

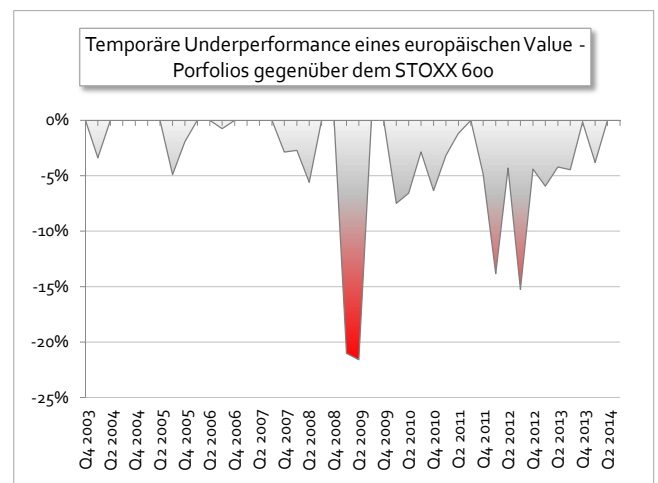
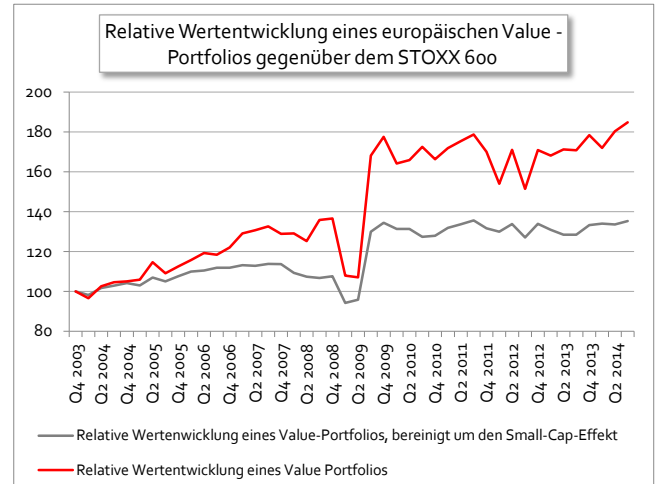
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Die Tücken des Value-Investing

Spätestens seit den Erfolgen von Warren Buffet ist auch mittelmäßig interessierten Investoren das Thema Value-Investing durchaus ein Begriff. Insbesondere im Rahmen der Aktienselektion geht es darum, Titel zu identifizieren, die günstig bewertet sind und dementsprechend ein größeres Kurspotenzial aufweisen sollten als der Gesamtmarkt. Die theoretischen Grundlagen für diesen Investmentstil wurden u.a. schon in den 1930er Jahren von Benjamin Graham und David Dodd in ihrem Buch „Security Analysis“ gelegt. Allerdings wird heute gerne vergessen, dass ausgerechnet Graham als einer der Väter des Value-Investing am Ende seines Lebens angesichts zunehmend effizienter Märkte die Sinnhaftigkeit eines solchen Ansatzes vermehrt hinterfragte.

