

# WIE MAN TEURE AKTIEN MEIDET

Auf günstige Aktien zu setzen, ist in Verruf geraten. In den vergangenen Jahren waren teure Wachstumstitel in Mode. Aber wenn man mit der richtigen Methode die Aktien bewertet hatte, konnte man den Markt schlagen.

ALEXANDER TRENTIN

Man hört es oft: Die vergangenen Jahre waren keine gute Zeit für Value-Strategien, die auf günstig bewertete Aktien setzen. Stattdessen setzte man am besten auf möglichst teure Titel. Die sogenannten Wachstumsaktien waren besonders im Software- und Internetbereich zu finden – und sie erfüllten oft die Wachstumsfantasien der Anleger.

FuW hat analysiert, ob das pauschale Urteil gegen günstige Titel wirklich stimmt. Dafür wurde ein Backtesting – das Zurückrechnen von Anlagestrategien – angewendet. So erhält man für wichtige Bewertungskennzahlen, auch Multiples genannt, die Performance der günstigen Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt (vgl. «Welche Kennzahl die Nase vorn hat»).

Diese relative Rendite der Value-Aktien lässt sich aufschlüsseln: über die Zeit (vgl. «Im Zyklus der Börse») und aufgliedert nach bedeutenden Sektoren (vgl. «Günstige Industrietitel lohnen sich»).

## Teure Aktien legten stark zu

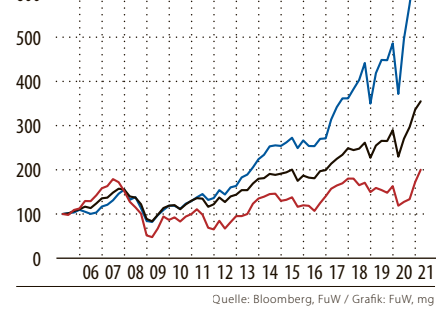
Auf den ersten Blick waren klassische Value-Strategien tatsächlich keine gute Wahl. Das zeigt das Beispiel der Auswahl mit dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), also dem Verhältnis vom Aktienkurs zum Buchwert des Eigenkapitals. Wenn man teure Aktien mit einem hohen KBV wählte, dann hat man gemäss Backtesting den

Gesamtmarkt deutlich geschlagen (vgl. Grafik 1). Dagegen ist die Performance der – gemäss KBV – günstigen Aktien massiv dem Markt hinterhergeklommen.

Das Resultat: Es gibt zwei klare Gewinner bei den Kennzahlen über den gesamten Betrachtungszeitraum seit 2005. Erstens das Verhältnis Freier Cashflow zu Unternehmenswert (FCF/EV). Und zweitens der Unternehmenswert zum Gewinn auf Stufe Ebitda (EV/Ebitda). Wählte man Aktien gemäss diesen Multiples, konnte man den Markt schlagen. Trotz aller Unkenrufe war also die richtige Selektion günstiger Aktien eine sinnvolle Strategie.

Für die Performance-Simulation wurde die folgende Versuchsordnung angewendet: Für die vergangenen sechs

zehn Jahre wurden für jedes Quartal diejenigen zwanzig Titel gleich gewichtet, die gemäss der Kennzahl am günstigsten waren. Berücksichtigt wurden Aktien an Börsen in Industrieländern mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 10 Mrd. \$.



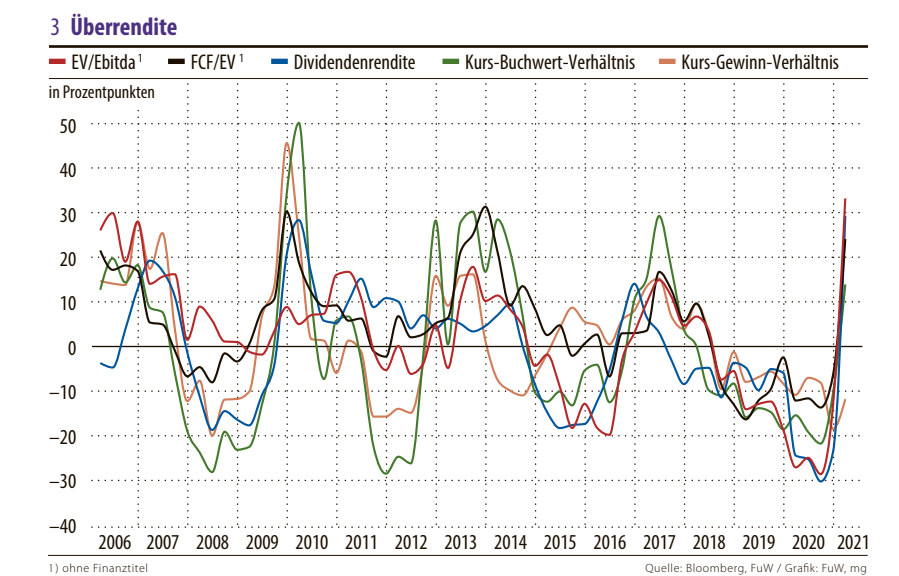
Quelle: Bloomberg, FuW / Grafik: FuW, mg

