

COMEBACK VON VALUE?

**WARUM ES SICH LOHNT,
EINEN NEUERLICHEN, SELEKTIVEN BLICK
AUF DIESE ANLAGEKATEGORIE ZU WERFEN.**

Autoren: Olgerd Eichler, Evy Bellet, Alexander Dominicus, Alexander Lippert

"Price is what you pay, value is what you get."

WARREN BUFFET

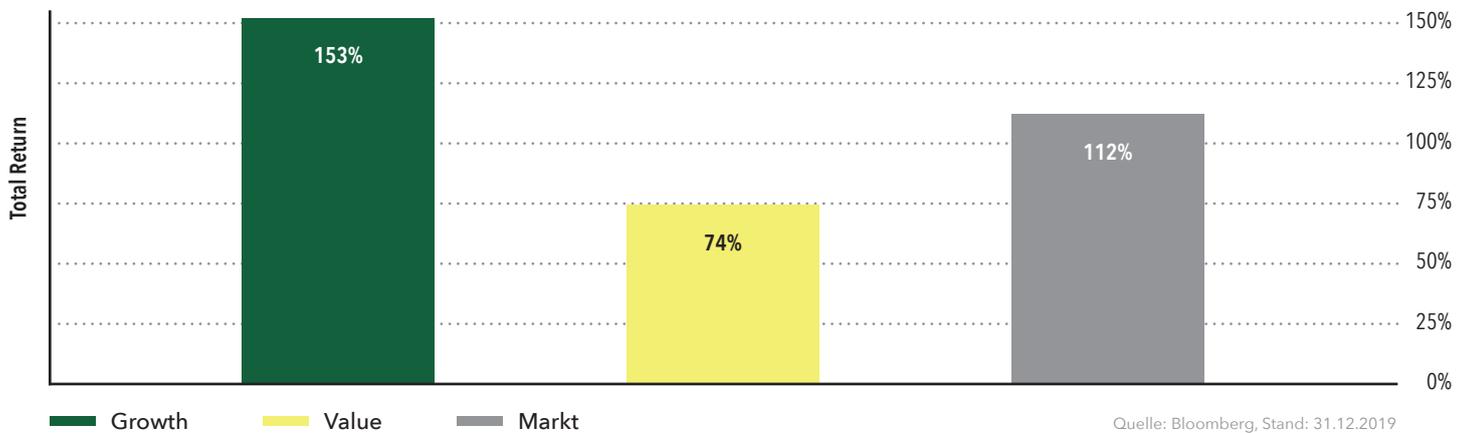


VALUE – WIE PHÖNIX AUS DER ASCHE

2019 geht als eines der erfolgreichsten Jahre für den deutschen Aktienmarkt in die Annalen ein. Mit einem Anstieg des DAX um rund 25 Prozent konnte sich das vergangene Börsenjahr mehr als sehen lassen. Das hat mitunter einige Marktteilnehmer in Erstaunen versetzt, zumal 2018 für den deutschen Leitindex noch das verlustreichste seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 gewesen ist. Doch bei näherer Betrachtung fällt ins Auge, dass auch 2019 durchaus Gewinner und Verlierer kannte.

Nach zehn schwachen Jahren hatten viele Value-Investoren abermals das Nachsehen und Anleger blickten neidvoll auf die Konkurrenz aus den Bereichen Wachstum und Defensiv. Angesichts dieser Ausgangskonstellation werden die Stimmen lauter, die die Frage aufwerfen, ob und wann sich das Blatt zu Gunsten von Substantiteln wieder wenden wird. Oder müssen Anleger nun den Glauben an die einst beliebten Value-Aktien gar aufgeben?

