

DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 24 vom 28. November 2022

Erscheinungsweise: 14-tägig

22. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

Im Jahr 2006 gründeten die Brüder Felix (Aktienanalyst) und Gero (Unternehmer) Gode einen Aktienclub namens "Alpha Star"!

Das war der Beginn einer Erfolgsgeschichte, die bis heute anhält. Ziel des Aktienclubs war es, eigenes Kapital, aber auch das von Mitgliedern der Familie und Freunden, erfolgreich in Value-Aktien zu investieren, wobei die Unternehmen dem Deutschen Mittelstand entstammen. Die überdurchschnittlich gute Performance und die entsprechend hohe Transparenz (bis heute vorbildlich) sorgten für eine unerwartete Nachfrage. Schließlich investierten zusammen 126 Investoren aus dem engsten Kreis der Freunde und Familie. Im Laufe der Zeit war es erforderlich, weitere Analysten mit ins Boot zu holen und so setzten die Brüder den Ansatz im **Alpha Star Aktien (WKN HAFX64)** fort, der am 01.09.2014 aufgelegt wurde. Damit hatte die Öffentlichkeit Zugang zu einer Strategie, die bisher nur einem ausgewählten Kreis zugänglich war.

Mit dem Fonds knüpfte man nahtlos an die Erfolge an:

Er belegte drei Jahre nach Auflage Spitzenplätze in seiner Peergroup und auch fünf Sterne von Morningstar unterstrichen seine Qualität. Dies blieb natürlich nicht unentdeckt und so stieg das Fondsvolumen auf mehr als 30 Mio. Euro. Im Jahr 2020 erreichte das Fondsvolumen die Marke von 40 Mio. Euro und infolgedessen erfolgte das zuvor angekündigte Softclosing. Über fünf Jahre (per 31.10.2022) steht der Fonds mit einem Plus von 25,57% auf dem ersten Platz in seiner Peergroup (Equity Germany Small-&Mid-Cap, Refinitiv Lipper) und über die letzten 3 Jahre gehört er mit Platz 3 ebenfalls zu den Top-Performern (+19,75%). Da das Softclosing von Beginn an geplant war, wurde vorausschauend im Jahr 2017 bereits der zweite Fonds aus der Alpha Star-Schmiede aufgelegt, der **Alpha Star Dividenden (WKN HAFX8L)**. Wie der Name bereits aussagt, liegt ein Fokus auf regelmäßigen Ausschüttungen. Konkret: Quartalsweise erfolgt eine Ausschüttung in Höhe von 1%. Auch hier soll bei Erreichen der 40 Mio. Euro-Marke ein Softclosing vollzogen werden, das aktuelle Fondsvolumen liegt bei rund 22,3 Mio. Euro. Während sich das Portfolio des Dividenden-Fonds aus Wachstums- und Substanz-Titeln zusammensetzt, findet man im älteren Bruder Wachstums- und Qualitäts-Titel.

Was verstehen die Verantwortlichen unter Substanz- bzw. Qualitäts-Titeln?