In der Wissenschaft wird heute allerdings die These vertreten, dass die erzielbaren Überrenditen nicht unbedingt mit der These eines effizienten Marktes im Konflikt stehen, sondern die theoretisch postulierten und empirisch tatsächlich zu beobachtenden Überrenditen letztlich eine Prämie darstellen, die man für das Eingehen zusätzlicher Risiken erhält. An dieser Stelle wird gerne hinterfragt, worin die Risiken bestehen, wenn doch mittelfristig eine bessere Wertentwicklung im breiten Markt zu erwarten ist. Allerdings lässt sich die Frage nach den Risiken mit Blick auf Volatilitäten, Draw-Downs und temporären Rückschlägen gegenüber der Benchmark doch leicht beantworten. So hat beispielsweise nach unseren Berechnungen ein typisches Value-Portfolio eine signifikant höhere Volatilität aufgewiesen als die Benchmark. Vor allem während der Finanzkrise haben sich vermeintliche Value-Aktien alles andere als krisenfest erwiesen, da die erwarteten und unterstellten Gewinne zu positiv eingeschätzt wurden. In vielen Fällen waren die Unternehmen nur „optisch“ günstig, da die Kurse schon gefallen waren, während die Gewinnerwartungen noch nicht hinreichend angepasst wurden. Dementsprechend können auch die Draw-Downs in Value-Portfolios sehr deutlich ausfallen. Nach unseren Berechnungen lag beispielsweise der maximale Draw-Down in einem europäischen Value-Portfolio in den letzten zehn Jahren bei 64%; das ist deutlich extremer als der maximale Draw-Down von 49% im Index. Auch über rollierende Einjahresperioden gab es bei Value-Portfolios deutlichere „Ausreißer“ nach unten als im breiten Markt. Und auch wenn ein Value-Portfolio über längere Zeiträume immer wieder den breiten Markt geschlagen hat, konnten temporäre Rückschläge gegenüber der Benchmark zuweilen scharf ausfallen. Nach unseren Berechnungen betragen diese Rückschläge gegenüber dem STOXX 600 in einem europäischen Value-Portfolio zeitweise bis zu 20%. Zeitweilige Rückstände von 5% bis 10% gegenüber der Benchmark waren eher die Regel als die Ausnahme. Zudem ist seit Ende 2009 auch die kumulierte Outperformance gegenüber dem breiten Aktienmarkt nur noch recht moderat ausgefallen, während bis zur Finanzkrise und kurz danach eine sehr positive Wertentwicklung verzeichnet werden konnte. Doch wie kommt es dazu, dass ein Portfolio, welches aufgrund der günstigen

Bewertung auf den ersten Blick attraktive fundamentale Eigenschaften aufweist, zeitweise extrem unerwünschte Kursverläufe mit sich bringt?



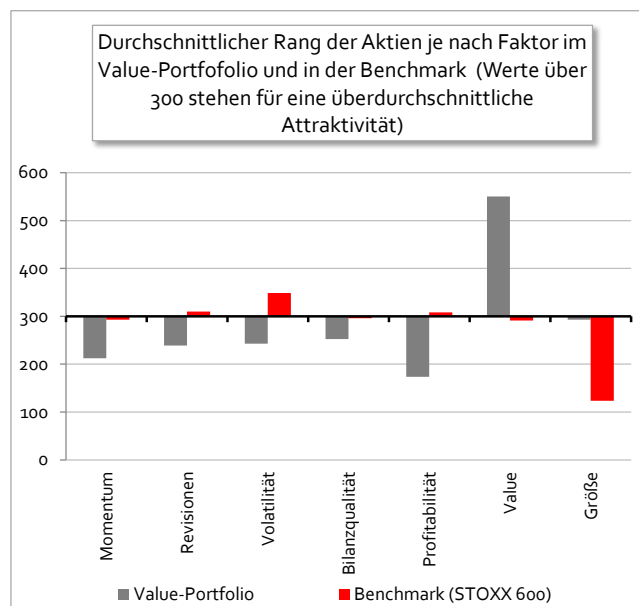
Der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage liegt in der Erkenntnis, dass ein Value-Portfolio eben nicht nur Value-Eigenschaften aufweist, sondern (gewollt oder nicht) eben auch andere Eigenschaften mit sich bringt, die unter Umständen gar nicht angestrebt werden. Es ist auch unter Profis in der Finanzbranche ein weit verbreiteter Irrtum, dass sich ein Value-Portfolio nur durch seine Value-Eigenschaften auszeichnet. In Wirklichkeit hat ein Value-Portfolio auch ganz spezifische Eigenschaften hinsichtlich der Profitabilität, der Volatilität, der Bilanzqualität, der Größe, der Gewinnrevisionen oder hinsichtlich des Momentums. Und da an vergleichsweise effizienten Märkten i.d.R. keine Geschenke verteilt werden, kann man davon ausgehen, dass diese Eigenschaften in ihrer Mehrheit eher negativ sind. Nicht umsonst spricht man bei der Überrendite, die man sehr langfristig beim Value-Investing zu Recht erwarten darf, auch von einer Risikoprämie. Wir haben nun untersucht, wie sich tatsächlich die Eigenschaften eines Value-Portfolios aktuell und ganz konkret darstellen, indem wir in einem ersten Schritt aus dem STOXX 600 die 100 Aktien mit der attraktivsten Bewertung zu einem Portfolio zusammengefasst haben, und in einem zweiten Schritt für ein solches Portfolio diverse Kennzahlen jenseits des Valu-

