

Diesen Monat
im Gespräch:



DOMINIKUS WAGNER
Wagner & Florack



MATTHIAS BOHN
P&S Vermögensberatungs AG



RAINER LABORENZ
Azemos Vermögensmanagement



ROBERT BAUER
Mademann & Kollegen



WOLFGANG KÖBLER
KSW Vermögensverwaltung

Wann kommt das Value- Comeback?

Aktien wie Alphabet oder Amazon überzeugen die Investoren seit Jahren. Value-Ansätze haben es in diesem Umfeld schwer. Aber hohe Wachstumsraten halten nicht ewig. Wann kommt die Zeit, Value wieder stärker zu gewichten?



Seit Jahren hinken Value-Aktien Wachstumswerten hinterher. Im Oktober 2019 veröffentlichte die Fonds-Boutique StarCapital deshalb eine Studie, in der die anhaltende Value-Schwäche untersucht wird. Gründe für die Value-Flaute gibt es demnach viele.

So schnitt Value zwischen 2000 und 2007 ungewöhnlich stark ab – eine Gegenbewegung war somit überfällig. Die Stärke des Wachstumsfaktors lässt sich aber auch durch einzelne Werte erklären. Unternehmen wie Facebook oder Alphabet zeichnen sich seit Jahren durch überdurchschnittliches Wachstum aus. Anders als viele Firmen in der Dotcom-Blase sind diese Gesellschaften zudem hochprofitabel. Länger als in vorherigen Zyklen konnten Wachstumswerte durch ihre Kennzahlen überzeugen. Da zudem einige von ihnen durchaus stabile Geschäftsmodelle haben, sehen viele Anleger sie zudem als „Bond-Proxys“ – also als Ersatz für stabile, erstklassige Anleihen. Der Aufstieg der ETFs stützte die Kurse dieser Unternehmen zusätzlich. Da wichtige zugrundeliegende Indizes wie der US-amerikanische S&P 500 die Aktien nach Marktkapitalisierung gewichten, profitierten große und teure Unternehmen von der Beliebtheit der ETFs überproportional. Dazu zählen auch Wachstumswerte wie Microsoft oder Amazon.

Wie lange diese Entwicklung noch anhält, hängt von vielen Faktoren ab. Norbert Keimling, Leiter der Kapitalmarktforschung bei StarCapital und Autor der Studie, nennt unter anderem die Rentabilität von Wachstumsunternehmen als Kennzahl, auf die es zu achten gilt. Die Geschichte zeige, dass Unternehmen hohe Wachstumsraten und Rentabilität nie dauerhaft aufrechterhalten können. Früher oder später sollten Value-Aktien deswegen ein Comeback feiern.

Wann könnte dieser Zeitpunkt gekommen sein? Gibt es trotz der Stärke von Wachstumstiteln gute Gründe, Value-Aktien zu kaufen? Wie definiert man überhaupt, was Value ist? Und welche Fonds eignen sich am besten, um in diesem Bereich zu investieren? Wir haben nachgefragt. ●

MATTHIAS BOHN | P&S Vermögensberatungs AG

Gute Zeiten, schlechte Zeiten

Value-Investoren haben seit der Finanzkrise mit erheblichem Gegenwind zu kämpfen. Das war zum einen der hohen Gewichtung der Finanzwerte in den einschlägigen Value-Indizes geschuldet, zum anderen könnte es aber auch als systemimmanent bezeichnet werden.

Kostolans Bild des vorauseilenden und des zurückbleibenden Pudels kann sehr gut auch zum Vergleich der verschiedenen Investmentstile genutzt werden. In dem Wissen, dass es keinen Investmentstil gibt, der zu allen Zeitpunkten überlegene Ergebnisse liefert, ist es somit ganz natürlich, dass es für Value-Investments bessere und schlechtere Umfeldbedingungen gibt.

Nach fast zwölf Jahren Underperformance von Value hat sich die relative Attraktivität der Unternehmen aus diesem Bereich deutlich verbessert. Schon die Tendenz zur Mean Reversion, also der Rückkehr zum Mittelwert, könnte zu einer besseren Entwicklung von Value-Titeln in den nächsten beiden Jahren führen. Zudem haben Growth-Aktien bei einigen Relationen wie dem Kurs-Umsatz-Verhältnis Extremwerte wie um die Jahrtausendwende kurz vor dem Platzen der Internet-Blase erreicht.

Aber auch die Konjunktur spricht für Value-Aktien. Die weltweiten Produktionsmanager-Indizes haben sich seit dem Sommer und Herbst des vergangenen Jahres wieder deutlich verbessert. Da viele Value-Titel aus konjunktursensiblen Branchen stammen, sollten sie davon profitieren können. Diesen Trend kann man sehr gut mit Value-Fonds wie dem Nordea 1 – European Value spielen. ●

„DIE TENDENZ ZUR MEAN REVERSION KÖNNTE ZU EINER BESSEREN ENTWICKLUNG VON VALUE-TITELN FÜHREN.“

„ES GIBT IN RUSSLAND ODER ÄGYPTEN GUTE AKTIEN MIT ZWEISTELLIGEN DIVIDENDENRENDITEN UND TIEFEN EINSTELLIGEN KGVs.“

RAINER LABORENZ

Azemos Vermögensmanagement

Von wegen Zockerpapiere!

