



IDENTIFYING VALUE

Anlagedisziplin – Fokus auf Bewertungen statt Stimmungen

Über die letzten Jahrzehnte hat sich die jederzeitige und unmittelbare Verfügbarkeit von Unternehmensdaten zur Massenware in der Finanzindustrie entwickelt. Dementsprechend könnte man davon ausgehen, dass der Aktienmarkt auch effizienter geworden ist und das Erwirtschaften von Überrenditen nochmals schwieriger. Allerdings hat die Informationsflut das Investorenverhalten nicht emotionsloser gemacht; eines der inhärenten Schwächen jedes Anlegers. Charlie Munger von Berkshire Hathaway hat dies bereits in 2011 mit folgenden Worten passend beschrieben: *„It's not supposed to be easy. Anyone who finds it easy is stupid.“* Das Ziel jedes aktiven Investors ist es, den Markt, d.h. eine definierte Benchmark, zu schlagen. Bei Lingohr & Partner verfolgen wir dieses Ziel auf Basis eines klar definierten Anlageprozesses, der es uns ermöglicht, unabhängig zu denken und eigene Emotionen zu kontrollieren.

Der Anlageprozess ist damit unser Wettbewerbsvorteil und die Voraussetzung, um gegenüber dem Markt bessere Anlageergebnisse zu erzielen. Je kürzer der Anlagehorizont, desto weniger Freiraum bleibt, unabhängig zu denken und zu agieren. Wertorientierte Strategien benötigen oftmals einen langen Atem und wir können uns das Marktumfeld nicht aussuchen. Wir sind allerdings davon überzeugt, dass man seinem Investmentstil treu bleiben muss, um langfristig erfolgreich zu sein.

Aktienkurse reflektieren die Erwartungen und auch die Gefühlslage der Marktteilnehmer. Die Herde präferiert häufig Themen, die einfach nachvollziehbar sind und ein angenehmes Gefühl versprechen. Dieses Verhalten treibt die Bewertungen einzelner Segmente regelmäßig in einen Bereich, in dem sich wertorientierte Anleger nicht mehr wohl fühlen und die Kaufbereitschaft nachlässt. Die Psychologie des Marktes muss in diesen Phasen hinterfragt werden: Ist die Stimmung (zu) optimistisch, (zu) pessimistisch oder doch realistisch? Wenn der eigene Investmentstil längere Zeit unterdurchschnittliche Resultate liefert, läuft jeder Investor Gefahr, die Strategie „näher am Markt“ auszurichten; allerdings sollte man in diesen Fällen tendenziell genau das Gegenteil tun.

„Nowadays people know the price of everything and the value of nothing.“ (Oscar Wilde)

Da alle Investoren heutzutage mit Marktdaten überschwemmt werden, besteht **die Hauptaufgabe für rationale Anleger darin, zwischen den Fundamentaldaten und den eingepreisten Erwartungen zu unterscheiden. Die Hauptelemente jeder Unternehmensbewertung sind die freien Cash-Flows, die zukünftige Wachstumsrate und der Zinssatz als Proxy für das wahrgenommene Risiko.** Eine niedrige Bewertung auf Basis von Finanzkennzahlen (Multiples) impliziert eine niedrige Erwartungshaltung des Marktes in die aktuelle Ertragslage und/oder Zukunftsaussichten des Unternehmens bzw. ein hohes Risiko. Die generelle Aufgabe jedes Investors ist es zu beurteilen, wie stark der Einfluss von übertriebenen Erwartungen oder Emotionen auf den aktuellen Preis ist. Sobald sich Fundamentaldaten und Preise stark unterscheiden entstehen in der Regel attraktive Investitionsmöglichkeiten.



Viele Investoren betrachten aktuell Qualitätsaktien als sichere Anlage und zyklische Aktien als risikoreich. Die Welt ist aber nicht statisch und der Wettbewerb bzw. Marktkräfte können aktuelle Trends auch schnell umkehren. Aus diesem Grund sind wir davon überzeugt, dass wir uns strikt auf die Bewertung von Aktien konzentrieren sollten und somit den Einfluss von Emotionen und Neigungen auf Investmententscheidungen einschränken. Das derzeitige Niedrigzinsumfeld ist sicherlich für alle Marktteilnehmer absolutes Neuland und hat, für einige Marktteilnehmer eventuell gerechtfertigt, zu hohen Bewertungen der Segmente „Qualität“, „Low Volatility“ und auch „Defensives“ beigetragen.

Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass der implizierte Diskontsatz¹ von Qualitätsaktien auf ein 25-Jahrestief gefallen ist. Es zeigt sich deutlich, dass Investoren in diesem Bereich eine niedrige zukünftige Rendite im Tausch für vermeintliche Sicherheit akzeptieren. Anders ausgedrückt, Investoren verlangen eine sehr niedrige Rendite um ein gegebenes Risiko einzugehen. Aufgrund der hohen Bewertungen dieser Aktien und der aktuell sehr hohen Gewinnmargen erscheint uns dies nicht eingängig. Wir erinnern uns regelmäßig daran, dass Unternehmensergebnisse nicht linear verlaufen und Produkt- und Wirtschaftszyklen letztendlich Umsätze und Gewinne beeinflussen. Gewinnmargen werden nicht auf ihrem Allzeithoch verweilen und Firmen sollten nicht mit dieser Annahme bewertet werden.

Auf der anderen Seite des Spektrums hat sich der implizierte Diskontsatz von „günstigen“ Unternehmen stetig erhöht und befindet sich nun auf einem Niveau, das eher in Krisenzeiten erreicht wird. Es geht letztendlich um Angebot und Nachfrage: Nur wenige Marktteilnehmer haben aktuell Interesse, günstige Unternehmen zu kaufen während sich die Mehrheit auf defensive und Qualitätstitel konzentriert und damit deren Preise treibt.

Wir möchten daran erinnern, dass die Börsenblasen der jüngsten Vergangenheit stets mit übertriebenen Erwartungen einer Komponente der Firmenbewertung (Cash-Flows, Wachstum oder Risiko) verbunden waren: Die TMT-Bubble mit Wachstumsannahmen und die globale Finanzkrise mit überhöhten Cash-Flows durch Leverage, verbunden mit sehr niedrigen Risikoeinschätzungen.

Bevor wir uns den Ergebnissen eigener Untersuchungen widmen, möchten wir nochmals zwei wichtige Elemente unseres Anlageprozesses hervorheben, die uns für die Zukunft zuversichtlich stimmen:

1.) Wir sind davon überzeugt, dass die Extrapolation gegenwärtiger Entwicklungen und damit einhergehend die fehlende Beachtung von Unsicherheiten und ökonomischer Lehren eine Hauptquelle von aktiver Rendite wertorientierter Strategien ist. Infolgedessen erzielen günstige Aktien keine Überrenditen weil sie schneller wachsen oder stabiler sind, sondern dadurch, dass die Erwartungen einerseits zu pessimistisch bzw. in anderen Segmenten übertrieben waren.

2.) Die aktuelle Bewertung sollte die Zukunft und nicht die Vergangenheit reflektieren. Allerdings sind Bewertungsmultiples oftmals ein Ausdruck der aktuellen Gefühlslage in Bezug auf die Firma, den Sektor oder das Land und die Rückkehr zum Mittel wird dabei oft ignoriert. Die Bewertung sollte dementsprechend am höchsten sein, wenn die Profitabilität bzw. das Wachstum anzieht und nicht, wenn beides bereits sehr hoch ist.

Analyse derzeitiger Bewertungsdiskrepanzen:

Die Betrachtung historischer Datenreihen zeigt, dass **die relative Performance von Investmentstilen zyklisch ist und die Höhe von Bewertungsdiskrepanzen im Vergleich zur eigenen Vergangenheit und gegenüber anderen Stilen eine entscheidende Rolle bei dieser Rückkehr zum Mittelwert spielt.**

¹ Interne Berechnung, Eigenkapitalkosten auf Basis des Gordon Growth Models



Um den aktuellen Stand der Bewertungsunterschiede im Aktienmarkt zu verdeutlichen, haben wir eine gründliche Untersuchung durchgeführt. Die folgenden Ergebnisse vergleichen die Bewertungen verschiedener Segmente des Marktes: Günstige Aktien (Value), marginstarke Firmen (Quality), defensive Sektoren (Defensives) und wenig schwankungsanfällige Aktien (Low Volatility).²

Zuerst haben wir die aktuelle Bewertung der Stilportfolios relativ zur Historie der letzten 25 Jahren verglichen. Abbildung 1 zeigt die standardisierten Ergebnisse im historischen Vergleich auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses sowie des Kurs-Buchwert-Verhältnisses. Die farbigen Punkte zeigen die aktuellen Bewertungen der Investmentstile als Differenz zum eigenen langjährigen Durchschnitt als Standardabweichung. Positive Werte zeigen attraktive Bewertungsniveaus, negative Werte unattraktive Bewertungsniveaus.