## Im Zyklus der Börse

Die vergangene Performance zeigt, wann die Kennzahlen besonders gut funktionieren.

Auch die beste Bewertungskennzahl bietet keine Garantie, immer die Gewinner an der Börse zu finden. Das zeigt die Outperformance der Titelauswahl nach Kennzahlen im historischen Überblick (vgl. Grafik 3). Relativ zum Gesamtmarkt bewegte sich die Rendite über jeweils zwölf Monate in Wellen. Regelmässig erlitt man grosse relative Verluste. Dagegen waren in manchen Perioden auch massive Überrenditen zu verbuchen.

Die hier nach Kennzahlen gebildeten Portfolios sind recht konzentriert, das führt zu grossen Abweichungen von der Benchmark. Will man die Abweichungen nach unten oder oben reduzieren, bildet man Aktienkörbe mit einer grösseren Anzahl von Titeln (breitere Diversifikation).



Quelle: Bloomberg, FuW / Grafik: FuW, mg

zehn Jahre wurden für jedes Quartal diejenigen zwanzig Titel gleich gewichtet, die gemäss der Kennzahl am günstigsten waren. Berücksichtigt wurden Aktien an Börsen in Industrieländern mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 10 Mrd. \$.

## Value folgt dem Zyklus

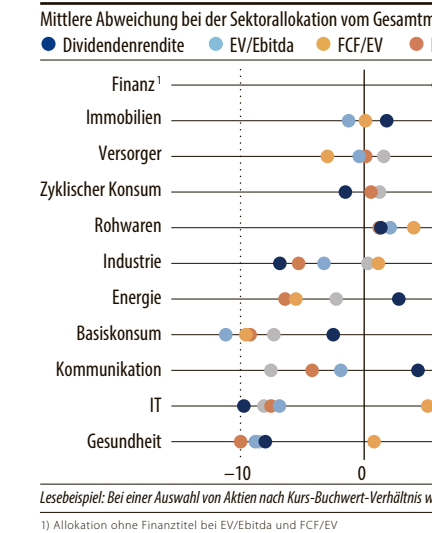
Die Analyse über den Börsenzyklus hinweg zeigt, dass günstige Aktien unterschiedlich gut performt haben. Besonders in Erholungsphasen nach Krisen oder Konjunkturereintrüben war die Auswahl mit Kennzahlen erfolgreich. Das zeigt sich auch nach dem Einbruch wegen der Coronapandemie vor einem Jahr – seitdem sind Value-Aktien die grossen Gewinner.

Zwischen den Sektoren gibt es grosse Unterschiede, welche Kennzahlen zur Aktienselektion geeignet waren – und wie gut sie abgeschnitten haben. So führt die Selektion von Gesundheits- und Industrieaktien gemäss Multiples zu guten Ergebnissen. Bei Finanztiteln dagegen war eine tiefe Bewertung eher ein Risikofaktor, und Technologieaktien sind von Wachstumshoffnungen getrieben, welche sich in teuren Bewertungen niederschlagen. Günstige Finanz- und IT-Werte sind zu meiden.

damit sehr günstig. Wenn sich dann neuer Konjunkturoptimismus breit macht, werden diese Aktien stark nachgefragt – die Value-Titel übertreffen in dieser Phase den Markt. Auch die jüngste zyklische Erholung zeigt eine Outperformance. Wer vor zwölf Monaten anhand der wichtigsten Multiples – mit Ausnahme des KGV – Aktien auswählte, hat den Markt bis jetzt deutlich schlagen können.