**ABBILDUNG 1: ABSOLUTE ENTWICKLUNG VON GROWTH VS. VALUE IN DER 10-JAHRESSICHT:
MEHR ALS DOPPELTER KURSZUWACHS**



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2019

Indizes:
Value = MSCI EUROPE VALUE NET RETURN EUR
Markt = MSCI EUROPE NET TOTAL RETURN EUR
Growth = MSCI EUROPE GROWTH NET RETURN EUR

WERTHALTIGKEIT HAT VERSCHIEDENE PARAMETER

Zunächst einmal sei daran erinnert, dass der Begriff Value-Investing durchaus mannigfaltig ist. Die Ableitung, darunter ausnahmslos alles „Billige“ zu erfassen und auch kaufen zu müssen, greift deutlich zu kurz. Mehr noch, diese Herangehensweise kann sich als böser Trugschluss erweisen. Denn der Preis und der jeweilige substantielle Wert eines Aktientitels können weit auseinanderklaffen; sie sind nicht synonym zu verwenden. Vielmehr ist die Idee, die auf die Investmentlegende Benjamin Graham zurückgeht und die andere Investoren wie Warren Buffett zu Vorbildern werden ließ, eine andere. Frei nach dem Leitspruch von Warren Buffett: „Price is what you pay, value is what you get.“ Der Wert einer Aktie kann sich ebenso aus einer besonderen Ergebnisgüte, einer herausragenden Managementqualität oder auch in Form von hoher Substanz und ansehnlichen Dividenden ableiten. „Eine Aktie kann als ‚wertorientiert‘ eingestuft werden, wenn ihr der Markt aufgrund einer nicht besonders guten erwarteten Entwicklung lediglich

eine sehr geringe Bewertung zubilligt.“ Speziell diese Phasen, in denen der Preis unter dem eigentlichen Wert liegt, bieten besonders attraktive Einstiegszeitpunkte. Profitable und gut positionierte Unternehmen sollten wieder verstärkt in den Fokus des Anlegers gelangen. Das war in der zurückliegenden Dekade nicht der Fall. Viele Investoren sind einfach mit dem Strom geschwommen und haben mitunter blindlings auf Wachstumswerte gesetzt. Growth erschien für viele Anleger fast schon alternativlos. Natürlich lassen sich für die unterstellte „Überlegenheit“ dieses Anlagestils in den letzten Jahren Gründe anführen.

So sorgte ein vergleichsweise ungünstiges Umfeld dafür, dass Value-Aktien schon seit etwa zehn Jahre die unterlegenen im Wettstreit mit den Growth-Werten sind. Das strukturelle Niedrigzinsumfeld und die abnehmenden Wirtschaftswachstumsraten sowie die Suche nach auskömmlichen Renditen haben zu einem enormen Ansturm auf wachstumsgetriebene Geschäftsmodelle

und Qualitätswerte mit niedriger Volatilität und hohen Dividendenrenditen als Zinssatz beigetragen. Die Anlageentscheidungen konzentrieren sich hierbei vermehrt auf Wachstumsfantasien. Dennoch sollten sich Anleger regelmäßig fragen, ob gerade diese hohen Erwartungen gerechtfertigt sind und in einem rational begründeten Verhältnis zum aktuellen Aktienkurs stehen. Jedes Unternehmen sollte letztlich an tatsächlich generierten Gewinnen gemessen werden. Insofern könnte

auch dieser Ritt über kurz oder lang in Ernüchterung enden, zumal mittlerweile sehr viel, wenn nicht gar zu viel, für vermeintlich wachstumsstarke Unternehmen gezahlt wird. Der Bewertungsabstand zwischen diesen Wachstumswerten und Value ist teilweise eklatant. Setzt sich diese Erkenntnis im Markt durch, schlägt wieder die Stunde der Substanzwerte. Dass dies kein bloßes Gedankenspiel ist, zeigt ein Blick in den Rückspiegel, zu Beginn des Jahrtausends.

