



IDENTIFYING VALUE

„Value oder nicht Value? Das ist hier die Frage“ (würde Shakespeare vielleicht heute sagen)

“The fundamental law of investing is the uncertainty of investing” (Peter Bernstein)

Es gehört zu den Aufgaben jedes umsichtigen Investors, dass man immer wieder über die eigene Philosophie reflektiert. Typischerweise geschieht dies meist, wenn der jeweilige Investmentansatz vom Markt herausgefordert wird und Fragen aufgeworfen werden wie z.B. *„Sind meine grundlegenden Annahmen noch valide? Gibt es strukturelle Veränderungen?“*

Value Investing als Anlagestil hat in den letzten Jahren eine Dürreperiode erlebt wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Dadurch wurden zwangsläufig auch einige grundlegenden Fragen aufgeworfen: *Wird wertorientiertes Investieren in Zukunft noch Bestand haben? Haben sich durch die Wachstumsabschwächung, das Niedrigzinsumfeld oder den demographischen Wandel die Aktienmärkte derart verändert, dass nur noch „wenig kapitalintensive“, aber extrem erfolgreiche Geschäftsmodelle die ehemals etablierten, allerdings kapitalintensiven Geschäftsmodelle dauerhaft überflügeln werden? Sind die kapitalintensiven Unternehmen bzw. Sektoren dem Untergang geweiht und damit zurecht vom Markt für die Ewigkeit abgestraft? Anders ausgedrückt könnte man auch fragen, ob die „New Economy“ die Grundpfeiler des Value Investing obsolet macht – dies hängt sicherlich nicht zuletzt von der Definition von „Value“ ab.*

Für uns ist Value Investing wesentlich mehr als ein Stil oder eine Faktorprämie. Vielmehr ist es eine Philosophie, die unter anderem einer inneren Haltung und Stabilität bedarf, die oftmals gegen die allgemeine Marktmeinung stehen kann. Anlagestile kommen und gehen oder werden oftmals mit unterschiedlichen Wirtschaftszyklen assoziiert. Value Investing, wie wir es verstehen, ist immer „präsent“ und „aktuell“, allerdings unterschiedlich stark ausgeprägt. Die Fragen sind dementsprechend eher: *Wie offenkundig zeigen sich Werte aktuell? Wie kann ich verborgene Werte identifizieren?* Wir sind davon überzeugt, dass wertorientiertes Investieren nur mit einem langfristigen Zeithorizont erfolgreich umgesetzt werden kann, dann allerdings mit höheren risikoadjustierten Renditen belohnt wird.

Als Grundlage dafür dienen einige Eckpfeiler unseres Ansatzes:

- **Erstens:** Wir sind davon überzeugt, dass Aktienkurse langfristig durch Fundamentaldaten bestimmt werden. Benjamin Graham hat diese Grundhaltung mit folgendem Zitat bestmöglich beschrieben: *„In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.“*
- **Zweitens:** Die wichtigste Aufgabe eines aktiven Managers ist die Unterscheidung zwischen den Fundamentaldaten eines Unternehmens und den eskomptierten Erwartungen des aktuellen Aktienkurses.
- **Drittens:** Emotionales Verhalten und Heuristik verleiten Investoren systematisch zu Fehlern und falschen Annahmen und sind damit der Hauptgrund für Marktineffizienzen.
- **Viertens:** Die Zukunft ist nicht vorhersehbar und falls sie es wäre, würde sie bereits in den Kursen diskontiert sein.

Eine der grundlegenden Fragen zu Beginn des Kapitels lautete: *Stellen „wenig kapitalintensive“ Unternehmen auch gleichzeitig bessere Kapitalanlagen im Vergleich zu kapitalintensiven Unternehmen dar?* Diese Frage ist sicherlich



nicht einfach zu beantworten. Falls sich die Frage auf die Ertragskraft des Geschäftsmodells (z.B. Kapitalrentabilität) beziehen würde, wäre die Antwort eindeutig „wenig kapitalintensive Firmen“. Allerdings müssen aus Investorensicht weitere Aspekte in Erwägung gezogen werden, von denen wir folgende adressieren möchten:

