



## IDENTIFYING VALUE

### **Rückblick: Erkenntnisse unseres Free-Cash-Flow Faktors**

*“Ich weiß, dass ich nichts weiß.” Sokrates,  
griechischer Philosoph (469-399 v. Chr.)*

Für Investoren, wie für jeden Einzelnen im täglichen Leben, ist Unsicherheit ein ständiger Begleiter. Dabei ist es unmöglich, jede „bekannte Unsicherheit“ als auch jede „unbekannte Unsicherheit“ in Entscheidungsprozesse einzubeziehen. Allerdings ermöglicht uns diese Erkenntnis, das Element „Unsicherheit“ zu unserem Vorteil zu nutzen. Viele Investoren scheuen Unsicherheit und damit oft verbundene Preisschwankungen und nehmen somit eine unterdurchschnittliche Performance in Kauf. Denn mit sinkender Ungewissheit steigen auch die Preise, die man für Anlagemöglichkeiten zahlt und damit verbunden die Chance, eine Überrendite erwirtschaften zu können. Bekannte und sichere Informationen werden schnell im Preis diskontiert. Um - in einer sich ständig wandelnden und dynamischen Welt - einen Vorteil aus diesem Investorenverhalten ziehen zu können, ist es essentiell, das Konzept der Rückkehr zum Mittel zu verinnerlichen. Durch dieses, in unserer Anlagephilosophie tief verankerte Konzept, verbessern wir unsere Chancen auf Outperformance an den Märkten.

**In unserer Performanceaktualisierung für das 4. Quartal 2015 mit dem Titel “Datenanalyse gegenüber Herdentrieb”,** haben wir den Bewertungsfaktor Unternehmenswert zu Freiem-Cash-Flow (EV/FCF) analysiert und Entwicklungen von hoch bewerteten Aktien gegenüber niedrig bewerteten Aktien verglichen. Dabei bestand unser Ziel in der Beantwortung der beiden folgenden Fragen:

1. Sind hohe Markterwartungen (gleichbedeutend mit teurer Bewertung) gerechtfertigt und können Unternehmen die hohen Erwartungen erfüllen bzw. übertreffen, indem sich die zugrundeliegenden Fundamentaldaten der Unternehmen tatsächlich verbessern (z.B. Höheres FCF Wachstum)?
2. Sind auf der anderen Seite die niedrigen Erwartungen (gleichbedeutend mit günstigen Bewertungen) gerechtfertigt und verschlechtern sich die Fundamentaldaten der Unternehmen tatsächlich so stark wie oder sogar noch stärker als erwartet?

Die Untersuchung basierte auf der Grundannahme, dass die Bewertung die Markteinschätzung über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens reflektiert.

Die Annahme des Marktes für Unternehmen mit hohen Bewertungen, dass diese konstante und steigende FCFs erwirtschaften werden, bewahrheitete sich tatsächlich. Dennoch zeigte die Studie auch, dass Unternehmen mit günstigen Bewertungen einer „Rückkehr zum Mittel“ auf Basis ihrer FCFs unterliegen, woraufhin auch deren Bewertungen ansteigen und sie dadurch eine deutliche Überrendite gegenüber den Aktien mit einer hohen Bewertung erwirtschaften können. Die hohen Erwartungen waren bei Letzteren bereits eingepreist.

In der Kapitalanlage sind jedoch lediglich Informationen ausschlaggebend, die sich noch nicht in der Bewertung widerspiegeln. Fehleinschätzungen des Marktes, sei es zu optimistisch oder zu pessimistisch, sind die Grundvoraussetzung für die Möglichkeit, eine Rendite über der des Marktes erwirtschaften zu können. Dennoch erscheinen hoch bewertete Qualitätsaktien für Investoren oft verlockend, da diese nur selten



sogenanntes „Agency Risk“ in sich tragen. Entscheidungen für ein Qualitätsunternehmen müssen kaum gerechtfertigt werden, obwohl diese Aktien eine geringere Wahrscheinlichkeit bieten, den Markt zu schlagen.

Eine wichtige Erkenntnis der Studie bestand darin, dass die Einschätzung des Marktes für die günstigen Aktien zu pessimistisch ist, die für die teuren Aktien hingegen zu optimistisch. Der entscheidende Teil einer Kapitalanlage ist eindeutig der Preis, den man für sie zahlt. Da es unmöglich ist, die Zukunft vorherzusehen, sollte man aus fundamentaler Sicht nicht bereit sein, einen hohen Preis für diese „Ungewissheit“ zu zahlen.

