

«Novartis sind günstig»

FUW-SAMSTAGINTERVIEW WILL BROWNE UND ROBERT WYCKOFF Managing Directors von Tweedy, Browne

□ Herr Browne, Herr Wyckoff, die vergangenen Monate waren an den Börsen von ausserordentlich heftigen Schwankungen geprägt. Wie haben Sie sich als Value-Investoren während dieser Zeit verhalten?

William Browne: Der Mensch ist von seinem Naturell her nicht fähig, stets rational zu denken. In Zeiten wie diesen darf man nicht ständig auf Börsenkurse schauen, davon wird man bloss wahnsinnig. Hohe Volatilität ist für uns als Value-Investoren aber nichts Schlechtes: Immer mal wieder bietet der Markt so während kurzer Zeit attraktive Kaufgelegenheiten.

□ Sie haben in den vergangenen Monaten also konkret hinzugekauft?

Browne: Ein wenig hier und da. Wir haben beispielsweise Aktien der United Overseas Bank in Singapur gekauft sowie der Bangkok Bank in Thailand. Zudem haben wir bestehende Positionen aufgestockt, etwa in Royal Dutch Shell und Imperial Tobacco. Hätten wir grosse Kapitalzuflüsse in unsere Fonds verzeichnet, hätten wir noch mehr gekauft.

Robert Wyckoff: Sie müssen das so sehen: Die Märkte schwankten in den vergangenen Monaten pausenlos zwischen Risikofreude und Risikoangst. Wir sehen wenig Sinn darin, zehnjährige Schweizer Staatsanleihen mit einer Rendite von 0,95% zu kaufen, bloss weil wir uns vor den Makrorisiken an den Finanzmärkten fürchten. Unser Risikomanagement findet auf der

Pharma-Aktien bieten Aussicht auf eine attraktive Performance mit geringem Risiko.

Mikroebene statt, indem wir tief bewertete Aktien von grossen, stabilen, weltweit tätigen Unternehmen kaufen, die über stocksolide Bilanzen verfügen und ihre Effizienz in der Allokation von Kapital unter Beweis gestellt haben. Egal, wie heftig der Sturm wird: Derartige Unternehmen werden gestärkt aus der Krise hervorgehen.

□ Zum Beispiel?

Browne: Ein Beispiel ist 3M. Der diversifizierte Industriekonzern ist weltweit präsent, mehr als ein Drittel des Umsatzes stammt aus Emerging Markets. Die Schulden in der Bilanz entsprechen nur 10% des operativen Cashflow. 3M hat seit 51 Jahren lückenlos steigende Dividenden ausbezahlt, die Dividendenrendite beträgt gegenwärtig 3,4%, und die Pay-out Ratio liegt trotzdem nur auf 35%. Die Aktien sind klar unterbewertet. Titel von einem Unternehmen dieser Art können Sie kaufen und danach nach Südfrankreich fliegen und das Leben geniessen.

□ Können Sie ein weiteres nennen?

Browne: Novartis. Hierzu eine einfache Rechnung: Der Pharmakonzern bezahlt derzeit 2.20 Fr. Dividende, das ergibt eine Rendite von 4,2%. Für das kommende Geschäftsjahr erwarten die Analysten 5.80 Fr. Gewinn je Aktie, das Kurs-Gewinn-Verhältnis beträgt weniger als 10. Nehmen wir jetzt konservativ an, dass es Novartis gelingen wird, den Gewinn über die nächsten fünf Jahre um 5% per annum zu stei-



William Browne: «3M kaufen, dann nach Südfrankreich und das Leben geniessen.»



Robert Wyckoff: «Europäische Industriewerte sind noch nicht günstig genug.»

gern – und das ist weiss Gott keine über-rissene Prognose. Wir kaufen jetzt diese Aktie, schlucken eine grosse Schlafpille und schlafen für fünf Jahre. Wenn wir 2017 aufwachen, verdient Novartis 7.40 Fr. pro Titel. Ist das KGV konstant geblieben, handelt die Aktie nun zu 74 Fr. Zudem habe ich während dieser Zeit 15 Fr. Dividende eingestrichen. Kursgewinn und Dividende zusammen haben mir annualisiert also 11% Performance gebracht. Was will man da noch mehr?

□ Es könnte aber auch sein, dass das KGV von Novartis weiter kontrahiert.

Browne: Okay. Dann verharret der Aktienkurs während fünf Jahren auf 52 Fr., das KGV ist 7, und ich habe immer noch 15 Fr. Dividende verdient. Auch das ist viel besser als die 0,9%, die ich auf Schweizer Bundesobligationen erhalte.

□ Was ist der innere Wert von Novartis?

Browne: 75 bis 80 Fr. je Aktie.
Wyckoff: Diese Art von Rechnung gilt auch für andere Pharmakonzerne, etwa Roche oder Johnson & Johnson. Der Sektor wird an der Börse wie die Versorgerbranche behandelt: tiefe Bewertungen, hohe Dividendenrendite, null Wachstumserwartungen. Pharmavaloren bieten Chancen auf eine attraktive Performance mit geringem Risiko. Investoren sollten nie den mehr-jährig aufbauenden Renditeeffekt einer soliden Dividende vergessen – besonders nicht in einem Umfeld generell niedriger Renditen, wie wir es heute erleben.

□ Was ist Ihre Meinung zu Nestlé, einer der grössten Positionen in Ihren Fonds?