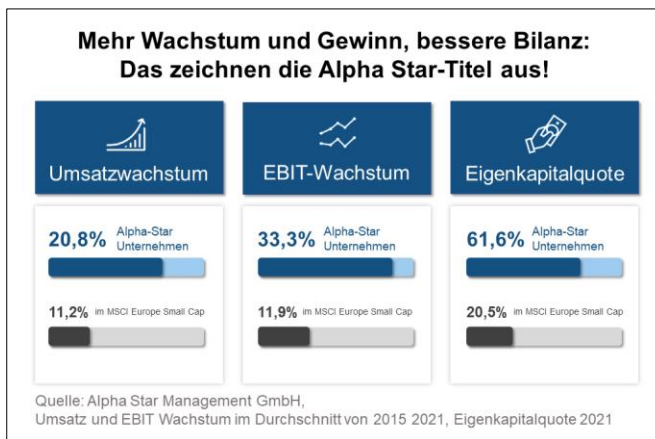
Felix Gode: "Die inhaltlichen Unterschiede zwischen beiden Portfolios sind recht gering, was man schon daran sieht, dass die Titel-Überschneidung beider Fonds rund 50% beträgt. Mit „Qualität“ meinen wir insbesondere Unternehmen, die es aufgrund ihrer starken Marktposition schaffen, eine hohe Verzinsung auf das Unternehmenskapital zu erzielen. Dieser Wert liegt bei unseren Titeln >20%, wohingegen DAX-Titel gerade einmal auf ~10% kommen. Dieses höhere Niveau an Rentabilität (und damit auch Cashflowstärke) erlaubt es den Unternehmen, zu einem höheren Maße - und ohne Verschuldung aufzubauen - Kapital in das eigene Unternehmen zu reinvestieren (F&E, Akquisitionen, Kapazitätserweiterungen etc.) und damit Wachstum zu erzeugen. Dazu gehört auch ein Management, das diesen Zusammenhang erkennt und gute Entscheidungen diesbezüglich trifft. Unternehmen mit dieser Kombination sind hochrentabel und produzieren trotzdem Wachstum. Insofern trifft das Attribut „Qualität“ eigentlich auf beide Fonds gleichermaßen zu. Beim Dividendenfonds ist es nur so, dass die Reinvestitionen im Durchschnitt etwas niedriger ausfallen und stattdessen mehr Kapital als Dividende zurückgegeben wird und auch etwas mehr Kapital im Unternehmen verbleibt. Insgesamt ist der „Substanzaufbau“ damit etwas

größer und die Reinvestition in neues Wachstum dafür etwas niedriger. Richtig ist in diesem Zusammenhang auch, dass die Bewertung der Titel im Dividendenfonds im Durchschnitt etwas niedriger ist als im Aktienfonds, was mit der etwas unterschiedlichen Kapitalallokation zusammenhängt. Wir steuern den Dividendenfonds aber nicht bewusst auf eine niedrigere Bewertung hin. Grundsätzlich muss die Bewertung für uns immer im Zusammenhang mit der Wert-

schöpfungskraft des Unternehmens stehen. Ist diese höher, bezahlen wir gerne auch etwas höhere Multiplis.

YTD liegen die Fonds mit ca. 26% (Alpha Star Dividenden) bzw. ca. 28% (Alpha Star Aktien) im Minus.

Gab es in den letzten Monaten deutlichere Veränderungen innerhalb der Portfolios als Reaktion auf das Umfeld? Dazu Felix Gode: "Wir haben einige Verkäufe von Unternehmen vorgenommen, bei denen sich unsere mittelfristige Einschätzung über deren Entwicklung verändert hat.



Das hat zum einen mit den Ereignissen im Jahresverlauf zu tun, aber auch mit neuen Erkenntnissen, die wir gewonnen haben und uns unsere Einschätzung haben überdenken lassen. Zudem ist es so, dass viele Titel des Depots in den jüngsten Markt-turbulenzen deutlich unter Druck geraten sind, ohne dass die operative Entwicklung gelitten hätte. Daher haben wir einige Titel verkauft, wo unsere Überzeugung gesunken ist, und haben die freigewordenen Mittel in die bestehenden Titel reinvestiert, bei denen wir unverändert eine hohe Überzeugung haben. Die Cashquote ist damit per Saldo fast unverändert geblieben. Auch hier geht es insbesondere um die Überlegung, das Anlegergeld in die unserer Einschätzung nach besten Ideen zu investieren und das Portfolio bestmöglich für die kommenden Perioden aufzustellen."