„Bei der Kapitalanlage erweist es sich oft als sehr gefährlich, sich auf hochtrabende Erwartungen zu verlassen, schließlich sind Prognosen eher eine Kunst, als eine exakte Wissenschaft. Es sollte jedem Investor bewusst sein, dass hohe Bewertungen sowohl hohe Erwartungen, als auch eine bestimmte Gewissheit implizieren, dass diese in der fernen Zukunft erfüllt werden. Beim Blick auf die teilweise exorbitanten Marktbewertungen scheint es jedoch tatsächlich einen weit verbreiteten Glauben zu geben, zukünftiges Gewinnwachstum sei prognostizierbar.“

### **„Weiterführung der Studie: Transition Matrix – Erkenntnisse der „großen Wanderung“**

Aufbauend auf den eben erläuterten Erkenntnissen haben wir, wieder auf Basis unseres Ankerfaktors „EV/FCF“, die „Wanderung“ einzelner Aktien von Quintil zu Quintil und deren Implikationen untersucht. Ein „Wanderer“ könnte beispielsweise ein Titel sein, der zum Kaufzeitpunkt im 1. Quintil (günstigste Aktien) zu finden ist, dessen Bewertung über die Zeit hinweg teurer wird und er somit in ein höheres Quintil migriert. Dies haben wir für jedes einzelne Quintil untersucht. Die Untersuchung diente unter anderem der Beantwortung folgender Fragen: Was passiert mit den günstigen Aktien über die Zeit hinweg? Wohin bewegen sich diese? Verhalten sie sich unterschiedlich zu Aktien mit hohen Bewertungen? Können teure Aktien ihren Status Quo erhalten?

Für die Untersuchung haben wir das amerikanische Aktienuniversum im Zeitraum zwischen 1989 bis 2015 untersucht<sup>1</sup>. Dabei haben wir für jeden einzelnen Monat jeweils 5 Quintile gebildet. Das 1. Quintil beinhaltet die 20% günstigsten Aktien auf Basis von EV/FCF, das 4. Quintil hingegen die 20% mit der höchsten Bewertung („Glamour Aktien“). Das 5. Quintil ist ein Spezialfall, da es hauptsächlich aus Aktien mit negativen FCFs besteht.

**Rückkehr zum Mittel beschreibt den Prozess des Zusammenlaufens hin zu langfristigen Durchschnittswerten.** Unternehmen, Sektoren aber auch Länder müssen sich veränderten Gegebenheiten anpassen, um wettbewerbsfähig und profitabel bleiben zu können. Bei den Unternehmen werden dadurch FCFs und Margen beeinflusst, was folglich zu einer Veränderung der Bewertungskennzahlen und somit einer Neubewertung von Aktien (d. h. einer Ausdehnung oder einer Reduzierung der Multiples) führen kann. Die Rückkehr zum Mittel auf Basis von EV/FCF beschreibt daher die Tendenz, zukünftig entweder mit einer höheren oder niedrigeren Bewertungskennzahl beurteilt zu werden - bis diese schließlich dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Dabei verhalten sich Märkte oft wie eine Art Pendel und schwanken von überoptimistisch zu überpessimistisch.

Abbildung 1 zeigt die aggregierten Ergebnisse der Analyse des amerikanischen Universums über die letzten 25 Jahre; Startzeitpunkt war dabei jeder einzelne Monat im untersuchten Zeitraum. Dabei ist auffällig, dass sowohl die günstigen Aktien des 1. Quintils, wie auch die des 5. Quintils sich über die Zeit stark in Richtung Mittelwert bewegen. Einen großen Teil der „Korrektur“ erfahren diese beiden Quintile bereits innerhalb der ersten 18 Monate. Die Verbesserung der Bewertungskennzahlen der günstigen Aktien deutet klar darauf hin, dass dieser Teil des Universums im Durchschnitt die größte Chance hat, die Markterwartungen zu übertreffen

