



Eine Aktie für 60 Cent kaufen, die 1 Dollar Wert hat

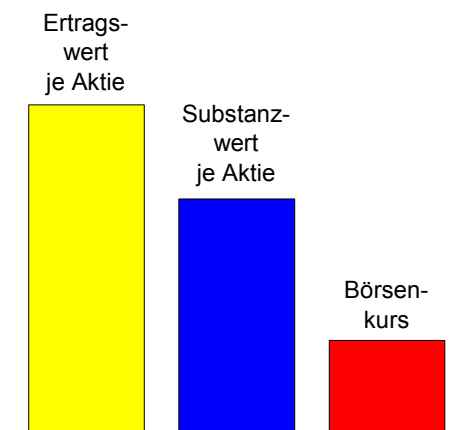
Der Anlagestil des Value-Investing

Konzentration auf stark unterbewertete Aktien

Um mit Aktienanlagen nachhaltig einen hohen Wertzuwachs zu erzielen und die damit verbundenen Risiken seriös abschätzen zu können, ist es notwendig die betreffenden Unternehmen und ihr Management möglichst genau zu kennen. Der Value-Ansatz beruht daher auf einer gründlichen, disziplinierten und langfristigen Analyse, bei der speziell nach Unternehmen gesucht wird, deren Aktien

- ⇒ in Bezug auf den inneren, effektiven Wert unterbewertet sind und
- ⇒ bei denen das Risiko eines nachhaltigen Verlustes gering ist.

Situation einer Unterbewertung



Eine Unterbewertung besteht zumeist darin, dass der aktuelle Börsenwert die Substanz, die Ertragskraft und die Wachstumsperspektiven eines Unternehmens unterschätzt. Sicherheit im Sinne des Vermeidens nachhaltiger Verluste ist dabei ebenso wichtig wie das Erzielen von Gewinn. Das Verlustrisiko kann durch eine konservative Bewertung der Unternehmen erheblich reduziert werden. Weil jedoch selbst die kritischste Bewertung Unsicherheiten beinhaltet, kauft die K&N Value Select Corp. nur Titel, deren Börsenkurs mindestens 40 Prozent unter ihrem geschätzten effektiven Wert liegt. Dieses Vorgehen schafft eine Sicherheitsmarge ("margin of safety") und ist das Kernelement des klassischen Value-Stils.

Strenge Bewertungskriterien bei der Aktienauswahl

Für die Beurteilung des inneren Wertes eines Unternehmens sind die Kennzahlen Ertragswert, Substanzwert sowie die Verschuldung von zentraler Bedeutung. Zur Bestimmung dieser Kennzahlen dienen verschiedene Analyse-Methoden: Gewinndiskontierungs-Modelle, sum of the parts valuation, private market value, relative value innerhalb einer Branche, usw.

Ertragswert-Betrachtung

- ⇒ Der Ertragswert ist abhängig vom Gewinn des Unternehmens, dem Cash-Flow sowie der erwarteten Entwicklung dieser beiden Größen für die Zukunft (Schätzungen). Über Vergleiche mit anderen Firmen derselben Branche wie auch anderen Investmentalternativen (z.B. Anleihen oder Immobilien) wird über Ertragskennzahlen (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kurs-Cash-Flow-Verhältnis) ein marktkonformer Ertragswert errechnet.
- ⇒ Die meisten Finanzanalysten beschränken ihre Beurteilung von Unternehmen auf den Ertragswert, da dieser am leichtesten zu errechnen ist. Jedoch beinhaltet gerade der Ertragswert die grössten Schwankungen und bietet die geringste Prognosesicherheit.



Substanzwert-Betrachtung

- ⇒ Im Mittelpunkt des Interesses steht der Geldbetrag, der im Falle einer Liquidation der Gesellschaft an die Aktionäre auszuzahlen wäre (Liquidationswert). Dazu wird der aktuelle Marktwert des Vermögens ermittelt und nach Abzug sämtlicher Schulden auf die Anzahl der ausstehenden Aktien aufgerechnet. Einer solchen marktgerechten Bewertung liegt die Bereinigung um Sonderfaktoren zugrunde (z. B. bilanzierte Goodwill-Positionen). Daneben sind besonders auch die stillen Reserven von Bedeutung (z. B. Unterbewertung von Immobilien durch zu grosse Abschreibungen).
- ⇒ Da der Substanzwert hauptsächlich auf stabilen Vermögenswerten (hard assets) basiert, unterliegt er geringen Schwankungen. Die Substanzwert-Betrachtung eignet sich zum Aufspüren von Sonderfaktoren, die ein Unternehmen besser darstellen, als es tatsächlich ist. Beispielsweise besitzen manche Firmen durch aufgeblähte Goodwill-Positionen de facto bereits eine Unterbilanz ohne es zu bemerken.

Verschuldung

- ⇒ Bei der Betrachtung der Schulden eines Unternehmens im Verhältnis zur Bilanzsumme (Verschuldungsquote) lässt sich erkennen, ob die Firma ein weiteres Wachstum überhaupt noch finanzieren kann. Eine Verschuldung von 85 oder 90 Prozent der Bilanzsumme bietet keinen Spielraum für weiteres kreditfinanziertes Wachstum. Solche Firmen müssen sich in den nächsten Jahren zunächst einmal gesund schrumpfen.

Beispiel einer massiven Unterbewertung – Dow Chemical im März 2009

Ertragswert-Betrachtung

Gewinn pro Aktie (in 2008): USD 0.63
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): 9.5
Marktkonformes KGV: ca. 14 bis 16

Ertragswert bei KGV=15: USD 9.45

Aktienkurs (März 2009): USD 6.00

Substanzwert-Betrachtung

Buchwert pro Aktie: USD 14.60
+ Stille Reserven / Aktie: USD 9.16
– Goodwill pro Aktie: USD 4.53

= Substanzwert / Aktie: USD 19.23

Verschuldungsquote: 64 Prozent



Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Dow Chemical Aktie von 9.5 im März 2009 entsprach einer Verzinsung von 10.5 Prozent (Zinssatz = $1 \div \text{KGV}$). Zum Vergleich: Anleihen rentierten 2009 bei rund 2.5 Prozent. Auf der Basis eines langfristigen marktkonformen KGVs von 15 (Durchschnitt der letzten 10 Jahre) ergab sich bereits bei einem Gewinn von USD 0.63 je Aktie eine deutliche Unterbewertung. Bei guter Wirtschaftslage und einem geschätzten Gewinn je Aktie von USD 2.40 (Potential) wäre der

Ertragswert sogar USD 36.00 je Aktie. Die mit 64 Prozent im Branchenvergleich noch relativ moderate Verschuldungsquote stellt für Dow Chemical auf absehbare Zeit kein Wachstumshemmnis dar. Sowohl unter Substanzwert- wie auch unter Ertragswert-Gesichtspunkten war die Dow Chemical Aktie im März 2009 massiv unterbewertet.