Eine Auswertung der Outperformance-Muster zeigt: Die Auswahl via FCF/EV (Freier Cashflow zu Unternehmenswert) erreichte ihre Überrendite grossenteils wegen der Einzeltitelwahl – nicht wegen der abweichenden Gewichtung der Branchen. Bei EV/Ebitda (Unternehmenswert zu Betriebsgewinn) war die Sektorwahl relevant.

## 4 Sektorallokation nach Kennzahlen



Quelle: Bloomberg, FuW / Grafik: FuW, mg



## Welche Kennzahl die Nase vorn hat

Die klassischen Bewertungsmasse haben in den vergangenen Jahren schlecht abgeschnitten. Zwei Masse schlagen sich aber gut.

Für die Auswahl von Aktien sind die klassischen Bewertungskennzahlen kaum noch zu empfehlen. Wer Aktien gekauft hat, die gemäss den Multiples am günstigsten erschienen, ist oft enttäuscht worden. Ob Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis (KBV) oder Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV): Die Auswertung von FuW über globale Aktien der vergangenen sechzehn Jahre zeigt, dass man mit diesen Kennzahlen den Markt kaum schlagen konnte (vgl. Grafik 2).

Das Backtesting – die Simulation der Auswahl von Aktien mithilfe von historischen Daten – zeigt, dass zwei weniger verwendete Kennzahlen dagegen eine Überrendite erreicht haben. Der Unternehmenswert im Verhältnis zum Gewinn auf Stufe Ebitda (EV/Ebitda) und der freie Cashflow zum Unternehmenswert (FCF/EV) haben sich gut geschlagen.

Mit Blick auf die relative Performance über zwölf Monate hat das Mass FCF/EV am besten performt. Über die vergangenen sechzehn Jahre lag die Überrendite im Median bei 4,8 Prozentpunkten (Pp). Die Hälfte aller beobachteten Daten liegt über dem Median, die andere Hälfte darunter.

Auch die Kennzahl EV/Ebitda war mit einer Outperformance von 3,4 Pp erfolgreich. Da der Unternehmenswert für Finanztitel oft keine sinnvolle Bezugsgrösse ist, wurde dieser Sektor bei der Berechnung der zwei Kennzahlen und ihrer Benchmark ausgeklammert.

## Risikoarme Outperformance

Das Risikomass spricht noch deutlicher für die Cashflow-Kennzahl FCF/EV. Massgeblich ist dabei der maximale Verlust, den man über zwölf Monate gegenüber dem Index erdulden musste. In den zwölf Monaten bis März 2019 hinkte die Titelselektion mit dem FCF/EV-Mass gut 16 Pp dem Gesamtmarkt hinterher. Die Auswahl per EV/Ebitda verzeichnete in der Phase bis September 2020 die schlechteste relative Performance mit –29 Pp.

Die schlechteste relative Rendite zeigte die Kennzahl PEG-Ratio, Price/Earnings to Growth Ratio. Sie setzt das KGV ins Verhältnis zum erwarteten Gewinnwachstum. Die Idee dahinter: Das KGV selbst bildet nur die jetzige Gewinnzahl ab und nicht, ob dem Unternehmen grosse Veränderungen der Erträge von den Anlegern zugeschrieben werden.

Anscheinend ist diese Justierung des KGV in der Praxis sinnlos, die Aktienselektion hinkte im Median dem Vergleichsindex 6,3 Pp hinterher. Die schlechte Selektionskraft zeigt sich auch im Risikomass: Hatte man für die zwölf Monate bis Ende September 2013 seine Aktien gemäss PEG ausgesucht, erlitt man relativ zum Gesamtmarkt einen Verlust von 24 Pp.

Die Unterschiede über die Jahre sind gewaltig. Hätte man vor sechzehn Jahren 100000 \$ in Aktien investiert, mithilfe der

Kennzahl freier Cashflow zu Unternehmenswert FCF/EV, wäre der Portfoliowert bis heute auf gut 780000 \$ gewachsen. Eine Investition auf Basis der PEG-Ratio hätte den Wert nur auf gut 150000 \$ gebracht – der Gewinn lag rund 80% unter dem, was ein per Marktkapitalisierung gestreutes Portfolio eingebracht hätte.