ABBILDUNG 2: ENTWICKLUNG VON VALUE VS. GROWTH IM VERGLEICH ZUM MARKT

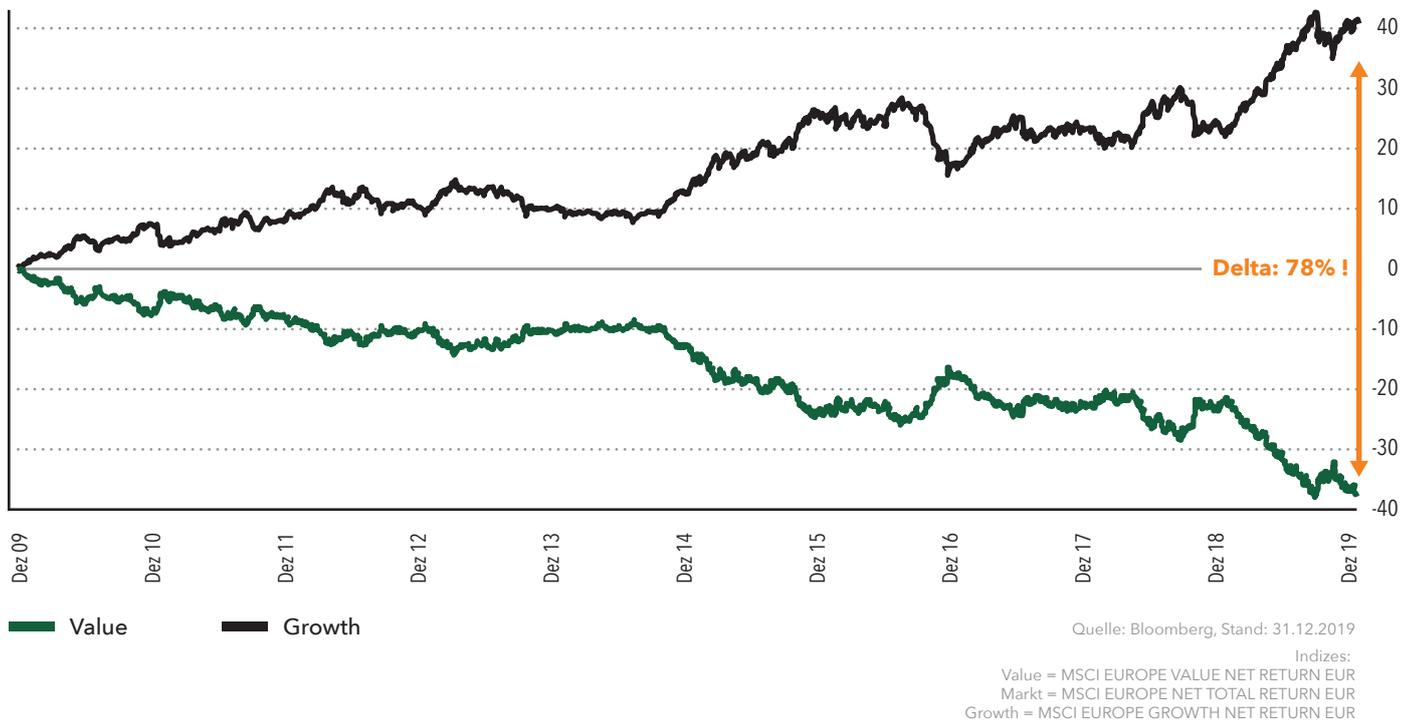


ABBILDUNG 3: GRÜNDE FÜR DIE PRÄFERENZ VON QUALITÄT & WACHSTUM



Aktien robuster Unternehmen als Ersatz für Anleihen aufgrund vermeintlich stabiler und vorhersehbarer Dividenden.

LEHREN AUS DER VERGANGENHEIT

In den Zeiten des Neuen Marktes lösten sich viele Hoffnungen und Träume von jetzt auf gleich förmlich in Luft auf. Meist erfolgte der Prozess durch die Nicht-Realisierung von hohen Wachstums- und Gewinnversprechen. Rund zwei Jahrzehnte später sehen wir ein vergleichbares Szenario. Abermals gibt es eine hohe Anzahl an Unternehmen mit zwar überdurchschnittlichen Wachstumsraten, aber doch defizitären Geschäftsmodellen. Aktuelle Beispiele stellen die meist aus Private Equity stammenden Börsenneulinge bzw. Einhörner wie Uber, Lyft, Slack und das gescheiterte

WeWork IPO dar. Ein weiterer Faktor, der zu derartigen Bewertungsdifferenzen geführt hat, ist Momentum. Dabei soll der bisherige Kursverlauf von Wertpapieren als Indikator für die künftige Entwicklung dienen. Gerade heutzutage ist der Einfluss von ETFs substanziell. Die passiven Anlagen bilden den Index nach. Mittelzuflüsse werden primär in großkapitalisierten Indexschwergewichten angelegt, was die Bewertungsunterschiede nur noch mehr ausweitet.

