

FORUM Family Office GmbH • Uhlandstr. 5 • 80336 Munich, Germany

An: Investoren in FFOVF

Uhlandstr. 5
80336 München
Germany

Telefon +49/ (0)89 / 27 37 49 – 0
Telefax +49/(0)89 / 27 37 49 – 15

E-mail b.wittek@forumgruppe.de
URL www.forumgruppe.de

München, 20. April 2020

FFOVF: Covid-19

Lieber Investor!

Ich habe in den letzten Wochen mit einigen von Ihnen längere Telefonate zu den Auswirkungen der Covid-19 Epidemie auf Ihre Anlage im FFOVF geführt. Dabei haben wir eine Reihe von Fragen diskutiert, die ich in diesem Schreiben nochmals schriftlich beantworten möchte, daneben kann ich eine Reihe von Fakten beifügen, die graphisch besser zu kommunizieren sind als in einem Telefonat.

A. Wie Wird sich die Krise Weiterentwickeln?

1. Medizinisch

Viren haben die Menschheit seit Jahrhunderten befallen und immer wieder zu erheblichen Todesfällen geführt. Der Eindruck, dass Viren-Attacken seit ca. 30 Jahren häufiger auftreten ist wahrscheinlich ein Trugschluss, seit ca. 30 Jahren gibt es PCR-Tests, mit denen man virale Krankheiten erstmals in der Geschichte der Menschheit diagnostizieren kann – **daher hat man heute einfach mehr Transparenz.**

Geändert hat sich allerdings die **globale Mobilität**, durch das Wachstum des internationalen Flugverkehrs sind ehemals regionale Epidemien zu einer globalen Pandemie angewachsen. Daß dies gerade jetzt passiert, liegt sicher auch an der besonderen Aggressivität des Covid-19 Virus.

Die regional begrenzten Ausbrüche von Viren-Krankheiten insbesondere in den asiatischen Ländern wurden jeweils nach mehreren Monaten unter Kontrolle gebracht. Nach meinem Verständnis von Medizin wird es auch im Falle des Covid-19 Virus möglich sein,

- a) **einen Impfstoff zu entwickeln**, mit Zulassung für Anwendung am Menschen allerdings **frühestens im 2. Quartal 2020**
- b) ein bestehendes Arzneimittel über die Schnellzulassung als „**second medical use**“ nach den erforderlichen Tests auf Wirksamkeit auch gegen Covid 19 einzusetzen und **damit die Sterblichkeit deutlich zu senken**.

Für mehr Hintergrund empfehle ich Ihnen den täglichen Podcast von Dr. Christan Drosten, Virologe an der Berliner Charité. Sie finden diese Podcasts z.B. unter dem folgenden Link: <https://www.ndr.de/nachrichten/info/podcast4684.html>

Für eine gute Einschätzung der Gefahren durch Viren auch in Zukunft empfehle ich den folgenden Ted Talk von Bill Gates zu diesem Thema aus 2015: https://www.youtube.com/watch?v=6Af6b_wyiwI

2. Lock-Down

2.1. Flankierende Maßnahmen bei einer Öffnung

Mein Eindruck ist, dass es nur möglich sein wird, den bestehenden Lock-down deutlich zu öffnen, wenn neben den bestehenden Maßnahmen des „Social distancing“ und der besonderen Hygiene-Bestimmungen **drei zusätzliche Maßnahmen flankierend erlassen werden:**

- a) **Track und Trace über Mobiltelefone** – mehr dazu unten.
- b) Verbindliches **Tragen von Masken**. Die Masken dienen nicht dem Schutz der Menschen, die sie tragen., sondern reduzieren das Risiko einer Ansteckung Dritter. Insofern sind sie ein Akt der Rücksichtnahme/Fremdschutz bzw. Höflichkeit.
- c) **Konsequenterer Durchsetzung** von Quarantäne und Social Distancing. Dazu auch höhere Strafen gegen Verstöße.

2.2. Track und Trace über Mobiltelefone

„Tracking“ ,d.h., das Ausfindigmachen von Personen, die mit einem infizierten Patienten in sozialem Kontakt waren, passiert schon heute. Nachfolgend eine Beschreibung des Prozesses, wie „Tracking“ heute in der Praxis abläuft:

- a) Wenn jemand zu Hause ist, erste Symptome hat und das Krankenhaus anruft, wird er i.d.R. getröstet, den weiteren Krankheitsverlauf abzuwarten.
- b) Nach 2 Tagen ruft er wieder an, weil es ihm dann richtig schlecht geht. Dann wird er ins Krankenhaus gebeten und i.d.R. getestet.
- c) Die Tests werden in einem Zentrallabor ausgewertet, das Ergebnis liegt 1 Tag später vor.

- d) Wenn er positiv ist, macht sich ein Mitarbeiter aus dem Gesundheitsamt auf dem Weg in das Krankenhaus, zieht dort Schutzkleidung und befragt den Kranken verbal nach seinen Kontakten in den letzten 3 Tagen. Das passiert mit Block und Bleistift (Herr Pogoda, Ihre Baustelle!!!):
- e) Mit diesen Daten geht der Mitarbeiter in sein Büro zurück und initiiert, dass die Kontaktdaten der benannten Personen auffindig gemacht werden. Das kann weitere 1 - 2 Tage dauern.
- f) Am 5. -7. Tag ab a) oben werden diese Kontaktpersonen dann informiert, daß Sie bitte in Selbst-Quarantäne bleiben.

Diese 5 – 7 Tage sind genau das Zeitfenster, in denen eine Erkrankter ca. 50% seiner Infektion anderer bewirkt!!!!