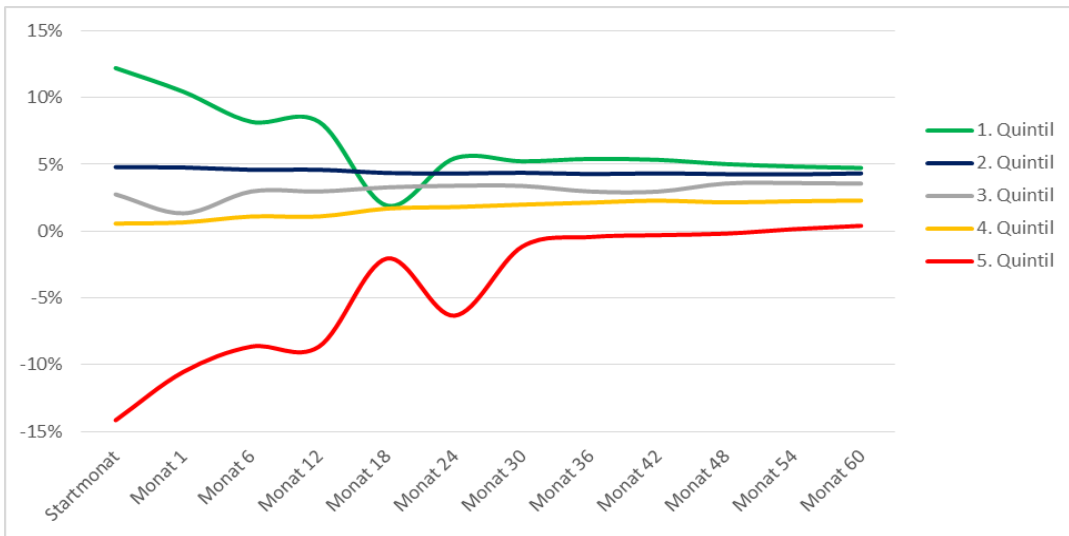
---

<sup>1</sup> Das US Universum bietet das größten Datensample und deckt sowohl kleine bis große Unternehmen als auch alle Sektoren repräsentativ ab. Finanzwerte wurden ausgeschlossen, da ihre Bewertung auf EV/FCF nicht sinnvoll ist.



und positiv zu überraschen. Auf der anderen Seite lässt der Markt den teuren Aktien (zu sehen im 4. Quintil) wenig Spielraum für positive Überraschungen. Über den Betrachtungszeitraum hinweg sinkt deren Bewertung stetig, was auf eine Neubewertung durch eine veränderte Meinung des Marktes schließen lässt.

**Abbildung 1:** Rückkehr zum Mittel, FCF Rendite (Kehrwert des EV/FCF)



Es ist eindeutig zu erkennen, dass das Konzept der Rückkehr zum Mittelwert stark ausgeprägt ist. Der folgenden sogenannten “Transition Matrix” (Abbildung 2) sind sowohl die Bewegungen der Aktien, als auch die Wahrscheinlichkeit einer Verbesserung oder Verschlechterung der Bewertungskennzahlen, zu entnehmen. Wie auch schon in der vorherigen Analyse ist das Universum in 5 gleichgroße Teilmengen unterteilt worden, in den Zeilen von günstig (1. Quintil) bis teuer sortiert. Die Spalten zeigen das Quintil am Ende der 18-monatigen Untersuchungsperiode. Mit anderen Worten: Die Transition Matrix beschreibt, wohin sich die Aktien aus unterschiedlichen Quintilen über 18 Monate hinweg bewegen.

**Abbildung 2:** Transition Matrix – EV/FCF, 18-monatige Halteperiode

		Quintil-Wanderung der Aktien (in %)				
		Ende				
Start	1. Quintil	44%	24%	14%	9%	8%
	2. Quintil	24%	35%	24%	11%	6%
	3. Quintil	14%	26%	32%	20%	8%
	4. Quintil	11%	14%	24%	33%	19%
	5. Quintil	11%	8%	10%	21%	50%

Erläuterndes Beispiel: Zeile 2 (2. Quintil zum Start) und Spalte 4 (4. Quintil zum Ende): 11 % der Aktien, die im 2. Quintil angefangen haben, sind nach 18 Monaten ins 4. Quintil gewandert.

Bevor wir weiter ins Detail gehen, ist es sehr wichtig, sich klar zu machen, was mit den Komponenten der Bewertungskennzahl passieren kann. In dieser Untersuchung wird nicht unterschieden, ob eine Veränderung der Bewertungskennzahl durch eine Veränderung des Preises oder der Fundamentaldaten hervorgerufen wird. Daher ist Folgendes zu bedenken:

