THE EUROPEAN VALUEINVESTOR

INVESTMENTSTRATEGIEN JENSEITS DES MAINSTREAM

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

In der Ruhe liegt die Kraft

Angst vor fallenden Märkten kennt **Georg Geiger,** Manager des Value-Holdings Capital Partners Fund, nicht. Im Gegenteil: Wenn die Kurse im Keller sind, findet er günstige Aktien

MR. DAX MAL ZWEI

Georg Geiger, Jahrgang 1962, war nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann und dem Studium der Betriebswirtschaftslehre viele Jahre als Wertpapieranalyst tätig. Bevor er sich 1992 mit der Value-Holdings AG selbstständig machte, leitete er das Aktienresearch bei H. Aufhäuser. Im Jahr 2002 legte er den Value-Holdings Capital Partners Fund auf; Wertzuwachs seither 195 Prozent gegenüber gut 90 Prozent beim DAX.

Georg Geiger strahlt vor allem eines aus: Ruhe. Viel Ruhe. Das mag am Firmensitz Gersthofen liegen, ein Vorort von Augsburg – weit weg vom hektischen Treiben der Börsianerhochburgen. Oder an mehr als 30 Jahren Erfahrung im Wertpapiergeschäft. Oder an der Gewissheit, nur unterbewertete Aktien mit mindestens 30 Prozent Sicherheitsmarge zu kaufen, Werte also, deren Abwärtspotenzial auch in fallenden Märkten begrenzt sein sollte – in der Theorie jedenfalls. Und wenn es in der Praxis doch weiter gen Süden geht, als die Rationalität es eigentlich zulassen sollte? Dann hilft Know-how.

Kaum einer kennt sich im deutschsprachigen Nebenwertesegment besser aus als der 54-Jährige. Die Kennzahlen der rund 200 Unternehmen, die das fünfköpfige Investmentteam von Value-Holdings unter Dauerbeobachtung hat, kann er vermutlich nachts um drei im Schlaf herunterbeten. Die selbst ermittelten fairen Werte sowieso. Kein Grund also, bei fallenden Kursen die Contenance zu verlieren. Auch wenn die Börsenzeiten schon besser waren. Dass der DAX seit dem Rekordhoch im vergangenen Frühjahr gut 3000 Punkte eingebüßt hat, nimmt Geiger lakonisch zur Kenntnis.

Fast entsteht der Eindruck, als wünsche er sich, dass es nochmals um weitere 1000 Punkte bergab geht, vielleicht Richtung 8500. Wenn diese Marke erreicht wird, könnten wieder genügend günstige Aktien im Markt sein, um die Investitionsquote in Richtung 100 Prozent hochzufahren. Die Mittel dazu hat er in der Hinterhand. „Wir sind schon mit 30 Prozent Cash ins Jahr 2015 gestartet und dem DAX damals im ersten Quartal ziemlich hinterhergelaufen", gibt Geiger zu. Aber auch dadurch ließ er sich nicht aus der Ruhe bringen. Obwohl er nicht gedacht hätte, dass sich das Blatt so schnell wendet.

Andere in seiner Position würden Gründe zuhauf finden, in Hektik zu verfallen. Geiger ist nicht nur Investmentmanager, sondern auch Vorstand