Mit einer app würde dieser Prozess wie folgt ablaufen:

- a) Sobald der Kranke anruft und meldet, dass er Symptome hat (Schritt a im obigen Beispiel) – d.h., nicht erst nach dem Testergebnis, im Beispiel 3 Tage später - wird ein Tracking Prozess initiiert, bei dem alle Inhaber von Mobiltelefonen identifiziert werden, die mehr als x-Minuten in unmittelbarer Nähe zu dieser Person waren.
- b) Diese Menschen erhalten dann gleich die Aufforderung in Selbst-Quarantäne zu bleiben. Das ist Schritt f) im obigen Beispiel, damit ist der Prozess abgeschlossen.
Man hat die 5 – 7 Tage gewonnen, in denen 50% aller Infektionen ablaufen.

Die Modellrechnung sagt daher **ein schnelles Absinken der Neuerkrankungen voraus, wenn mindestens 60% der Bevölkerung teilnehmen.**

Für mich ist diese Studie sehr überzeugend – sowohl auf der aggregierten numerischen Basis als auch auf Basis der o.a. anschaulichen Beschreibung des aktuellen Prozesses von Tracking. Beides ist für mich ziemlich starke Evidenz, **dass man mit einer app die Ansteckungszahl R zügig auf deutlich < 1 bekommt und damit den Lock-down schrittweise aufheben kann.**

Jetzt kommen natürlich gleich die Bedenken wegen Datenschutz. Meine pragmatische Lösung dafür wäre (**dies ist eine persönliche Meinung, ab hier ist es nicht mehr wissenschaftlich fundiert**):

- a) Der Lock-down bleibt wie gehabt
- b) Die App ist **freiwillig, kein Zwang**. Wer teilnimmt, für den gilt der Lock-down nicht mehr, er darf sich frei bewegen.
- c) Eine unabhängige Institution stellt sicher, **daß alle Daten aus der Covid-19-Krise spätestens am 31.12.2020 gelöscht werden.**
- d) **Unter diesen Voraussetzungen rechne ich mit > 60% Teilnahme.**

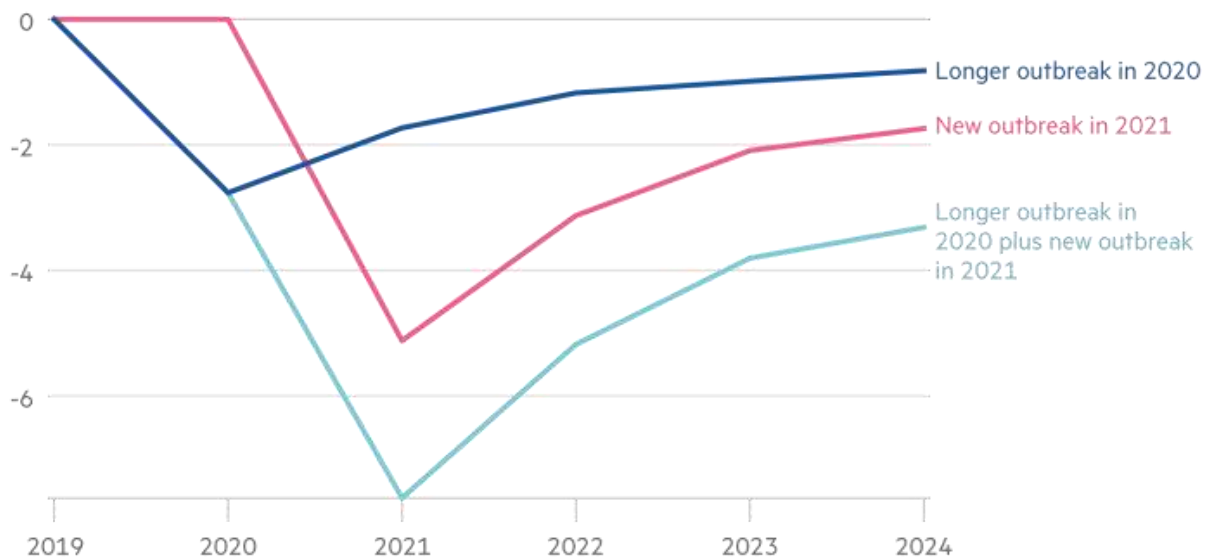
3. Wirtschaftliche Konsequenzen

3.1. Abschwung

Ich teile die Meinung vieler Kommentatoren, dass die Wirtschaftskrise, die vor allem aus dem Lock-Down resultiert, tiefergreifender sein wird als die Finanzkrise 2008/09. In Zeiten so großer Unsicherheit ist es sinnvoll, **in mehreren Szenarien zu denken, z.B. die jüngsten Projektionen des IMF**, s. nachstehender Chart.

Scenarios suggest outcomes could be far worse than in the baseline in advanced countries

Impact of differing Covid-19 scenarios, advanced economies
(GDP deviation from baseline, %)

