

UNSERE GROSSE NEBENWERTE-ANALYSE: BIS ZU 100 % KURSPOTENZIAL!

BOERSE-ONLINE.DE

BÖRSE ▶ ONLINE

05
2023

2.2.-8.2.2023

Seit 1987
Deutschlands erstes
Börsenmagazin
Pflichtblatt aller Börsen

Wo der
Schnäppchenjäger
jetzt einsteigt!

Europas
bester
Fonds-
manager
nennt seine
Favoriten



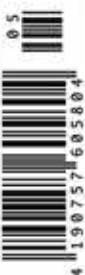
GEHEIMES! Insiderwissen!

Die Notenbanken kaufen derzeit so viel Gold wie nie zuvor!

Goldminenaktien sind günstig wie nie!

Soll ich jetzt Gold(aktien) kaufen?

KURSZIEL 5500 \$



4 1907574605804

Deutschland 5,80 €
Österreich 6,30 €
Schweiz 6,90 CHF
Italien, Luxemburg 6,30 €
Spanien 6,90 €



Hans-Peter Schupp

Der 57-Jährige hat über 30 Jahre Erfahrung im Fondsmanagement. Das Faible für Value-Werte zieht sich dabei durch seine Karriere. Seit 2008 verwaltet er in der eigenen Kapitalanlagefirma Fidecum die Contrarian-Value-Fonds.

DER SCHNÄPPCHEN- JÄGER

► **INTERVIEW** Im schweren Börsenjahr 2022 hat Hans-Peter Schupp mit seinen Fonds Anlegern Gewinne gebracht: Rang 1 unter allen Aktienfonds mit Schwerpunkt Europa. Im Gespräch mit BÖRSE ONLINE stellt der Fondsmanager Strategie und Portfoliofirmen vor

Die kleine Fondsboutique Fidecum hat mit ihrem stringenten Value-Ansatz eine Alleinstellung. 2022 hat sich das ausgezahlt. Und auch langfristig liegt der Fonds über seinen Vergleichsindex. Ein Gespräch mit Fondsmanager Hans-Peter Schupp.

BÖRSE ONLINE: Herr Schupp, Ihr Fonds Contrarian Value Euroland liegt in der Rangliste des schwachen Börsenjahrs 2022 mit positiver Wertentwicklung ganz vorn. Was sind die Gründe?

Hans Peter Schupp: Wir achten streng auf die Bewertung. Unser Value-Ansatz hat es in einer Zeit, als die Zentralbanken die Zinsen durch Anleihekaufprogramme künstlich tief gehalten haben, schwerer. Tiefe Zinsen und hohe Liquidität begünstigen Firmen mit hohem Wachstum, weil künftige Erträge, seien sie auch noch so weit entfernt, kaum an Zeitwert verlieren. Die Welt hat sich im vergangenen Jahr wieder geändert. Bei höheren Zinsen gilt: Lieber den Spatz in der Hand...

Im Moment werden erneut Lockerungen bei den Zinsen diskutiert. Ist die Value-Party schon wieder zu Ende?

Ich glaube, dass die Inflationsspirale erst begonnen hat, sich zu drehen. Es wird weitere Runden geben. Die Mindestlöhne sind gestiegen, das wirkt auf die Kosten. Dazu kommt die Demografie: Arbeitskräfte werden knapp und teuer. Nachdem die Firmen die Probleme in ihren Lieferketten gespürt haben, gibt es einen Trend, die Produktion stärker zu lokalisieren. Das führt dazu, dass die Kosten von Vorprodukten zugunsten der Liefersicherheit steigen werden. Generell versuchen wir, uns aus volkswirtschaftlichen Interpretationen herauszuhalten. Wir suchen sehr preiswerte Aktien und warten darauf, dass sich deren Bewertung normalisiert.

Gibt es dazu Kennzahlen des Fonds?

