

Aktuelle Studie zu Anlagestrategien

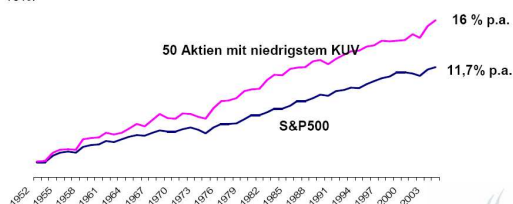
Mag. Herbert Autengruber, Fondsmanager Heureka Outperformance Fonds:

Die wertorientierte Strategie kauft billig und verkauft teuer

Die wertorientierte (value) Strategie investiert in unterbewertete Aktien. Kennzahlenvergleiche ermitteln unterbewertete Aktien mit Substanz. Solche Aktien sind häufig Opfer einer kurzfristigen Marktstimmung oder stehen im Schatten von aktuellen Glamour-Aktien. Langfristig pendeln unterbewertete Aktien zu ihren fairen Preisen zurück und ermöglichen so überdurchschnittliche Gewinne.

Weltweit lässt sich für die letzten Jahrzehnte nachweisen, dass wertorientierte Strategien überdurchschnittliche Erträge brachten. Die Studien vergleichen dabei Aktien anhand unterschiedlicher Bilanzkennzahlen und stellen sie in ein Verhältnis zum Börsenwert des Unternehmens z.B. aufgrund des Unternehmensgewinnes je Aktie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), aufgrund des Unternehmensumsatzes das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV, siehe folgende Grafik),

1 Dollar angelegt von 1952 - 2005 verzinst sich im S&P500 mit 11,7% jährlich und in den jährlich ermittelten 50 Aktien mit dem niedrigsten Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) mit 16%.*



Erläuterung: Ein niedriges KUV, z.B. 0,5, bedeutet, der Wert eines Unternehmens ist nur halb so hoch wie sein Jahresumsatz.

*Jeweils umgeschichtet zum Jahresbeginn. Quelle: O'Shaughnessy, What works on Wall Street, 2005

HEUREKA
outperformance fonds

aufgrund der Vermögenswerte das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und aufgrund des ausgeschütteten Gewinnes als Dividendenrendite. So lassen sich Aktien ermitteln, die „billiger“ sind als der Marktdurchschnitt.

Vergleiche der Performance von wertorientierten Strategien, die sich an einem

niedrigen KGV, KBV und KUV orientieren, zeigen, dass diese insbesondere im ersten Jahr im Zuge der Markterholung nach einer starken Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten (z.B. nach einer Rezession) eine besonders hohe Outperformance, also Erträge im Vergleich zum Marktdurchschnitt, brachten (z.B. 1958, 1975, 2003).

Die Ursache ist, dass meistens die Aktien einzelner Branchen (z.B. Automobil- und Flugzeugaktien von 1973 bis 1974 und Immobilien- und Finanzaktien von 2007 bis 2008) oder Länder (z.B. Großbritannien 1974, Russland 1998, Deutschland 2002) während einer Rezession besonders stark sinken. Deswegen sind die Bewertungsunterschiede zwischen Aktien am mehrjährigen Aktientief besonders hoch, diese hohen Bewertungsunterschiede „normalisieren“ sich im Zuge der folgenden Erholung, die meisten der stärksten Kursverlierer während des Abschwunges erholen sich nach der Trendwende aufgrund der hohen Volatilität und Unterbewertung überdurchschnittlich. Auf niedrige Bewertungskennzahlen am Ende eines mehrjährigen Aufwärtszyklus zu achten, verhindert in jene Aktien zu investieren, die massiv überbewertet sind und meist in der anschließenden Abwärtsbewegung überdurchschnittlich verlieren werden.

Es gibt auch Nachteile der Investition in die laut Bewertungskennzahlen „billigsten“ Unter-

HEUREKA
outperformance fonds

nehmen. Häufig gibt es Ursachen, warum eine Aktie besonders billig ist, das kann an unternehmensspezifischen Problemen liegen (z.B. aktuelle Verluste, eine hohe Verschuldung oder Wachstumsschwäche) oder Problemen einer ganzen Branche und solche Unternehmen können im Laufe eines starken Börsenabschwunges und zunehmendem Pessimismus bezüglich der zukünftigen Wirtschaftsaussichten besonders „unter die Räder“ kommen. Daher verwenden einige Value-Fondsmanager zusätzliche Kennzahlenvergleiche, die eine hohe Eigenkapitalrendite, niedrige Verschuldung oder ein Mindestwachstum mitberücksichtigen (z.B. Warren Buffet oder Joel Greenblatt).

Tabelle: Studien zur wertorientierten Strategie, letzte Spalte Angabe der Outperformance in %, also über dem Marktdurchschnitt der Aktienindizes.

O'Shaughnessy	USA, 50 Aktien mit niedrigstem KUV, 1952-2005	+4,3%p.a.
O'Shaughnessy	USA, 50 Aktien mit niedrigstem KGV, 1952-2005	+3,7%p.a.
O'Shaughnessy	USA, 50 Aktien mit niedrigstem KBV, 1952-2005	+4,3%p.a.
O'Shaughnessy	USA, 50 Aktien mit höchster Dividendenrendite, 1952-2005	+2,2%p.a.
Macedo	20 Länderindizes, niedriges KBV, 1977-1996	+6,5%p.a.
Fama/French	12 Länder, niedriges KBV, 1975-1995	+5,6%p.a.
Greenblatt, Joel	USA, 30 Aktien, höchste Kapital- und Unternehmenswertrendite 1988-2004	+10,5%p.a.
Wallmeier	D, niedriges KBV 1967-1994	+12,6%p.a.

Zusammenfassend lassen sich folgende Schlüsse ziehen. Am Beginn eines mehrjährigen Aktienaufschwungs nach Erreichen eines mehrjährigen Aktienmarktiefs erzielen Strategien eine beträchtliche Outperformance, die sich an niedrigen Bewertungskennzahlen (z.B. KGV, KUV, KBV) orientieren. Ist der Aufschwung ca. ein bis zwei Jahre alt, verschwinden die starken Bewertungsunterschiede, es wird schwierig

mit einer Value-Strategie weiterhin eine Outperformance zu erzielen. Bis zum Erreichen des endgültigen mehrjährigen Hochs, in der zweiten Hälfte eines mehrjährigen Aufwärtszyklus wird die relative Stärke Strategie (siehe meine Studie: "Relative Stärke, Gewinnerstrategie in Bullenmärkten") Outperformance erzielen. Nach dem Überschreiten eines mehrjährigen Hochs und dem Beginn einer starken Abwärtsbewegung (z.B. Rezession), werden insbesondere Value-Strategien besser als der Durchschnitt abschneiden, sofern sie sich an günstig bewerteten Unternehmen orientieren, die geringe Schulden, eine hohe Eigenkapitalrendite, stabile Gewinne und keine kurz- bis mittelfristige relative Kursschwäche im Vergleich zum Gesamtmarkt aufweisen.

Impressum und Disclaimer

Herausgeber: Heureka Outperformance Fonds

Redaktion: Mag. Herbert Autengruber

Besonderer Hinweis: Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist ausgeschlossen. Es handelt sich um keine Aufrufe zu individuellen oder allgemeinen Nachbildung. Diese Analyse darf keinesfalls als persönlich oder allgemeine Beratung aufgefasst werden, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft.