Im Anschluss gibt uns Felix Gode gleich ein Gefühl dafür, inwieweit er mit der Entwicklung dieses Jahr zufrieden ist:

"Dass die Renditeentwicklung der Vorjahre nicht in dem Maße fortgesetzt werden würde wie in den drei Vorjahren, war zu erwarten. Darauf habe ich zu Jahresbeginn in unserem Magazin und Webinaren auch hingewiesen, insbesondere vor dem Hintergrund der steigenden Inflation und Zinsen. In 2021 haben wir uns vor dem Hintergrund noch von Immobilienunternehmen getrennt und die Portfolios mit Unternehmen aus dem Energiebereich aufgestockt. Dennoch konnten wir uns den Verwerfungen an den Börsen nicht entziehen und konnten gegen die Bewertungskontraktion wenig machen. Die Dimension der Korrektur hat uns damit schon überrascht. Aber wir sind dennoch zufrieden, weil wir aus unserer Sicht viele gute und wenige schlechte Entscheidungen getroffen haben. Unsere Depotunternehmen zeigen auch nach neun Monaten ein durchschnittliches Wachstum von fast 20% im Umsatz und Gewinn. Die starke operative Entwicklung der Vorjahre setzt sich also unverändert fort. Diese starke fundamentale Entwicklung in einem schwierigen Umfeld zeigt, dass wir auf die richtigen Unternehmen setzen, auch wenn derzeit ein klares Missverhältnis zur gesehenen Kursentwicklung besteht. Aber auch das wird sich über die Zeit wieder angleichen, davon sind wir überzeugt." Ob dies so eintritt, werden wir zu einem späteren Zeitpunkt überprüfen.

Kommen wir nun zum neuen Fonds aus dem Hause Alpha Star, der bereits seit längerer Zeit in Planung ist und nun an den Start geht: Alpha Star Europa (WKN A3DQGM).

Dazu hat man Marko Graßmann (u.a. Aktienanalyst seit 2008, CFA seit 2010) mit ins Boot geholt. Graßmann war in der Vergangenheit in München sowie Zürich in verschiedenen Funktionen bei Fondsmanagement-Unternehmen tätig und trat dem Alpha Star-Team im Juli 2021 bei. Er verantwortet in Zukunft die neue Europa-Strategie. Von der Genehmigungsphase bis zur endgültigen Zulassung und der Möglichkeit, zu investieren, verging eine relativ lange Zeit. Der Start des neuen Fonds erfolgt nun mitten in einer „Krise“. Mittel- bis langfristig wird bekanntlich in Krisen die Basis für zukünftig positive Renditen gelegt.

Sind die Verantwortlichen im Nachhinein betrachtet also glücklich, dass der Start sich länger hinzog?

Dazu äußert sich Felix Gode wie folgt: "Ich würde nicht sagen, dass wir glücklich darüber sind, sondern eher, dass wir Glück hatten. Als wir Ende 2017 mit dem Dividendenfonds gestartet sind, hatten wir das Glück nicht, sondern sind in 2018 gleich im ersten vollen Jahr des Fonds in einen Bärenmarkt gelaufen. Auch wenn sich der Dividendenfonds in den Folgejahren sehr stark gezeigt hat, „hängt“ der schlechte Startzeitpunkt noch immer nach und trübt das Renditebild seit Start. Mit dem Europa-fonds haben wir aufgrund der Verzögerung und der damit verpassten starken Korrektur an den Märkten eine deutlich bessere Ausgangslage. Unabhängig davon, ob die Märkte noch etwas weiter korrigieren oder nicht, etwa weil wir in eine Rezession rutschen, bestehen nach den jüngsten Rückgängen erhebliche Mittel- und Langfristchancen. Einige sehr starke Unternehmen hätten wir vor einem Jahr aufgrund einer viel zu hohen Bewertung nicht gekauft – nun schaffen sie es ins Portfolio und heben das Qualitätsniveau deutlich an."

Europa hat sich in letzter Zeit nicht gerade mit Ruhm bekleckert, sowohl politisch als auch wirtschaftlich.