e-Bereichs bestimmt haben. Die Ergebnisse sind durchaus erhellend.

		STOXX 600	Value-Portfolio
<b>Größe</b>	MARKET CAPITALIZATION in billions	✗ 34,9	✓ 15,5
	EARNINGS REVISIONS Z SCORE	✓ 0,1	✗ -0,4
<b>Gewinnrev.</b>	MOMENTUM Z SCORE	✓ 0,0	✗ -0,5
<b>Momentum</b>	NET MARGIN	✓ 10,6	✗ 4,3
	NET MARGIN - 5 YR GROWTH RATE	✓ 3,4	✗ 0,5
	NET MARGIN - 1 YR GROWTH RATE	✓ 8,8	✗ 0,4
	PRETAX MARGIN	✓ 13,7	✗ 6,1
	OPERATING PROFIT MARGIN	✓ 15,2	✗ 7,9
	ROE	✓ 15,4	✗ 8,7
	RETURN ON INVESTED CAPITAL	✓ 10,1	✗ 6,8
<b>Profitabilität</b>	HISTORICAL VOLATILITY 1 YEAR	✓ 23,4%	✗ 26,5%
	HISTORICAL VOLATILITY 1 YEAR PORTFOLIO LEVEL	✓ 15,0%	✗ 15,4%
<b>Volatilität</b>	(FY1 EBITDA - CAPEX) / INT EXP	✓ 20,6	✗ 10,0
	12M FWD NET DEBT / EBITDA	✓ 0,9	✗ 1,1
<b>Bilanzqualität</b>	ALTMANN Z-SCORE MANUFACTURING COMPANY	✓ 2,5	✗ 1,6
	FY1 EBITDA / INT EXP ON DEBT	✓ 28,8	✗ 20,0
	FY1 NET DEBT / EV	✓ 0,10	✗ 0,15
	INCREASE/DECREASE IN CASH/SHOR in millions	✗ -84	✓ 84
	INT CHARGE COVER	✓ 18,6	✗ 11,7
	CURRENT RATIO	✓ 1,0	✗ 0,9
	PAYOUT RATIO	✗ 52,4	✓ 47,2
	TOTAL LIABILITIES / MV	✓ 2,3	✗ 4,6

Unser Value-Portfolio weist hinsichtlich der Gewinnrevisionen, des Momentums, der Profitabilität, der Volatilität und der Bilanzqualität schlechtere Eigenschaften als die Benchmark auf. Nur im Bereich der Bilanzqualität gibt es überhaupt zwei von zehn Kennzahlen, in denen das Value-Portfolio besser als die Benchmark abschneidet (siehe grüner Haken). Zur Ehrenrettung des Value-Investing sei gesagt, dass dies nicht immer so war. Unsere Berechnungen legen nahe, dass beispielsweise in den Jahren 2003 bis 2007 der Trade-Off zwischen Value-Eigenschaften und den

anderen von uns betrachteten Faktoren nicht so extrem wie heute war. Das würde allerdings auch erklären, warum in diesen Jahren Value-Portfolios eine extreme Überrendite erzielen konnten, jedoch danach nicht mehr. Offensichtlich ist der Markt inzwischen bereit, eine Prämie in Form ambitionierter Bewertungen für eine hohe Profitabilität oder Bilanzqualität zu zahlen. Umgekehrt bedeutet dies aber auch, dass günstige Unternehmen vermutlich zu Recht günstig bewertet sind, da sie viele unattraktive Eigenschaften aufweisen. Dementsprechend heterogen und im Durchschnitt wenig attraktiv sind inzwischen viele fundamentale oder technische Eigenschaften von Value-Portfolios.



