

Von H. Terrence Riley III, CFA
14. Juni 2012

Kontakt: Karin Mueller
+1(212) 326 9533 kmm@fvcm.us

Was kommt auf uns zu? Und warum GARP trotzdem funktioniert!

Am Markt herrscht starke Verunsicherung: In den USA stehen wir dieses Jahr nicht nur vor den Präsidentschaftswahlen, sondern auch vor automatischen Ausgabenkürzungen im Staatshaushalt und vor dem Ablauf der Bush-Steuersenkungen. Die Probleme in Griechenland und die finanziell angespannte Situation in Europa sowie die Angst um die Liquidität der Banken zeichnen kein rosiges Bild. Zu allem Übel scheint eine Verlangsamung des globalen Wachstums hinzuzukommen. Der Aktienmarkt ist ein Frühindikator. Auf die letzte Rezession folgend, antizipierte der Markt in den letzten Jahren, dass sich die Wirtschaft schnell wieder auf das alte Niveau erholt. In dieser Zeit bevorzugten Anleger vor allem „Trend-Aktien“ mit viel Wachstumsphantasie, was mit Kursgewinnen bei Apple, Salesforce.com und Konsorten einherging. Der Anstieg in diesen Aktien basierte in einigen Fällen jedoch eher auf Gefühlen und Wunschdenken als auf Fakten. Da die Wirtschafts- und Marktunsicherheiten aktuell auf einen Siedepunkt zulaufen, gehen wir davon aus, dass sich die Anleger nun wieder mehr auf Tatsachen beziehen und sich nicht weiter so stark durch Hoffnung leiten lassen. Und eine der Tatsachen, die sich über lange Zeit bewährt hat, ist das „Value Investing“.

Wert ist ein Kernfaktor

Es gibt wahrscheinlich kein Phänomen im Investmentmanagement, das mehr erforscht und dokumentiert wurde als die Outperformance von Substanzwerten. Ben Graham und David Dodd, die beide an der Columbia Universität lehrten und deren Student Warren Buffet war, veröffentlichten ihre berühmte „Security Analysis“ (Wertpapieranalyse) im Jahre 1934. Ihr Buch beschäftigt sich mit dem Kauf von unterbewerteten Aktien basierend auf der fundamentalen Aktienanalyse. Sie verwendeten Kennzahlen wie niedrige Kurs-Buch-Verhältnisse und niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnisse um unterbewertete Titel zu identifizieren. Zu einem ähnlichen Schluss kamen die zwei Professoren Eugene Fama und Kenneth French in einer 1992 veröffentlichten berühmten Abhandlung. Auch sie dokumentierten eine Outperformance von Aktien, die zu einem niedrigen Kurs-Buch-Verhältnis gehandelt werden sowie von Unternehmen, die kleinere Marktkapitalisierung als der Durchschnitt haben. Und erst kürzlich aktualisierte das Brandes Institut eine Studie, in der U.S. Aktien, bezogen auf Wertcharakteristika wie das Kurs-Buch-Verhältnis, in 10 Dezile unterteilt wurden. Diese neue Studie fand heraus, dass von 1980 bis 2010 die günstigsten Aktien die teuersten um 575% outperformt hatten. Eine solche Wertprämie fand man auch in internationalen Märkten. Der Grundgedanke des Value-Anlageprozesses ist die Assets der Firmen und die Gewinne zum bestmöglichen Preis im Verhältnis zum inneren Wert zu kaufen. Da der Aktienmarkt sowohl bei guten als auch bei schlechten Nachrichten häufig überreagiert, werden Aktien im Verhältnis zum langfristigen Fundamentalwert nicht immer richtig bewertet. Hinzu kommt, dass aus den verschiedensten Gründen heraus Menschen sich in Herden bewegen – einige zeitversetzt. Als Ergebnis dieses Herdentriebs und den damit verbundenen Massenreaktionen werden Aktien und manchmal sogar ganze Sektoren über- oder unterbewertet. Eine saubere Wertanalyse hilft letzteres zu finden.

Amgens Value Swing

Amgen ist ein gutes Beispiel für die Vorteile des „Value Investing“ (fundamentale Wertanalyse). In den 1990ern war die Amgen Aktie ein heißer Tipp. Von 1993 bis 2000 wuchsen die Gewinne von Amgen im Durchschnitt um fast 20%. Ein solch gutes Wachstum animierte Investoren in die Aktie einzusteigen und führte dazu, dass die Aktie von einem KGV von 13 auf ein KGV von 60 in 2000 stieg. Sicherlich war die Amgen Aktie ein gutes Value-Investment als sie bei einem KGV von 13 gehandelt wurde. Dann stieg die Aktie jedoch von \$4 in 1993 auf knapp \$64 per Ende 2000. Mit einem KGV von 60 war die Aktie dann sicherlich nicht mehr unterbewertet.