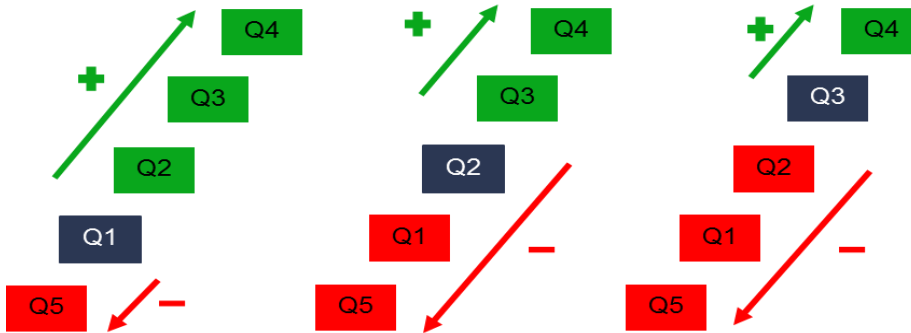
- Der Verbleib im Start-Quintil lässt auf eine konstante Bewertung schließen. Dies kann entweder das Ergebnis einer Verbesserung der Fundamentaldaten (FCF) mit gleichzeitigem Anstieg des Marktpreises, oder die Verschlechterung der Fundamentaldaten bei fallenden Marktpreisen sein.
- Die Bewegung hin zu einem höheren Quintil kann entweder das Ergebnis eines gestiegenen Marktpreises, aber auch einer Verschlechterung der Fundamentaldaten sein.



- Die Bewegung hin zu einem niedrigeren Quintil, also eine Verbilligung der Bewertungskennzahl, entsteht wenn Marktpreise fallen oder sich durch Fundamentaldaten verbessern.
- Auf Grund der hohen Anzahl von Aktien mit negativen Werten innerhalb des 5. Quintils, ist die Bewegung hinein in dieses Quintil als negativ zu beurteilen.

Abbildung 3 illustriert die möglichen Bewegungen, die eine Aktie machen kann und ob diese zu einer Verbesserung oder Verschlechterung der Bewertungskennzahl führt.

**Abbildung 3:** Potential moves in transition matrix, multiple expansion/detraction



Erläuterung: Die linke Seite zeigt die Entwicklungsmöglichkeiten von Aktien des 1. Quintils (Start ist blau gekennzeichnet). Grüne Felder symbolisieren "Multiple Expansion", rote Felder "Multiple Contraction". Das Gleiche wird auch für das 2. und 3. Quintil gezeigt.

Um tatsächlich eine Rendite über der des Marktes erzielen zu können, müssen die eskomptierten Erwartungen nicht nur erfüllt, sondern übertroffen werden. Ein gutes Indiz für übertroffene Erwartungen ist, ceteris paribus, eine verbesserte Bewertungskennzahl (Multiple Expansion), da der Markt somit gewillt ist, für einen bestimmten FCF sowie die Zukunftsperspektiven eines Unternehmens mehr zu bezahlen. Wir müssen uns allerdings immer vor Augen halten, dass kein Unternehmen ewig wachsen und Marktanteile gewinnen kann. Das „Gesetz der Großen Zahlen“ kommt irgendwann zur Anwendung.

**Die wichtigste Erkenntnis der "Transition Matrix" ist eindeutig, dass Aktien aus dem 1. Quintil die höchste Chance einer Verbesserung ihrer Bewertungskennzahlen haben.** Von allen Aktien, die im 1. Quintil gestartet sind, sind nach 18 Monaten 47% mit einem höheren Faktor bewertet (24% bewegen sich hinein in das 2. Quintil, 14% in das 3. und 9% in das 4. Quintil). Im Vergleich dazu verbessern sich nur 35% der Bewertungen der Aktien, die im 2. Quintil starten und nur 20% derer, die im 3. Quintil starten. Diese Ergebnisse untermauern weiter, dass Aktien mit einer günstigen Bewertung auf Basis von EV/FCF eine solide Grundlage darstellen, um mögliche Fehlbewertungen bzw. Aktien, die die Möglichkeit zu einer positiven Überraschung bieten, zu identifizieren.

Investoren sind auf der anderen Seite gewillt für Unternehmen aus dem 3. Quintil höhere Bewertungen, und damit einen hohen Preis für die aktuellen FCFs zu zahlen; dies deutet darauf hin, dass die Zukunft für diese Unternehmen scheinbar besser vorherzusehen ist und damit auch weniger Risiko in sich birgt. Wie man der Matrix entnehmen kann, haben diese Unternehmen nur begrenzte Möglichkeiten ihre Bewertungen weiter zu verbessern. In Folge dessen müssen sich deren Fundamentaldaten weiter verbessern, um tatsächlich den breiten Markt schlagen zu können (hohe Wachstumsraten kombiniert mit hoher Bewertung implizieren hohe Wachstumserwartungen; daher sinken Bewertungen auch, sobald die Wachstumserwartungen geringer werden). Von allen Aktien, die sich zum Startzeitpunkt im 3. Quintil befunden haben, sind nach dem Beobachtungszeitraum von 18 Monaten noch 32% im gleichen Quintil zu finden und nur 20% schaffen es tatsächlich, ihre Bewertungskennzahlen weiter zu verbessern und im 4. Quintil zu enden.