MEHR ALS EIN SILBER-STREIFEN AM HORIZONT

Die Kapitalmarkthistorie zeigt, dass nach Erreichen erheblicher Diskrepanzen zwischen Value- und Wachstumstiteln meist ein korrigierender Trendbruch eintritt. Diese Trendumkehr könnte zum Beispiel durch eine vollständige Einigung im Handelskrieg zwischen den USA und China oder auch durch eine Stabilisierung des Zinsumfelds auf einem niedrigen Niveau ausgelöst werden. Bei Letzteren sind wir zwar von einem strukturellen Niedrigzinsumfeld überzeugt, jedoch kann ein stark negatives Zinsniveau auf breiter globaler Basis auch in Existenz der Alternative Bargeldhortung nicht nachhaltig sein. Als entsprechend günstig erweisen sich die

Aussichten für Value-Titel. Zwar muss sich Geschichte nicht wiederholen. Dennoch erscheint es durchaus möglich, dass Value-Aktien nun beschleunigen und den Renditeabstand zu Wachstumstiteln in absehbarer Zeit wieder verringern oder gar aufholen. „Die Kursgewinner von gestern sind in den seltensten Fällen auch die großen Gewinner von morgen.“ Für den Anleger könnte es demnach nun an der Zeit sein, die jeweiligen Geschäftsmodelle der Unternehmen auf ihre Solidität zu überprüfen und sich letztlich den zu Unrecht verschmähten Titeln der Vergangenheit zuzuwenden.

ABBILDUNG 4: WANN LÄUFT WELCHER STIL?

GROWTH	VALUE
Fallende Zinsen	Steigende Zinsen
Geldschwemme	Unsichere Zeiten
Mitte/Ende des Zyklus	Enttäuschungen bei Growth
Verlässlicher Wirtschaftsausblick	Beginn eines Konjunkturaufschwungs

Langfristig hat Value Growth outperformt!!

PERLEN IM TRÜBEN WASSER

Mit Blick auf mögliche interessante Value-Kandidaten können Investoren selbst in gescholtenen Sektoren wie dem Automobilssektor fündig werden. Unumstritten ist, dass die deutsche Automobilindustrie vor einer Zeitenwende steht. Die Unternehmen dort leiden unter anderem unter global sinkenden Absatzzahlen, technologischen Herausforderungen im Antrieb kombiniert mit höheren Umweltauflagen und steigenden Kosten. Doch das muss noch lange nicht heißen, dass diese Branche als Ganzes vor ihrem Ende steht. Ein Unternehmen, das diese Herausforderungen hervorragend meistert, ist Hella. Das global aufgestellte Lippestädter Familienunternehmen mit mehr als 125 Standorten in rund 35 Ländern zählt zu den führenden Automobilzulieferern. Um auch für die künftigen Herausforderungen gewappnet zu sein, investiert das Unternehmen einen absolut wie relativ steigenden Betrag in Forschung und Entwicklung. Mit einer mehr als soliden Bilanz in Verbindung mit neuen Produkten sollte Hella auch künftig die Marktführerschaft inne behalten.

Vor ähnlich großen Problemen steht der Bankensektor. Es gibt wohl kaum einen Sektor, der von Investoren so kritisch beäugt wird, wie der europäische Bankensektor. Die fortschreitende Digitalisierung mit dem Aufkommen neuer Wettbewerber und die anhaltende Kaskade an regulatorischen Anforderungen erschweren eine schnelle Gesundung der Bilanzen und Gewinne. Ganz zu schweigen von den Lasten des Niedrigzinsumfelds. Nur wenige Banken können sich in diesem schwierigen Umfeld behaupten. Die Deutsche Pfandbriefbank wartet hierbei mit einer rigiden Kostendisziplin, einem konservativen Management und gezielten Wachstumsimpulsen im Ausland auf. Gleichzeitig ist die ausgezeichnete Bilanz um Altlasten bereinigt und stellt insofern einen Wettbewerbsvorteil zu anderen Instituten dar. Das honoriert der Markt seit dem IPO im Juli 2015 mit über 80% Zugewinn inklusive Dividendenauszahlungen – und das, während der Bankensektor um über 20% an Wert verloren hat und der DAX lediglich gut 15% gewonnen hat.

