

# CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

## MARKT UPDATE: BESCHIEDENER FORTSCHRITT

US-Aktien verzeichneten Gewinne, während europäische Aktien im Juli praktisch unverändert blieben. Die Federal Reserve senkte zum ersten Mal seit der Grossen Rezession 2008 die Zinssätze, um einen potenziellen wirtschaftlichen Abschwung zu verhindern. Die Zinssätze bewegen sich nun zwischen 2% und 2,25%.

### 0.2%

**DAS WIRTSCHAFTSWACHSTUM DER EUROZONE LIEGT IM ZWEITEN QUARTAL BEI NUR 0.2%**

Dies liegt noch unter der Wachstumsrate von 0.4% des ersten Quartals 2019. Die jährliche Inflationsrate sank von 1.3% im Juni auf 1.1% im Juli. Die EZB gab bekannt, dass sie angesichts des schwachen Wachstums und der unter den Zielvorgaben liegenden Inflation Pläne zur Belebung der Wirtschaft aufstellt.

### \$8Mrd.

**P&G SCHREIBT GILLETTE UM 8 MILLIARDEN AB**

Der Abschreiber wurde durch den stärker werdenden Wettbewerb in den letzten drei Jahren und einen schrumpfenden Markt für Klingen und Rasierer begründet, da sich die Verbraucher in entwickelten Märkten weniger häufig rasieren. P&G zahlte 2005 57 Milliarden US-Dollar für Gillette.

### -25%

**DAS BEREINIGTE EBIT DER LUFTHANSA FÄLLT IM 2. QUARTAL AUF 754 MIO. EURO**

Die Lufthansa vermeldet einen Rückgang des Gewinns im zweiten Quartal. Nun müssen sie sich auf einen sehr harten Preiswettbewerb mit Ryanair und easyJet gefasst machen, mindestens für den Rest des Jahres.

## MONATSFOKUS: WAS IST NUR MIT VALUE LOS?

Historisch betrachtet waren Value-Aktien den Growth-Aktien überlegen: Seit 1933 übertraf Value Growth in 60% der Perioden. Dies half wohl dem bekanntesten Value-Investor Warren Buffett, sein Vermögen zu öffnen. Jetzt scheint sich jedoch das Marktparadigma geändert zu haben: Der Trend kehrte sich um, als 2006 Growth-Aktien Value-Aktien schlugen und somit die Basis für die längste säkulare Hausse legten.

Eine Erklärung von die Stärke von Growth gegenüber Value ist das Niedrigzinsumfeld, in dem jeder Wachstumsaspekt wertvoll wurde. Der Hauptgrund für das relativ schlechte Abschneiden von Value liegt aber in einem negativen Sektor-Bias.

Die Aktienmärkte sind wesentlich effizienter und ausgefeilter als noch vor 10 Jahren. Wenn heutzutage eine Aktie billig ist, ist sie dies oftmals aus gutem Grund. Befindet sich die Aktienbewertung auf einem niedrigen Niveau, kann dies durch fundamentale Probleme erklärt werden, welche den Quality-Status des Unternehmens untergraben oder es noch werden.

Das Festhalten am Value- oder Growth-Style wird langfristig nicht nachhaltig sein, da der Growth-Zyklus durch den Value-Zyklus ersetzt wird und umgekehrt. Das beste Rezept eine sorgfältige und systematische Auswahl von Aktien mit Leistungs- und Risikoeigenschaften, unabhängig von Value und Growth - wie eben Quality.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



# GROWTH WÄCHST, VALUE IST GESCHLAGEN, QUALITY PROFITIERT

## Niedrige Bewertungen bei Value deuten auf fundamentale Probleme hin

Historisch betrachtet waren Value-Aktien den Growth-Aktien überlegen: Seit 1933 übertraf Value Growth in 60% der Perioden. Dies half wohl dem bekanntesten Value-Investor Warren Buffett, sein Vermögen zu öffnen. Jetzt scheint sich jedoch das Marktparadigma geändert zu haben: Der Trend kehrte sich um, als 2006 Growth-Aktien Value-Aktien schlugen und somit die Basis für die längste säkulare Hausse legten (Clissold, Nguyen, 2019). Dies wurde sicherlich in hohem Masse durch den beispiellos langen Zyklus des Niedrigzinsumfelds mitbegünstigt, in dem jeder Wachstumsaspekt wertvoll wurde.

Bevor wir die Gründe für die jüngste Value-Underperformance im Detail erörtern, muss erwähnt werden, dass die Aktienmärkte wesentlich effizienter und ausgefeilter sind als noch vor 10 Jahren. Wenn heutzutage eine Aktie billig ist, ist sie dies oftmals aus gutem Grund. Befindet sich die Aktienbewertung auf einem niedrigen Niveau, kann dies durch fundamentale Probleme erklärt werden, die den Quality-Status des Unternehmens untergraben oder es noch werden. Solche Unternehmen, die gemäss der BCG-Matrix als „Dogs“ klassifiziert sind, erfahren häufig eine Erosion des Geschäftsmodells, die vom Markt durch einen Preisabschlag bestraft wird.

Die hier erwähnten Beispiele für „Value-Fallen“ sprechen für sich. Der Aktienpreis von Bed Bath & Beyond - einem klaren Value-Unternehmen mit einem PE von 13 im Jahr 2016 und 6 im Jahr 2019 - ging seit 2016 um 80% zurück, da das Management mit Digitalisierungs- und E-Commerce-Initiativen zu spät reagierte. Das Unternehmen verzeichnete rückläufige Brutto- und operative Margen, einen Rückgang der Filialumsätze und eine Verschlechterung der Free Cashflow-Entwicklung.