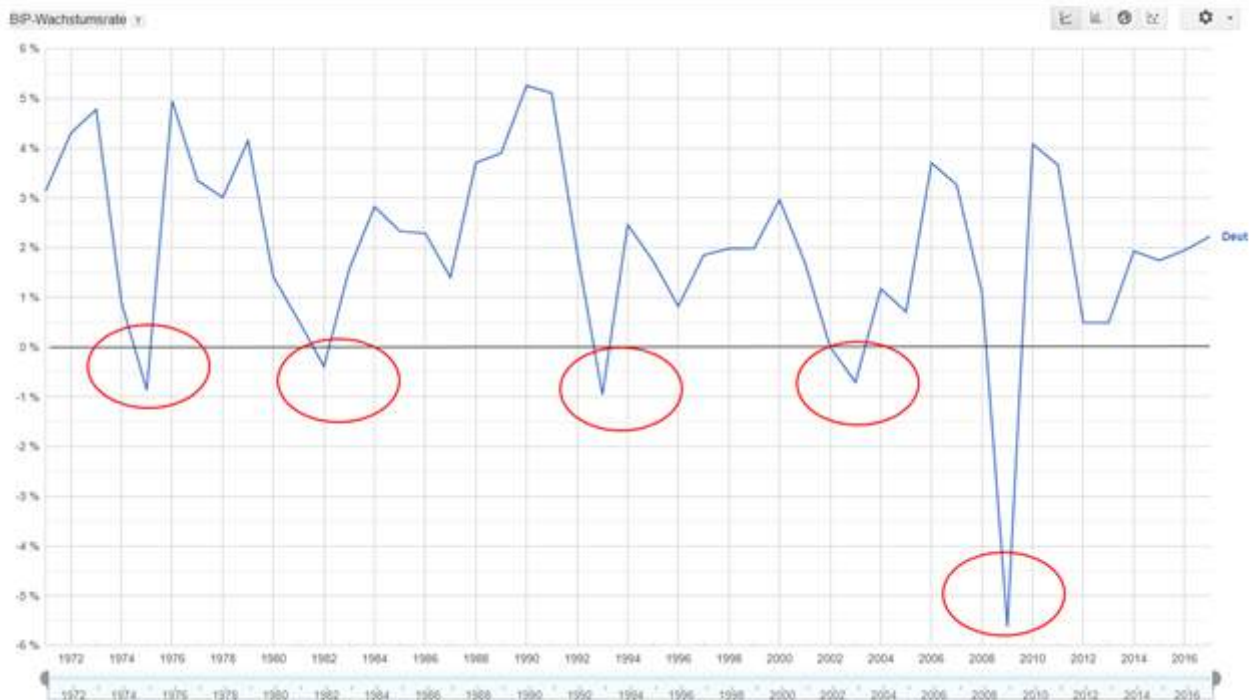


Source: IMF
© FT

Demnach wird das BIP global um 3 - 8% fallen, das klingt auf den ersten Blick nicht dramatisch, ist es aber doch, **weil sich der Rückgang in ausgewählten Branchen massieren wird, z.B. dem Tourismus-Sektor incl. Luftfahrt, dem Einzelhandel oder dem produzierenden Gewerbe.**

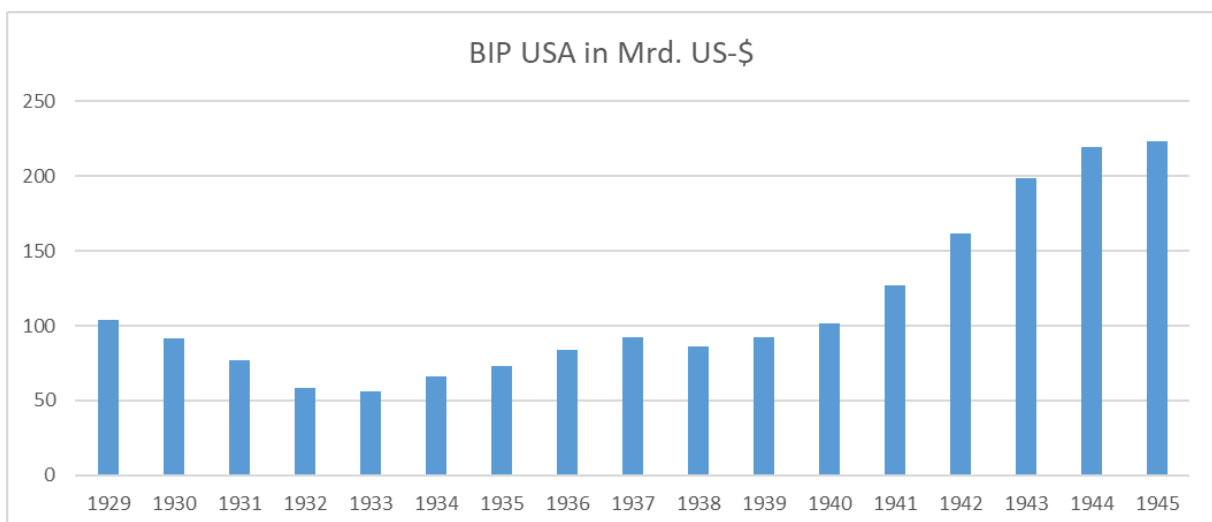
3.2. Erholung nach dem Abschwung

Der nachfolgende Chart zeigt die Entwicklung des BIP in den letzten 50 Jahren, Rezessionen sind rot eingekreist.



Das Bild zeigt ziemlich anschaulich, dass nach einer Rezession sehr schnell eine Erholung folgt.

Einzige Ausnahme ist die Weltwirtschaftskrise 1929: **damals dauerte es 12 Jahre, bis das BSP wieder das Niveau vor der Krise erreichte.**



Niemand kann ausschließen, dass die kommende Krise ähnlich lang dauern wird. Persönlich würde ich diesem Szenario **eine relativ geringe Wahrscheinlichkeit** einräumen, da die spezifischen Gründe für die langsame Erholung nach 1929 gut dokumentiert sind:

- a) Gold-Standard, dadurch Begrenzung des Geldmengenwachstums

- b) Einführung von Schutzzöllen
- c) Zu frühe Umkehr von der Politik des „leichten Geldes“ (nach der Abkehr vom Gold-Standard für die meisten Länder).

Heute weiß man, dass man genau diese Fehler vermeiden muss, und das Verhalten der großen Notenbanken spiegelt genau das Bemühen, genau das zu tun. Die gefährlichste Soll-Bruchstelle für ein Abrutschen in eine sehr lange Depression ist wahrscheinlich der Euro als Währung: mein Worst-Case Szenario ist, dass eine italienische populistische Regierung bereit ist, Staatsschulden nicht mehr zu bedienen und dadurch eine Panik an den Finanzmärkten der Welt auslöst.