Abbildung 1: Aktuelle Bewertungen von Marktsegmenten relativ zur eigenen Historie



Quelle: Lingohr & Partner Research, Globales Universum, 1989 – 2016

Die Abbildung zeigt zwei wichtige Erkenntnisse:

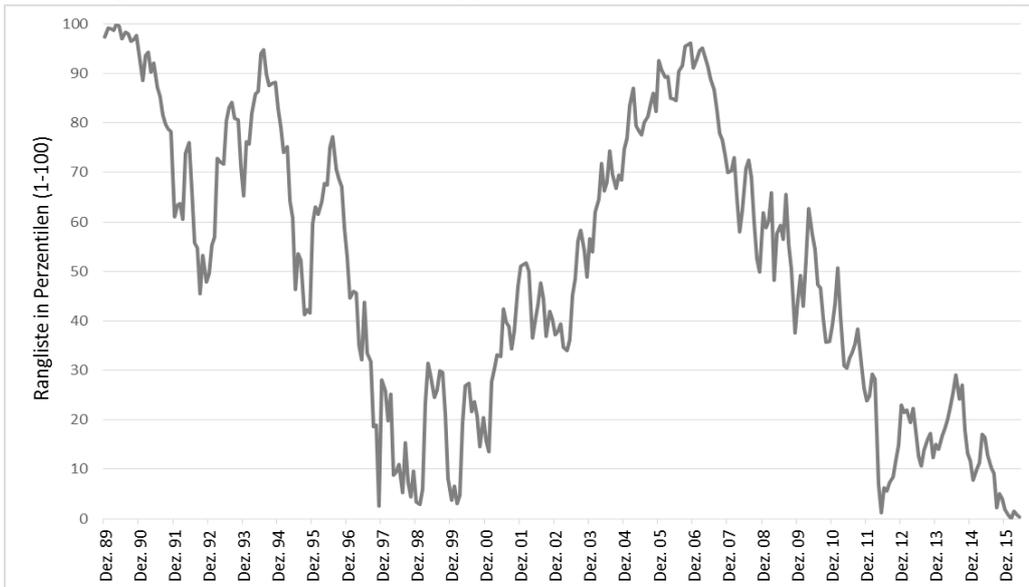
- 1.) Value Aktien handeln aktuell auf sehr günstigem Bewertungsniveau; mehr als eine halbe Standardabweichung unterhalb ihres historischen Durchschnitts für KGV und P/B.
- 2.) Alle anderen Marktsegmente handeln mit einem enormen Aufschlag zur eigenen Vergangenheit. Das Valuesegment ist in dieser Hinsicht stark „überverkauft“ während die Bewertung der anderen Stile, wie zum Beispiel Qualität und defensive Aktien, überproportional in die Höhe getrieben wurde.

Zweitens, um dieses Phänomen aus einem anderen Blickwinkel zu beleuchten, haben wir die relative Attraktivität von Value- und Qualitätsaktien über die Zeit verglichen. Abbildung 2 zeigt die Bewertungsunterschiede in Perzentilen im historischen Vergleich basierend auf dem Faktor Preis-Buchwert. Eine „1“ signalisiert, dass der Bewertungsvorteil von Valueaktien im untersuchten Datensatz noch nie größer war, während eine „100“ den niedrigsten Bewertungsvorteil zeigt. Das Chart zeigt deutlich, dass wir uns aktuell in einem extremen Marktumfeld befinden. Die aktuelle Konstellation haben wir zuletzt während der TMT-Blase in 1999 erlebt.

² Value: 20% niedriges Preis-Buchwert; Quality: 20% Hohe Profitabilität; Low Volatility: 20% mit niedrigster Vola über 3 Jahre; Defensives: Auf Basis MSCI Methodik



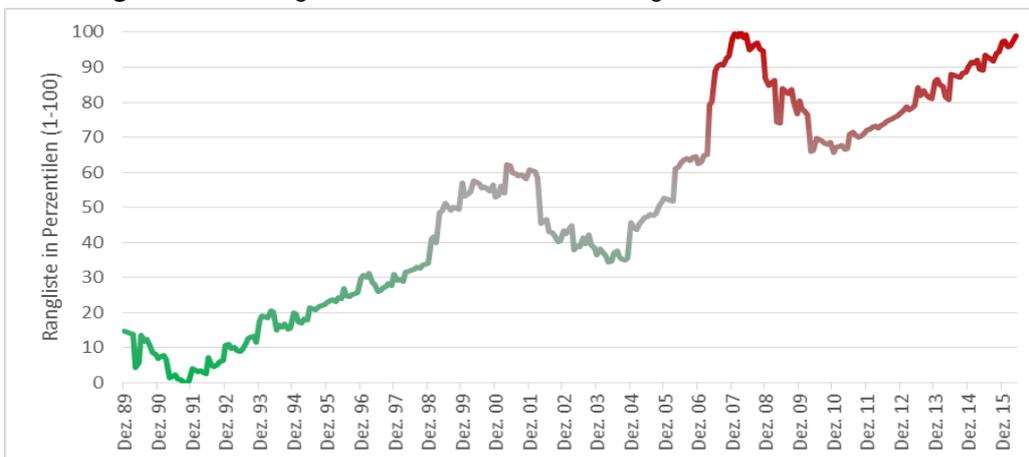
Abbildung 2: Unterschied: Value Aktien ggü. Qualitätsaktien basierend auf Kurs-Buchwert (in Perzentilen)