Wir sind ziemlich konzentriert in sogenannten Deep-Value-Unternehmen investiert. Insgesamt haben 22 von 32 Titeln ein Preis-Buchwert-Verhältnis von unter eins, und 19 Aktien haben ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von unter 10. Das durchschnittliche KGV liegt bei 6,6. Der Preis-Buchwert des Portfolios beträgt 0,5 im Vergleich zum Euro Stoxx 300, dessen Wert 1,6 beträgt.

Es gibt viele Ansätze bei Value-Investoren. Worauf achten Sie?

Wir gehen in unserem Ansatz davon aus, dass wir das Unternehmen ganz besitzen. Als

”

DIE WELT HAT SICH IM VERGANGENEN JAHR GEÄNDERT. BEI HÖHEREN ZINSEN GILT WIEDER: LIEBER DEN SPATZ IN DER HAND...“

Hans-Peter Schupp



Stahlerzeugung bei Danieli: Der Stahlwerksrüster hat viel Geld und Know-how in die CO₂-arme Stahlerzeugung gesteckt

Eigentümer hat man zwei Möglichkeiten: Entweder ist der Zerschlagungswert viel höher als der Börsenkurs, oder der Wert der zukünftigen abdiskontierten Erträge wird in der Marktkapitalisierung nicht abgebildet. In unserem Fonds findet sich oft eine Kombination aus beidem.

Nennen Sie einmal ein Beispiel.

Der italienische Telekommunikationskonzern **Tim** steht irgendwie vor der Zerschlagung. Der Konzern ist hochverschuldet, hat aber die Netze, an denen vor allem Beteiligungsfirmer, aber auch der Staat interessiert sind. Der Wert der Netze wird auf 20 bis 25 Milliarden Euro geschätzt. Werden sie zu diesen Konditionen verkauft, hätte sich Tim komplett entschuldet. Der aktuelle Börsenwert liegt bei rund fünf Milliarden Euro. Der Konzern hat aber noch Millionen Endkunden, es gibt ein Cloud-Geschäft, und Tim ist mit der Tochter Tim Brasilia ein großer Spieler auf dem brasilianischen Telekommunikationsmarkt. Allein das Cloud-Geschäft könnte dabei den aktuellen Börsenwert abdecken.

Das heißt, hier gibt es Aktivitäten, die wertvoll sein könnten, aber vom Markt nicht adäquat abgebildet werden. Ist das ein Einzelfall in Ihrem Fonds?

Die Auflösung des Konglomeratsabschlags gibt es nicht nur bei großen Konzernen. Firmen werden in der Regel nach ihren größten Aktivitäten und manchmal auch nach ihren größten Problemfeldern bewertet. Was sich abseits tut, geht oft unter. Wir sind etwa bei der französischen Firma **Quadiant** investiert. Das Unternehmen ist führend bei Fränkermaschinen. Das Geschäft hat langfristig wohl wenig Zukunft, wirft aber einen hohen Cashflow ab. Dieser Geldüberschuss wird genutzt, um in zwei Geschäftsbereiche zu investieren. Der eine ist eine Software zum Tracking von Paketen und zur Mailverarbeitung und deren Archivierung. Darüber hinaus investiert das Unternehmen massiv in Paketschließfächer und ist eines der wenigen, die diese – unabhängig von Zustellungsunternehmen – anbieten kann. Quadiant ist sogar in Japan vertreten. Vergleichsunternehmen für diese zwei Geschäftsfelder werden mit mehr als einer Milliarde Euro bewertet. Da fühle ich mich bei Quadiant mit einem Börsenwert von 545 Millionen Euro ziemlich wohl.

Sie sagten, zwei Kriterien sind für Sie wichtig, welches ist das andere Kriterium?

Das zweite Kriterium ist der Barwert der zukünftigen Gewinne. Wir folgen jedoch nicht ▶

den gängigen Bewertungsmodellen. Die können alles erklären, gehen an der Realität aber meist weit vorbei. Wir schauen uns an, was ein Unternehmen in der Vergangenheit erwirtschaftet hat, und überlegen, ob die historischen operativen Margen auch heute noch zu erreichen sind. Daraus kalkulieren wir die Gewinne, die ein Unternehmen mittelfristig erwirtschaften kann. Wir setzen dann einen fairen Multiplikator an. Liegt der errechnete Wert weit über dem Börsenkurs, bietet sich eine Chance.