Was geschah seit dem? Amgens Gewinne wuchsen zwischen 2000 und 2011 jährlich um unglaubliche 16% von \$1.06 auf \$5.32 pro Aktie. Ein so starkes Wachstum der Gewinne würde wahrscheinlich einen Growth-Manager glücklich machen. Aber ungeachtet des Gewinnwachstums wurde Amgen Ende 2011 – elf Jahre später – immer noch zu \$64 gehandelt! Die Aktie bewegte sich in den letzten 11 Jahren praktisch nicht vom Fleck. 11 Jahre war die Zeit, die die Gewinne brauchten, um auf das Niveau des Aktienpreises aufzuholen. Da sich der Aktienpreis trotz der Verfünffachung der Gewinne nicht verändert hatte, sank das Kurs-Gewinn-Verhältnis wieder auf ein angemessenes Niveau von 13 (gemessen am letztjährigen Gewinn). Die Überbewertung aus dem Jahr 2000 hat sich wieder gelegt und die Aktie erscheint erneut als potenzieller Value-Kandidat. Doch ob es sich wirklich lohnt diesen Value-Wert zu kaufen hängt davon ab, wie sich die Gewinne in der Zukunft entwickeln werden. Und das ist der zweite Teil der Gleichung und damit auch unserer „Growth at a Reasonable Price“ Strategie.

Warum Wachstum wichtig ist

Es gibt viele Aktien, die zu einem niedrigen KGV oder Kurs-Buch-Verhältnis gehandelt werden und nicht alle von ihnen erweisen sich als ein gutes Investment. Die Lösung liegt darin sogenannte „Value Traps“ (Value-Fallen) zu vermeiden.

Aktien, die mit niedrigen Bewertungskennzahlen handeln und bei denen sich die Gewinne in die falsche Richtung entwickeln, sind i.d.R. schlechte Investments. Z. B. handelte in 2007 der S&P Finanzsektor bei einem Buchwert von 1.7 und einem 12er KGV. Einigen Value-Managern erschienen Banken, REITs und andere Finanzaktien günstig bewertet, obwohl Ende 2007 bereits klar war, dass sich der Häusermarkt verschlechtern würde und dass faule Hypothekendarlehen zu einem Problem würden. Tatsächlich fiel der Gewinn im Sektor von \$25.79 im Jahre 2007 auf einen Verlust von \$2.18 im Jahre 2008. Die Aktienpreise in diesem Sektor fielen um 57% in diesem Jahre, weit mehr als der S&P 500. Das Fazit ist, dass die fundamentale Aktienanalyse im Zusammenhang mit dem Gewinnwachstum stehen muss. Oft liegt der Trick darin Aktien zu finden, die evtl. aufgrund ihrer schwächeren Gewinne in der Vergangenheit unbegeehrt waren, doch für die Zukunft ein steigendes Gewinnwachstum ausweisen. Die Kombination von niedriger Bewertung und positiven Gewinnüberraschungen ist nahezu immer der Weg zu einer erfolgreichen Anlage. Um dies zu erreichen beschäftigen wir uns damit die Unternehmensstrategien, sowie Branchenbedingungen und Geschäftsgrundlagen von den Unternehmen zu analysieren, in welche wir planen in der Zukunft zu investieren.

Wachstums- versus Value-Investieren

Wie bereits festgestellt, haben Value Aktien über einen längeren Zeitraum und in den meisten Zeitreihen Wachstumsaktien outperformt. Dennoch gibt es Zeiten in denen Wachstumsaktien besser laufen. Russel Investment gibt ein jährliches Ranking ihrer fünf Value- und Wachstumsindizes heraus. Das letzte Mal, dass ein Value-Index an erster Position und ein Wachstumsindex an letzter Position lagen, war in 2008. In den drei darauffolgenden Jahren, wie auch im laufenden Jahr 2012, belegte ein Wachstumsindex die erste Stelle und ein Value-Index die letzte. Warum das so war? Viele Anleger haben den Fokus auf „Wachstums“-Aktien gelegt, von welchen sie annehmen, dass eine Steigerung der Margen unabhängig von den Rahmenbedingungen der Wirtschaft möglich sei. Eindeutig war Apple der Favorit in dieser Gruppe. Aber auch Unternehmen wie Amazon (KGV von 177) und Salesforce.com (KGV von 98) hatten

