

Value Investments

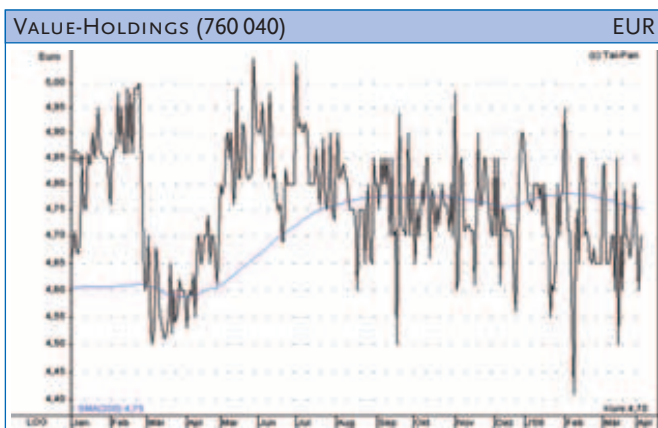
Stellen sie sich vor, eine Aktie ist unterbewertet – und keiner kauft sie. Mit Herausforderungen dieser Art haben Value-Investoren rund um den Globus zu kämpfen.

Value-Holdings AG: Warren Buffett auf deutsch

Die Augsburger Value-Holdings AG (VH) ist eine nach reinen Value-Gesichtspunkten anlegende Investmentgesellschaft. Das Unternehmen wurde 1992 gegründet und wird seitdem vom Value-Urgestein Georg Geiger geführt. 1999 ging es schließlich an die Börse. VH beteiligt sich an deutschen Nebenwerten, die anhand eines strikten Value-Ansatzes ausgewählt werden. Neben qualitativen Faktoren wie etwa Managementqualität und überzeugenden Produkten bedient sich das fünfköpfige Team für die Unternehmensbewertung eines selbst entwickelten Faktorenmodells. Mit Hilfe verschiedener Finanzkennzahlen wie KGV, Kapitalrendite und weiteren wird der „faire“ Wert eines Unternehmens berechnet. Die „Margin of Safety“ ergibt sich als Abschlag des Börsenwertes zum fairen Wert. Diese muss nach Philosophie des Hauses bei allen Investitionen mindestens 25% betragen. Seit Gründung konnte das Portfolio im Schnitt mit 20% p. a. zulegen und damit den Gesamtmarkt weit hinter sich lassen. Ebenfalls zum Unternehmen gehört eine eigene Vermögensverwaltung, die einen auf Value Investments fokussierten Aktienfonds managt. Durch den weiteren Ausbau des Fondsgeschäfts will Geiger das Unternehmen in Zukunft unabhängiger von der aktuellen Börsenlage machen. Im letzten Jahr konnte mit Roland Könen zudem ein Spezialist auf dem Gebiet der Small- und Mid Caps als Fondsmanager verpflichtet werden. Der ehemalige Analyst des Bankhauses Lampe bedeutet für die Schwaben einen weiteren Kompetenzzuwachs.

Aktie fristet Schattendasein

Trotz der guten Ergebnisse hat die Aktie dem Anleger in den letzten Jahren wenig Freude bereitet. Seit über drei Jahren bewegt sich diese in einer engen Handelsspanne seitwärts. In der



| Value-Holdings AG (www.value-holdings.de) | | | |
|---|--------------|-------------------------------|--|
| ISIN | DE0007600405 | Investment-Fokus | Börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften |
| WKN | 760 040 | Strategie | Value-Investing |
| Kurs (EUR) | 4,70 | Mitarbeiter im Konzern | 5 |
| AZ (Mio. St.) | 1,9 | Mitarbeiter in Holding | 2 |
| MCap (Mio. EUR) | 8,8 | Jahr der Gründung | 1992 |
| Geschäftsjahr-Ende | 31.12. | Jahr des Börsengangs | 1999 |
| GJA 2006 (EUR) | 0,58 | Anzahl d. Beteil. | 12 |
| GJA 2007 (EUR) | 0,64 | Ø Haltedauer (in Jahren) | 3 |
| KGV 2007 | 7,3 | Größte Beteiligungen (%d.NAV) | |
| Div. 06 (EUR) | 0,12 | Schaltbau Holding AG (12%) | |
| Div. 07 (EUR) | 0,15 | Lloyd Fonds AG (11%) | |
| Div.-Rendite 07 | 3,2% | Computerlinks AG (6%) | |
| NAV* (Mio. EUR) | 9,9 | Hans Einhell AG (6%) | |
| NAV / Aktie* (EUR) | 5,31 | SMT Scharf AG (5%) | |
| Premium/Discount | -11,5% | relativ zu DAX | 1,072 |
| 52-Wo-Tief (EUR) | 4,41 | relativ zu DAX | 0,959 |
| 52-Wo-Hoch (EUR) | 5,05 | relativ zu DAX | 0,403 |
| Po. in 52-Wo-Range | 45,3% | | |
| Performance 1 Jahr | +2,2% | | |
| Performance 5 Jahre | +143,5% | | |
| Performance 8 Jahre | -63,8% | | |