- **Hohe Kapitalrentabilität** zieht unweigerlich heftige Konkurrenz an und geht normalerweise mit einem dynamischen und schnell wandelnden Produkt- und Marktzyklus einher. Die Pioniere der Branchen machen regelmäßig Fehler, da die Entwicklungsmöglichkeiten weder erprobt noch ausgereift sind. Dies führt im zweiten Schritt zu erhöhten Chancen bei Nachahmern, die diese Fehler auf Kosten der Pioniere ausnutzen.
- Um hohe Bewertungen zu rechtfertigen, scheint es am Aktienmarkt einen weit verbreiteten Glauben zu geben, dass zukünftiges Wachstum prognostizierbar sei. Aus **empirischen Untersuchungen wissen wir, dass Wachstum zum Großteil nicht vorhersehbar** ist und stark vom Prinzip der Rückkehr zum Mittelwert getrieben wird. Dies gilt insbesondere für neue Branchen und Produktkategorien. Produkt- und Lebenszyklen machen es darüber hinaus unmöglich Wachstum linear zu extrapolieren. Bei der Analyse historischer Datenreihen fällt auf, dass Umsatz- und Gewinnwachstumsraten nur in den seltensten Fällen über einen längeren Zeitraum beibehalten werden konnten. Aus diesem Grund erleben auch Gewinnmargen die sog. Rückkehr zum Mittelwert. Für den vernünftigen Investor ergibt sich daraus folgende Maxime: Hohe Bewertungskennzahlen sind meistens spekulativ und implizieren Erwartungen, die empirisch gesehen von den meisten Firmen nicht zu erfüllen sind. Anleger müssen es in diesem Kontext vermeiden, exklusiv auf die Handvoll erfolgreicher Unternehmen zu schauen und stattdessen die Vielzahl von Firmen berücksichtigen, die die Herausforderungen bisher nicht gemeistert haben.
- **Investoren haben in den vergangenen fünf Jahren insbesondere Firmen mit hoher Qualität (z.B. Profitabilität) und guten Wachstumsaussichten präferiert – oftmals unabhängig jeglicher Bewertungsüberlegungen.** Eine Diskrepanz zwischen Fundamentaldaten und dem aktuellen Preis einer Aktie ist allerdings häufig in Segmenten zu finden, in denen sich die meisten Investoren aufgrund ihrer Emotionen aktuell unwohl fühlen. Wie bereits erwähnt, ist es aus unserer Sicht vor allem emotionales Verhalten, das zu systematischen Anlagefehlern führt.
- **Es ist für uns elementar, zwischen einem guten Unternehmen und einer guten Investition zu unterscheiden.** Die zentrale Frage ist hierbei wieder: *Was ist bereits eingepreist und kann der Investor die „Weisheit der Vielen“ schlagen?* In den meisten Fällen stimmt die Einschätzung des einzelnen Investors mit dem Marktkonsensus überein – gut zu beobachten bei den populären Unternehmen wie z.B. Google, Facebook, oder Starbucks. Die einzige Möglichkeit, mit diesen Aktien einen Mehrwert zu erzielen, liegt in der Hoffnung die Konsensuserwartungen weiterhin permanent zu übertreffen.
- Was weiß der Markt? **Auch wenn der Markt manchmal den Eindruck vermittelt eine gewisse Vorhersagefähigkeit zu besitzen, so reflektiert er doch kurzfristig lediglich die Gefühlslage der Marktteilnehmer** in Bezug auf einzelne Firmen, Sektoren, Länder oder den Gesamtmarkt. Die Gefühlslage ist naturgemäß eher reflektierend als vorausschauend. Die besten Kaufgelegenheiten der jüngsten Vergangenheit boten sich ex-post ohne Frage Anfang 2009 und Mitte 2011. Zu beiden Zeitpunkten war die Gefühlslage der Anleger extrem pessimistisch, die Bewertungen am Tiefpunkt und damit auch die zukünftigen Renditen sehr aussichtsreich für den opportunistischen Investor.

Die Frage ist infolgedessen nicht, ob „kapitalintensiv“ oder „nicht kapitalintensiv“, sondern eher wie der Investor die höchste risikoadjustierte Rendite erzielen kann. „Value“ kann sich in vielen Segmenten zu unterschiedlichen Zeitpunkten ausprägen – manchmal sehr offensichtlich und manchmal eher verborgen. Wir definieren Unterbewertung auch nicht einfach und allein durch günstige Kennzahlen – allerdings ist dies durchaus ein guter Startpunkt, um sich vor überhöhten Preisen zu schützen.