sehr gute Kursentwicklungen – getragen jedoch hauptsächlich von kletternden Bewertungsniveaus. Aber wie wir im Fall von Amgen gesehen haben, sind Bewertungsniveaus wie Gummibänder, die Spannung aufbauen solange sie expandieren. Manchmal reicht dann schon eine kleine Enttäuschung beim Anleger und es kommt zur Gegenbewegung.

„Value Investing“ sollte die Führung zurückgewinnen

Wir haben bereits argumentiert, dass „Value Investing“ theoretisch am meisten Sinn macht. Auch unterstützen Studien der Vergangenheit die Theorie und zeigen, dass über einen längeren Zeitraum und über die meisten Zeitreihen Value-Investieren das „Growth“- (Wachstums-) Investieren schlägt. Desweiteren haben wir argumentiert, dass Value aber am besten mit der Suche nach Wachstum kombiniert wird. Warum sollte nun Value bald wieder die Oberhand gewinnen? Mit steigenden Bewertungen bei Wachstums-Aktien steigt auch das Risiko, dass Anleger enttäuscht werden. Selbst die bewundernswerte Apple-Aktie, wird derzeit zum 3.8fachen Umsatz gehandelt, während die Computer-Hardware-Industrie zum 1.8fachen und der S&P 500 zum 1.2fachen Umsatz handeln. Solch große Unterschiede bürgen auch Risiko; z.B. wenn es die Konkurrenz schaffen sollte ähnliche Produkte herzustellen und damit Abwärtsdruck auf Apples unglaublichen Netto-Profitmargen von ca. 24% entsteht. Und ein Teil zur Entschlüsselung des Rätsels „Aktienanlage“ ist die Einschätzung von Massenhysterie – die sogenannte „Madness of Crowds“. Die schlechte Performance der vor kurzem an die Börse gegangenen Neuemission Facebook, könnte ein erstes Zeichen dafür sein, dass das Phänomen der Wachstumsaktien nun so langsam zum Ende kommt. Wir wären davon nicht überrascht. Vor allem, da die Probleme in Europa und den USA kurz vor dem Überkochen stehen, scheint sich ein Wendepunkt zu nähern. Aus unserer Perspektive ist die Logik vom echten Value- Investieren solide und wir bleiben bei dem, was sich über die Zeit bewährt hat und vermeiden dabei Hypes und Modeerscheinungen die fundamental auf wackeligen Beinen stehen.

FVCM verwaltet das Strategische US Aktienportfolio (SEP) mit einer wertorientierten Anlagestrategie bekannt als „Growth at a Reasonable Price“ (Wachstum zu einem angemessenen Preis). Diesen Ansatz haben wir anhand von den bisher besten akademischen Studien im Bereich Finanzen und Investment Management und einer über 25 Jahre langen Praxiserfahrung entwickelt. Obwohl die Strategie in diesen anerkannten theoretischen und empirischen Studien tief verwurzelt ist, gibt es manchmal längere Perioden, in denen nicht die gewünschte Performance im Verhältnis zur Benchmark erzielt wird. Dies kommt insbesondere in Zeiten vor, in denen „Wachstumsaktien“ oder Aktien, die zur Modeerscheinung geworden sind, dominieren; und dies mehr auf Schein basierend als auf Fakten und Realität. Die Marktbedingungen, die auf die finanzielle Panik und Rezession in 2008 folgten, waren Auslöser für eine solche Periode. Auch wenn die letzten Monate schwierig waren, sehen wir unsere Strategie als solide an und es gibt immer mehr Anzeichen, dass die relative Performance erneut positiv sein wird. Gut gemanagte Firmen zu kaufen, die einen guten Ausblick auf solides Wachstum haben und mit einem Abschlag zum inneren Wert handeln, ist unseres Erachtens die beste Grundlage für Investmenterfolg.

Disclaimer:

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Enthaltenen Schätzungen und Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Reports unabhängig davon, wann Sie diese Information erhalten. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern und nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen. Die behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Risikotoleranz, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Wir übernehmen für die hierin enthaltenen Informationen keinerlei Gewähr. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Diese Einschätzung wurde nur zu Informationszwecken erstellt und ist kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.