Wenn nicht jetzt, wann dann? Selten gab es ein derartiges Missverhältnis zwischen den Bewertungen von Value- und Wachstumsaktien. Oft wird heute eine noch höhere Prämie für Wachstumstitel bezahlt als während der irrationalen Übertreibung Ende der 1990er Jahre.

Derzeit sind unter Bewertungsaspekten vor allem die Schwellenmärkte und Frontier Markets interessant. So gibt es in Russland oder Ägypten Aktien mit zweistelligen Dividendenrenditen und tiefen einstelligen KGVs. Anders, als man vermuten könnte, handelt es sich dabei nicht um Zockerpapiere, sondern um Aktien von Unternehmen mit robusten und tragfähigen Geschäftsmodellen.

Tiefe Bewertungen finden wir derzeit im Energie- und Rohstoffsektor, beim zyklischen Konsum, in der Investitionsgüterindustrie und vor allem auch im Goldminensektor. Hier gilt es zu unterscheiden, ob die Bewertung tatsächlich fundamental gerechtfertigt ist. Alle genannten Sektoren hängen direkt vom Konjunkturzyklus ab und Unternehmen in diesen Branchen müssen über eine starke Bilanz verfügen, um auch einmal magere Jahre zu überstehen.

Bei Value-Fonds fallen uns drei ein: Der 1A Global konzentriert sich auf globale Qualitätsaktien mit einem attraktiven Preis. Der AVH Emerging Markets kauft Aktien von Unternehmen mit einfachen und verständlichen Geschäftsmodellen aus Schwellenmärkten und Frontier Markets zu Ausverkaufspreisen. Und beim Bakersteel Global Funds SICAV – Precious Metals handelt es sich um einen hervorragend gemanagten Goldminenfonds, in dem viel Kapital der Fondsmanager steckt. ●

WOLFGANG KÖBLER | KSW Vermögensverwaltung

Was zählt, ist Qualität

„Der Kurs ist der Preis, den Sie für eine Aktie zahlen, dafür bekommen Sie einen Wert“, sagt der Superinvestor Warren Buffett. Er beruft sich dabei auf den Urvater des Value-Investings, Benjamin Graham. Der Kern ist, dass man für eine Kapitalanlage weniger bezahlt, als diese wirklich wert ist.

„WIR SEHEN DIE KONTINUITÄT DER DIVIDENDENRENDITE ALS EINEN WESENTLICHEN BESTIMMUNGSFAKTOR.“

Bei der Zusammensetzung der Aktienanteile in den von uns betreuten Portfolios gehen wir für den Großteil der Werte nach den klassischen Betrachtungsmethoden vor. Für uns zählen Kriterien wie Marktstellung, Konkurrenzsituation, Produktvielfalt und Transparenz der Finanzzahlen. Bei der Berechnung des gegenwärtigen Wertes eines Unternehmens ist die maßgebliche Bestimmungsgröße der Cash Flow, den man erwartet und dann zum heutigen Tag diskontiert.

Die Attraktivität steigt, wenn die Nettoprofiten des Unternehmens einen hohen Gewinn im Verhältnis zum Buchwert haben. Wir sehen in der Praxis jedoch die Kontinuität der Dividendenrendite als einen zusätzlichen wesentlichen Bestimmungsfaktor. Auch in turbulenten Zeiten an den Märkten ist es die wichtigste Maxime, auf die Qualität der im Portfolio vorhandenen Aktienwerte zu achten.

Langfristiges Investieren mit klassischen Value-Titeln hat über die Jahre hinweg immer einen stabilen Beitrag zur Portfoliorendite geleistet. Unter den aktiv gemanagten Fonds kann man zum Beispiel den Fidelity Funds – Global Dividend Fund nennen. ●

ROBERT BAUER | Mademann & Kollegen

Die Mischung macht's

Viele Investoren haben sich in den vergangenen Jahren aus Value-Aktien zurückgezogen und ihren Fokus auf andere Anlagestile gerichtet. Für Anleger ergeben sich aufgrund der niedrigen Bewertung dieser Aktien interessante Chancen. Ein Portfolio aus unterbewerteten Value-Aktien profitiert nach einer so langen Zeit der Underperformance von positiven Überraschungen, während Growth-Aktien aufgrund ihrer Wachstumsprämie eine deutlich höhere Fallhöhe besitzen.

Aktuell haben wir für unsere Kunden in einen gesunden Mix aus beiden Anlagestilen investiert, können uns aber vorstellen, unsere Aktienquoten mithilfe von Value-Aktien aus Europa und den USA zu erhöhen.