Haben Sie Beispiele für solche Investitionen in Ihrem Fonds?

Salzgitter hat zurzeit ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 1,7. Soll heißen, 60 Prozent meiner Investitionssumme ist allein von den derzeitigen Gewinnen gedeckt. Der Ertrag wird sich normalisieren. Aber selbst in einer Normalform liegt die Bewertung unter den historischen Durchschnittswerten. Der Katalysator müsste also der Kurs der Aktie sein. Auch die vorher genannte **Quadiant** hat ein KGV von unter sechs, handelt also selbst ohne die Zukunftsaktivitäten bei weniger als der Hälfte des Marktdurchschnitts.

Gibt es eine Kennzahl, die Sie besonders im Auge haben?

Wir arbeiten vor allem mit der Kennzahl **Nopat/Enterprise Value**. Klingt erst einmal kompliziert, ist aber relativ einfach. **Nopat** ist der operative Nettoertrag nach Zinsen, also das, was wir als potenzielle Eigentümer verdienen. **Enterprise Value** ist der Börsenwert plus Nettoschulden oder abzüglich Nettovermögen, also der Preis für das gesamte Unternehmen mit allen Guthaben und Lasten. Wir rechnen also, wie sich der Kapitaleinsatz für das ganze Unternehmen rentiert. Liegt die Rendite bei mindestens zwölf Prozent, kommt ein Investment infrage.

Arbeiten Sie auch mit Kurszielen, und wie gehen Sie dann vor, wenn diese erreicht werden?

Das Fondsmanagement achtet streng auf die Renditekennzahl. Wird ein bestimmter Bereich unterschritten, sollte der Fonds nicht investiert bleiben. Der Ausstieg erfolgt nicht auf Knopfdruck. Wir reduzieren die Position kontinuierlich, wenn sich die Bewertung Richtung unteres Zielniveau bewegt.

Es gibt aber auch Investments, die nicht funktionieren. Wie gehen Sie da vor?

Im Prinzip haben wir einen langen Atem, wenn die Kennzahlen stimmen. Es gibt aber Situationen, wenn sich etwa das Geschäftsmodell ändert und wir keine Erträge mehr rechnen können oder aber die Verschuldung



Weichkäse der Marke Gémont: Das Produkt kennen viele, Savencia, die Firma die dahinter steht, hingegen wenige. Die Aktie handelt mit hohem Branchenabschlag



SALZGITTER HAT EIN KGV VON 1,7. SOLL HEISSEN: 60 PROZENT MEINES INVESTMENTS IST DURCH DEN DERZEITIGEN GEWINN GEDECKT.“

Hans-Peter Schupp



Telecom Italia: Beteiligungsfirmen wollen die Netze kaufen. Stimmt der Preis, ist der Konzern entschuld

aus dem Ruder läuft, bei denen wird die Bremse einlegen. Im Versorgerbereich etwa sind wir nicht mehr engagiert. Hier hat sich die Welt zu stark gewandelt, das klassische Geschäft ist kaum kalkulierbar.

Schauen Sie bei Ihren Investments auch auf die Umweltproblematik?

Wir sind kein Ökofonds. Wir halten aber viele Firmen, die im Umweltbereich ihre Hausaufgaben gemacht haben. Nehmen Sie etwa **Danieli**. Das italienische Unternehmen rüstet Stahlfirmen mit den neuesten Anlagen aus, hat einen großen Musterbetrieb im Heimatland mit der modernsten Technologie und besitzt zudem ein dickes Bankkonto, das nach unseren Berechnungen den Börsenwert abdeckt. Die selbst entwickelte Technologie kann den Kohlendioxidausstoß der Stahlerzeugung massiv senken. Die Auftragsbücher sind gefüllt. Wegen der hohen Liquidität zahlt der Anleger praktisch nichts für sein Investment. Ein normalisierter Ertrag des Unternehmens sollte ein Kurspotenzial von mehr als 50 Prozent ermöglichen.

