

Value Investing: die Analysemethoden sind das Erfolgsgeheimnis

«Das Ziel ist es, herausragende Unternehmen zu einem vernünftigen Preis zu finden – und nicht mittelmässige Unternehmen zum Sonderpreis.» So beschreibt Warren Buffet mit einfachen Worten seine Philosophie des Value Investing. Trotz Bullen- und Bärenmärkten hält sich der Value-Stil seit Jahrzehnten und hat gerade nach dem Ende des Börsenbooms wieder an Bedeutung gewonnen. Dabei entwickelt sich der Value-Stil kontinuierlich weiter. Neue Analysemethoden ergänzen und verfeinern die Möglichkeiten, die werthaltigsten Titel an den Börsen herauszufiltern.



*Von Daniel Ghirardi
Head of Switzerland
Pioneer Global Investments Ltd.
Genf*

Der Erfolg des Value-Stils hat mehrere Väter

Nicht nur das Orakel von Omaha, sondern auch Philip L. Carret hat mit seinem bereits 1928 aufgelegten Pioneer Fund die Geschichte des Value Investing mitgeschrieben: Seit seiner Auflage erzielte der Fonds eine durchschnittliche jährliche Wertentwicklung von 12,5%.

Neben Philip L. Carret prägte vor allem Benjamin Graham mit seinem in den 1940er Jahren erschienenen Buch «Intelligent investieren» die Anfänge des Value Investing. Unter anderem definierte er die fundamentalen Unterschiede zwischen einer Spekulation und einer Investition.

Eine Investition ist, im Gegensatz zu einer Spekulation, durch unternehmerisches Denken gekennzeichnet. Das heisst: Bei einer Investition lässt sich der Anleger weniger von Annahmen über die Entwicklung des jeweiligen Wertpapiers oder Marktes als vielmehr von den fundamentalen Eigenschaften des Unternehmens leiten. Grundvoraussetzung hierfür ist es, das Unternehmen und seine Produkte zu verstehen. Die Erfolgsgeschichten der einzelnen Vorreiter des Value Investing sind daher immer auf das engste mit der Geschichte erfolgreicher Unternehmen verknüpft und weniger mit dem Aufkommen neuer Branchen- oder Markttrends.

Die Gewichtung macht den Unterschied

Die Philosophie des Value Investing mutet ebenso einfach wie einleuchtend an. Welcher Fondsmanager schreibt sich nicht auf die Fahnen, unterbewertete, renditeträchtige Titel aufzu-

spüren? Dennoch unterscheidet sich das Value Investing grundlegend von anderen Investmentansätzen, etwa dem ebenfalls prominenten Growth-Stil. Während sich die Fondsmanager beim Value-Stil auf das einzelne Unternehmen konzentrieren, also einen konsequenten Bottom-up-Ansatz verfolgen, achten Fondsmanager nach dem Growth-Stil stärker auf makroökonomische Daten und Branchenentwicklungen. Die beiden Stile gewichten also den Gegenstand ihrer Analyse unterschiedlich.

Der Unterschied zwischen Value- und Growth-Stil lässt sich auch am Bezugspunkt der Analyse festmachen. Während Fondsmanager nach dem Value-Ansatz ihr Augenmerk vornehmlich auf die gegenwärtigen, tatsächlichen Unternehmensdaten richten und auf dieser Basis die Perspektiven beurteilen, orientiert sich der Growth-Stil stärker am zukünftigen Wachstum des Unternehmens; die Bewertung wird also aus einer Zukunftsperspektive vorgenommen. So sehr die Unterschiede zwischen den beiden dominierenden Investmentansätzen, Growth und Value, manchmal durch das gemeinsame Ziel, renditeträchtige Werte aufzuspüren, verschwimmen mögen: die beiden grundlegenden Unterschiede in den Ansätzen – Untersuchungsgegenstand und zeitliche Perspektive – bleiben bestehen.

Einfacher Grundsatz, aber aufwendige Analyse

So einfach der Grundsatz des Value Investing, in unterbewertete, gute Unter-

nehmen zu investieren, klingt, so viele Instrumente und Methoden der Analyse sowie aufwendiges Research stecken dahinter. Um den tatsächlichen Wert eines Unternehmens erfassen zu können, ist eine genaue Analyse anhand einer Reihe von Kennzahlen zum Geschäft des Unternehmens und seiner Marktbewertung notwendig. Das Geschäft des Unternehmens lässt sich beispielsweise über Kennzahlen wie Umsatz, Profitabilität, Gewinnwachstum, Marktposition oder auch Eigenkapitalrendite und Verschuldungsgrad erfassen. Letztgenannte Kennzahlen geben etwa Aufschluss über das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Damit gewinnt das Fondsmanagement Anhaltspunkte darüber, inwieweit das jeweilige Unternehmen über ausreichende Mittel zur Finanzierung seiner Geschäftstätigkeit und damit für Investitionen verfügt. Auch wird die Ertragskraft des Unternehmens relativ zu anderen Titeln, nicht nur seiner Branche, sondern auch des Gesamtmarkts, quantitativ erfasst, indem das Verhältnis von Unternehmenswert und eingesetztem Kapital in Relation zur Kapitalrentabilität des jeweiligen Unternehmens gesetzt wird.

