



The European ValueInvestor erscheint in Kooperation mit dem Zentrum für Value Investing. Hier finden Sie Informationen, Interviews und Investmentideen zum Anlagestil Value.



NIE OHNE GRABEN

Pat Dorsey (42) leitete elf Jahre lang das Research-Team der Ratingagentur Morningstar. Sein Steckenpferd waren schon damals sogenannte Burggräben: Nur gut vor Wettbewerbern geschützte Unternehmen landen im Portfolio. Um sich ganz dieser Investmentphilosophie widmen zu können, gründete er seine eigene Vermögensverwaltung, die Dorsey Asset Management in Chicago.

„Die Kunst des Weghörens“

Zum erfolgreichen Investieren gehört für **Pat Dorsey** die Fähigkeit, die Meinung anderer auszublenden. Gelernt hat er das von Warren Buffett, den er nicht als Idol bezeichnet

Herr Dorsey, Sie waren in diesem Jahr zum 15. Mal auf der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway. Ist Warren Buffett Ihr Idol?

Pat Dorsey: Ich weiß nicht so recht. Das Wort Idol ist zu stark in seiner Bedeutung. Ich habe viel von Warren Buffett gelernt. Er bringt uns großzügig wie ein Lehrer Dinge bei.

Was ist das Wichtigste, das Sie von ihm gelernt haben?

Lassen Sie mich überlegen (*lange Pause*). Vermutlich: das Rauschen abzu-

stellen. Was ich damit meine? Es geht darum, wie Sie investieren – ohne Rücksicht darauf zu nehmen, was andere denken, wie Sie investieren sollten. Es ist egal, was andere über die Wirtschaft denken. Wenn Sie all das ignorieren, können Sie sich darauf konzentrieren, was wirklich wichtig ist: großartige Firmen zu guten Preisen zu kaufen.

Um als Investor erfolgreich zu sein, muss man also lernen, den Lärm zu überhören. Was braucht man noch?

Geduld. Mit einer Aktie kaufen Sie einen kleinen Teil einer Firma. Es kann dauern, bis der Markt den Wert dieser Firma erkennt. Sie müssen in der Lage sein, unbeliebt zu sein. Auf Cocktailpartys würde ich nie jemandem eine Entwässerungsfirma ans Herz legen. Über ein Tesla-Auto würde ich gern reden, ich würde es gern fahren, aber ich würde die Aktie nicht kaufen.

Sie glauben, Tesla ist zu teuer?

Ja. Tesla hat ein Problem gelöst, das viele Großkonzerne nicht lösen konnten: begehrtenwerte Elektroautos zu bauen. Es wird aber einige Jahre dauern, bis das Unternehmen in seine Bewertung hineinwächst.

Wie wählen Sie Investments aus?

Das Erste, was wir machen, ist, nach einem schützenden Burggraben zu schauen, nach einem Wettbewerbsvorsprung. Werden wir fündig, dann kaufen wir, wenn wir das Unternehmen für weniger als den gegenwärtigen Wert zukünftiger Cashflows bekommen. Einfach in der Theorie, schwierig in der Praxis!

Können Sie das mit dem Burggraben näher erläutern?

Dazu muss man das Geschäftsmodell analysieren. Vor 20 Jahren hatten Lokalzeitungen einen Burggraben. Es gab nur eine oder zwei Zeitungen in einer Stadt. Dann wanderten die Anzeigen ins Internet ab. Das erschütterte das Geschäft. Wenn Sie sich heute Branchen anschauen, müssen Sie sich fragen: Was kann dieses Geschäft zerstören? Im Einzelhandel etwa lautet die entscheidende Frage: „Wie konkurrierst du mit Amazon?“ Jeder Einzelhändler, der keine gute Antwort

darauf hat, täuscht sich selbst. Was kann ich bei Target oder J.C. Penney kaufen, das ich bei Amazon nicht bequemer und billiger bekomme?

Hat Amazon einen Burggraben?

