



Ist Apple massiv unterbewertet oder vielmehr eine absturzgefährdete «Einproduktfirma»? Kunden begutachten iPads.

Apple, Credit Suisse, Rio Tinto: Mit gefallenem Engeln zum Erfolg

Zwei Schweizer Anlagefonds demonstrieren, dass es mit einem konsequenten Value-Ansatz möglich ist, den Markt zu schlagen. **Von Markus Städeli**

Anlagevehikel, die über längere Zeit besser abschneiden als der Markt, sind ziemlich rar. Doch einigen Investoren, die sich dem Value-Ansatz verschrieben haben, gelingt das. Und nicht nur Warren Buffett: Auch zwei Schweizer Fonds-Boutiquen – Braun, von Wyss & Müller (BWM) und Quantex – können beachtliche Erfolge erzielen: Der Classic Global Equity Fonds von BWM hat seit 1997 eine Rendite von 435% erzielt, während der Vergleichsindex in Franken gerechnet nur um 62% zunahm. Der Quantex Global Value Fund erzielte seit seiner Auflegung im Sommer 2008 eine Performance von 53,5%, ebenfalls deutlich mehr als seinen Benchmark.

Wie gehen Value-Fonds vor? Ihnen allen gemeinsam ist, dass sie konstant auf Schnäppchenjagd sind. «Wir wollen Aktien mit einem Abschlag von 40% zu ihrem fairen Wert kaufen. Wenn der Kurs den fairen Wert erreicht, verkaufen wir», sagt Thomas Braun, Gründungspartner von BWM.

Auch Quantex-Fondsmanager Peter Frech ermittelt erst einmal einen fairen Aktienpreis des potenziellen Kaufkandidaten. Dafür diskontiert er die erwarteten freien Cashflows

Apple

167 \$

betrage der faire Wert von Apple, sagt Quantex-Fondsmanager Peter Frech. Derzeit notiert die Aktie bei 93 \$.

mit sehr konservativen 10% ab. Der Fonds erwirbt die Titel aber nur, wenn sie rund 30% billiger sind als der kalkulierte faire Wert. «Je nachdem wie zyklisch und riskant ein Unternehmen ist, kann der Discount höher oder tiefer sein», sagt Frech.

Kaufen, was andere meiden

Am einfachsten ist die Schnäppchenjagd natürlich, wenn die Investoren in Panikmodus verfallen und unterschiedslos alle ihre Aktien ausladen. Aber meistens läuft es darauf heraus, dass Value-Investoren jene Titel kaufen, die andere als hoffnungslos aufgegeben haben. Das ist anspruchsvoll: Auch wenn eine Firma heute im Vergleich zu den über einen ganzen Zyklus erzielten Gewinnen und Aktienbewertungen billig aussehe, müsse man ihr Geschäftsmodell im Detail verstehen, sagt Braun. «Sehr gefährlich sind für uns Value-Investoren Strukturbrüche, zum Beispiel, wenn neue Technologien oder Konkurrenten den Markt auf den Kopf stellen oder die Margen aus anderen Gründen unwiderruflich sinken.»

Value-Fonds sind meist bunt zusammengewürfelt. Quantex etwa hat grosse Vermögensverwalter wie Franklin, T Rowe Price und

Aberdeen ins Portefeuille genommen. Diese Firmen generieren zwar hohe freie Cashflows, sind an der Börse aber out. Es wird allgemein angenommen, dass das Geschäft mit aktiv gemanagten Aktienfonds weiter unter Druck kommt, weil so viele Investoren auf ETF setzen. Die grösste Position im Fonds ist die grie-

Unterbewertete Aktien

Grösste Positionen zweier erfolgreicher Value-Fonds (per Ende März)

