VP FUND SOLUTIONS

Newsletter

Januar 2019

Renaissance bei Value?

Autor: Roland Könen (r.koenen@value-holdings.de)
Value-Holdings Capital Partners AG, Donauwörther Straße 3, 86368 Gersthofen, Deutschland, www.value-holdings.de

«Wenn die Märkte bullish sind, underperformen Value-Titel. Und wenn die Börsen fallen, möchte ich gar keine Aktien haben!» Wenn die Welt doch so einfach wäre. Value-Aktien konnten zumindest in der Vergangenheit über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum eine erhebliche Mehrrendite erwirtschaften. Nachdem in den letzten Jahren aber verstärkt die Technologieaktien im Mittelpunkt des Investoreninteresses standen, ist vielleicht gerade jetzt ein guter Zeitpunkt auf Value zu setzen?

Was ist aber Value bzw. was bedeutet überhaupt «Value-Investing»? Value-Investing ist eine altbewährte Strategie, bei der Anleger grundsätzlich in solide und günstig bewertete Unternehmen investieren. Dabei unterscheiden sich die Arbeitsweisen einzelner Value-Investoren zum Teil erheblich. Die einen konzentrieren sich auf wenige Unternehmen, andere wählen eher breit diversifizierte Portfolios. Bei manchen kommen vor allem nur Titel mit bekannten Marken und ganz starken Bilanzen in das Portfolio, die auch teurer sein dürfen. Andere Value-Anleger investieren hingegen ausschließlich in sehr niedrig bewertete Firmen, die temporäre, operative Schwierigkeiten haben bzw. wo auch die einen oder anderen Risiken in der Bilanz vorkommen können. Dafür müssen solche Gesellschaften jedoch ausgesprochen günstig zu kaufen sein. Allen Value-Investoren gemein ist jedoch das Prinzip der konsequenten und disziplinierten Beachtung der Sicherheitsmarge, welches Benjamin Graham als der «Vater» der Fundamentanalyse bereits 1934 in seinem zusammen mi David L. Dodd veröffentlichten Buch «Security Analysis» beschrieben hatte. Die damals aufgestellten Grundsätze haben auch heute nach über 80 Jahren noch ihre Gültigkeit. Dabei bedeutet die Sicherheitsmarge, dass man Aktien erst dann kauft, wenn der Börsenkurs mit einem deutlichen Abschlag, beispielsweise mindestens 30 %, unter dem subjektiv errechneten, fairen oder inneren Wert notiert.

Dieser «innere Wert», also die Tatsache, dass jedes Unternehmen einen realen, wirtschaftlichen Wert besitzt, ist im Übrigen der Ausgangspunkt der Value-Investing-Strategie. Der innere Wert entspricht dabei dem Preis, den gut informierte und vorsichtig kalkulierende Geschäftsleute für das ganze Unternehmen bezahlen würden. Dieser ist zunächst einmal unabhängig vom Börsenkurs zu betrachten.

Aus Sicht der Value-Investoren sind die Kapitalmärkte zudem nicht immer effizient und unterliegen in wiederkehrenden Abständen starken, psychologisch bedingten Schwankungen. Warren Buffett kreierte in diesem Zusammenhang seinen berühmten «Mr. Market» – einmal stark euphorisch, einmal zu Tode betrübt. Diese Stimmungslagen nutzt der Value-Investor. Er kauft, wenn die Börsenteilnehmer Kurse von Unternehmen deutlich unter ihren inneren Wert drücken. Und er verkauft, wenn der innere Wert wieder an der Börse bezahlt wird. In der Zwischenzeit erfreut sich der Value-Investor am zumeist langfristig steigenden Unternehmenswert sowie an regelmäßig vorgenommenen Dividendenausschüttungen. Grundsätzlich gilt dabei: Value-Investing bedeutet investieren – nicht spekulieren.

Zahlreiche Untersuchungen zu den Performanceergebnissen von Value-Investoren zeigen, dass Value-Investing in der Vergangenheit regelmäßig überdurchschnittliche Ergebnisse hervorgebracht hat – unabhängig von der Region oder dem Zeitpunkt. Voraussetzung ist dabei jedoch ein mittel- bis langfristiger Anlagehorizont. In den letzten Jahren taten sich die Value-Investoren jedoch sehr schwer, die Performance der Growth-Aktien mitzumachen. Vor allem sei hier an die phänomenale Kursentwicklung der sogenannten FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google (Alphabet)) erinnert. Insbesondere in den ersten drei Quartalen 2018 haben wir nochmals eine Ausweitung der Bewertungsdifferenzen zwischen Value und Growth gesehen. Dies gilt vor allem in den von uns hauptsächlich betrachteten Branchen der produzierenden Industriewerte. Hier haben die Diskussionen über Zölle, den Brexit, den italienischen Haushalt, Zinserhöhungen oder allgemein eine wirtschaftliche Abflachung nach Jahren des Aufschwungs, aber auch Rohmaterialpreis- und Währungsveränderungen, die Bewertungsrelationen deutlich zurückkommen lassen. Wir glauben aber, dass sich die entsprechenden Bewertungsmultiplikatoren langfristig wieder um ihren durchschnittlichen Mittelwert einpendeln werden. Gerade derzeit unbeliebte Branchen wie Automobil oder Konsum haben unseres Erachtens daher mittelfristig ein

erhebliches Potenzial. Dies vor allem auch deshalb, weil das Gewinnwachstum von Value-Werten oftmals unterschätzt wird und im Gegenzug das Gewinnpotenzial der Wachstumswerte tendenziell zu hoch prognostiziert wird. Hier kann sich bei den von den Analysten gerne zur Bewertung herangezogenen Abzinsungsmodellen (DCF) schnell eine große Veränderung im Ergebnis ergeben, wenn der sogenannte Terminal Value, aufgrund geringerer als bislang angenommenen Wachstumsraten, deutlich niedriger ausfällt. Und muss in einem Umfeld steigender Zinsen auch noch der Diskontierungszinssatz in den Modellen erhöht werden, so können sich Kursziele schnell pulverisieren. Bei Value-Werten, die grundsätzlich über eine hohe Bilanzqualität verfügen, bieten alleine der Substanzwert und/oder eine ansprechende Dividendenrendite einen gewissen Schutz vor allzu starken Rückschlägen.

Die Value-Holdings AG setzt bereits seit ihrer Gründung 1992 klassisches Value-Investing konsequent um. Bereits 1999 erfolgte der Börsengang an der Münchener Börse im Qualitätssegment m:access. Seit 2002 kann in diese Strategie über einen der ersten White-label-Fonds der VP Fund Solutions in einem Publikumsfonds, dem Value-Holdings Deutschland Fund, investiert werden. Seit Auflegung konnte der Fonds gegenüber dem DAX eine jährliche Outperformance von rund 3 Prozentpunkten erwirtschaften.

Impressum

Herausgeber
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA
2, Rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg
T +352 404 770 592

Redaktionsteam
Eduard von Kymmel
Martin Jonasch
Serge Karp
Ralf Konrad
Sabine Brühl

Elektronische Ausgabe

VP FUND SOLUTIONS