Irgendwie schon. Die Leute kaufen bei Amazon, ohne den Preis anderswo zu vergleichen, was eine interessante Entwicklung ist. Das zeigt: Amazon macht etwas Smartes. Die Marke steht für Vertrauen und angemessene Preise. Ich glaube, Unternehmensgründer Jeff Bezos wusste von Anfang an: Nur durch gute Nutzererfahrungen kann er einen Vorsprung im Onlinehandel erringen. Im herkömmlichen Einzelhandel ist das viel schwieriger.

Sind Vertrauen und geringe Wechselbereitschaft die Erfolgsformel?

Das hängt vom Unternehmen ab. Bei Amazon etwa sind die Wechselkosten gering – der Konkurrent ist nur einen Klick entfernt. Ich kann jederzeit auch woanders kaufen. Aber die Leute machen es nicht, weil der Service gut ist. Dagegen ist es bei einer Oracle-Datenbank schwierig, zu einem Konkurrenzprodukt zu wechseln. Selbst wenn jemand Oracle nicht mag, hat er kaum Wahlmöglichkeiten. Die Datenbank ist in der Firma verankert.

Und ein Wechsel würde ein Vermögen kosten ...

Genau. Wenn Sie einen Fahrstuhl in ein Gebäude bauen, reißen Sie ihn nicht raus, bloß weil Sie den Servicevertrag nicht mögen. Wir berühren hier einen wichtigen Punkt. Es ist schwierig zu behaupten, ein erfolgreiches Unternehmen sollte dieses oder jenes Merkmal haben. Jede Firma verdient ihr Geld anders. Man muss genau schauen, wie eine Firma einen Wettbewerbsvorsprung errungen hat.

Wie wichtig ist das Image? Bei Amazon scheint es entscheidend zu sein.

Das kann es sein, ja. Mit einem Markenprodukt schaffen Sie Wettbewerbsvorteile über Vertrauen. Deshalb sind Menschen bereit, für Tiffany oder

Louis Vuitton mehr zu zahlen. Sie können einen Vorsprung aber auch über die Kosten erreichen. Viele Menschen fliegen mit Ryanair. Sie hassen den Service, aber sie lieben den Preis. Sie trauen der Firma nicht mal.

Wie ist das nun bei Amazon mit dem Preis für die Aktie? Ähnlich wie bei Tesla sagen Kritiker, die Bewertung sei zu hoch. Trotzdem steigen beide.

Amazon und Tesla haben unterschiedliche Geschäftsmodelle. Tesla punktet mit technologischer Innovation, hat aber keine Skaleneffekte. Amazons Geschäftsmodell ist ein Muster an Skalierbarkeit, die Rendite auf das eingesetzte Kapital ist hoch. Wenn Sie also eine hohe Eigenkapitalrendite und viel Wachstumspotenzial haben – der Einzelhandel ist als Markt riesig –, warum sollten Sie nicht jeden Cent, den Sie verdienen, reinvestieren? Das ist ein vernünftiger Schritt. Niemand bezweifelt, dass Amazon in zehn Jahren größer sein wird als heute. Aber Amazon zu bewerten ist schwierig. Ich kann nicht einmal behaupten, ich hätte es versucht.

Bei welchen Aktien trauen Sie sich eher eine Bewertung zu?

Bei MTU Aero Engines aus München zum Beispiel. Das Unternehmen stellt Module für Triebwerke her.

Wie sind Sie auf MTU aufmerksam geworden?

Es macht Sinn, dort zu fischen, wo Fische sind, und nicht in einem ausgetrockneten Fluss. Der Ersatzteilmarkt für Flugzeuge hat gute Charakteristika. Jedes Teil eines Flugzeugs, von der Benzinpumpe über den Sicherheitsgurt bis hin zur Tür, muss von den Aufsichtsbehörden und den Airlines zertifiziert werden. Das bedeutet: Wenn jemand sagt: „Ich möchte mit MTU konkurrieren, ich möchte die Benzinpumpe für den A 320 herstellen“, muss er erst zwei bis drei Jahre durch den Zertifizierungsprozess.