Ein Wermutstropfen bleibt allerdings: es ist sicher, dass nach der Krise die globale Staatsverschuldung deutlich höher sein wird, man rechnet in den entwickelten OECD-Staaten mit einem Anstieg um 15 – 25 Punkte vom BIP: d.h., die Staatsschuld könnte sich wie folgt entwickeln:

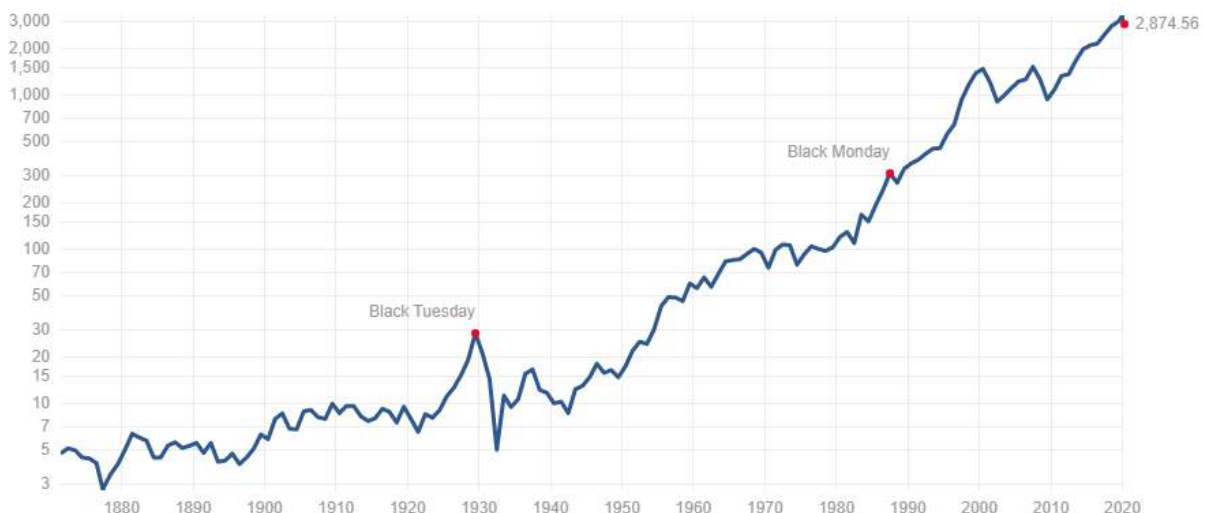
- a) In Deutschland von 60 auf 75%
- b) In Frankreich von 100% auf 120%
- c) In Italien von 135% auf 160/170%.

Und Schulden dieser Größenordnung werden auf dem Wirtschaftswachstum lasten, es wird niedriger sein als vor der aktuellen Krise, und **das bedeutet in Europa de facto eine Stagnation oder sogar leicht rückläufiges BIP für die nächsten 10 Jahren.**

4. Entwicklung der Aktienmärkte

4.1. Langfristige Perspektive

Nachfolgend 2 Charts mit der Entwicklung der Aktienmärkte in den USA und Deutschland über 150 bzw. 60 Jahre.





Bitte lassen Sie diese Charts auf sich einwirken, **sie sollten Ihnen mentale Stabilität in einer Krise wie heute geben. Die Charts machen den Punkt, dass**

- a) **Aktien** – sprich Unternehmensbeteiligungen – über lange Perioden sich immer positiv entwickelt haben. Konkret war der Anstieg der inflationsbereinigten Aktienkurse in den US bei ca. 6% p.a. und in Deutschland bei ca. 5% p.a.
- b) in der langfristigen Perspektive Rückgänge an den Aktienmärkten immer schnell ausgeglichen wurden. Aus der Rückschau nehmen sich die großen Krisen – selbst 2008/09 **wie kleine Episoden** aus, die vor dem langfristigen Anstieg der Indices verblissen.

Andere Untersuchungen zeigen,) daß Aktien **über lange Zeiträume die höchsten realen Renditen aller Vermögensklassen erbracht haben**, höher als Immobilien und v.a. Gold.

4.2. Kurzfristige Perspektive

Eine Analyse der Kursentwicklungen während Rezessionen zeigt, dass

- a) es im Regelfall **mehrere Phasen eines Baisse-Marktes gab**. Eine frühe Verkaufswelle wurde oft von einer Erholung gefolgt, danach folgten wieder mehrere Wellen an Kursrückgängen. Wenn sich dieses Muster wiederholt, würden wir noch erleben, dass die Aktienmärkte neue Tiefpunkte testen.
- b) die Erholung an den Aktienmärkten erfolgte aber immer **6 – 9 Monate bevor die Konjunktur wieder Fahrt aufnahm**, d.h., das BSP wieder positiv war. D.h., man kann nicht abwarten, bis es klare Anzeichen für eine Erholung gibt, dann ist ein Großteil des Kursanstiegs an den Finanzmärkten schon passiert, diese Erholung schon vorweggenommen.

Daher kann man überdurchschnittliche Returns nur erwirtschaften, wenn man kauft, wenn die Konjunkturlage am pessimistischsten eingeschätzt wird.

Für eine Vertiefung zu diesem Thema empfehle ich **sehr das Buch von Russell Napier: Anatomy of a Bear**“.

B. Wie Positioniert sich der FFOVF in der Krise?

Wir positionieren uns derzeit, indem wir v.a. **die folgenden Aufgaben abarbeiten:**

- a) **Risiko-Management:** Überprüfen des bestehenden Portfolios auf Risiken. Wo die bestehen (und noch nicht eingepreist sind), Abbau der Positionen.
- b) **Suche nach Opportunitäten:** Screening nach Qualitäts-Unternehmen, die auf 5 - 10 Jahren mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit besser dastehen als 2019, aber in der Krise leiden. Das sind v.a. **Franchise-Geschäfte mit Beeinträchtigung durch Covid-19**, z.B. eine Online-Plattform für den Verkauf von Eintrittskarten zu Veranstaltungen oder ein Hersteller von Flugzeugtriebwerken.

Die Hoffnung ist hier, dass der Markt die kurzfristigen Aussichten überbewertet und damit einem langfristigen Investor einen attraktiven Einstandskurs anbietet.

- c) **Kalibrieren der Indices auf historische Tiefst-Stände.**

1. Überprüfen des bestehenden Portfolios auf Risiken

Wir haben für jede der 5 größten Positionen in unserem Portfolio in den letzten Wochen **einen sogenannten „Stress-Test“ durchgeführt**, in dem wir modelliert haben, wie eine negative Entwicklung für diese Unternehmen in 2020 und eventuell auch 2021 aussehen könnte. Auf der Basis haben wir versucht, Risiken zu identifizieren, die diese Unternehmen in Bedrängnis bringen könnten.