„IN DEN VERGANGENEN JAHRZEHNTEN WAR DAS SEGMENT NOCH NIE SO ATTRAKTIV BEWERTET WIE HEUTE.“

Zu prognostizieren, wann der Zyklus dreht und Value ein Comeback feiert, ist schwierig. Aber einen Teil des Aktienportfolios kann man antizyklisch in Value-Aktien oder Value-Fonds investieren. In den vergangenen Jahrzehnten war das Segment noch nie so attraktiv bewertet wie heute. Es gibt schlechtere Voraussetzungen für langfristige Investoren.

Nachhaltigkeit und Value zusammenzuführen, gelingt dem Team um Hendrik Leber sehr gut mit dem Acatis Fair Value Aktien Global. ●

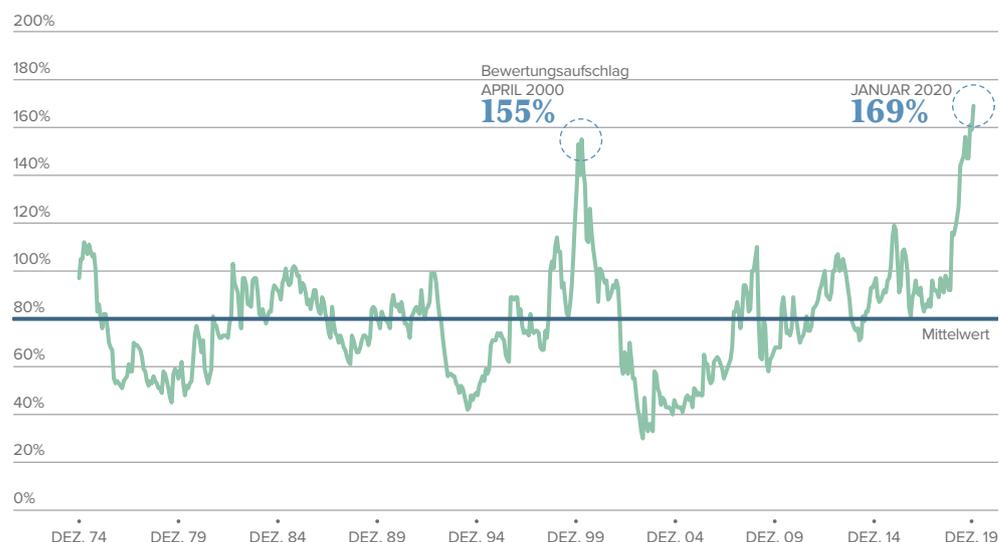
Value- unterperformen Wachstumsaktien seit Jahren

Ende Januar war der Bewertungsaufschlag für Wachstumsaktien historisch hoch

- Bewertungsaufschlag von Wachstumsunternehmen in Europa (MSCI Europe Growth vs. MSCI Europe Value)

- Mittlerer Bewertungsaufschlag

QUELLE: StarCapital 2020



DOMINIKUS WAGNER | Wagner & Florack

Finger weg von Zigarettenstummeln!

Ob die Zeit für Value-Aktien gekommen ist? Die war und ist schon da! Zumindest, wenn man Value wie wir beziehungsweise Warren Buffett und Charlie Munger definiert. Wenn ein Weltklasse-Unternehmen zu einem Preis inklusive Sicherheitsabschlag unter dem Wert der Firma zu haben ist, kaufen wir.

Das ist übrigens fast nie bei Werten der Fall, die Buffett „Zigarettenstummel“ nannte und die sein Lehrmeister Benjamin Graham bevorzugte. Buffett hat in seiner Zeit ohne Munger versucht, solche Zigarettenstummel-Aktien zu finden. Das war aber selten erfolgreich. Munger hingegen hat von Philip Fisher gelernt, dass Billigst-Firmen oft zu Recht billigst zu haben sind. Weltklasse-Firmen mit niedrigem Kapitalbedarf, hohen Skaleneffekten, robusten Margen und hoher Kapitalverzinsung, mit tiefen Burggräben, starken Marken und Preissetzungsmacht werden immer etwas höher bewertet sein.

Aus unserer Sicht sind solche Firmen langfristig bessere Investments als Graham-Firmen. Value-Investing bedeutet für mich, langfristig und fokussiert in Weltklasse-Qualitätsfirmen zu investieren, die zu einem Preis unter ihrem Wert zu kaufen sind. Einfach ausgedrückt: Kaufe gute Firmen, zahle nicht zu viel und mache deine Hausaufgaben, analysiere also das Geschäftsmodell und die Bilanzen mit kritischem, unternehmerischem Verstand.

Das tun wir in unserem Wagner & Florack Unternehmerfonds. Gut gefallen uns auch die Ansätze von Stefan Rehder von Value Intelligence Advisors oder Terry Smith von Fundsmith. ●

„KAUFE GUTE FIRMEN, ZAHLE
NICHT ZU VIEL UND MACHE
DEINE HAUSAUFGABEN.“