Reicht das als Burggraben?



MTU AERO ENGINES



ISIN	DE 000 A0D 9PT 0
Kurs	67,00 €
Börsenwert	3,42 Mrd. €
KGV 2014e	15,4
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,9
Kurs-Umsatz-Verhältnis	0,9
Dividendenrendite	2,2 %

Stichtag: 11.07.2014

Geschäftsmodell: Das Münchener Unternehmen stellt Triebwerksteile für die Luftfahrt her. Die Wurzeln reichen zurück ins Jahr 1913, als Karl Rapp ein Flugmotorenwerk gründete.

Bewertung: Der Börsenwert repräsentiert weniger als einen Jahresumsatz. Das ist moderat angesichts der hohen Margen im Ersatzteilgeschäft. Durch die Partnerschaft mit dem Flugzeugmotorenhersteller Pratt & Whitney sind die Umsatzströme langfristig gesichert und gut prognostizierbar. Die Analysten erwarten im Schnitt ein Ergebnis je Aktie von 4,31 Euro fürs laufende Jahr. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt demnach unter 16 und somit unter dem Durchschnitt im MDAX.



BROOKFIELD



ISIN	CA 112 585 104 0
Kurs	32,12 €
Börsenwert	19,73 Mrd. €
KGV 2014e	17,7
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,5
Kurs-Umsatz-Verhältnis	1,6
Dividendenrendite	1,5 %

Stichtag: 11.07.2014

Geschäftsmodell: Die Kanadier verwalten rund um den Globus Bürogebäude, Kraftwerke und weitere Infrastruktureinrichtungen. Seit zwei Jahrzehnten schneidet die Aktie deutlich besser ab als der Gesamtmarkt.

Bewertung: Ähnlich wie bei Warren Buffetts Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway handelt es sich bei Brookfield um ein nicht übermäßig transparentes Konglomerat. Entweder man glaubt an die Fähigkeiten des Managements um Vorstandschef Bruce Flatt (Foto) oder man nimmt von einem Investment Abstand. Offiziell bewilligt die Börse den 1,5-fachen Buchwert, was vertretbar ist. Der Substanzwert dürfte allerdings höher liegen. In der aktuellen Bewertung ist das Dienstleistungsgeschäft für institutionelle Investoren nicht enthalten. Ein erstes Kursziel liegt bei 52 Dollar (rund 38 Euro).

Sie fragen sich, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass jemand ankommt und einen Motor entwickelt, der 50 Prozent weniger verbraucht? Um Triebwerke zu entwickeln, brauchen Sie fünf bis sieben Jahre und ein paar Milliarden. Da Triebwerke lange halten müssen, ist die Branche extrem risikoavers. Die Chance, dass eine revolutionäre Technologie vom Himmel fällt, ist geringer als ein aufk्रेuzender Konkurrent, der einer Internetfirma das Leben schwer macht, weil hier die Markteintrittsbarrieren deutlich niedriger sind.

Und wenn man mit der Luftfahrtbranche einmal im Geschäft ist, hat man eine Art Monopol?

Für einzelne Teile: ja. Im Prinzip haben Sie mit MTU eine Firma, die das Originalteil mit einem kleinen Verlust herstellt und später 35 bis 40 Prozent Marge am Ersatzteil verdient. Solange Flugzeuge fliegen, brauchen sie Ersatzteile. Und Flugzeuge fliegen 20 bis 30 Jahre. MTU ist einmalig. Die Firma ist der letzte unabhängige Modulanbieter. Sie hat eine 30-jährige exklusive Partnerschaft mit Pratt & Whitney. An jedem Ersatzteil, das Pratt & Whitney verkauft, verdient sie mit.

Wo liegen die Risiken?