Bestimmt man beispielsweise den durchschnittlichen Rang der 100 Aktien im aktuellen Value-Portfolio für den Faktor Momentum im Investmentuniversum des STOXX 600, ergibt sich ein Wert von 210. Ein durchschnittlicher Rang von unter 300 lässt darauf schließen, dass die Mehrheit der 100 Value-Aktien unterdurchschnittliche Eigenschaften aufweist. Das ist bis auf den Bereich Unternehmensgröße, wo kleine Unternehmen als attraktiv eingestuft werden, in allen von uns untersuchten Faktoren der Fall, wobei die obige Abbildung auf einer Analyse von insgesamt 200 verschiedenen Kennzahlen beruht, die dann zu verschiedenen „Themen“ oder Faktoren zusammengefasst werden (jede Aktie besitzt einen Rangplatz von 1 bis 600, wobei die jeweils attraktivste Aktie je Faktor den Platz 600 erhält). Egal wie man es dreht und wendet: Value-Portfolios haben viele Facetten, und die meisten von ihnen sind derzeit nicht attraktiv. Vermutlich sind die Zeiten vorbei, in denen man sich in der Selektion von Aktien auf einen Investmentstil reduzieren konnte, ohne Rücksicht auf die unerwünschten „Nebenwirkungen“ im Portfoliokontext nehmen zu müssen. Das bedeutet aber auch, dass neben der Einzeltitelanalyse die Berücksichtigung von resultierenden Portfolieigenschaften nicht vernachlässigt werden darf und vermutlich immer wichtiger wird.

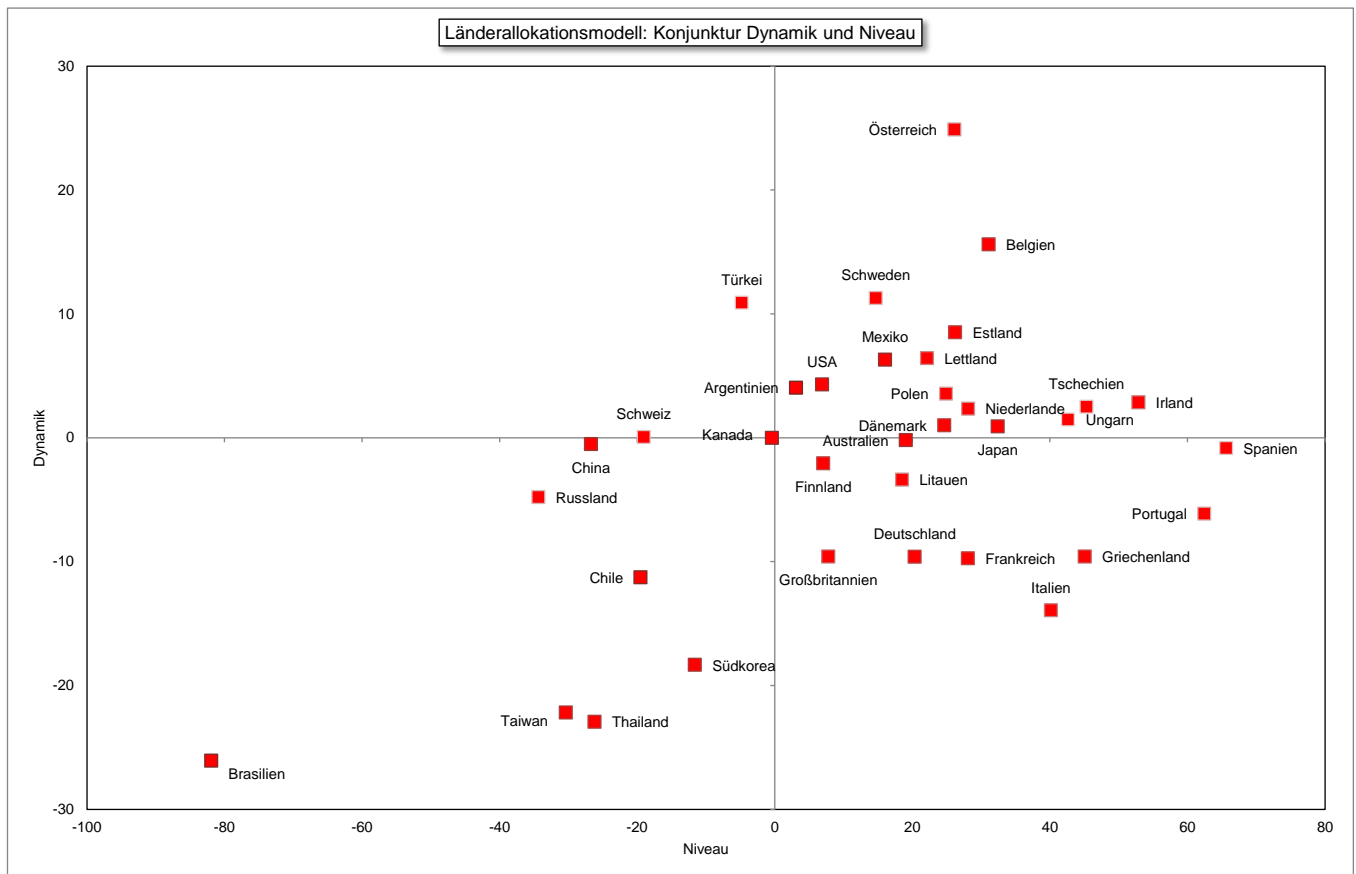
Neu ist das aber nicht: Graham wies schon 1934 darauf hin, dass das Abstellen auf Portfolieigenschaften letztlich erfolversprechender sei als eine ausschließliche Fokussierung auf die Einzeltitelselektion.

