

Aktienauswahl: Qualität ist wichtiger als Stilfragen

Fokus auf Wertschöpfung statt „Value“ oder „Growth“

Mehr als 30 Prozent Kursverlust stehen bei Wachstumsaktien seit Jahresbeginn zu Buche, gemessen am MSCI Growth World. Bei Value-Titeln sind es weniger als 20 Prozent. Die Gründe sind mit Rezessionssorgen, grassierender Inflation und steigenden Zinsen hinlänglich bekannt. Vieles scheint jetzt für „Value“ zu sprechen. Doch sind solche Stilfragen überhaupt geeignet, um langfristige Anlageentscheidungen zu treffen?

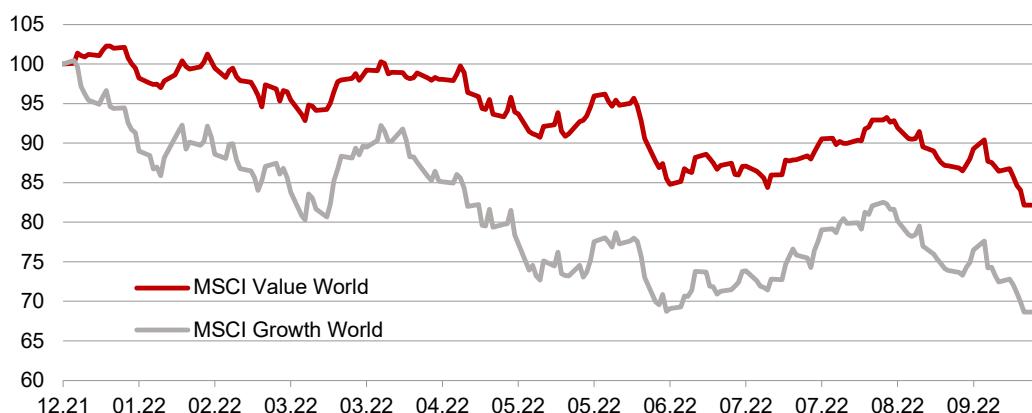
Die Investmentwelt denkt in Kategorien

Anleger sollten sich bewusst machen: Die Einteilung von Unternehmen in Growth- und Value-Werte ist letztlich nur ein möglicher Investmentansatz. Er gehört in die Kategorie des „Faktor-Investierens“. Hier werden Aktien auf der Grundlage bestimmter Merkmale wie z.B. Bewertungskennzahlen ausgewählt.

Value-Aktien sind niedrig bewertete Aktien mit Eigenschaften wie einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis, einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis oder einer hohen Dividendenrendite. Wachstumsaktien sind Aktien, die vom Markt in Bezug auf ihr zukünftiges Wachstum unterbewertet sind. Kennzahlen wie das erwartete Gewinnwachstum spielen hier eine Rolle. Value-Aktien werden auch oft als langweilige Aktien mit wenig Wachstum und niedriger Bewertung angesehen, Growth-Aktien als Schnellboote, die sich durch hohes Gewinnwachstum auszeichnen.

Leider sind solche Merkmale, selbst wenn sie in Kombination auftreten, weit davon entfernt, zu bestimmen, ob ein Anleger etwas tatsächlich für den Preis kauft, den es wert ist. Weder muss ein Kauf auf der Grundlage eines niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnisses oder einer hohen Dividendenrendite vielversprechend sein, wenn es an anderer Stelle im Unternehmen Probleme gibt, noch sagt das Wachstum, obwohl es sich oft positiv auf den Wert auswirkt, an sich wenig über die Wertsteigerung aus. In der Praxis geht ein hohes Wachstum nämlich oft mit Verlusten einher.

Growth-Aktien haben seit Jahresbeginn 2022 stärker verloren



Quelle: Bloomberg

Macht eine Unterscheidung nach Value und Growth Sinn?