Ein Risiko besteht darin, dass MTU viel Geld ausgibt, um ein Teil wie eine Benzinpumpe zu entwickeln und das Flugzeug sich nicht verkauft. Sie werden dann nie die hohen Margen für die Ersatzteile sehen. Auch wenn der Ölpreis auf 200 Dollar je Fass steigen

sollte, wäre das ein Risiko, denn dann fliegen die Menschen weniger.

Wie wichtig sind für Sie Gespräche mit dem Management?

Es kommt darauf an. Für MTU ist es wichtig, die Struktur der Branche zu verstehen. Die MTU-Spitze leistet hervorragende Arbeit, gerade auf der Kostenseite. Aber wenn das Topmanagement nächste Woche bei einem Autounfall ums Leben käme, was wir nicht hoffen, werden Flugzeuge weiter fliegen und weiter Ersatzteile brauchen. Bei Brookfield Asset Management, einem unserer anderen Favoriten, sind die handelnden Personen dagegen von zentraler Bedeutung. Würde Brookfield-Boss Bruce Flatt von einem Bus überfahren, ginge der führende Kopf des Geschäfts verloren. **Was, außer dem Chef, überzeugt Sie an Brookfield?**

Es ist einer der weltweit größten Verwalter von realen Vermögenswerten wie Immobilien oder Infrastruktureinrichtungen wie Mautstraßen, Verladeterminale und Staudämmen. All diese Assets erzeugen langfristig prognostizierbare Cashflows. Bis vor einigen Jahren managte Brookfield nur die eigenen Assets, die 18 bis 20 Milliarden Dollar wert sein dürften. Sie waren so gut darin, dass Pensionskassen um Co-Investments baten. Brookfield ist Wunschpartner für viele geworden. Wir glauben, das neue Geschäft ist zwölf Dollar je Aktie wert. Das wird nicht honoriert, die Aktie wird nur zum Wert des Nettovermögens von etwa 40 Dollar gehandelt. **Sie sehen also den fairen Wert bei rund 52 Dollar je Aktie?**

Ja, irgendwo in diesem Bereich. Der aktuelle Abschlag zum fairen Wert klingt nicht sonderlich spektakulär für einen Value-Jäger. Aber die 52 Dollar sind nicht das Ende der Fahnenstange. Brookfield erwirtschaftet 15 Prozent Rendite auf das eingesetzte Kapital. Und das seit 20 Jahren. Der innere Wert steigt also mit der Zeit kontinuierlich. Interview: Tim Schäfer

Zentrum für Value Investing e.V.

Aachener Str. 197-199, 50931 Köln
 Tel: +49 (0)221 99 80 19-12
 Fax: +49 (0)221 99 80-19-20
 www.value-investing.net
 info@value-investing.net

Vorstand: Dr. Hendrik Leber,
 Frank Fischer, Prof. Dr. Max Otte (Direktor)

Geschäftsleitung: Kerstin Franzisi

Wissenschaftlicher Beirat:
 Prof. Bruce Greenwald, Ph.D.

FOTOS: SEONGJOON CHO/BLOOMBERG FINANCE LP, COSTYCHELO/FOTOLIA, BRETT GUNDLOCK/REUTERS

Unterschätzter Brückenbauer

Der Baukonzern **Astaldi** verfügt über zahlreiche Konzessionen, die vom Markt bisher als wertlos angesehen wurden. Doch sie können teuer verkauft werden VON HANS-PETER SCHUPP

Oft kommt es vor, dass der Markt den Wert eines Unternehmens falsch einschätzt, weil das ein oder andere Detail übersehen wird. Dass aber dem Management selbst erst nach und nach klar wird, welche Schätze im Keller des eigenen Hauses schlummern, das ist selten. Der italienische Baukonzern Astaldi scheint ein solcher Fall zu sein.