## Verluste mit der Dividende

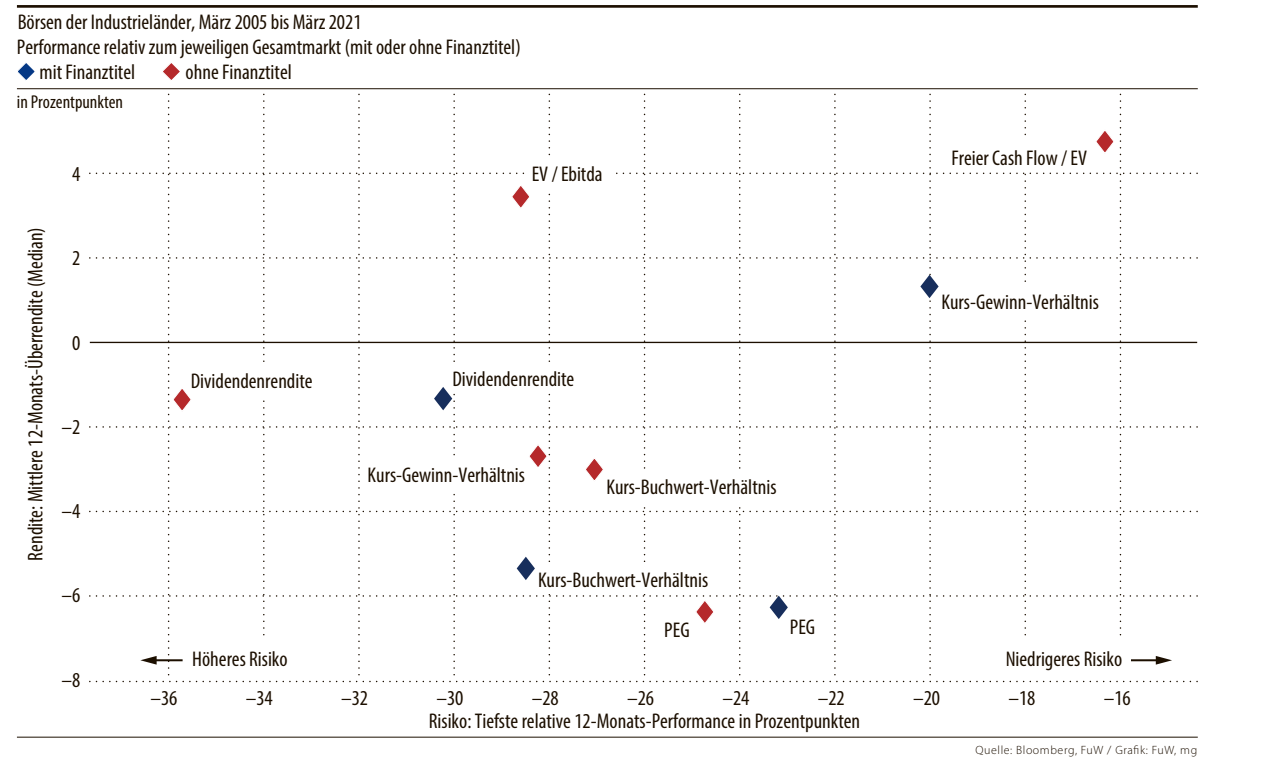
Auch das KBV und die Dividendenrendite stechen durch deutliche relative Verluste hervor. Im Median lag eine Auswahl mithilfe des Buchwerts 5,3 Pp hinter dem Gesamtmarkt. Die Dividendenrendite hat sich mit einer relativen Performance von –1,3 Pp immerhin näher am Gesamtmarkt entwickelt. Aber sie zeigte einen ähnlich hohen maximalen Verlust: In der Finanzkrise – in den zwölf Monaten bis Juni 2008

– sackte die Strategie 30 Pp stärker ab als der Gesamtmarkt.

Das KGV verzeichnete im Median eine Überrendite von 1,3 Pp. Doch die negativen Abweichungen waren zu hoch. Die Gesamtleistung über den sechzehnjährigen Zeitraum hinkte dem Markt hinterher. Am Ende blieb bei höherer Volatilität eine Underperformance von gut 10 Pp.

Mit scheinbar niedrigem Buchwert und hohen Dividenden ködern Finanztitel die Anleger. Die negative Performance dieses Sektors könnte die klassischen Multiples benachteiligen gegenüber den zuvor erfolgreichsten Kennzahlen, da diese nicht auf Finanztitel angewendet wurden. Aber eine Auswertung unter Ausklammerung von Banken und Versicherungsunternehmen bestätigte: Titel mit niedrigem KBV und hoher Dividendenrendite haben die Performance belastet.