Klare Antwort: Nicht für uns. Aus unserer Sicht ist es entscheidend, jedes Unternehmen einzeln anzuschauen, anstatt es bestimmten Faktoren zuzuordnen. Denn Firmen, die dem gleichen Faktor zugeordnet sind, können sich höchst unterschiedlich entwickeln. So lag der Renditeunterschied zwischen bester und schlechtester Aktie im MSCI Value World seit Jahresbeginn bei 175 Prozentpunkten, wobei der schlechteste Wert ein Minus von 90 Prozent einbrachte. Im MSCI Growth World betrug der Unterschied zwischen erstem und letztem Platz bei 165 Prozentpunkten. Der beste Wert war das Unternehmen Rheinmetall (aktuell ein Growth-Unternehmen!) und brachte, auch wenn Growth nicht in Mode war, satte 93 Prozent ein.

Welchen Stil Anleger verfolgen, ist Moden unterworfen. Gute Unternehmen schneiden hingegen auf lange Sicht herausragend ab, selbst wenn sie einem Faktor zuzuordnen sind, der zwischenzeitlich nicht in Mode ist.

Die entscheidende Frage lautet: Was ist der Wert eines Unternehmens? Unsere Antwort: Der diskontierte Barwert der künftigen Mittelzuflüsse, die ein Unternehmen generiert, ist der Wert des Unternehmens. Wenn wir eine Aktie kaufen, denken wir daran, dass wir das ganze Unternehmen kaufen und dass wir sehr langfristige Investoren sein wollen. Wir investieren daher in Unternehmen, die sowohl dem Value-Universum als auch dem Growth-Universum angehören, d.h. in die Besten aus beiden Welten.

Bei einem solchen langfristigen Anlagehorizont spielen eine hohe Preissetzungsmacht mit hohen Gewinnmargen und eine möglichst geringe Kapitalintensität auf Unternehmensseite die entscheidende Rolle für den langfristigen Anlageerfolg. Diese führen in der Regel zu hohen, konstanten freien Cashflows, die wiederum in zukünftiges Wachstum reinvestiert werden können.

Weist ein (Qualitäts-)Unternehmen solche Eigenschaften auf, ist dies in der Regel ein Indiz für seine Widerstandsfähigkeit gegenüber Veränderungen und Wettbewerb sowie für seine Fähigkeit, sich an komplexe und sich verändernde Geschäftsbedingungen anzupassen.

Unserer Ansicht nach gibt es weltweit nur sehr wenige Qualitätsunternehmen, die über den gesamten Geschäfts- und Konjunkturzyklus hinweg konstant eine Kapitalrendite über ihren Kapitalkosten erwirtschaften und auf die sich die Anleger verlassen können.

Faktor bei der Aktienauswahl: Die Betriebskapitalrendite

Die Rendite, die das Unternehmen auf das Betriebskapital erwirtschaftet (Return on Capital Employed, ROCE), sollte in unserem Ansatz die Kapitalkosten deutlich übersteigen. Andernfalls macht es keinen Sinn, in Aktien eines solchen Unternehmens zu investieren, da langfristig kein Mehrwert für die Aktionäre geschaffen wird.

Das ist vergleichbar mit einer privaten Geldanlage: Auch dort käme niemand auf die Idee, sich für 10% Zinsen pro Jahr Geld zu leihen, um es für 5% Zinsen pro Jahr anzulegen. Leider ist es immer wieder überraschend, wie viele Anleger mit diesem im Prinzip einfachen Konzept nicht vertraut sind und stattdessen auf andere Variablen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis schauen.

Sicherlich gibt es mehr als einen Weg zu investieren, und auch andere Methoden können zum Anlageerfolg führen. Aber die Vergangenheit zeigt: In Fluggesellschaften, Stahl- oder Chemieunternehmen zu investieren und dann jahrelang abzuwarten, bis eine bahnbrechende (und marginstarke) Produktinnovation von diesen Unternehmen kommt, ist selten erfolgversprechend.

Stattdessen sollten Anleger versuchen, sich nach und nach von schlechten Unternehmen im Portfolio zu trennen und sie durch gute zu ersetzen. Selbst wenn die Anleger den Preis falsch

einschätzen, haben sie zumindest die Gewissheit, dass die Unternehmen im Portfolio dank hoher Kapitalrenditen Wert schaffen. Es ist auch unwahrscheinlich, dass diese Unternehmen (und ihre Produkte) große Schwierigkeiten haben werden, Zeiten anhaltender Inflation und Krisen zu überstehen.