Classic Global Equity Fund

Firma	Land, Branche
Fossil	USA, Mode-Accessoires
Hewlett-Packard Enterpr.	USA, IT
Norwegian Cruise Line	USA, Kreuzfahrten
Joy Global	USA, Minen-Ausrüster
Carnival Corp	USA, Kreuzfahrten
Rent-A-Center	USA, Mietkauf-Angebote
TF1	Frankreich, Medien
Randstad Holding	NL, Personal-Dienstleister
Leoni	Deutschland, Industrie
Kelly Services	USA, Personal-Dienstleister

Quelle: Firmenangaben

chische Airline Aegean, für die «normale» Investoren ebenfalls wenig Enthusiasmus zeigen. Quantex hat auch in Apple investiert, die ihren Zenit offenbar überschritten hat und die wegen ihrer Abhängigkeit vom iPhone als «Einproduktfirma» gilt. «Apple ist eine unserer günstigsten Aktien. Wir haben einen fairen Wert von 167 \$ ermittelt», sagt Frech. Derzeit notiert Apple bei 93 \$. «Dabei ziehen wir von den Netto-Barmitteln der Firma noch einen Drittel ab, da diese grösstenteils im Ausland liegen und womöglich noch versteuert werden müssten.» Natürlich sei Apple stark vom Erfolg seiner iPhones abhängig. Doch mit iTunes, iCloud und anderen Diensten habe die Firma ein Ökosystem gebaut, das es seinen Kunden schwermache, auf eine andere Hardware umzusteigen, begründet Frech.

Hoffnungsträger Credit Suisse

Auch BWM hat viele erklärungsbedürftige Positionen im Portefeuille: Die Firma ist etwa in den Rohstoffkonzern Rio Tinto investiert. Seit letztem Sommer hat sie auch eine Position in Credit Suisse aufgebaut. Eine «der am meisten gehassten Schweizer Firmen», wie Braun eingestuft. Die Bank habe es zwar während Jahren versäumt, ihre Hausaufgaben zu machen. «Aber die CS ist mit 27 Mrd. Fr. äusserst billig bewertet. Ich bin sicher, dass sie in ein paar Jahren wieder zwischen 4 und 5 Mrd. Fr. pro Jahr verdienen kann.» Alleine wenn das Management, wie angekündigt, netto 3 Mrd. Fr. Kosten eliminiere, steige der Gewinn nach Steuern um 2 Mrd. Fr., so Braun.

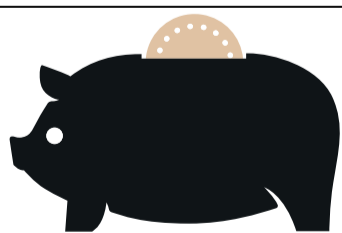
Die derzeit grösste Position von BWM ist Fossil Group, die Uhren und Mode-Accessoires vermarktet. Nicht nur unter dem eigenen Brand, sondern auch unter lizenzierten Marken von Adidas über Burberry bis Michael Kors. Bei der Fossil Group seien sehr viele Negativfaktoren zusammengekommen, die zum Absturz an der Börse geführt hätten, sagt BWM-Analyst Pascal Prüss: «Die Lizenzmarke Michael Kors, die zuletzt ein Drittel des Umsatzes ausmachte, schwächelt. Die Margen der Firma sind aufgrund des starken Dollars stark gesunken. Und die Investoren haben Angst, dass die Apple Watch und Fitnessarmbänder wie Fitbit Fossil den Rang ablaufen.»

Prüss hält diese Ängste für übertrieben: «Fossil macht schöne, klassische Uhren und wird selbst zahlreiche Modelle mit Smartwatch-Elementen ausstatten.» Zudem sei nur der Umsatz mit Michael-Kors-Produkten zurückgegangen, alle anderen Marken würden weiterwachsen. «Meine Annahme ist, dass Fossil wieder auf einen Gewinn von über 4 \$ und ein KGV von 18 kommt. Wir sehen also einen fairen Wert von 75 \$ – heute liegt der Aktienpreis unter 40 \$», sagt Prüss.