Wochenausblick für die Zeit vom 22. bis 26. Juni 2015

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,1	52,8	52,1	51,1	51,0		23. Juni
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,7	55,4	54,0	53,0	52,8		23. Juni
D: Importpreise, m/m	1,4%	1,0%	0,6%	-0,4%			ab 24. Juni
D: Importpreise, y/y	-3,0%	-1,4%	-0,6%	-0,9%			ab 24. Juni
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	106,8	107,9	108,6	108,5	108,0		24. Juni
D: GfK Konsumklima	9,3	9,7	10	10,1	10,2	10,3	25. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,7	-3,7	-4,6	-5,5	-5,8		22. Juni
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,1	52,2	52,2	52,2	51,9		23. Juni
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	53,7	54,2	54,1	53,8	53,3		23. Juni
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,0%	4,6%	5,3%	6,0%			26. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Große Schwellenländer mehrheitlich schwach



Für einen schnellen Überblick über die konjunkturelle Situation in zahlreichen Ländern nutzen wir bereits seit mehreren Jahren unser Länderallokationsmodell. Im Chart der Woche sind die Länder, für die wir ausreichend viele makroökonomische Daten bekommen, in vier Quadranten eingeteilt. Idealtypisch würde sich die Wirtschaft eines Landes im Uhrzeigersinn bewegen: Vom Quadranten links unten (Rezession) über den Quadranten links oben (Aufschwung), weiter nach rechts oben (Boom) und schließlich nach rechts unten (Abschwung). Bei einem Wert von null auf der Dynamik-Achse sind die Konjunkturdaten über die letzten drei Monate unverändert geblieben, bei Werten über null haben sie sich verbessert. Ein

