr hüten sollten sich Anleger vor Branchen mit geringen Gewinnmargen wie viele zyklische Bereiche. Es gibt aber meist in jeder Branche eine fesche Prinzessin – so etwa Hyundai im Autosektor. So haben die koreanischen Autobauer ihren Buchwert in den letzten sieben Jahren verdreifacht. Die Aktienbewertung ist jedoch viel stärker gestiegen, denn das KGV legte von fünf auf elf zu.

Wie können Anleger diversifizieren, denn 100 Prozent Aktien sind wohl nicht ratsam?

W.W.: Als Cash-Ersatz dienen kurzlaufende Staatsanleihen von Ländern mit soliden Währungen, also etwa Norwegen, Kanada oder einige asiatische Länder. Der Euro zählt definitiv nicht dazu. Ich diversifiziere über die Währungen und nicht einfach über die Länder. Reines Bargeld und top-geratete Anleihen sind langfristig eine blanke Kapitalvernichtung. Bei Inflationsgeschützten Anleihen und Gold bin ich ebenfalls skeptisch, denn beide Assets bergen keine Wertschöpfung in sich. Zumindest fünf bis zehn Prozent Gold als Beimischung erscheinen mir aber dennoch empfehlenswert.