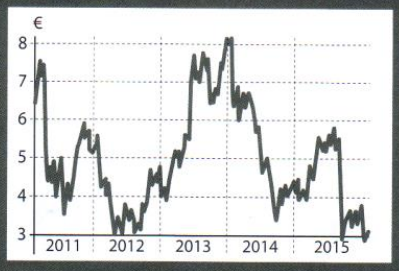
einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft namens Value-Holdings AG, deren Performance den Anlegern in den zurückliegenden Haussejahren einige Geduld abverlangte. Da sind drohende Mittelabflüsse bei den Fonds im Zusammenspiel mit einer möglicherweise irgendwann noch durch Panikverkäufe fallenden Aktie des eigenen Unternehmens eine explosive Mischung, die gewaltig am Nervenkostüm zerren kann.
Doch Geiger bleibt gelassen wie immer: „Uns interessieren Wertsteigerungen des Portfolios mehr als der Börsenkurs. Und unsere Investoren zum Glück auch." Neben ihm selbst, der als Gründer und Hauptaktionär von Value-Holdings rund 15 Prozent der Anteile besitzt, seien die Investoren zu einem guten Teil Unternehmer, die wüssten, wie Wirtschaft und Börse funktionieren. „Aber auch in den Fonds hatten wir von Privatanlegerseite noch in keiner Abschwungphase Mittelabflüsse in einem Ausmaß, das dazu geführt hätte, dass wir nicht mehr genügend Cash zum Investieren haben."

Für immer weg

Schon zum zweiten Mal fällt das Stichwort Cash. Sein Steckenpferd? Irgendwie schon, sagt Geiger und schildert, wie er zum Investieren kam: Während seiner Banklehre durchlief er zunächst die Kreditabteilung. Als er dann in die Wertpapierabteilung kam, sagte ihm der Leiter: „Vergessen Sie alles, was Sie bisher gelernt haben. Firmenkredite werden nie zurückbezahlt. Entweder das Unternehmen wächst und gedeiht, dann will es mehr Kredit. Oder es geht pleite, dann sehen Sie das Geld erst recht nicht wieder."
Eine hübsche Anekdote mit Tiefgang – und irgendwie prägend für Geigers Investmentstil. Eigenkapital liebt er, Fremdkapital ist ihm suspekt. Das wird nicht nur in der Bilanz der nahezu schuldenfreien Value-Holdings deutlich. Auch wenn er davon spricht, dass Deutz – einer seiner aktuellen Favoriten „nur operative Probleme hat" – keine bilanziellen also. Am liebsten sind ihm Unternehmen, deren Eigenkapital höher ist als das verzinsliche Fremdkapital. Firmen, die weniger als 20 Prozent Eigenkapitalquote haben oder deren Verbindlichkeiten doppelt so hoch sind wie der Buchwert, schaut er sich in der Regel erst gar nicht an.
Warum aber ausgerechnet Deutz? Die Bilanz mag sauber sein, frei von Nettoschulden, doch mehrere Gewinnwarnungen in Folge haben die Anleger verprellt. „Genau deshalb ist die Aktie jetzt günstig", entgegnet Geiger, der den Grund für die Kursschwäche vor allem in den gefallenen Preisen für Weizen und Soja sieht. „Das zieht weniger Investitionen aus der Landwirtschaft nach sich. Jeder Fendt-Traktor, der nicht verkauft wird, braucht keinen Deutz-Motor." Hinzu kommen Sonderbelastungen, etwa durch die Schließung des Traditionsstandorts Köln-Deutz und den Umzug ins neue Werk im Stadtteil Porz.
Der damit verbundene Aufwand belastet kurzfristig das Ergebnis, sollte aber dafür sorgen, dass Deutz unbeschadet durch die bevorstehenden mageren Jahre kommt. Und ob die so lange dauern werden, wie der Aktienkurs momentan suggeriert, ist keineswegs in Stein gemeißelt. Mit den Traktorenherstellern Zetor aus Tschechien und Tym aus Südkorea hat das Management kürzlich zwei neue Kunden gewinnen können. Wenn sich die Preissituation auf dem Agrarmarkt wieder normalisiert, könnten da
auf Sicht von zwei bis drei Jahren „durchaus 50 Prozent Kurspotenzial drin sein", glaubt Geiger.
Wenn er Investmentstorys so präzise, pointiert und bisweilen auch unterhaltsam aus dem Stegreif rezitiert, nimmt man ihm ab, dass er kein Problem hat, sich relative Schwäche ins Depot zu legen und bei fallenden Kursen nachzukaufen. Mittel- bis langfristig bestimmen seiner →