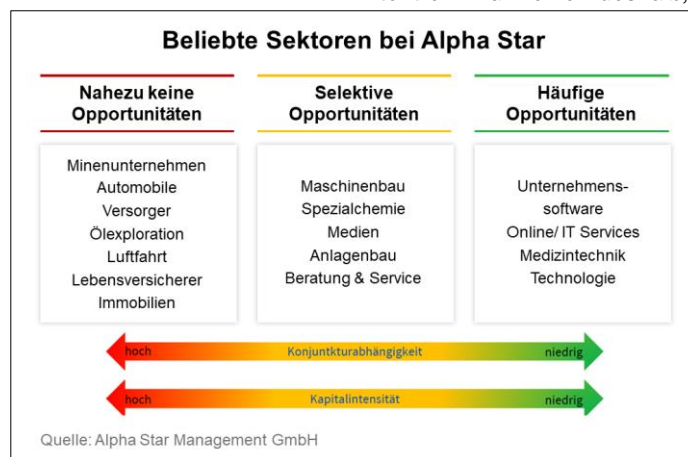
Stellt sich die Frage: Wie resistent sind die Unternehmen auf der Watchlist von Marko Graßmann und welche Regionen werden zu Beginn aller Voraussicht nach am höchsten gewichtet? Dazu Graßmann: "Wir schätzen unsere Unternehmen als sehr resistent ein. Zum einen deshalb, weil die meisten Unternehmen, in

die wir investieren, keine große direkte Abhängigkeit von den „Problemfeldern“ haben. Wir investieren stark in progressive Bereiche mit strukturellem Wachstum, etwa in Software, Medizintechnik oder Umwelttechnik. Hier ist zum Beispiel die Energieintensität gering oder auch die Abhängigkeit von sonstigen Rohstoffen. Dennoch auftretende Preissteigerungen, etwa im Personalbereich, können durch die starken Marktpositionen und fortgesetztes Umsatzwachstum gut weiterge-

reicht werden." Er ergänzt: "Zum anderen ist es wichtig, den „Zustand“ eines Landes nicht mit dem „Zustand“ der Unternehmen gleichzusetzen. Nur weil wir in Deutschland bspw. an mehreren Stellen Probleme haben, heißt das nicht, dass die Unternehmen zwangsläufig darunter leiden. Gerade kleinere Unternehmen in innovativen Bereichen sind von den Einflüssen - wie beschrieben – entweder nicht betroffen oder können gut damit umgehen, weil sie flexibel reagieren können. Daher finden wir auch sehr gute Unternehmen in Regionen wie Griechenland, im Baltikum oder Italien. Der Großteil unseres Portfolios ist aber auf die starke nord-europäische Region ausgerichtet, wie Schweden oder Norwegen. Die stärkste Region ist Großbritannien mit fast einem Viertel des Portfolios."

Bezüglich der Sektoren und Regionen gibt es keinerlei Gewichtungsgrenzen.

"Ziel ist es, die nach unserer Einschätzung 20 besten Titel ins Portfolio zu nehmen, unabhängig davon, aus welchem Land oder aus welcher Branche diese stammen. Theoretisch kann es also sein, dass eine Region oder eine Branche ein Übergewicht bekommt



In der Praxis ist das aber nicht zu erwarten, weil es in jedem Markt und in einer Vielzahl an Branchen hervorragende Unternehmen gibt und es daher zu einer gesunden Verteilung, quer über den Kontinent und über viele Branchen hinweg, kommt. Das zeigt auch das aktuelle Portfolio, das in Titeln aus 11 Ländern und 9 Branchenkategorien investiert", so Graßmann.

Zudem ist es so, dass zum Beispiel Software nicht gleich Software ist.

