

AUF DIE INNEREN WERTE KOMMT ES AN

Bei stark verbilligten Aktien und schwächelnder Konjunktur rückt der Value-Anlageansatz in den Vordergrund. Wie dabei der faire, innere Wert ermittelt wird und was beim Investieren beachtet werden sollte

– TEXT: HEIKE GORRES –

Das Jahr 2022 hat sich für Aktienbesitzer zu einer einzigen Nervenprobe entwickelt. Zahlreiche Aktienindizes weltweit haben teils kräftige Kursverluste verzeichnet. Der deutsche Aktienindex DAX und der Eurostoxx 50 zum Beispiel haben bis Ende Oktober jeweils rund 17 Prozent an Wert ver-

loren, der US-amerikanische S&P 500 rund 22 Prozent und der CSI 300 mit Aktien aus Festlandchina 26 Prozent. Das Weltaktienbarometer MSCI World hat um 20 Prozent nachgegeben.

Dazu kommt eine Abschwächung der Konjunktur in zahlreichen Ländern, was

sich tendenziell negativ auf Aktienmärkte auswirkt. Für 2023 rechnet das ifo Institut für Deutschland zum Beispiel Stand September mit einem Schrumpfen der Wirtschaftsleistung um 0,3 Prozent, die OECD um 0,7 Prozent. Für die Weltwirtschaft hat die OECD im September ihre Wachstums-



prognose von 2,8 Prozent auf 2,2 Prozent gesenkt, der Internationale Währungsfonds im Oktober von 2,9 Prozent auf 2,7 Prozent.

Für sehr preisbewusste Anleger ist ein solches Umfeld indes ein echtes Eldorado. Aktien sind deutlich billiger zu haben als zuvor und können einen lohnenden Einstieg bieten. „Eine der erfolgreichsten Anlagestrategien besteht darin, in einer Rezession niedrig bewertete Value-Aktien einzusammeln“, sagt einer der prominentesten antizyklisch investierenden Fondsmanager Deutschlands, Peter Huber. „Value“ steht für „Wert“ und Value-Aktien demnach für werthaltige Aktien. Der Grundgedanke ist, dass ein Unternehmen einen deutlich höheren Wert und somit mehr Substanz hat, als in seinem Aktienkurs ausgedrückt ist.

SUBSTANZ RICHTIG ERMITTELN

„Der entscheidende Punkt des Value Investing ist der innere Wert eines Unternehmens, der durch Buchwerte, Cashflows, Gewinne und Dividenden in Relation zum aktuellen Börsenkurs näherungsweise bestimmt werden kann“, erläutert Michael Keppler, Gründer und Chief Investment Officer von Keppler Asset Management, das auf Value-Strategien spezialisiert ist (siehe auch Interview). Liegt dieser „innere“ oder „faire“ Wert deutlich über dem Aktienkurs, ist ein Unternehmen von guter Qualität nach dieser ersten Betrachtung deutlich unterbewertet und potenziell attraktiv.

Diesen Ansatz verfolgt Keppler etwa im Aktienfonds Keppler Global Value-Invest. Das Portfolio ist einer der Value-Fonds auf dem deutschen Markt (siehe Tabelle). Die Fonds sind bei den Analyseanbietern Morningstar in der Kategorie „Aktien weltweit Standardwerte Value“ und Scope Analysis in der Gruppe „Aktien Welt“ gelistet, haben von Scope ein Rating von mindestens „C“ für durchschnittlich und sind Privatanlegern ohne horrende Mindestanlagesummen zugänglich. Die Auswahlkriterien gelten in gleicher Weise für ETFs, börsengehandelte Indexfonds, wobei der SPDR MSCI World Value UCITS ETF noch kein Rating hat.

Der Keppler Global Value-Invest ist eigenen Angaben zufolge nach einer fundamental-quantitativen Auswahlstrategie in preisgünstige Aktien aus Industrie- und Schwellenländern investiert. Vergleichsmaßstab ist der MSCI World Total Return Index. Aktien von US-Firmen waren im