Walgreens mit einem PE von 10 hat ebenfalls Probleme mit ihrem Geschäftsmodell. Seit der Fusion von Walgreens und Boots hat das Unternehmen Mühe, ein vergleichbares Umsatzwachstum in Nordamerika und Grossbritannien zu erzielen, wo die Marktsättigung bereits recht hoch ist. Darüber hinaus sorgte die Einführung der Arznei-Zustelldienste von Amazon für Druck auf die Wachstumsaussichten der Apotheken von Walgreens.

## Schuld sind niedrige Zinssätze und Sektor-Bias

Zurück zu den offensichtlichen Gründen für die Outperformance von Growth. Einer der wichtigsten Faktoren für die überlegene Wertentwicklung von Growth-Titeln im letzten Jahrzehnt waren niedrige Zinssätze, die für einen tieferen Diskontierungsfaktor verantwortlich sind.

Abb. 1: Value- vs. Growth-Performance und 10-jährige Treasury-Renditen

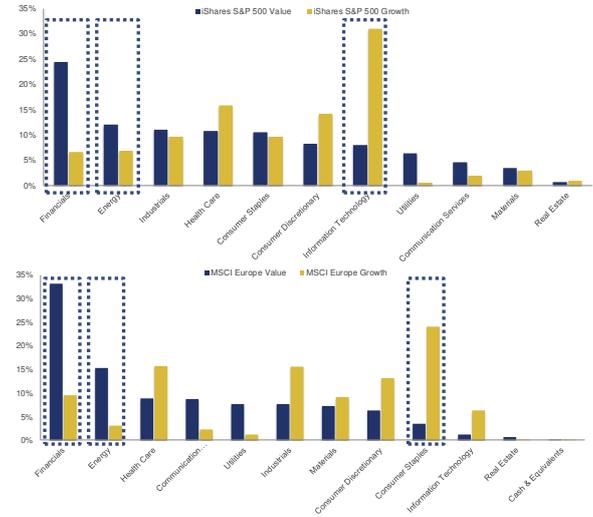


Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Es scheint nicht, dass die Ära des Niedrigzinsumfelds bald zu Ende sein wird, so dass dieser unterstützende Faktor für die Growth-Aktien weiterhin vorhanden sein wird.

Die allgemeine Erklärung für die Überlegenheit von Growth gegenüber Value ist der Sektor-Bias: Hoch verschuldete, langsam wachsende Finanz- und Energieunternehmen dominieren in Value-Indizes. Während IT-Unternehmen, die auf einen massiven Digitalisierungstrend setzen und sich eines hohen Entwicklungstempos rühmen können, eher in Growth-Indizes zu finden sind. So hat IT im USA Value-Index nur 7% Gewicht, während die Branche im Growth-Index 31% ausmacht.

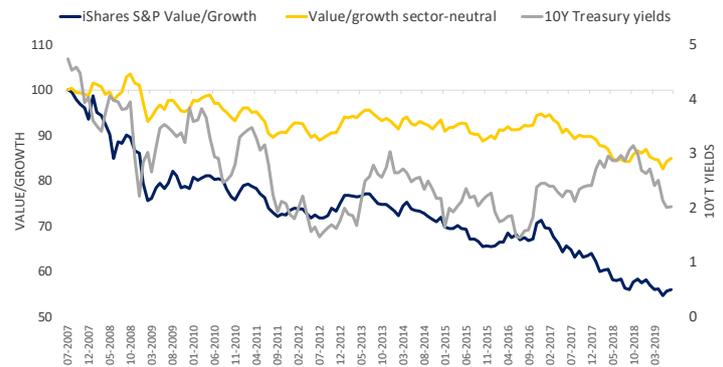
Abb. 2: Aufschlüsselung der Value- und Growth-Indizes nach Sektoren in den USA und in Europa



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Im Folgenden werden wir deshalb untersuchen, wie sich die Performanceergebnisse bei sektorneutralen Value- und Growth-Indizes ändern werden. Dazu werden die Performances von S&P 500 Value und Growth-ETFs (iShares) mit einer sektorneutralen Gewichtung gemäss S&P 500 (auf monatlicher Basis) neu berechnet (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: Sektorneutrale Value- vs. Growth-Performance und 10-jährige Treasury-Renditen



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Die obige Grafik vergleicht die Performance der S&P Value-/Growth-Indizes und der sektorneutralen S&P Value-/Growth-Indizes. Dabei ist zu sehen, dass lange Zeit keine signifikante Diskrepanz zwischen diesen Style-Performances – dies im Gegensatz zu „traditionellen“ Value- und Growth-Indizes – bestand. Erst ab Anfang 2017 verlor Value gegenüber Growth deutlich. In der Zeit davor sollte man jedoch nicht den „traditionellen“ Value-Style für die schlechte Performance verantwortlich machen – es war hauptsächlich aufgrund des Sektor-Bias.

## Einzeltitelselektion im Quality-Universum zahlt sich aus

Wir sind jedoch überzeugt, dass das Festhalten am Value- oder Growth-Style langfristig nicht nachhaltig sein wird, da sich der Growth-Zyklus und der Value-Zyklus regelmässig gegenseitig ersetzen. Um eine Outperformance aufrecht zu erhalten, ist das beste Rezept eine sorgfältige und systematische Auswahl von Aktien mit Leistungs- und Risikoeigenschaften, unabhängig von Value und Growth – wie eben Quality. Wir halten es für unerlässlich, Unternehmen auszuwählen, die nachhaltige Geschäftsmodelle in vielversprechenden Marktnischen und einem günstigen Marktumfeld betreiben und über ein gutes, auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtetes Managementteam verfügen und darüber hinaus eine attraktive Bewertung aufweisen.

## Quellen

- Clissold, E.; Nguyen, T. (2019). Will Value ever outperform again? A Featured Report by Ned Davis Research