Quantex Global Value Fund

Firma	Land, Branche
Aegean Airlines	Griechenland, Luftfahrt
Aberdeen Asset Managem.	UK, Vermögensverw.
Bank of Cyprus	Zypern, Bank
Gamestop Corp	USA, Detailhandel
Warsaw Stock Exchange	Polen, Börsenbetreiber
Apple	USA, IT
Seagate Technology	USA/Irland, IT
Plus500	UK, Finanzdienstleister
Bed Bath & Beyond	USA, Detailhandel
Franklin Resources	USA, Vermögensverw.

Firmen kaufen, nicht Aktien



Geldspiegel Markus Städeli

Der Kadermitarbeiter eines Fonds-anbieters hat mich vor kurzem mit der Aussage erstaunt, dass er persönlich nur Einzelaktien kaufe. Dabei müsste er am besten wissen, dass Anleger am besten fahren, wenn sie ein paar ETF kaufen, die Dividenden reinvestieren und möglichst nie auf ihr Portefeuille schauen. Nur ganz wenige Investoren und

Fondsmanager können das Risiko, das mit der Auswahl von Einzelaktien einhergeht, nachhaltig in eine Zusatzrendite ummünzen.

Doch besagter Mann will Eigentümer von Firmen sein, die er persönlich ausgewählt hat – aus Prinzip. Diese Einstellung erinnert mich an die eines Bekannten, der in seiner Freizeit oft im ölverschmierten Übergewand unter seinem Auto liegt. Er will nicht primär Geld sparen. Er ist einfach zufrieden, wenn er den Keilriemen selber wechseln kann.

Ich glaube, dass das unbändige Wachstum der ETF-Industrie das Beste ist, was der Vermögensverwaltungs-Industrie passieren konnte. Nur Überzeugungstäter werden es künftig noch wagen, ihre Kompetenzen in der Einzeltitelauswahl herauszustreichen.

Dazu gehört etwa die familiengeführte Bank Bordier. Sie ist «zur Auffassung gelangt, dass der ständige Kauf und Verkauf von Aktien und die indexbasierte Vermögensverwaltung nicht mehr zeitgemäss ist». Die Firma hat darum einen Ansatz namens «Core Holdings» entwickelt. Es gehe darum,



Back to the Future: Die Bank Bordier ist «zur Auffassung gelangt, dass die indexorientierte Vermögensverwaltung nicht mehr zeitgemäss ist».

Firmen zu kaufen, nicht Aktien, betont man bei Bordier. Und zwar nicht beliebig viele, sondern lediglich zwei Dutzend Unternehmen – «die besten zum günstigsten Preis». Firmen, die hohe freie Cashflows und Renditen auf dem eingesetzten Kapital erwirtschaften und die nur geringfügig verschuldet sind. Solche Eigenschaften machten besonders widerstandsfähig. Und grössere Kursverluste zu vermeiden, sei das beste Rezept für eine gute Langfrist-Performance.

Die Zusammensetzung dieser «Core Holdings» soll grundsätzlich nur einmal pro Jahr überprüft werden, sagt Frédéric Potelle, Leiter Research von Bordier. «Wir werden uns auch nicht beirren lassen, sollte unser Portfolio einmal 6, 12 oder 18 Monate hinter dem Markt zurückliegen», so Potelle. Man habe eine sehr langfristige Perspektive. Im ersten Jahr ist es Bordier gelungen, mit ihren «Core Holdings» den Markt deutlich zu schlagen – was natürlich Zufall sein kann. Doch dieser Ansatz verdient Beachtung, weil er so wohlthuend altmodisch ist.

Zahlen der Woche

1,1086 Fr.

kostet ein Euro derzeit. Das ist ein Mehrmonatshoch.

328

So viele Erdöl-Bohranlagen gibt es in den USA noch. Dies ist der niedrigste Stand seit Oktober 2009.

2,9%

So stark gingen die ausstehenden Hypothekarkredite der Schweizer Haushalte im Jahresvergleich zurück.