Es gibt bei Danieli zwei Aktiegattungen, Stämme und Vorzüge. Welche halten Sie?

Vorzüge. Die werden mit sehr hohem Abschlag gehandelt. Das halten wir eigentlich immer so. Gibt es die Auswahl, engagieren wir uns in der Regel in der preiswerteren Gattung. Das bietet eine Sonderchance, wenn das Unternehmen die Struktur straffen will. Bei Danieli gab es schon ein Umwandlungsangebot für die Vorzugsaktionäre. Das war zu niedrig, und die meisten Aktionäre – auch wir – haben das nicht angenommen. Gut möglich, dass noch mal ein verbessertes Angebot kommt. Das ist aber nicht unsere Zielrichtung. Das Geschäft ist unterbewertet, und

Chart: BO Data/small charts; Bild: Sasha Radosavljevic/istock, Francesca Volpi/Bloomberg

wenn sich das auflöst, steigen die Kurse von Stämmen und Vorzügen an.

Die Suche nach Value-Werten führt Sie zu speziellen Werten. Bei der Durchsicht Ihrer Investments bin ich auf Savencia gestoßen. Was verbirgt sich dahinter?

Der Firmenname ist in der Tat wenig bekannt. Die Produkte hingegen kennen viele aus dem Kühlregal der Supermärkte. Mit Marken wie Géramont, Milkana oder Bresso gehört **Savencia** zu den führenden Käseherstellern in Europa. Als ich mich mit dem Management getroffen hatte, zeigte sich, dass dort mehr Substanz vorhanden ist als gedacht. Als die Aktie dann massiv korrigierte, hat sich der Fonds engagiert. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass das Unternehmen kurzfristig von Preisschwankungen betroffen sein kann, langfristig aber wieder auf Normalniveau kommt. Im Moment ist das KGV einstellig, und die großen Wettbewerber werden zum Teil deutlich höher gehandelt.

Sind sogenannte gefallene Engel eine weitere Rubrik in Ihrem Fonds?

Es geht fast automatisch mit unserem Ansatz einher, dass gerade zyklische Wachstumsfirmen für uns immer mal wieder interessant werden. Der italienische Kaffeemaschinenhersteller **De'Longhi** etwa. Wir waren hier früh noch zu einstelligen Kursen investiert. Dann lief der Kurs auf über 30 Euro. Wir stiegen aus. Nun hat die Aktie massiv verloren,

weil das Unternehmen konsolidieren muss. Die Bewertung passt wieder. Ich kenne das Unternehmen gut und muss nun eigentlich nur schauen, ob die Investmentidee von damals noch gilt. Und ich denke, dass das Unternehmen seinen Markt bei Weitem noch nicht ausgeschöpft hat. Ein Wachstumswert zum Value-Preis.

Haben Sie noch ein Beispiel?

Die Firma **Vopak** aus den Niederlanden könnte man hier ebenfalls einordnen. Ursprung ist die Lagerung von Öl. Vopak ist früher stark gewachsen. Neue Lager wurden eröffnet, die Margen waren hoch. Doch die Profitabilität zog Beteiligungsfirmer an. Das sorgte für Margendruck. Als es dann zu Verwerfungen an den Ölmärkten kam, korrigierte das Unternehmen massiv, verlor die Wachstumsprämie. Wir glauben, dass der Wert der bestehenden Kapazitäten im Kurs nicht adäquat abgebildet ist. Und vor allem in der Lagerung von Chemikalien entsteht für Vopak ein neuer Markt, der sogar höhere Margen verspricht. Im Zuge der Anpassungen der Lieferketten werden Chemiefirmen nämlich größere Lager vorhalten. Und hier sind etablierte, verlässliche Anbieter gefragt.

Der Blick in Ihr Portfolio zeigt, dass Sie, gemessen an der Firmengröße, breit investiert sind. Wie passt das zusammen?