Dabei haben sich **zwei Risiken als möglicherweise kritisch herausgestellt:**

- a) **Genomma Lab:** das Unternehmen selbst macht gute Fortschritte, die Zahlen für Q 4 2019 waren gut, und ich erwarte ein Anhalten des positiven Wachstumstrends auch für 2020, hier hat das Management die richtigen Weichenstellungen vorgenommen. **Von allen Werten im Index der 35 größten mexikanischen Unternehmen IPC Mexico ist Genomma mit seinem Branchen-Mix OTC-Arzneimittel und Körperpflege wahrscheinlich am wenigsten von der Covid-19 Krise betroffen.**

Allerdings machen wir uns große Sorgen **um das Land und die Währung**. Der amtierende Präsident ist einerseits einer der noch verbleibenden „Corona-Leugner“, andererseits ist er aus **ideologischen Gründen nicht bereit**, Unternehmen irgendwelche Hilfen zu gewähren, um die Krise zu überstehen oder eine Erholung der Wirtschaft einzuleiten. Das Ganze findet vor dem Hintergrund einer Volkswirtschaft statt, in der **der informelle Sektor 40 -50% des BSP ausmacht und an effektive Quarantäne oder Social Distancing gar nicht zu denken ist.**

Insofern ist das Risiko, dass die Währung weiter massiv abwertet, nach 25% allein im 1. Quartal nochmals 50% oder mehr. Dann nützt es uns auch nichts, **dass wir in einer der stabilsten Branche Mexicos investiert sind und derzeit einen erfolgreichen Turnaround aus dem Verwaltungsrat begleiten.**

- b) **Connect Group:** Das Unternehmen muss im Januar 2021 einen Konsortialkredit mit einem Volumen von ca. GBP 110m refinanzieren. Wie in meinem anderen Brief an Investoren dargestellt, hat das Unternehmen gerade ein seit Jahren verlustbringendes Randgeschaft verkauft. Das Kerngeschäft müsste ein EBITDA von GBP 45 – 50 Mio. erwirtschaften, insofern läge die Verschuldung beim 2,2fachen dieses EBITDA.

Das Risiko liegt darin, dass der Finanzsektor im 2. Halbjahr 2020 wie schon 2008/09 dysfunktional wird. Dann müsste das Unternehmen **eine „Notkapitalerhohung“ starten, die uns als Aktionäre „verwässern“ würde.**

Wir überlegen daher, **die Position Genomma Lab** nach Veröffentlichung von hoffentlich guten Ergebnissen für das 1. Quartal 2020 am 23.4.2020 deutlich zu reduzieren, z. B. von derzeit 13% auf 7%.

Im Falle von **Connect** sehen wir das Risiko einer Notkapitalerhohung als sehr gering an. Die derzeitige Bewertung ist – nach einer **Halbierung des Aktienkurses im 1. Quartal 2020** - extrem niedrig (EV/EBIT ca. 3x). Insofern werden wir diese Position wahrscheinlich durchhalten.

In den anderen Portfolio-Positionen haben wir keine bestandsgefahrenden Risiken identifiziert. Zur Erinnerung: der Größe nach sind das **EDP-R** (Windkraft), **Semperit** (Kautschuk-Formteile) und **Pandora** (Schmuck).

2. Screening nach Qualitäts-Unternehmen mit kurzfristiger „Corona-Delle“

2.1. Exkurs: Market Timing vs. Value Investing

Der nachfolgende Chart spannt graphisch das Spektrum der Investitions-Philosophien an Aktienmärkten auf:



Am einen Extrem unten links sind Investoren, die versuchen, **Aktienkurse vorherzusagen und entsprechend zu agieren („Trading“)**. Wenn sie der Überzeugung gekommen sind, daß die Aktienmärkte in den nächsten Tagen oder Wochen steigen oder fallen, werden sie Aktien kaufen oder verkaufen. Die Idee ist, „vor der Welle“ der anderen Markt-Teilnehmer zu sein. Diese Strategie wird **neben „Trading“ auch als „Market Timing“ bezeichnet**.

Am anderen Extrem oben rechts sind Investoren, die sich nur darauf konzentrieren, den objektiven Inneren Wert eines Unternehmens (und damit einer Aktie) möglichst objektiv zu bestimmen. Daraus leiten sie einen fairen Preis ab. Sie werden nur aktiv, wenn der Markt Kurse stellt, die deutlich unter diesem fairen Wert liegen (dann kaufen sie) oder über diesem Wert liegen (dann verkaufen sie).

Das ist der Kern von Value Investing – „Value“ steht in diesem Fall für den Inneren Wert eines Unternehmens – im Gegensatz zum Preis seiner Aktien. Value Investoren versuchen überhaupt nicht, Prognosen über Aktienkurse zu machen, Aktienkurse „kommen ihnen (d.h. dem Intrinsischen Wert) entweder entgegen“ oder „laufen von ihnen weg“.

Wir bei FORUM sind **mit voller Überzeugung im zweiten Camp** - wir verbringen unsere Zeit damit, den langfristigen Wert eines Unternehmens zu rechnen. Wir sind genauso überzeugt, dass es unmöglich ist, eine zuverlässige Prognose über die weitere Entwicklung der Aktienkurse abzugeben:

- **„Market Timing does not work“.**
- **„Märkte sind dynamische chaotische Systeme und damit nicht modellierbar.“**

Dafür gibt es erdrückende Evidenz von vielen empirischen Studien, alle Prognosen zur Kursentwicklung an Finanzmärkten **sind schlichtweg „Hokuspokus“**.