Quelle: Lingohr & Partner Research, Globales Universum, 1989 – 2016

Drittens, um die Bewertungsunterschiede auch im Zusammenhang mit der Profitabilität der Unternehmen zu sehen, haben wir auch die Entwicklung des CFROIs³ untersucht. Abbildung 3 zeigt den CFROI der Qualitätsaktien im Zeitverlauf, wieder im Vergleich zur eigenen Historie in Perzentilen. Das aktuelle Niveau liegt im 100. Perzentil. Die Profitabilität der Aktien war über die letzten 25 Jahre noch nie höher als heute. Die Geschichte lehrt uns tendenziell, dass Höchstwerte in der Margenentwicklung sehr gute Warnsignale sind und das derzeitige Niveau schwierig zu halten sein wird. Im Vergleich dazu liegen die CFROIs von Value-Aktien aktuell genau auf ihrem langfristigen Mittelwert.

Abbildung 3: Qualitätssegment des Marktes: Veränderung der Profitabilität basierend auf CFROI



Quelle: Lingohr & Partner Research, Globales Universum, 1989 – 2016

Zusammenfassung:

„History does not repeat itself, but it rhymes.“ (Marc Twain)

Investoren lernen nur selten aus den Fehlern der Vergangenheit. Oftmals hat man den Eindruck, dass die menschliche Psyche programmiert ist, Markterfahrungen auszublenden und zu glauben, dass es „dieses Mal anders ist“. Allerdings sollte die Vergangenheit eine Orientierungshilfe für die Zukunft darstellen. Einen hohen Preis für Aktien zu zahlen ist aus unserer Sicht gleichzusetzen mit der Bereitschaft eine niedrige zukünftige Rendite zu

³ CFROI: Cash-Flow Return on Investment (Credit Suisse HOLT)



akzeptieren. Für uns gilt: Bewertungen treiben die Ergebnisse und nicht umgekehrt. Trotzdem gibt es regelmäßig Phasen, in denen Investoren Fundamentaldaten ignorieren und somit die Existenz von Zyklen ausblenden. In diesen Phasen glauben zu viele Marktteilnehmer daran, dass sich das Momentum nicht abschwächen wird. Dieses Verhaltensmuster führt aus unserer Sicht immer wieder zu attraktiven Investitionsmöglichkeiten.

Als Value Investoren kaufen wir nicht nur „günstige“ Aktien oder einen einfachen Stil. Vielmehr ist unser Ansatz darauf ausgelegt, Investmentchancen auf Basis eines disziplinierten und systematischen Ansatzes mit dem Fokus auf freien Cash-Flow zu identifizieren. Unternehmen, die in der Lage sind positiven Cash-Flow über einen Wirtschaftszyklus zu generieren, haben tendenziell auch die notwendige finanzielle und operative Flexibilität, wirtschaftliche Abschwünge zu durchlaufen. Diese Denkweise ist sowohl in den Faktorkombinationen als auch im fundamentalen Teil des Ansatzes berücksichtigt.

Nichtsdestoweniger ist es hin und wieder schwierig, an der Anlagedisziplin festzuhalten, die sowohl eine feste Überzeugung, mentale Stärke und auch Ausdauer erfordert. Gelegentlich findet man „Value“ in vielen Marktsegmenten inkl. Qualität, Momentum, oder auch in defensiven Aktien. Aktuell allerdings zeigt sich „Value“ in erster Linie in niedrig bewerteten und zyklischen Aktien.

Vor diesem Hintergrund, und unter Anbetracht des derzeitigen Marktumfeldes nach dem EU-Referendum in Großbritannien, wird es umso wichtiger, dass wir unserer Investmentdisziplin treu bleiben, um weiterhin emotionslos und objektiv Entscheidungen treffen zu können. Der verlässlichste Indikator für die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens ist und bleibt weiterhin die fundamentale Bewertung. Die Fakten zeigen uns, dass Value höchst attraktiv im Vergleich der letzten 25 Jahre ist und dass sich die Geduld auszahlen wird.



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.