SUBSTANZ MACHT SICH NICHT AN GRÖSSE FEST

Grundsätzlich, fernab der Sektorenbetrachtung, stellt sich auch die Frage, ob große Unternehmen per se werthaltiger sind als ihre kleineren Pendanten. Das verneinen wir. Im Gegenteil: Oftmals punkten klein- und mittelgroßkapitalisierte Unternehmen mit einer Mischung aus attraktiver Bewertung kombiniert mit hervorragenden Wachstumsperspektiven.

„Wir suchen wachstumsstarke, unterbewertete, deutsche Nebenwerte. Langfristig entwickeln sich diese spezialisierten Unternehmen mit häufig marktdominanter Stellung in Nischen - dank einer höheren Umsatz- und

Gewinndynamik - besser als andere Unternehmen.“ Betrachtet man die Bewertungen im Vergleich zu den eher defensiven Blue Chips, so sind wesentliche Unterschiede zu erkennen. Diese sogenannten Small und Mid Caps sind zumeist außerordentlich günstig und sollten dadurch intrinsisch das höchste Renditepotential bergen.

Steht dem Value-Investing jetzt ein nachhaltiges Comeback bevor? Nun, die Argumente für Value-Strategien haben ihre Gültigkeit wohl nicht verloren. Solide, mittelgroße Unternehmen mit erprobten Geschäftsstrategien bilden das Fundament einer leistungsstarken Wirtschaft.

FAZIT

Die Konjunkturlaute ist vorüber

Aktien bleiben im Niedrigzinsumfeld alternativlos

Wir gehen von nicht weiter fallenden Zinsen aus

Wir erwarten eine solide Aktienmarktentwicklung im US-Präsidentschaftsjahr

Wir rechnen mit einer wirtschaftlichen Belebung im Jahresverlauf 2020

Der Konsum und die Binnenwirtschaft gestalten sich konstruktiv und als Stütze der Konjunktur

Value als Anlagekategorie sollte in 2020 outperformen

KONTAKT.

MainFirst Affiliated Fund Managers
(DEUTSCHLAND) GMBH
Kennedyallee 76
60596 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: +49 69 2443744 00
fonds@mainfirst-invest.com
www.mainfirst-invest.com

IMPRESSUM.

MainFirst Affiliated Fund Managers S.A.
16, rue Gabriel Lippmann
5365 Munsbach
Luxembourg
www.mainfirst-invest.com

Disclaimer: Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte dienen ausschließlich der allgemeinen Information. Weder können daraus Ansprüche erhoben werden, noch garantiert MainFirst, trotz aller Bemühungen, die Korrektheit, die Vollständigkeit und die Richtigkeit der Inhalte, weder ganz noch in Teilen. Alle hier veröffentlichten Angaben richten sich ausschließlich an institutionelle Investoren, stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot im Sinne eines Beratungsvertrages/ Auskunftsvertrages und keine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Nur eine persönliche Beratung erlaubt es, ein geeignetes Produkt oder eine passende Strategie zu finden. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Allein verbindliche Grundlage für den Anteilserwerb sind die aktuell gültigen Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekt, KIIDs, in Ergänzung dazu auch der Halbjahres- und Jahresbericht), denen Sie ausführliche Informationen zu dem Erwerb des Fonds sowie den damit verbundenen Chancen und Risiken entnehmen können. Diese sind in deutscher, englischer und französischer Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft MainFirst Affiliated Fund Managers S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach, sowie bei der MainFirst Affiliated Fund Managers (Deutschland) GmbH, Kennedyallee 76, D-60596 Frankfurt am Main, kostenlos elektronisch oder in gedruckter Form erhältlich. Informationen für Anleger in der Schweiz: Herkunftsland der kollektiven Kapitalanlage ist Luxemburg. Vertreter in der Schweiz ist UBS Fund Management (Switzerland) AG, Aeschenplatz 6, CH-4052 Basel. Zahlstelle in der Schweiz ist UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich. Der Prospekt, die wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger (KIID), die Statuten sowie der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos beim Vertreter bezogen werden. Nähere Informationen (inklusive rechtlicher Hinweise) finden Sie unter www.mainfirst-invest.com. Stand: 01/2020