**Wie also wirken sich diese Veränderungen in der Bewertung auf die Performance der jeweiligen Aktien aus?** Die folgende Abbildung zeigt die durchschnittliche Performance der Aktien innerhalb der Quintile.



**Abbildung 4:** Rendite der Aktien durch Wanderung in der Transition Matrix

		Durchschnittliche Rendite der Aktien bei Wanderung				
		Ende				
Start		1. Quintil	2. Quintil	3. Quintil	4. Quintil	5. Quintil
	1. Quintil	5%	19%	28%	23%	3%
	2. Quintil	-5%	8%	20%	16%	-4%
	3. Quintil	-8%	0%	15%	16%	-6%
	4. Quintil	-8%	1%	11%	16%	-5%
	5. Quintil	6%	10%	22%	26%	3%

Erläuterndes Beispiel: In Abbildung 2 konnten wir sehen, dass 11% der Aktien nach 18 Monaten vom 2. Quintil ins 4. Quintil gewandert sind. Hier erkennt man, dass diese 11% eine durchschnittliche Rendite von 16% in diesem Zeitraum erwirtschaftet haben.

Bei der Betrachtung der Abbildung ist deutlich zu sehen, dass die Rendite der Aktien, deren Bewertung sich verbessert (in grün eingerahmt), im Durchschnitt besser ist als die der Unternehmen mit einer gegensätzlichen Entwicklung. Eine Bewegung in ein höheres Quintil ist folglich eine positive Entwicklung, wohingegen eine nach unten eine negative Entwicklung darstellt. Außerdem können Aktien, die einen negativen FCF in einen Positiven umwandeln können und daher das 5. Quintil verlassen, auch eine Rendite über der des Marktes erwirtschaften (in blau eingerahmt).

**Wir haben dargelegt, dass „Value Aktien“, also günstige Titel, eine höhere Wahrscheinlichkeit haben ihre Bewertungskennzahlen zu erhöhen, als etwa „Glamour Aktien“. Ausserdem haben wir festgestellt, dass diese Aktien eine Rendite erwirtschaften, die über der Rendite derer Aktien liegt, die lediglich ihren Status Quo halten oder Bewertungseinbußen hinnehmen mussten.**

Wenn wir also die Wahrscheinlichkeit zur Erzielung von Überrenditen eines Quintils (der Prozentsatz der Aktien mit einer Überrendite aus einem Startquintil über die darauffolgenden 18 Monate) berechnen, bekommen wir ein eindeutiges Ergebnis. Abbildung 5 können wir entnehmen, dass von allen Aktien im 1. Quintil 57% in den darauffolgenden Monaten eine Rendite über der des Marktes erwirtschaften können. An dieser Stelle dürfen wir daran erinnern, dass man sich unter normalen Marktverhältnissen eine Pick-Ratio von 60% eigentlich nur wünschen kann.

**Abbildung 5:** Wahrscheinlichkeit zur Erzielung von Überrenditen, Haltedauer = 18 Monate

Start	1. Quintil	57%
	2. Quintil	53%
	3. Quintil	51%
	4. Quintil	49%
	5. Quintil	51%

### **Zusammenfassung:**

Will man beim Investieren nachhaltig bessere Ergebnisse im Vergleich zum Markt erzielen, ist es wichtig zu verstehen, welche Erwartungen sich bereits im Preis widerspiegeln. Wie unsere Analyse eindrucksvoll zeigt, können Fehlbewertungen häufiger bei ungeliebten „Value Aktien“ beobachtet werden. Diese werden immer wieder von Marktteilnehmern unterschätzt, wohingegen die Erwartungen für Qualitätsaktien, und damit vermeintliche Sicherheit, im Durchschnitt zu hoch bewertet sind. Mit unserem Fokus auf Aktien mit günstigen Bewertungen „mischen wir sozusagen die Karten zu unserem Vorteil“ und haben eine feste Grundlage, um



Fehlbewertungen zu identifizieren. Die Analyse stärkt zudem unsere tiefe fundamentale Überzeugung in unseren Ankerfaktor EV/FCF und sollte auch Ihre Überzeugung und Zuversicht in dieser Hinsicht festigen.

Wir können Anlageergebnisse per se nicht beeinflussen, aber weiter auf unseren robusten und verlässlichen Prozess bauen und - im Bewusstsein des Elementes „Unsicherheit“ - entsprechend investieren.





---

**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.