Klassische Kennzahlen, die beschreiben, ob ein Unternehmen an der Börse unter seinem eigentlichen «inneren» Wert gehandelt wird, sind u.a. die Relationen zwischen Kurs und Gewinn sowie zwischen Kurs und Buchwert. Darüber hinaus liefern die Dividendenrentabilität und die Entwicklung von Ertrag und Dividendenzahlungen weiteren Aufschluss über die faire Marktbewertung eines Unternehmens. Ergänzend können auch Chartanalysen, also Rückschlüsse vom bisherigen Kursverlauf auf seine künftige Entwicklung, hinzugezogen werden. Allerdings besitzt eine solche technische Analyse keine zentrale Bedeutung für einen Value Investor.

Neben diesen quantitativen Kennzahlen zur Wertentwicklung berücksichtigt der Investmentprozess qualitative Eigenschaften der Unternehmen. In regelmässigen, mehrmals im Jahr stattfindenden Gesprächen überprüfen die Fondsmanager, ob das Management eine erfolgversprechende Unternehmensstrategie entworfen hat und

Value investing: analytic methods are the secret of success

The philosophy of value investing sounds as simple as it is plausible: finding outstanding companies at a reasonable price, not mediocre companies at special prices. Value investors focus on individual companies applying a rigorous bottom-up approach.

While the basic principle of value investing – picking sound but undervalued stocks – is easy to define, the analyses and research behind it are much more complex. In order to grasp a company's real value, a detailed analysis of a number of key figures and its market valuation is necessary. These include sales, profitability, profit growth, market position, return on equity and debt ratio. But a company is also compared to its peers in the same market segment and to the market as a whole.

Traditional key figures which show whether a stock is traded below its real intrinsic value are, among others, price/earnings ratio and price/book value ratio. Dividend returns and the development of income and dividend payments offer further insight into a company's fair market valuation. This may be supplemented by chart analyses which allow certain conclusions regarding future developments from past trends; however, this kind of technical analysis plays no major role in value investing.

In addition to such quantitative figures, value investors consider a company's qualitative characteristics. In regular discussions with the company management, the fund managers check the company's strategy and progress. All of this requires a strong research department with a significant number of seasoned analysts on all the world's major markets. Local presence ensures that analysts and fund managers have the best possible access to all relevant information.

Undervalued companies must be given a reasonable amount of time to reach their potential. It is crucial, however, to set a price goal for each stock even before it is purchased. Following this investment philosophy and process, value investors have stood their ground in the past and will continue their success in the future.

umsetzt. Auf diese Weise gewinnen sie einen Eindruck davon, wie verlässlich die jeweiligen von der Unternehmensführung formulierten Ertrags- und Wachstumsziele sind.

Da ein erfolgreiches Value Investing auf einer genauen Analyse der Einzelwerte und der intimen Kenntnis der jeweiligen Unternehmen basiert, erfordert es seitens der Investmentgesellschaften eine schlagkräftige Researchabteilung. Hierzu gehören eine ausreichende Anzahl an eigenen, erfahrenen Analysten und ein funktionierendes Netzwerk von Standorten und Niederlassungen auf den wichtigsten Märkten der Welt. Die lokale Präsenz stellt sicher, dass die Analysten und Fondsmanager den bestmöglichen Zugang zu allen relevanten Informationen haben.

Mit Geduld und Konsequenz den richtigen Zeitpunkt zum Verkauf wählen

«Mit Geduld können aussergewöhnliche Gewinne erzielt werden», lautet einer der Leitsprüche von Philip L. Carret. Unterbewerteten Unternehmen muss eine angemessene Zeit eingeräumt werden, um ihren eigentlichen Unternehmenswert zu erreichen. Kei-

neswegs ist damit jedoch gemeint, die jeweiligen Werte auf unbestimmte Zeit zu halten. Eine Value-Aktie behält ihren Status nicht zwangsläufig über eine lange Zeit. Ist der Markt auf die versteckten Qualitäten eines Unternehmens aufmerksam geworden, steigt sein Kurs mitunter über den eigentlichen fairen Wert. Für einen Value Investor ist dann der richtige Zeitpunkt gekommen, die Aktie zu verkaufen und den Erlös in besser bewertete Titel zu investieren. Ein wichtiges Element des Value Investing ist es daher, schon vor dem Kauf des jeweiligen Wertpapiers einen Zielkurs festzulegen. Auf diese Weise wird der innere Wert des Unternehmens und somit der richtige Zeitpunkt zum Verkauf genau bestimmt.

Die Klarheit und Konsequenz seiner Anlagephilosophie macht den seit Jahrzehnten andauernden Erfolg des Value Investing nicht zum Selbstläufer. Vielmehr steckt hinter den oft einfach anmutenden Grundsätzen ein ausgeklügeltes Instrumentarium an Werkzeugen und Methoden zur Analyse. Deshalb hat das Value Investing bislang allen Moden standgehalten und wird auch in Zukunft erfolgreich sein. ●