Value kennt keine Grenzen. Auch ganz große Firmen können sehr preiswert sein, obwohl

sie von vielen Analysten beobachtet werden. Weil wir einen längeren Betrachtungshorizont haben, sind wir von kurzfristigen Schwankungen nicht so betroffen. Wenn ich etwa beim italienischen Ölkonzern **Eni** für das Vierfache des Gewinns einsteigen kann, ist mir schon klar, dass sich die Bewertung in den kommenden Jahren relativieren kann. Preiswert dürfte es aber bleiben.

Das gilt ja für viele Ölwerte. Was macht Eni besser?

Wir sind auch bei **Shell** engagiert. Bei Eni gefallen uns vor allem zwei Punkte. Die Bewertung ist zum einen sehr tief. Der Konzern hat zudem auch in schwierigeren Jahren immer in Exploration investiert, und zwar mit Erfolg. Dabei zahlt sich vor allem die Strategie aus, Partner erst reinzunehmen, wenn der Erfolg sehr wahrscheinlich ist. Dadurch kann der Kapitaleinsatz optimiert werden. Heißt: Wenn andere einsteigen, hat Eni seinen Einsatz schon verdient. Neben der tiefen Bewertung gibt es auch noch ein spannendes Lotterielos, praktisch gratis hinzu. Eni ist größter Aktionär von Commonwealth Fusion Systems. Darf man Branchenmeldungen glauben, gelang dem Unternehmen als erster die Kernfusion unter Laborbedingungen. Von dieser Technologie erhoffen sich Experten die Lösung der Energieprobleme.

INTERVIEW: JÖRG LANG

FONDS DER WOCHE

Pures Value-Paket

Vor fast 15 Jahren wurde der **Fidecum Contrarian Value Euroland** aufgelegt.

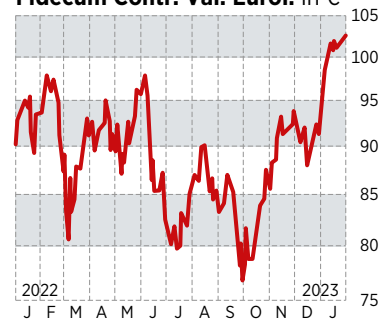
Der Fonds investiert in Werte, die im Euroraum notiert sind. Die Asset-Allokation erfolgt nicht nach einer Länder- oder Branchengewichtung. Das Fondsmanagement betreibt ein Screening gemessen an einer eigenen Renditekennzahl. Firmen, die eine Verzinsung von mindestens zwölf Prozent versprechen, kommen als Anlage infrage. Das entspricht in etwa einem KGV von acht. In der aktuellen Fondszusammensetzung liegt das KGV sogar bei nur 6,6, was einer Rendite von 15 Prozent entsprechen würde. Der Fonds ist sehr konzentriert. Im Moment sind 32 Aktien enthalten. Die zehn größten Positionen machen zum Jahresende rund 57 Prozent aus.

Die Rechnung ging bisher auf. Seit Auflegung hat der Fonds den Vergleichsindex geschlagen. Dabei war die Outperformance 2022 und in den vergangenen drei Jahren recht deutlich. Der Blick in die langfristige Kurshistorie zeigt zudem, dass es bei aller Volatilität immer wieder längere Aufschwungphasen gegeben hat, in denen sich der Fonds von seinem Vergleichsindex deutlich lösen konnte. Wie das Kursbild vermuten lässt, könnte der Contrarian Value in so eine Phase eingetreten sein. LA

FAZIT

Billig einkaufen, teuer verkaufen – der Fonds eignet sich für Anleger, die eine langfristige Buy-and-Hold-Strategie mit Value-Werten aus dem Euroraum verfolgen wollen.

Fidecum Contr. Val. Eurol. in €



KAUFEN	
Kurs	102,00 €
Fondsvolumen	34,7 Mio. €
Ausgabeaufschlag	5,0 %
Laufende Kosten	1,79 %
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Auflagedatum	15.07.08
Risiko	Mittel
WKN	A0Q4S6