Die Eckpfeiler unseres Ansatzes sind in einen Investmentprozess eingebettet, der auf fundamentalen Überlegungen aufgebaut ist und gleichzeitig wiederholbare Ergebnisse liefern kann. Wir glauben nicht daran, dass wir konsistent die absoluten „Überflieger“ aus 4000 Aktien identifizieren können. Allerdings haben wir durch unsere Aktienausswahl die große Mehrheit der einzelnen Länderindizes über Jahre hinweg übertroffen, indem wir durch die Anwendung



unserer Anlagedisziplin im Durchschnitt eine höhere „Gewinnrate“ als die jeweilige Benchmark erzielen konnten. Die Suche nach den besten Firmen, bspw. das nächste Google oder Apple, ist dabei nicht unser Fokus. Unser vorrangiges Ziel bleibt die Auswahl von Unternehmen, die im Vergleich zu ihren Fundamentaldaten unterbewertet sind; um dieses Ziel zu erreichen, haben wir einen holistischen Ansatz gewählt, der sowohl die o.g. Eckpfeiler umfasst als auch die systematischen Verhaltensfehler minimiert. Um die Gefühlslage von „Mr. Market“ konsequent ausnutzen zu können, müssen wir diszipliniert und so objektiv wie möglich vorgehen und dabei unsere Emotionen kontrollieren.

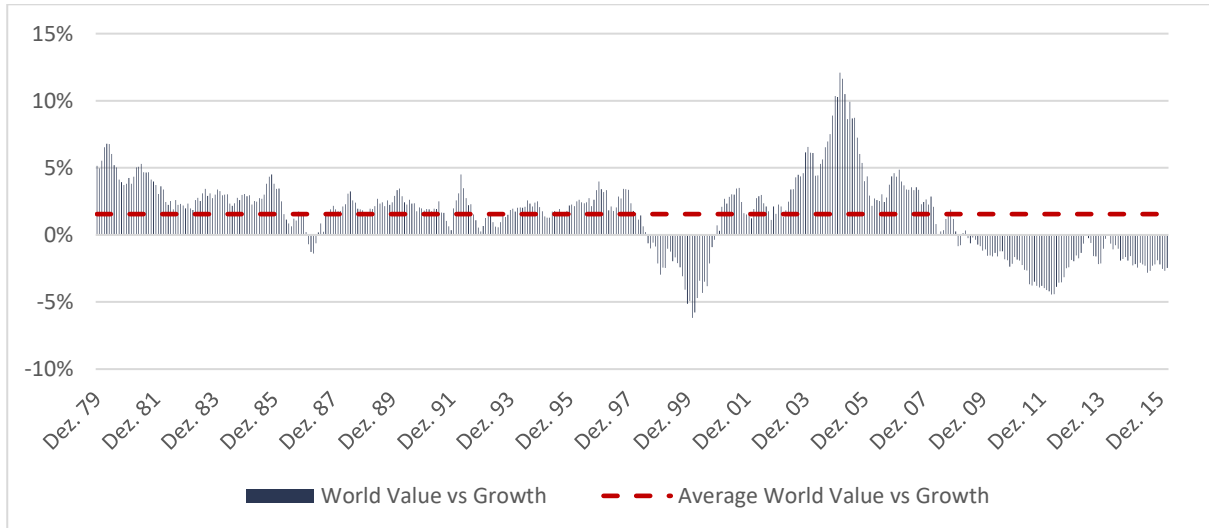
Optimistischer Ausblick:

Das aktuelle Marktumfeld bietet dem disziplinierten Anleger gute Gründe vorsichtig optimistisch zu sein. Drei Entwicklungen sollten dabei aus unserer Sicht erwähnt werden:

- Value vs. Growth
- Bewertungsprämien verschiedener Anlagestile
- Bewertungsdispersionen innerhalb von Sektoren und zwischen Sektoren

Abbildung 1 zeigt einen „simplen“ Vergleich von Value ggü. Growth Indizes über rollierende 5-Jahresperioden. Im Durchschnitt hat Value seit Beginn dieser Statistik Growth mit über 2% p.a. übertroffen – trotz der jüngsten Schwächephase. Zusätzlich veranschaulicht das Chart, dass auch die Überrenditen von Stilindizes, wie viele andere Entwicklungen im Finanzmarkt, zyklisch sind und aus unserer Sicht der Rückkehr zum Mittelwert unterliegen. Die aktuelle Schwächeperiode ist allerdings die längste Phase seit über 45 Jahren – vor allem getrieben durch eine historisch einmalige Ausweitung der Geldpolitik diverser Zentralbanken zur Stützung der Finanzmärkte und Minderung weltweiter Wachstumssorgen.