Marko Graßmann: "Verschiedene Softwareunternehmen haben unterschiedliche Anwendungsbereiche und damit Kundenbranchen und Kunden. Insgesamt wichtiger als eine Länder- oder Branchenstreuung ist, dass es eine breite Streuung an Risikoabhängigkeiten gibt, etwa unterschiedliche Zielmärkte oder Kunden. Fünf Unternehmen, die alle den gleichen Kunden haben, wären z.B. eine schlechte Risikostreuung." Werden Fremdwährungen abgesichert? Graßmann: "Bzgl. der Fremdwährungen nehmen wir kein Hedging vor. Ca. 50% des Portfolios sind jedoch in Eurotiteln und weitere 40% in harten Währungen wie Schweizer Franken, Schwedischen Kronen, Norwegischen Kronen oder Britischem Pfund investiert."

Auch beim neuen Fonds werden maximal 20 Titel im Portfolio allokiert!

Und dies, obwohl es in Europa mit rund 5.000 Unternehmen etwa fünf Mal so viele börsennotierte Unternehmen gibt wie in Deutschland. Warum also auch hier die extreme Konzentrierung? Marko Graßmann: "Die Anzahl der Titel im Portfolio hat nichts mit dem Anlageuniversum zu tun, sondern mit unserer Überzeugung, dass für eine optimale Rendite nur die besten Ideen den Weg ins Portfolio finden sollten. Mit 20 Titeln ist das unternehmensspezifische Risiko ausreichend reduziert,

sodass jeder weitere Titel keine weitere Optimierung des Risikoprofils ergeben würde. Vielmehr würde das Renditepotenzial nur begrenzt werden. Hinzu kommt, dass wir bei einer Beschränkung der Titelanzahl viel mehr Zeit auf die Analyse von einzelnen Titeln allokiert können. Das bedeutet, dass wir ein größeres Know-how zu jeder Position aufbauen können und damit unsere Überzeugung stärken. So erhöhen wir die Wahrscheinlichkeit, dass tatsächlich die nach unserer Methodik 20 besten Titel in den Fonds gelangen. Das wiederum senkt das Risiko für Fehleinschätzungen und optimiert damit die Rendite."

Da das Thema Growth vs. Value seit Monaten die Schlagzeilen beherrscht:

Die Portfolios der Alpha Star-Fonds lassen sich weder in die Value- noch in die Growth-Ecke zuordnen. Qualitätsunternehmen ist das Stichwort und bei der Titelauswahl spielt insbesondere die Kennzahl "ROIC" (Return on invested capital) eine große Rolle. Die allokierten Unternehmen sind Marktführer in innovativen Nischen, die u.a. durch möglichst hohe Eintrittsbarrieren, einer exzellenten Marktposition mit ihren Innovationen in strukturellen Wachstumsmärkten für die angestrebte Performance sorgen sollen. In aller Regel kommen Qualitätsunternehmen auch besser durch eine Krise bzw. Rezession. Dreiviertel aller allokierten Unternehmen haben entweder keine oder nur eine sehr geringe Nettoverschuldung sowie eine starke Preissetzungsmacht und hohe Bruttomargen, was einen gewissen Schutz vor höherem Materialaufwand bietet. Fazit: Der **Alpha Star Europa** wird die bestehende Fondspalette bereichern und sich nahtlos in die etablierten Strategien einfügen. Und dies zu einem Zeitpunkt, der langfristig enorme Kurspotenziale bietet.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleibe ich
herzlichst Ihr



Michael Bohn

**"Was ein Mensch an Gutem in die Welt
hinaus gibt, geht nicht verloren."**

Albert Schweitzer

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds! In Auftrag gegeben durch die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Michael Bohn, Markus Kaiser. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Volker Schilling Verlag: B-Inside International Media GmbH, Christaweg 42, D-79114 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Arno Ruesch • HRB 270560 • USt.-Idt.-Nr.: DE 197501802 • Tel. 0761/45 62 62 122, Fax: 0761/ 45 62 62 188. Der Abonnementpreis beträgt EUR 24,50 inkl. Mwst. im Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenskonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer, unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.