## 2 Überrendite und Risiko von Bewertungskennzahlen



Quelle: Bloomberg, FuW / Grafik: FuW, mg

## Günstige Industrietitel lohnen sich

Für Industrie- und Gesundheitsaktien haben die Bewertungskennzahlen ausgesprochen gut funktioniert, für IT-Aktien waren sie dagegen Gift.

Auf Gesamtmarktebene gibt es unter den Bewertungskennzahlen zwei klare Gewinner in der historischen Performance, doch auf Sektorebene ist dies weniger klar. So lassen sich die beiden Gesamtmarktgewinner EV/Ebitda (Unternehmenswert zu Betriebsgewinn) und FCF/EV (Freier Cashflow zu Unternehmenswert) nicht für Finanzaktien anwenden. Ein weiteres Problem: Wählt man Aktien aus allen Sektoren aus, stammt ein Teil der Über- oder Unterrendite gegenüber dem Markt vom unterschiedlichen Branchengewicht.

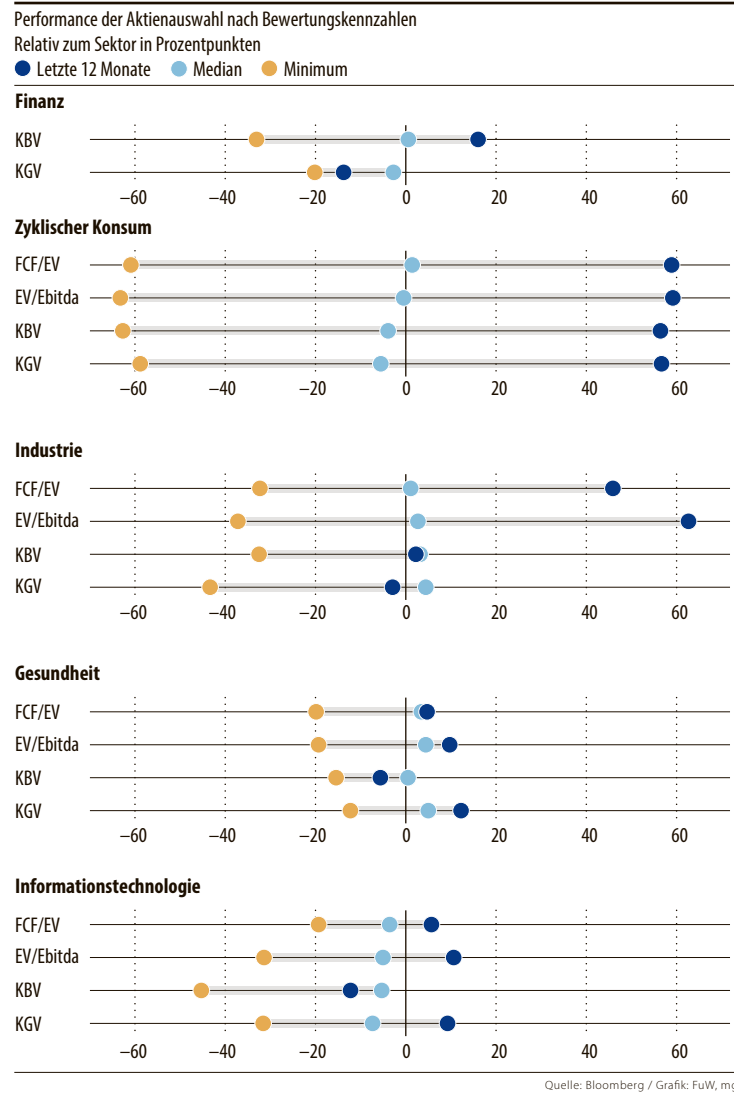
FuW hat daher analysiert, wie in den vergangenen sechzehn Jahren die Aktienselektion abgeschnitten, gemäss Kennzahlen innerhalb von fünf gewichtigen Sektoren: Finanz, zyklischer Konsum, Industrie, Gesundheit und Informationstechnologie. Es zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den Branchen, wie erfolgreich die Selektion funktioniert hat.

## Zyklischer Konsum vorne

Dabei wurde die Performance relativ zum jeweiligen Sektor über Zwölfmonatszeiträume berechnet. Auch die Mindestgröße bei der Marktkapitalisierung von 10 Mrd. \$ wurde beibehalten. Die Selektion umfasst aber nur zehn statt zwanzig Aktien, um weiterhin ein kleines, konzentriertes Portfolio zu bilden. Für die einzelnen Industrien und Kennzahlen wurde als mittlere Outperformance der Median und als Mass des Risikos die kleinste relative Performance herangezogen (vgl. Grafik 5).