Abbildung 1: Value vs. Growth, rollierende 5-Jahres Renditen, basierend auf MSCI Style Indizes seit 1975



Quelle: MSCI World Value & Growth Indizes, eigene Berechnungen

Abbildung 2 verdeutlicht, dass andere Investmentstile im Vergleich zum MSCI World und auch zur eigenen Historie recht teuer geworden sind. Momentum Aktien (die blaue Linie) sowie Defensive Aktien (die orangene Linie) handeln aktuell mit einem Aufschlag von 55% - 60%. Diese Bewertung ist auch im historischen Vergleich relativ hoch und lässt wenig Spielraum für Schnäppchen in diesen Segmenten. Letzten Endes zielen wir primär auf relative Performance ab und profitieren im gleichen Maße von der Überbewertung anderer Stile als auch von der Unterbewertung unserer Titel.



Abbildung 2: Bewertungsprämien: Momentum und Defensive Aktien, MSCI World, 2001 - 2015



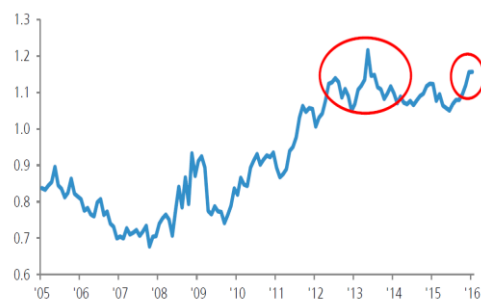
Quelle: Causeway Analytics, Factset, Bewertungsprämien auf Basis KGV (1. Quintil ggü. 5. Quintil der Stile)

Die folgenden Graphen zeigen die aktuellen Bewertungsdifferenzen innerhalb von einzelnen Marktsegmenten und damit auch die relative Attraktivität von Value-Aktien. Die linke Seite (Abbildung 3) verdeutlicht die Bewertungsunterschiede von Aktien innerhalb von Sektoren in Europa während die rechte Seite (Abbildung 4) die Dispersion von Bewertungen einzelner Sektoren gegeneinander darstellt.

Abbildung 3: Bewertungsdifferenzen in Europa
Innerhalb von Sektoren (1996-2015)



Abbildung 4: Bewertungsdifferenzen in Europa
Zwischen Sektoren (1996-2015)



Quelle: UBS Quant and European Equity Strategy, reflektiert die jeweiligen Standardabweichungen der Bewertungen

Wir haben bereits Eingangs erwähnt, dass sich die innere Haltung und Stabilität eines erfolgreichen Value Investors oftmals gegen die allgemeine Marktmeinung richten muss. Deshalb sollte es auch nicht überraschen, dass wir regelmäßig attraktive Investitionsmöglichkeiten in Segmenten des Marktes finden, die aktuell von vielen Investoren gemieden werden da zukünftige Cashflows dieser Unternehmen mit Unwägbarkeiten verbunden sind. Wir lassen uns allerdings eher von Daten und Fakten leiten und meiden bei unseren Investmententscheidungen emotionale Einflüsse.

Zusammengefasst ist aus unserer Sicht der aktuelle Ausblick für disziplinierte Value Investoren vielversprechend. Selbstverständlich wissen wir nicht, wann der Zyklus letztendlich nachhaltig drehen wird, aber wir sind davon überzeugt, dass es geschieht; wenn wir jedes Mal warten würden, bis sich der Einstieg in Aktien durch eine optimistischere Stimmungslage besser anfühlt, wäre ein Großteil des Aufholpotentials und damit der Renditemöglichkeiten bereits verlorengegangen und die Bewertungen um Einiges höher.



Disclaimer:

Die vorliegenden Unterlagen wurden von der Lingohr & Partner Asset Management GmbH (Lingohr & Partner) auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft wurden, erstellt.

Lingohr & Partner hat keine Garantie für die Richtigkeit von Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit unangekündigt ändern.

Lingohr & Partner übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen. Die in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen dienen ausschließlich dazu, zu informieren und zu illustrieren und stellen die gegenwärtige Einschätzung von Lingohr & Partner zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Unterlage dar.

Historische Performance-Daten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Der Wert von Investmentanlagen und jedes durch sie generierte Einkommen kann zu- und abnehmen und ist nicht garantiert. Bei der Rückgabe von Investmentanlagen kann der Investor weniger Geld zurückbekommen als er bei seinem ursprünglichen Investment eingesetzt hat. Wenn eine Anlage im Ausland investiert wird, unterliegt ihr Wert ggf. Wechselkursschwankungen.

Wenn nicht ausdrücklich anders ausgewiesen, sind alle Daten ungeprüft. Die vorliegenden Unterlagen stellen keine Empfehlung oder Beratung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Investmentanteilen oder zur Anwendung einer bestimmten Investmentstrategie dar. Der aktuelle vollständige und vereinfachte Fondsprospekt zu genannten Investmentfonds, sowie der jeweils neueste Geschäftsbericht sind bei der Fondsgesellschaft hinterlegt.