Wie es dazu kam, ist einfach zu erklären. Um Aufträge aus dem öffentlichen Sektor zu akquirieren, hat Astaldi Städten, Landkreisen und Gemeinden Betreibermodelle angeboten. Das Unternehmen verdient so nicht nur am Bau von Infrastrukturprojekten, sondern beteiligt sich auch gleich an der Betreibergesellschaft und kassiert später einen Teil der Einnahmen. In der Branche nennt man dieses Geschäftsfeld Concession Business. Hochtief und andere Baukonzerne, aber auch Investmentgesellschaften wie Brookfield (siehe Seite 96) betreiben solche Modelle seit Jahren mit Erfolg. Für Astaldi war es ursprünglich nur eine Maßnahme zur Vertriebsunterstützung.

Der Verkauf von Konzessionen zum Betrieb von Flughäfen, Brücken oder Krankenhäusern war zunächst nicht geplant. Da wegen des Niedrigzinsumfelds enormer Anlagedruck bei Versicherern und Pensionskassen herrscht, suchen diese nach risikoarmen Möglichkeiten, mehr Rendite zu erwirtschaften, als es Geld- oder Rentenmarkt zulassen. Sichere Einnahmeströme aus Infrastrukturprojekten, durch Partnerschaften mit der öffentlichen Hand quasi staatlich garantiert, bieten eine Lösung – und sind deshalb bei institutionellen Investoren begehrt.

Entsprechend stark ist der Wert der Konzessionen gestiegen und liegt heute mit Sicherheit deutlich über dem Börsenwert von rund 830 Millionen Euro. Leider gibt es von Unternehmensseite



ASTALDI



ISIN	IT 000 326 106 9
Kurs	7,57 €
Börsenwert	735,23 Mio. €
KGV 2014e	7,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,2
Kurs-Umsatz-Verhältnis	0,3
Dividendenrendite	2,7 %

Geschäftsmodell: Italienscher Baukonzern.

Bewertung: Analysten sind noch skeptisch und haben ihre Kursziele lediglich moderat angehoben. Das wird sich sehr wahrscheinlich mit weiteren Veräußerungen ändern, denn wegen des hohen Auftragsbestands von 21 Milliarden Euro hat das Unternehmen eine gute Übersicht über zukünftige Umsätze und Margen. Sollte Astaldi seine Ziele erreichen, läge das 2018er-KGV bei 3,5. Und selbst bei 50 Prozent Kurszuwachs wäre erst der Buchwert erreicht.

keine konkreten Aussagen, weshalb Investoren diesbezüglich im Trüben fischen müssen.

Als dem Management klar wurde, welche Werte sich im Lauf der Zeit aufgestaut hatten, kam es zu einem Strategiewechsel. 2013 wurde erstmals eine Konzession veräußert, im Sommer 2014 die Strategie bis zum Jahr 2018 vorgestellt. Diese sieht vor, weitere Konzessionen zu verkaufen, um das Baugeschäft komplett zu entschulden. Zugleich soll das Konzessionsgeschäft aber auch weiter gestärkt werden und in vier Jahren etwa 40 Prozent zum Nettogewinn beisteuern, der von 67 Millionen Euro (2013) auf 230 Millionen Euro steigen soll. Der Umsatz soll im gleichen Zeitraum von 2,5 auf vier Milliarden Euro zulegen. Nur 34 Prozent des Umsatzes stammen aus Italien, der Rest verteilt sich gleichmäßig über den Globus.

Eine der wichtigsten Konzessionen ist die für eine dritte Bosphorus-Brücke in Istanbul. Schon sie allein dürfte den Börsenwert mindestens abdecken. Das Gesamtprojekt hat einen Wert von 1,9 Milliarden Euro, wovon ein Drittel auf Astaldi entfällt. Deshalb kommt der Aktienkurs häufig unter Druck, wenn die türkische Lira – etwa wegen innenpolitischer Unruhen – abwertet. Solche Situationen sind gute Einstiegsgemeinheiten, da der Markt dann vergisst, dass die 18 Prozent Rendite für die Bosphorus-Brücke in US-Dollar garantiert sind. Auch die Refinanzierung wurde in Dollar abgeschlossen.



Hans-Peter Schupp (48) ist Mitgründer, Vorstand und Portfoliomanager der Fondsgesellschaft Fidecum