Auch die Outperformance über die vergangenen zwölf Monate wird dargestellt.

## 5 Bewertungsauswahl auf Sektorebene



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mg

Denn ganz anders als das gemischte Bild der mittleren historischen Performance war die Auswahl über die Bewertungskennzahlen seit März letzten Jahres fast immer erfolgreich. Die Erholung nach dem Einbruch wegen der Coronapandemie hat die günstigen Titel befeuert. Besonders stark war die Value-Auswahl in den letzten zwölf Monaten bei zyklischen Konsum, hier erreichte jede der Kennzahlen eine Outperformance von fast 60 Prozentpunkten (Pp).

## Sonderfall Finanzsektor

Zuletzt deutlich schlechter als im historischen Mittel funktioniert hat einzig die KGV-Selektion im Finanzsektor. Das kann verschiedene Ursachen haben, beispielsweise ist das KGV zur Auswahl günstiger Aktien nicht anwendbar, wenn Finanzgesellschaften einen Verlust rapportieren.

Dass allerdings auch im Finanzbereich günstige Titel die Nase vorn hatten, zeigt die starke Überperformance von 16 Pp der KBV-Selektion. Im historischen Rückblick ist das KBV für Finanztitel aber nicht zu empfehlen. Im Median lag die relative Performance zwar knapp über null. Doch der Gesamtertrag dieser Value-Strategie über sechzehn Jahre betrug 47% – und der Finanzsektor erreichte das Doppelte, denn die Auswahl nach KBV akzentuierte die verlustreichen Phasen.

Bei den Titeln des zyklischen Konsums gibt es nicht nur grosse Gewinnphasen für Schnäppchen, wie aktuell zu beobachten ist. Sie zeigen auch das grösste Risiko auf, wenn es schlecht läuft. Nur das Mass FCF/EV konnte im Median eine positive Out-

performance erreichen. Doch über den gesamten Beobachtungszeitraum wurde auch mithilfe dieser Kennzahl die Sektorperformance nicht geschlagen.

Weniger Risiko zeigt die Auswahl von Value-Aktien im Industriesektor. Alle Kennzahlen zeigen im Median eine deutliche Überrendite gegenüber dem Sektor. Unter den untersuchten Branchen war die Industrie die sicherste Wette, dass man mit einer Value-Auswahl vorne lag. Obwohl das Mass FCF/EV hier den geringsten Median darstellt, zeigt es den geringsten maximalen Verlust. Diese Stabilität resultierte in der besten Gesamtperformance: Sie lag über 16 Jahre bei 450% – rund 100 Pp über dem Sektor. In den letzten zwölf Monaten legte hier nur die Auswahl mithilfe der auf dem Unternehmenswert basierenden Kennzahlen stark zu.

Auch im Gesundheitssektor funktionierte die Auswahl von günstigen Werten gut. Hier zeigt sich auch der deutlichste Gewinn, wenn man das KGV verwendet hatte. Über 16 Jahre lag die Gesamtperformance der Value-Selektion bei 840% – fast doppelt so hoch wie der Sektor. Dagegen konnte die Auswahl über das KBV kaum etwas hinzugewinnen. Das ist kein Wunder, da die Pharmabranche stark mit immateriellen Vermögenswerten – Lizenzen und Patenten – wirtschaftet. Diese sind im Bilanzwert oft nicht berücksichtigt.

Im wachstumsstarken IT-Sektor waren günstige Titel systematisch im Hintertreffen. Für alle untersuchten Multiples war die Underperformance gross. Die teils leichte Überrendite in den vergangenen zwölf Monaten ist da eine Ausnahme, auf die man sich nicht verlassen kann.

## Teil 2 der dreiteiligen Serie

In einer dreiteiligen Serie analysiert «Finanz und Wirtschaft» die gebräuchlichsten Bewertungskennzahlen. Im ersten Teil wurden Stärken und Schwächen diskutiert. Im zweiten Teil wird nun die historische Performance von Aktien ausgewertet, die mithilfe der Kennzahlen ausgewählt wurden. Im dritten Teil wird eine Auswahl von günstigen Einzeltiteln präsentiert.