*) z.B. es handelt sich hierbei um den Buchwert

gleichen Zeit konnte der Wert des Portfolios hingegen um über 70% zulegen. Diese faktische Unterbewertung wird durch die zurückhaltende Politik des Unternehmens, weder Einzelpositionen noch den inneren Wert zu veröffentlichen, gewissermaßen provoziert. In den letzten Monaten scheint jedoch ein Umdenken bei den Anlegern stattgefunden zu haben. So konnte sich die Aktie den starken Turbulenzen am Gesamtmarkt vollständig entziehen. Mit einem konservativ gerechneten Buchwert von 5,30 EUR ist die Aktie nach unten gut abgesichert. Nach einem Ausbruch aus der Seitwärtsbewegung sollte der Weg zu höheren Kursregionen frei sein. Bis dahin kann sich der Anleger an einer Dividende von 0,15 EUR je Aktie erfreuen, oder gleich in den Value-Holdings Capital Partners Fund (WKN A0B 63E) investieren. Dieser legt nach demselben Prinzip wie die VH an, wobei für den Anleger jeden Tag der faire Wert des Portfolios ermittelt wird.

Fazit

Die dargestellten Unternehmen bieten dem Anleger eine reichhaltige Palette an Interpretationsmöglichkeiten des Themas Value Investing. Während sich einige Gesellschaften auf eine Kombination aus Value, Turnaround und Sondersituationen fokussieren, beteiligt sich etwa die Konsortium AG nur an nicht börsennotierten Unternehmen. Die Value-Holdings AG steht hingegen für den klassischen Value-Ansatz à la Buffett (siehe auch Artikel zu Berkshire Hathaway). Dass Value Investing weder leise noch langweilig sein muss, beweist seit einigen Jahren die Shareholder Value Beteiligungen AG. Mit öffentlichkeitswirksamen Klagen gegen zu niedrig empfundene Squeeze-out-Abfindungen hat das Unternehmen in den letzten Jahren viel Zusatzrendite für die Aktionäre ver-

dient. Die Schweizer New Value AG wiederum vereint den Value-Ansatz mit der Nachhaltigkeitskomponente und schließt damit den Kreis des konservativ-langfristigen Investors. Für welchen Stil sich der Anleger letztendlich entscheidet, muss jedem selbst überlassen sein. Bei den meisten Titeln muss der Anleger jedoch auf die teilweise recht dünnen Börsenum-

sätze achten. Manche Kursbewegungen geschehen dann auch mal rein zufällig. Vielen Beteiligungsgesellschaften gemein ist jedoch die oftmals krasse Unterbewertung der Aktie gegenüber dem inneren Wert (NAV). Doch das sind richtige Value-Investoren schließlich gewohnt. ■

Oliver Brockmann

„Wie im Paradies“

Gegenüber *Smart Investor* erklärt **Georg Geiger**, Vorstand der Value-Holdings AG (VH), wo er aktuell interessante Chancen wittert und von welchen Branchen er lieber die Finger lässt.

Smart Investor: Was unterscheidet Ihre Philosophie von jener von Buffetts Berkshire Hathaway?