VALUE-INVESTMENTS, DIE AUF WELTWEITE AKTIEN SETZEN

Name	ISIN	Fonds-volumen in Mio. Euro	Rendite 1 Jahr	Rendite 3 Jahre (p. a.)	Rendite 5 Jahre (p. a.)	Laufende Kosten
DWS Invest Croci World LC	LU1769941003	61,8	5,5	10,9	8,8	1,55
Uni Value Fonds Global A Dis	LU0126315885	1143,1	2,9	8,7	8,0	1,52
Keppler Global Value-Invest	DE000A0JKNP9	31,6	-0,1	4,2	5	1,93
Invesco FTSE Rafi All-World 3000 UCITS ETF Dist	IE00B23LNQ02	36,7	-0,2	7,3	8,8	0,93
T. Rowe Price Global Value Equity A EUR Acc	LU1493953001	502,2	-1,5	7,3	6,3	1,77
Schroder ISF QEP Global Active Value EUR A Acc	LU0248176017	693,4	-2,2	5,9	5	1,60
Sydivest Global Value Equities B EUR Acc	DK0060647600	6,8	-2,7	4,8	5,1	1,21
SPDR MSCI World Value UCITS ETF	IE00BJXRT813	37,1	-4,0	----	----	0,25

Rendite und laufende Kosten in %

Quellen: Scope Analysis, Morningstar; Stand: 30.9.2022

Oktober mit einem Fondsanteil von 42 Prozent am stärksten vertreten, gefolgt von britischen Titeln mit 10 Prozent. Schwellenländer-Aktien machten ebenfalls 10 Prozent des Fonds aus.

Einer der maßgeblichen Punkte ist für Keppler, die Ertragskraft von Unternehmen aus dem abzuleiten, was sie in der Vergangenheit geleistet haben, und nicht aus dem, was sie behaupten, in der Zukunft zu leisten. „Wir stützen uns deshalb bei unseren Analysen auf die tatsächlich erzielten Unternehmensgewinne und nicht auf Schätzungen. Wichtig ist hier, eine Norm zu entwickeln: Was kann ein Unternehmen in Normalzeiten verdienen?“, erklärt Keppler. Hierbei stellt er auf die durchschnittlichen Gewinne in einem Wirtschaftszyklus ab.

REALE ERTRÄGE ZÄHLEN

Der Uni Value Fonds Global A ist einer der bekanntesten unter den herausgefilterten Fonds. Benchmark ist der MSCI World Value Index. Auch in diesem Portfolio waren Stand Oktober US-Aktien mit einem Anteil von gut 60 Prozent am stärksten vertreten. Der nächstgrößte Anteil von 8 Prozent entfiel auf Titel aus Deutschland. „Rezessionen sind für uns als langfristiger Investor eine Chance, vor allem zyklische Unternehmen deutlich unter ihrem langfristigen fairen Wert zu kaufen“, sagt Fondsmanager Stefan Brugger. Solche Firmen verzeichnen in einem Konjunkturzyklus deutlich schwankende Erträge, etwa Halbleiterhersteller. „Wichtig in der Analyse von potenziellen Kaufkandidaten ist, dass die Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens langfristig vorhanden ist und das Unternehmen Phasen temporär schwä- ▶

»Rezessionen sind für uns eine Chance, vor allem zyklische Unternehmen deutlich unter ihrem langfristigen fairen Wert zu kaufen.«



STEFAN BRUGGER, UNION INVESTMENT

»Es gilt, Wertfallen zu vermeiden«

MICHAEL KEPPLER, Keppler Asset Management

procontra: Die Bewertung von Unternehmen ist heute vermutlich komplexer als in den Anfängen des Value-Ansatzes. Was sind für Sie die entscheidenden Punkte, um Value auszumachen?

Michael Keppler: Die Prinzipien des Value Investing haben sich seit 1934, dem Erscheinungsjahr des Investmentklassikers „Security Analysis: Principles and Techniques“ – „Sicher-

heitsanalyse: Prinzipien und Techniken“ – von Benjamin Graham und David Dodd nicht geändert. Laut Warren Buffett werden sie auch in 100 Jahren noch gültig sein – sonst wären es keine Prinzipien. Konkret geht es dabei um simple kaufmännische Erkenntnisse: Ein höherer Buchwert, höhere Cashflows, Gewinne und Dividenden bezogen auf den Kapitaleinsatz sind ceteris paribus niedrigeren Werten vorzuziehen. Sind beispielsweise bei zwei identischen Immobilien die Mieteinnahmen eines Gebäudes höher als bei dem anderen, sollte dieses Gebäude mehr wert sein als das andere.

procontra: Inwieweit wirkt sich die komplexer gewordene Welt auf die Bewertung aus?