2.2. Rolle von kognitiven Verzerrungen („mental biases“)

Soweit die Theorie. In der Praxis ist es natürlich schwer, eine Aktie zu kaufen, deren Preis unter das Limit des Intrinsischen Wertes gefallen ist, **wenn die Psychologie des Umfelds extrem negativ ist und Angst umgeht**: dann hat man vielleicht auch **Angst**,

- a) zu früh zu kaufen – das ist dann implizit Market Timing – man extrapoliert den Markt, z.B. aus der Erfahrung der letzten Baisse-Märkte („Anatomy of a Bear“)
- b) etwas in der Analyse übersehen zu haben, das der Markt weiss

und wartet lieber ab bzw. initiiert zusätzliche Analysen.

Analog gilt das auch in Zeiten von Euphorie: es ist mental schwer, wenn Aktienkurse jeden Tag steigen, eine Aktie „mechanisch“ zu verkaufen, wenn sie das eigene Limit erreicht hat, das auf dem Inneren Wert beruht. Denn man hat immer Angst, etwas zu verpassen, das ist die „Gier“, die als „mental bias“ **rationales Handeln verhindert**.

Der beigefügte Artikel über eine Studie zu den Auswirkungen von Angst bei Stress und negativen Erfahrungen **veranschaulicht diese „mental biases“ meines Erachtens sehr gut**.

2.3. Portfolio-Management in der Krise

Ich denke, wir haben **in den Tagen der Markt-Panik ok gehandelt, aber nicht herausragend**:

- **Gut war**, daß wir unsere Position Dürr am 28.02.2020 verkauft haben, als der Aktienkurs als Reaktion auf zufriedenstellende Ergebnisse deutlich anstieg und nahe dem Intrinsischen Wert kam. Damit haben wir € 28,- erzielt, jetzt ist der Kurs bei € 20,-.
- Wir **hatten nicht den Mut, einige Aktien am Höhepunkt der ersten Verkaufswelle zu kaufen**. An diesem Höhepunkt der Panik hätte man eine Aktie wie Berkshire Hathaway zu \$ 240.000,- kaufen können, das entspricht ca. 90% vom letzten veröffentlichten Buchwert und ist damit **die niedrigste Bewertung seit 30 Jahren**. Gleiches gilt für Werte, die wir seit vielen Jahren verfolgen wie Cie. Automotive (€ 10,-) oder Bayer (€ 48,-).
- An einem Tag während der Verkaufswelle waren wir versucht, Aktien auch deutlich unterhalb unseres Intrinsischen Wertes zu verkaufen, weil wir **Angst vor weiteren Kursverlusten hatten – also klassisches „Market Timing“**. Zum Glück haben wir unsere Verkäufe strikt limitiert, so dass wir nur ca. 1,2% vom Portfolio verkauft haben.

2.4. Screening nach Qualitäts-Unternehmen mit „Corona-Delle“

Seit Anfang April konzentrieren wir uns voll darauf, **Qualitäts-Unternehmen besser zu verstehen, die von der Corona-Krise kurzfristig negativ in Mitleidenschaft gezogen werden, aber auf Sicht von 5 -10 Jahren mit hoher Wahrscheinlichkeit deutliche höhere Umsätze und Erträge aufweisen werden.**

Branchen aus dieser Gruppe sind z.B.

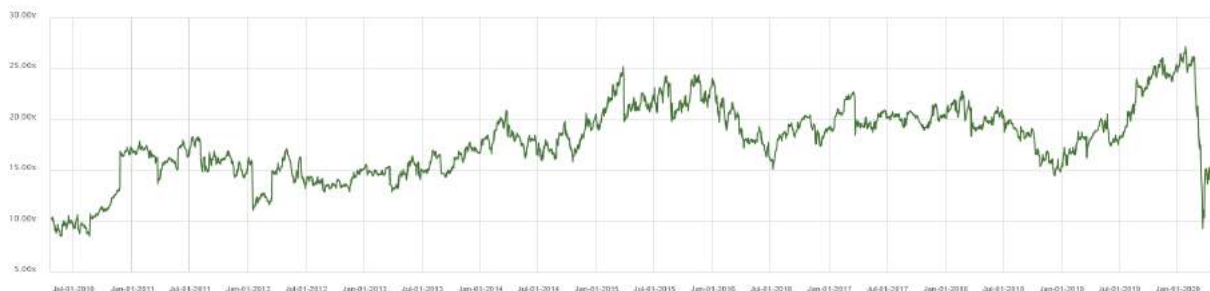
- Zulieferer der Flugzeug-Industrie mit hohem Anteil Ersatzgeschäft
- Flughäfen (lokale Monopole)
- Plattform-Geschäfte wie Scout, CTS Eventim, Autotrader, Edenred
- Industrielle Geschäfte mit hohem Anteil Wartung/Ersatzteile
- Marktführer im Discount-Geschäft wie Fitness-Studios oder Airlines.

2.5. Beispiele für Kandidaten

2.5.1. CTS eventim

Ein Beispiel für ein Qualitäts-Unternehmen „mit Corona-Delle“ ist die **CTS Eventim**, Deutschlands führender **Online-Anbieter von Tickets für Veranstaltungen wie Konzerte oder Sport**. Die Gesellschaft ist unangefochtener Marktführer in Deutschland. Es besteht erheblicher Raum für Wachstum, weil der Anteil des Online-Verkaufs von Tickets noch unter 10% liegt. Und die Margen steigen regelmäßig, weil das Geschäft stark „skalierbar“ ist, d.h., ein höherer Umsatz benötigt kaum höhere Kosten.

Der nachfolgende Chart zeigt die Bewertung der letzten 10 Jahre, Bewertungs-Maßstab ist EV/EBIT der letzten 12 Monate.



Der Chart zeigt, dass das Unternehmen auf dem Höhepunkt der 2. Panik-Verkaufswelle ca. 20.3.2020 auf ein **Bewertungs-Niveau gefallen ist, was es zuletzt vor 10 Jahren gab**. Grund ist das schlechte Jahr 2020, in dem die meisten Veranstaltungen ausfallen werden. Uns kümmert das wenig, wir denken in Zeiträumen von 5 – 10 Jahren.