Geiger: Wenn Sie sich einmal die Grundgedanken von Buffett oder Graham vor Augen führen, dann liegen wir da nicht so weit auseinander. Auch wir bewerten Unternehmen anhand einer fundamentalen Analyse, auch wir stellen den Unternehmenswert in den Vordergrund und nicht die Börsenkurse. Buffett hat aber in den vergangenen Jahren auch gute Firmen gekauft, die ambitioniert bewertet waren. Er war sogar bereit, für Wachstumswerte einen Preis zu bezahlen, der keine Sicherheitsmarge beinhaltet. Diese Preise hätte Graham nicht bezahlt. Auch wir sind nicht bereit, für ein höheres Wachstum schon jetzt eine Prämie zu bezahlen.

Smart Investor: Liebäugeln Sie vielleicht wie viele Value-Größen aus den USA auch mit Pharma- oder Telekom-Titeln?

Geiger: Also, bei Pharma vermute ich kein „Value“, die Bewertungen hier sind oft doppelt so hoch wie bei Chemie-Konzernen. Eine BASF hat in den letzten zehn Jahren eine phantastische Entwicklung gezeigt, während Pharmakonzerne ihre ihnen zugebilligte Bewertung nicht annähernd verdient haben. Ich verstehe nicht, warum ich bei zwei ähnlich zuverlässigen Geschäftsmodellen für einen verdienten Pharma-Euro 20 EUR an der Börse zahlen soll, während es bei einem Chemie-Euro nur 10 EUR sind. Und bei den Telekoms? (lacht) Die Deutsche Telekom zahlt zwar eine ordentliche Dividende, aber operativ ist der Konzern zu sehr abhängig vom stark regulierten Telekommunikationsmarkt. Und regulierte Märkte mögen Value-Investoren ohnehin nicht.

Smart Investor: Ist denn die jetzige Börsenphase für Sie nicht ein wahres Value-Paradies?

Geiger: Das ist absolut so. Man muss sich aber die einzelnen Unternehmen genau anschauen, es gibt wenig einzelne Branchen, in denen alle Werte günstig sind. Zu unseren größten Positionen gehören mit Schaltbau (Zulieferer für die Bahnindustrie), Lloyd Fonds (Anbieter geschlossener Fonds) oder Computerlinks (Softwarevertrieb) Unternehmen verschiedenster Branchen. Bei uns geht es um Stockpicking. Wir sehen viele günstig bewertete Unternehmen mit stattlichen Dividendenausschüttungen, das gab es so seit Jahren nicht mehr. Aber wir werden sehen müssen, was die 2008er Gewinnschät-

zungen wert sind. Was übrigens im Moment völlig unberücksichtigt bleibt, ist die Unternehmenssteuerreform. Selbst bei einem in Maßen sinkenden operativen Gewinn kann der Jahresüberschuss durch eine niedrigere Steuerquote durchaus höher liegen.

Smart Investor: Eine Frage zum Verständnis. Sie haben wie viele institutionelle Investoren zum Beispiel SMT Scharf im Depot. Wenn jetzt aber jeder aus Value-Gesichtspunkten heraus die Aktie hat, müsste sie dann nicht bereits viel höher stehen? Bzw. woher kommt nun die Phantasie für die Aktie?

Geiger: Value-Investoren kaufen in der Regel vorsichtig ein, zum Beispiel über Abstauberlimits. Ferner wird eine Kursdynamik nicht von den Value-Investoren ausgehen, diese kommt erst dann, wenn Fonds und Spekulanten wieder an die Börse kommen. Wann, das weiß ich nicht, es kann Jahre dauern. Aber bis dahin kann ich allein mit der Dividendenrendite gut leben.

Smart Investor: Die Entwicklung zwischen Ihrem Fonds und Ihrer Aktie ist sehr unterschiedlich. Lohnt sich für VH eine Börsennotierung überhaupt?

Geiger: Als Vorstand muss ich Ihnen sagen: Ja, es lohnt sich (lacht). Der aktuelle Nutzen ist ungeachtet dessen eher gering. Dass die Aktie so viel schlechter als der Fonds läuft, halte ich auch für eine Chance, denn niedrige Kurse sind gute Kurse um einzukaufen. Und es wird in Zukunft wieder andere Zeiten geben. Nämlich dann, wenn die Börse Portfoliomanagern wieder vernünftige Bewertungen zugesteht.

Smart Investor: Vielen Dank für die interessanten Ausführungen. ■

Interview: Tobias Karow



Georg Geiger, Vorstand, Value-Holdings AG