: EXPOTECHNIK GROUP

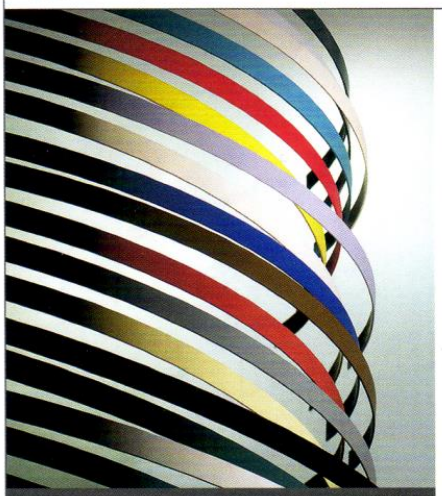
DEUTZ



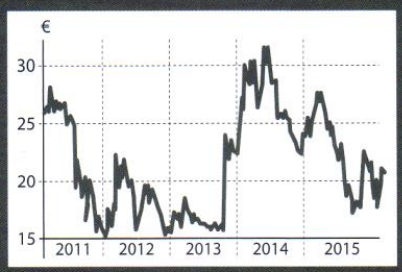
ISIN	DE 000 630 500 6
Kurs	3,22 €
Hoch/Tief (52 W.)	5,64 €/2,62 €
Börsenwert	388,3 Mio. €
KGV 2016e	28,5
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,8
Dividendenrendite	1,9 %

Stichtag: 09.03.2016

Geschäftsmodell: Deutz zählt zu den weltweit führenden unabhängigen Herstellern von kompakten Dieselmotoren, die in Schiffen, Bussen Baumaschinen, Kompressoren, Nutzfahrzeugen, Landmaschinen, Flur- und Förderfahrzeugen zum Einsatz kommen. Die Produktpalette ergänzen umfassende Serviceleistungen und das Ersatzteilgeschäft.
Bewertung: Trotz der aktuellen Nachfrageschwäche macht Deutz immer noch rund 1,3 Milliarden Euro Umsatz. In guten Jahren hat das Unternehmen 50 Cent pro Aktie verdient. Daraus errechnet sich beim derzeitigen Kurs ein mögliches Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwa sechs, wenn sich die Lage auf den Absatzmärkten stabilisiert. In besseren Zeiten kann das KGV jedoch durchaus auf zehn steigen.



SURTECO



ISIN	DE 000 517 690 3
Kurs	20,60 €
Hoch/Tief (52 W.)	28,00 €/17,03 €
Börsenwert	316,7 Mio. €
KGV 2016e	11,2
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,0
Dividendenrendite	3,6 %

Stichtag: 09.03.2016

Geschäftsmodell: Surteco ist die Holdinggesellschaft für eine Gruppe von Spezialisten für Oberflächentechnologie. Das Produktportfolio umfasst Kantenbänder und Folien aus Papier und Kunststoff, bedruckte Dekorpapiere, Imprägnate und Trennpapiere für die Holzwerkstoff-, Fußboden- und Möbelindustrie. Dazu kommen Sockelleisten aus Kunststoff, Rollladensysteme, technische Profile für die Industrie sowie Do-it-yourself-Sortimente für Bau- und Heimwerkermärkte.

Bewertung: Sondereffekte aus der Übernahme von Süddekor – vor allem der Umzug der Druckereiaktivitäten – belasteten 2015 das Ergebnis. Die Dividende dürfte trotzdem leicht erhöht werden. Und ab diesem Jahr sollten die Synergieeffekte zum Tragen kommen. Wird die aktuelle Konsensschätzung für den Gewinn je Aktie von 2,04 Euro im Jahr 2017 erreicht, sinkt das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf günstige zehn.

Überzeugung nach ohnehin nur die fundamentale Bewertung und der Geschäftsverlauf die Kurse. Deshalb sieht er es als essenziell an, nie zu teuer zu kaufen und sich über die operative Entwicklung auf dem Laufenden zu halten – vor allem durch Gespräche mit dem Management.
Das Gegenteil seiner Strategie heißt Momentum-Investing und würde bedeuten, diejenigen Aktien zu kaufen, die gerade en vogue sind. Ein Gedanke, mit dem er sich als Antizykliker nie anfreunden konnte.