Wert von null auf der Niveau-Achse wird erreicht, wenn sich die in das Modell einfließenden Daten im Mittel auf ihrem 12-Jahres-Trend befinden. Für das Modell werden Frühindikatoren, realwirtschaftliche Daten und Finanzmarktdaten berücksichtigt. Auffällig ist die schwache Entwicklung in Brasilien, wo die Wirtschaft im laufenden Jahr um mehr als ein Prozent schrumpfen dürfte. Auch im kommenden Jahr rechnen viele Beobachter lediglich mit einem schwachen Wachstum in Brasilien. Russland, China und Taiwan gehören ebenfalls zu den Ländern mit einer enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	18.06.2015 17:29	11.06.2015 -1 Woche	15.05.2015 -1 Monat	17.03.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Dow Jones	17936	-0,6%	-1,8%	0,5%	0,6%
S&P 500	2100	-0,4%	-1,1%	1,3%	2,0%
Nasdaq	5065	-0,3%	0,3%	2,6%	6,9%
DAX	10978	-3,1%	-4,1%	-8,4%	12,0%
MDAX	19520	-3,6%	-5,3%	-5,8%	15,3%
TecDAX	1626	-3,1%	-2,6%	-0,7%	18,6%
EuroStoxx 50	3429	-3,5%	-4,0%	-6,6%	9,0%
Stoxx 50	3313	-2,1%	-2,9%	-3,4%	10,3%
SMI (Swiss Market Index)	8907	-2,6%	-2,2%	-3,2%	-0,9%
Nikkei 225	20219	-0,8%	2,5%	4,0%	15,9%
Brasilien BOVESPA	53249	-0,8%	-7,0%	5,9%	6,5%
Russland RTS	967	1,7%	-10,1%	17,5%	22,2%
Indien BSE 30	26833	1,8%	-1,8%	-6,6%	-2,4%
China Shanghai Composite	4968	-3,0%	15,3%	41,8%	53,6%
MSCI Welt (in €)	1762	-1,4%	-2,1%	-4,3%	10,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	969	-1,2%	-6,7%	-3,7%	9,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	151,43	104	-213	-616	-444
Bobl-Future	129,26	33	86	20	-102
Schatz-Future	111,22	6	8	8	13
3 Monats \$ Libor	0,29	0	1	2	3
10-jährige US Treasuries	2,31	-8	16	25	13
10-jährige Bunds	0,81	-9	17	53	27
10-jährige JGB	0,47	-5	7	5	14
US Treas 10Y Performance	556,00	0,7%	-1,3%	-1,7%	-0,3%
Bund 10Y Performance	565,44	0,9%	-1,6%	-4,8%	-2,1%
REX Performance Index	467,85	0,7%	0,0%	-1,2%	-0,8%
Hypothekenzinsen USA	4,04	0	19	18	21
IBOXX AA, €	1,33	-1	27	54	44
IBOXX BBB, €	2,07	6	34	67	28
ML US High Yield	6,72	4	29	4	-23
JPM EMBI+, Index	693	-0,3%	-3,0%	1,0%	0,2%
Wandelanleihen Exane 25	6733	0,0%	-2,9%	-2,3%	4,2%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	420,18	-1,0%	-4,1%	2,6%	-6,1%
MG Base Metal Index	278,73	-2,5%	-8,3%	-0,6%	-8,2%
Rohöl Brent	63,39	-3,2%	-4,8%	18,6%	10,6%
Gold	1176,71	-0,1%	-3,7%	2,5%	-0,8%
Silber	16,03	0,6%	-8,7%	2,8%	1,8%
Aluminium	1665,50	-2,8%	-8,4%	-6,9%	-8,7%
Kupfer	5726,00	-2,4%	-10,7%	-1,4%	-10,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	725	15,3%	14,4%	27,6%	-7,3%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,13	0,4%	-0,4%	6,1%	-7,1%
EUR/ GBP	0,72	-1,4%	-1,3%	-0,6%	-7,9%
EUR/ JPY	139,78	0,6%	2,9%	8,4%	-3,8%
EUR/ CHF	1,05	-0,7%	-0,1%	-2,0%	-13,1%
USD/ JPY	123,44	0,0%	3,5%	1,7%	3,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.