Wyckoff: Nestlé ist nicht mehr so günstig wie Novartis. Aber Nestlé ist perfekt positioniert, um vom Aufstieg der Mittelklasse

in den Schwellenländern zu profitieren. Ansprechendes Wachstum, eine schöne Dividende und eine normale Bewertung: Nestlé kann man einfach im Depot halten und laufen lassen – und zukaufen, wenn der Aktienkurs zwischenzeitlich zu tief sinkt. Im August etwa, als die Papiere zu 45 Fr. zu haben waren, bot sich eine günstige Kaufgelegenheit.

Browne: Ich wünschte, wir könnten die Chefs von Nestlé überzeugen, den Hauptsitz von Vevey nach Indonesien zu verlegen und die Aktien in Jakarta kotieren zu lassen. Es wäre haargenau das gleiche Unternehmen, mit der gleichen Wachstumsdynamik, aber plötzlich wäre es für Investoren ein Emerging-Market-Titel und hätte umgehend eine höhere Bewertung.

□ Anfang des letzten Jahrzehnts wurde Tweedy, Browne in der Schweiz und Deutschland bekannt, als Sie im grossen Stil Beteiligungen an kleinen und mittel-grossen Industriegesellschaften kauften. Sehen Sie in diesem Segment heute attraktive Bewertungen?

Wyckoff: Wir haben zwischen 2002 und 2007 mit zyklischen Titeln sehr gutes Geld verdient und dann das meiste verkauft. Anfang 2009 bot sich erneut eine tolle Gelegenheit, solide europäische Industriewerte zu kaufen. Ich denke da beispielsweise an Linde und Krones in Deutschland. Wir haben diese Positionen mittlerweile aber abgebaut. Die Preise sind in den letzten Monaten noch nicht tief genug gefallen, um uns bereits wieder zu Käufen zu bewegen.

Browne: Wir haben im Sommer einige Tamedia-Aktien gekauft, als der Kurs auf 100 Fr. fiel (Tamedia ist das Mutterhaus von «Finanz und Wirtschaft», Anm. d. Red.).

□ Was halten Sie von Bankaktien?

Wyckoff: Banken in Europa fassen wir nicht an. Das halten wir angesichts der Staatsschuldenkrise für zu gefährlich, ihre Bilanzen sind nicht analysierbar. In den USA halten wir einige Valoren von Bank of New York Mellon und Wells Fargo. Zudem, wie bereits erwähnt, United Overseas Bank und Bangkok Bank.

Browne: Ich muss anfügen, dass Bank of New York Mellon keine Bank ist, sondern ein Custodian. Zu United Overseas und Bangkok Bank: Das sind grundsolide Banken, deren Kreditbuch zu mehr als 100% mit Spareinlagen gedeckt ist. Im Gegensatz zu den europäischen Instituten sind sie in ihrer Finanzierung überhaupt nicht vom kurzfristigen Geldmarkt abhängig.

Europäische Banken fassen wir nicht an. Was nützt eine günstige Bewertung, wenn die Bilanz einer Grossbank nicht analysierbar ist?

□ Viele europäische und amerikanische Banken handeln an der Börse deutlich unter ihrem Buchwert. Wo kommt der Punkt, an dem diese Titel für einen Value-Investor wieder attraktiv sind?

Browne: Wir lassen die Finger davon. Was nützt mir eine auf den ersten Blick günstige Bewertung, wenn die Bilanz einer Grossbank nicht analysierbar ist? Da weiss ich nie, was ich kaufe. Anders gesagt: Es nützt uns nichts, wenn wir in unseren Fonds eine 2%-Position in Bank of America eingehen und, wenn wir Glück haben, sich der Wert dieser Position verdoppelt. Das brauche ich nicht, wenn ich dabei kein gutes Gefühl habe. Um erfolgreich zu investieren, müssen wir dort Wetten eingehen, wo die grösstmöglichen Wahrscheinlichkeiten auf unserer Seite liegen.

□ Haben Sie ein besseres Gefühl mit Aktien von Versicherern?

Browne: Auch dazu sehen wir derzeit grössere Chancen – und ein geringeres Risiko – in anderen Sektoren. Positionen wie Zurich Financial Services oder Münchener Rück haben wir im Verlauf der Sommermonate zurückgestutzt.

Grösste Positionen von Tweedy, Browne

Value Fund (\$)	in % ¹	Intl. Value Fund (Fr.)	in % ¹
Nestlé	3,9	Roche	3,9
Total	3,9	Total	3,8
Philip Morris Intl.	3,6	Philip Morris Intl.	3,5
Diageo	3,6	Novartis	3,5
Novartis	3,5	Nestlé	3,4
Roche	3,4	Diageo	3,2
Henkel	3,1	Henkel	2,7
Heineken	2,9	CNP Assurances	2,4
Johnson & Johnson	2,9	Axel Springer	2,4
Axel Springer	2,7	Pearson	2,4
Wal-Mart Stores	2,5	Imperial Tobacco	2,1
Conoco Phillips	2,4	Heineken	2,1
Devon Energy	2,2	Unilever	2,0
Union Pacific	2,2	Baxter Intl.	2,0
Provident Financial	2,1	Kone	1,8
Unilever	1,9	BAT	1,8
Berkshire Hathaway	1,9	Akzo Nobel	1,7
BAT	1,9	Royal Dutch Shell	1,6
Unifirst Corp	1,7	Berkshire Hathaway	1,6
Royal Dutch Shell	1,7	Arca Continental	1,5

per 31. Oktober 2011 ¹ in % des Fondsvermögens
Quelle: Tweedy, Browne