Teure Belegschaft

Wohin das Investieren mit dem Trend führen kann, konnte er zur Jahrtausendwende mit eigenen Augen ansehen. Damals hatte er sein Büro noch in Augsburg – in unmittelbarer Nähe zum einstigen Börsenstar Infomatec. „Die Mitarbeiter, die wir manchmal mittags beobachten konnten, besaßen alle damals schon zwei Handys und waren furchtbar geschäftig", erinnert er sich.
Grob überschlägig machte er folgende Rechnung auf: Bei 200 Mitarbeitern hatte Infomatec einen Börsenwert von sechs Milliarden Euro, ergo 30 Millionen pro Nase. Seinerzeit war der Wechsel von Fußballstar Christian Vieri von Lazio Rom zu Inter Mailand in aller Munde, ein Rekordtransfer, mit dem erstmals die Marke von 30 Millionen Euro geknackt wurde. War jeder Arbeitnehmer dieses Unternehmens wirklich so viel wert wie der teuerste Fußballer der Welt?
Ganz davon abgesehen, dass sie so wichtig taten, als wären sie es, hätte es den Börsenskandal und die Pleite von Infomatec wohl gar nicht gebraucht, um die absurde Bewertung zusammenbrechen zu lassen. Seine Lehre daraus: „Finger weg von Hightech, zumindest von Geschäftsmodellen, die ich nicht verstehe." Auch regulierte Märkte wie Telekoms oder Versorger meidet er. Geiger sucht nach bodenständigen Geschäftsmodellen in der Old Ecomomy. Um Standardtitel macht der Nebenwertespezialist hingegen nicht grundsätzlich einen Bogen. „Wir kaufen auch Daimler und BMW, wenn wir die Aktien so günstig bekommen wie im Moment", erklärt Geiger. Am liebsten sind ihm aber kleinere, wenig beachtete Unternehmen, bei denen er sich durch eigene Recherchen und Analysen einen Informationsvorsprung verschaffen kann.
So wie Surteco, ein Hersteller von Folien und Kantenstreifen für die Möbel- und Bauindustrie. Ähnlich wie bei Deutz hat ein Umzug das Ergebnis belastet. Die Druckerei-Aktivitäten der 2013 übernommenen Firma Süddekor wurden aus dem baden-württembergischen Laichingen an den Surteco-Hauptsitz im 100 Kilometer entfernten Buttenwiesen im Landkreis Dillingen verlegt. Da nur wenige der Mitarbeiter bereit waren, mit in den bayerischen Teil des Schwabenlands zu ziehen, wurden Abfindungen fällig, Personalmangel sorgte zudem für Produktionsengpässe. Auch das ist nach Geigers Einschätzung nur ein vorübergehender Effekt. „Die neuen Maschinen laufen, die neuen Mitarbeiter sind an Bord, jetzt kann's losgehen", sagt er – immer im Wissen darum, dass „jetzt" durchaus ein paar Jahre Wartezeit bedeuten kann. So spricht einer, der überzeugt ist, seinen Job gut gemacht zu haben, wenn eine Börsenstory nicht sofort entdeckt wird, sondern es ein wenig dauert, bis sich der Kurs in Bewegung setzt.

Der Gewinn liegt im Einkauf

Wie bei der eigenen Aktie, nimmt Geiger das auch bei seinen Investments in Kauf. „Wir fühlen uns eben wohler, wenn wir uns KGVs von acht ins Portfolio legen und bei 13 bis 14 verkaufen – selbst, wenn wir damit oft einiges an Performance liegen lassen." Zum Glück tickt sein Co-Vorstand Roland Könen genauso – und der Rest der Truppe auch. Das bringt Ruhe ins Team. Viel Ruhe.

Jens Castner

FOTO: SURTECO