Qualitätsaktien trotzen der Inflation besonders erfolgreich

Die Inflation ist in den letzten Quartalen sprunghaft angestiegen und dürfte auf absehbare Zeit nicht auf die von den Zentralbanken angestrebten Normalniveaus sinken. Niemand kann vorhersagen, wann sie sich beruhigen oder sich ihr Trend umkehren wird. Nach einer Studie des Internationalen Währungsfonds dauerte es zwischen 1980 und 2020 durchschnittlich 10 Jahre, bis eine Inflationsrate von 5 Prozent oder mehr in den Industrieländern wieder unter 2 Prozent sank.

Viele Bürger werden wahrscheinlich bald erkennen, dass die derzeitigen Turbulenzen nicht mehr nur ein kurzfristiger Preisschock sind, sondern ein dauerhafter. Auch die Anleger stehen vor neuen Herausforderungen: Anlagestrategien, die Schutz vor Inflation bieten, sind gefragt. Trotz des Anstiegs der Renditen bieten Anleihen keinen Schutz vor Inflation, da der Kaufkraftverlust den Nominalzins übersteigt, was bedeutet, dass die Anleger real immer noch Geld verlieren. Auch bei Immobilien ist es fraglich, ob die steigenden Kosten auf die Mieteinnahmen umgelegt werden können.

Am Aktienmarkt ist die Situation besser. Hochwertige Unternehmen haben die bereits beschriebenen Wettbewerbsvorteile. Diese ermöglichen den Unternehmen unter anderem mehr Spielraum bei der Preisgestaltung ihrer Waren und Dienstleistungen. Die Fähigkeit, die Preise zu erhöhen, ist in einem inflationären Umfeld von entscheidender Bedeutung, und wir sehen einige Anzeichen dafür, dass diese Fähigkeit auch in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle bei Aktienanlagen spielen wird.

Hinzu kommt die Notwendigkeit einer geringen Kapitalbindung: Unternehmen ohne große Maschinen und Anlagen müssen weniger Geld investieren, um den Wert ihres Betriebskapitals zu erhalten. Auch hier haben Qualitätsunternehmen einen klaren Vorteil gegenüber Value-Unternehmen wie Energiewerten und Versorgern. Darüber hinaus hilft eine geringe Verschuldung, trotz steigender Zinsen laufende Zinszahlungen leisten zu können.

Wie haben sich Qualitätsaktien in Phasen hoher Inflation geschlagen?

Dafür gibt es eine Reihe von Lehrbeispielen, darunter der Zeitraum 1966 bis 1981 in den USA, als Anleger wie Warren Buffett (seit der Übernahme von See's Candy im Jahr 1972 gilt er als Qualitätsinvestor) den Markt schlugen (der in dieser Phase per Saldo nur seitwärts lief). Neuere Beispiele für Unternehmen mit Preissetzungsmacht (einschließlich Konsumgüterunternehmen wie Nestlé India oder Unilever Hindustan), die ihre Trümpfe ausspielen und den Markt übertreffen, finden sich in den Schwellenländern (einschließlich Indien seit 2003).

Ungeachtet dessen haben Qualitätsaktien langfristig deutlich besser abgeschnitten als der Markt, wie der Blick auf vergangene Renditen zeigt.

Aktienauswahl: Die Spreu vom Weizen trennen

Eine ausschließliche Konzentration auf Value oder Growth (oder andere Stile) greift zu kurz – ganz besonders in einem Umfeld hartnäckiger Inflation und steigender Zinsen. Auch die Branche eines Unternehmens gibt noch keinen Aufschluss darüber, ob das jeweilige Unternehmen wetterfest ist.

Innerhalb der Sektoren sind einige Unternehmen besser in der Lage, die Preise zu erhöhen und die gestiegenen Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Nur die gründliche Analyse von Geschäftsmodellen hilft, diese Unternehmen zu identifizieren und dort zu investieren.

Firmen, die wir derzeit zu den größten Positionen unseres Fonds zählen und für besonders krisenresistent halten, sind Intuit, S&P Global, Deutsche Börse und Münchner Rück.

Christian Kahler

Geschäftsführender Gesellschafter
Kahler & Kurz Capital GmbH