Unsere Aufgabe besteht jetzt vor allem darin,

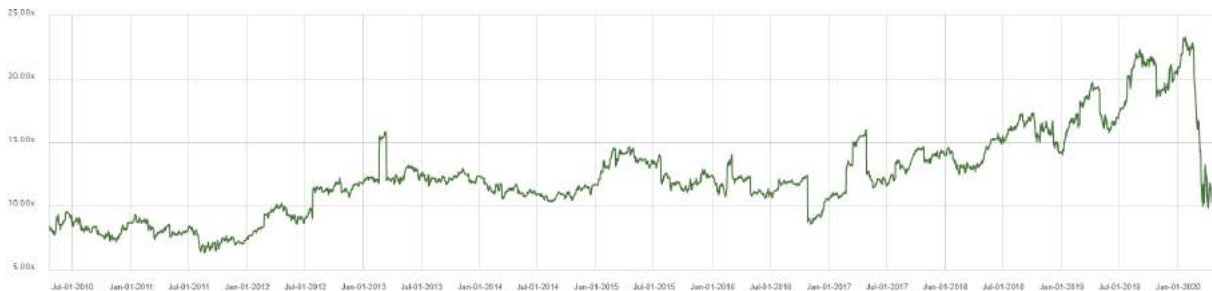
- a) einen **Stress-Test** durchzuführen – überlebt das Unternehmen oder ist die aktuelle Krise existenzgefährdend?

- b) den **Raum für Wachstum** in den nächsten 5 – 10 Jahren abzuklopfen, denn das wäre eine wesentliche Quelle für unseren erwarteten Return.

2.5.2 MTU

Ein anderer Kandidat ist die MTU. Das Unternehmen liefert Komponenten für Flugzeugtriebwerke an OEMs wie Rolls Royce oder GE. Die Erträge speisen sich vor allem aus dem Wartungs- und Ersatzteilgeschäft.

Die Bewertung im Maßstab der letzten 10 Jahre sieht wie folgt aus.



Auch hier ist die aktuelle Bewertung **so niedrig wie seit 2012 nur noch einmal für ca. 40 Tage in 2016**.

Auch hier stellen wir die gleichen Fragen:

- a) **Stress-Test:** kommt die Firma durch die Krise?
- b) **Raum für Wachstum** in den nächsten 5 – 10 Jahren?

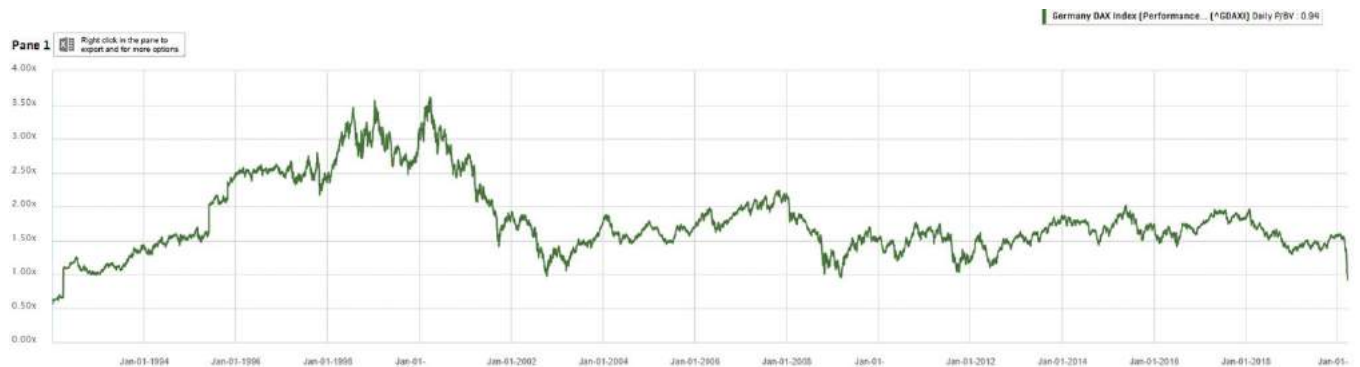
Dieser Fall erscheint uns **deutlich schwieriger als der vorherige Fall CTS Eventim**: große Airlines und auch die IATA gehen davon aus, dass der Luftverkehr viele Jahre brauchen wird, um auf das Niveau von 2019 zu kommen. Das würde bedeuten, dass die Airlines kaum neue Flugzeuge benötigen – und das könnte für die MTU nicht nur für 2020/21, sondern viele weitere Jahre ein deutlich geringeres Geschäftsvolumen bedeuten als in der Vergangenheit.

3. Kalibrieren der Indices auf historische Tiefst-Stände

Parallel dazu beschäftigen wir uns damit, **die historischen Niedrig-Stände der amerikanischen und europäischen Aktien-Indices zu verstehen**. Dazu verwenden wir **Bewertungen, die längerfristig orientiert sind**, d.h., nicht auf Basis der aktuellen Erträge, die kurzfristig unter ihr Normal-Niveau gesunken sein können.