Keppler: Was sich geändert hat, sind die Störfaktoren von außen, die die Kursentwicklung heute mehr beeinflussen als in früheren Zeiten. Politische Faktoren und Handelsbeschränkungen sind hier an erster Stelle zu nennen. Sie sind auch schwieriger zu beurteilen als die fundamentale Unternehmensbewertung. Der entscheidende Punkt des Value Investing ist aber unverändert der innere Wert eines Unternehmens. Ebenso wichtig ist jedoch das von Graham erfundene „Margin of Safety“-Prinzip. Eine Aktie sollte demnach eine gewisse Sicherheitsmarge aufweisen, wonach unerwartete

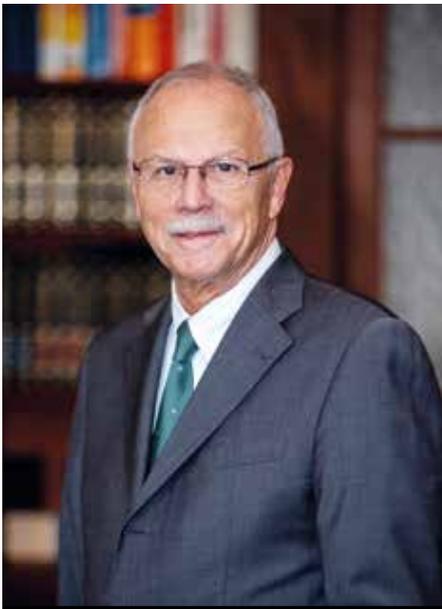
Risiken bereits beim Aktienkauf berücksichtigt werden müssen.

procontra: Wie unterscheiden Sie in einem Umfeld aus stark gesunkenen Aktienkursen und schwächelnder Konjunktur Firmen, die an der Börse zu Unrecht abgestraft werden, von Firmen, bei denen ein starker Kursrückgang keine gute Kaufgelegenheit bedeutet?

Keppler: Hier gilt es, „Value Traps“, Wertfallen, weitmöglichst zu vermeiden. Ein gutes Beispiel sind europäische Banken, die häufig heute – mehr als zwölf Jahre nach der Finanzkrise 2008/2009 – immer noch zu einem Drittel ihrer Buchwerte gehandelt werden. Wenn die Buchwerte tatsächlich dreimal so hoch wären wie der Aktienkurs, müssten diese Firmen zerschlagen werden. Sie wären also tot mehr wert als lebendig! Alternativ müssten sie massiv eigene Aktien zurückkaufen. Doch dazu fehlt ihnen das nötige Kapital.

procontra: Das bedeutet?

Keppler: Es sollte klar sein, dass sich diese Banken die nötigen Abschreibungen schlicht nicht leisten können. Die Aufsichtsämter drücken offenbar aufgrund des „Too big to fail“-Prinzips immer noch beide Augen zu. Die Verifizierung der Inputdaten ist deshalb für uns von höchster Bedeutung. ■



► cherer Gewinne ohne das Risiko von Insolvenz oder Verwässerung durch Kapitalerhöhungen überstehen kann.“

Bei sinkender Nachfrage und höheren Produktionskosten infolge steigender Preise, wie es derzeit der Fall ist, ist für Brugger der Zeithorizont entscheidend: „Die Kernfrage bei einem Nachfragerückgang ist für uns, ob dieser nur temporär oder dauerhaft ist. Letztendlich steigen ja in einem inflationären Umfeld mit einer gewissen Verzögerung auch Löhne und Gehälter.“ Ein temporärer Rückgang sei eine gute Kaufgelegenheit. Ähnlich sei es bei den Produktionskosten. „Kommen die Margen bei einem Unternehmen nur temporär unter Druck, weil man durch länger laufende Verträge die gestiegenen Kosten erst mit

einer Zeitverzögerung weitergeben kann, ist dies für uns eine potenziell günstige Gelegenheit, ein Unternehmen zu einem Zeitpunkt zu kaufen, an dem die Gewinne temporär unter dem langfristigen Potenzial sind“, erläutert Brugger. „Kommt es zu langfristigen strukturellen Veränderungen, wie dies zum Beispiel bei Energiekosten für in Europa produzierende energieintensive Unternehmen der Fall ist, müssen wir dies natürlich auch bei unserer Prognose des längerfristigen Gewinnpotenzials berücksichtigen“, ergänzt er. „Wenn eine seriöse Prognose nicht möglich ist, werden wir auch nicht investieren.“

In der näheren Zukunft dürfte somit einiges auf die Energiepolitik in Europa ankommen. ■



AUSBLICK 2023

- ➔ Eine schwächelnde Konjunktur würde Aktienmärkte weiter belasten und gute Einstiegsmöglichkeiten bieten
- ➔ Die Aufmerksamkeit auf handfeste Substanz könnte in einem negativen Marktumfeld zunehmen
- ➔ Die außergewöhnliche politisch-wirtschaftliche Gemengelage wird zum Hätetest vieler Anlageansätze