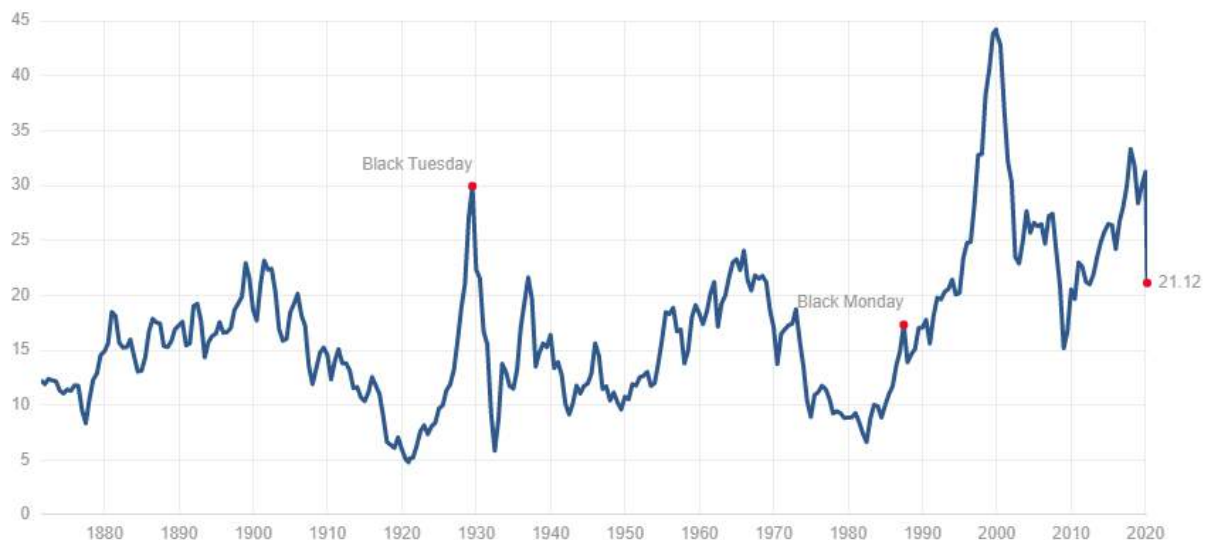
3.1. DAX

Nachfolgend haben wir die Bewertung des DAX auf Basis des Verhältnisses des Marktwertes zum Buchwert aller darin enthaltenen Unternehmen dargestellt. Der Buchwert verändert sich nur langsam im Laufe der Jahre, vor allem auf Basis der einbehaltenen Gewinne.



Der Chart vom 23. März zeigt, dass der Dax bei ca. 8.500 Punkten ein Kurs-Buchwert-Verhältnis (Price-to-Book-Ratio) von ca. 0,94x hatte. Das war sogar ca. 5% niedriger als in 2009, als der DAX bei einem Wert von ca. 3.666 Zählern einen Tiefpunkt erreichte, der damals 0,98x des Buchwertes entsprach. Insofern sehen wir den DAX bei einem Niveau von ca. 8.500 Punkten als „billig“ im historischen Niveau an.

3.2. S&P 500 / USA



Hier haben wir als Maßstab für die Bewertung aus langfristiger Sicht **das Shiller-CAPE genommenen**, das ist das Kurs-/Gewinnverhältnis auf Basis der durchschnittlichen Erträge der letzten 10 Jahren. Insofern ist die Ertragszahl nicht durch die kurzfristige Krise beeinträchtigt, sondern durch die Einbeziehung der Erträge eines ganzen Jahrzehnts sehr geglättet.

In den USA ist die Situation anders: Mit einem **Shiller-PER von 21x** liegt der amerikanische S&P-500-Index immer noch signifikant über seinem historischen Durchschnitt von 16x. Hier sehen wir das Risiko deutlicher Korrekturen:

- a) Allein eine Korrektur auf das langfristige Mittel impliziert einen **Rückgang der Kurse um ca. 25% auf ein Niveau des S&P 500 von ca. 2.200.**
- b) Ein Überschießen um ca. 20% könnte **den S&P 500 auf ein Niveau von ca. 1.800 fallen lassen.**

Zur Erinnerung: in 2009 lag der Tiefpunkt bei 666 Punkten. Mit dem langfristigen Wachstum der Erträge um 6 – 7% über 11 Jahre hochgerechnet würde zu einem fortgeschriebenen Niedrig-Niveau von ca. 1.400 führen. D.h., selbst die Variante b) könnte noch deutlich unterschritten werden.

3.3 Zusammenfassung

Ziel dieser Überlegungen zur Bewertung nationaler Aktienmärkte ist es nicht, die Kurse vorauszusagen, sondern ähnlich der Bewertung von Einzelwerten einen Wert zu definieren, bei dem Aktien „billig“ sind und weit überdurchschnittliche Erträge in den nächsten 10 Jahren erwarten lassen. Am besten wäre es, wenn die Indices in der Nähe eines historischen Tiefs wären **UND** die Einzelwerte nach unseren Kriterien attraktiv bewertet sind.

Zweitens benutzen wir diese Bewertungen, **um das Ausmaß unseres Short-Portfolios festzulegen, das wir zur „mit den Märkten atmen lassen“.** Angesichts dieser Analysen **haben wir einige Short-Positionen auf amerikanische Aktien-Indices aufgebaut.**

C. Resumé und Ausblick

Mit diesen Ausführungen möchten wir Ihnen die Zuversicht geben, dass

- a) nach jeder Krise **wieder ein Aufschwung kommt**
- b) in jeder Krise **eine Chance steckt.**

Was immer passiert, Unternehmensbeteiligungen/Aktien sollten ein wesentlicher Teil des Portfolios sein. In der Vergangenheit haben sie immer die höchsten Renditen erbracht, und das liegt schlichtweg daran, dass Unternehmen (anders als Immobilien) wachsen können, **und das wird auch zukünftig der Fall sein.**

Das Portfolio des FFOVF **erscheint uns krisenfest.** Die Risiken sind identifiziert, beschränkt, und werden durch Portfolio-Management wahrscheinlich weiter reduziert. Insofern gehen wir davon aus, daß **mindestens 80% unseres Portfolios ohne signifikante Wertberichtigungen auf unsere Intrinsischen Wertansätze durch die Krise kommen werden.**

Die Kurse des Fonds können noch weiter runtergehen, aber **die Aktienkurse unseres Portfolios sind schon sehr niedrig relativ zur Inneren Ertragskraft, das hatte ich in meinem anderen Brief an Sie ausgeführt.** Insofern erscheint uns das Risiko weiterer, lange anhaltender Kursverluste beschränkt.

Vor allem wollen wir die Krise nutzen, **um den Anteil der Franchise-Geschäfte an unserem Portfolio wieder auf den Zielwert von 40 – 50% anzuheben.**

Mit diesen Ausgangsvoraussetzungen sollte der FFOVF gut durch die Krise kommen und nach Ende der Krise wieder einen guten Wertzuwachs abliefern können!