



SELECTION
ASSET MANAGEMENT GMBH

SAM-JOURNAL

**Das Börsenjahr 2020 – erfolgreich mit fundamentalen
Bewertungsmodellen?**

Ein Backtesting im Euro Stoxx 600



Das Börsenjahr 2020 war nichts für schwache Nerven. Vorauszuahnen waren die Kursverluste am Anfang des Jahres wohl nur unter Crash-Propheten, die seit Jahren ständig und überall die Gefahr von großen Rückschlägen sehen. Jedem anderen Sterblichen blieb in der Krise drei Möglichkeiten, um derer aus Investorensicht entgegenzuwirken: Schnell sein, nichts tun oder nachkaufen. Im Nachhinein weiß man, dass alle drei Möglichkeiten zielführend gewesen wären, mehr oder weniger. Im Gegensatz zur Realwirtschaft ist die Krise am Kapitalmarkt mit ihrem V-förmigen Verlauf gedanklich schon sehr weit weg. Es wird nach vorne geschaut und vor allem weiter prognostiziert was in 2021 an den Börsen möglich ist und was nicht. Zurückblicken? Wieso? Dafür ist das Tempo an den Kapitalmärkten zu hoch. Vielleicht lohnt sich aber gerade jetzt ein Blick zurück mit der Frage, ob sich daraus Weisheiten oder Vermutungen für die Zukunft anstellen lassen.

Der Einsatz von Modellen spielt seit je her eine Rolle, wenn es um das Investment in Aktien geht. Lange Zeiten galten volkswirtschaftliche Modelle, Zinsmodelle, technische Modelle und Fundamentalmodelle als grober Wegweiser in den Büros der Assetmanager. Doch wie steht es um deren Einsatz und vor allem um deren Aussagekraft aktuell? Spätestens seit dem groben Eingreifen der Notenbanken in die Marktmechanismen dürfte der Großteil der volkswirtschaftlichen

Modelle an Aussagekraft eingebüßt haben, ebenso wie Zinsmodelle. Deren Entwicklung stammt schlichtweg aus einer Zeit, in der ein Zinssatz im negativen Bereich nicht vorstellbar war.

Was ist jedoch mit fundamentalen Bewertungsmodellen auf Einzeltitelebene?

Auch bei diesen Modellen ist das generelle Niedrigzinsumfeld zu beachten was zu einer Verschiebung hin zu höheren Kennzahlen führt. Bei einem risikolosen Zinssatz von 4% hat eine Gewinnrendite von 4% eine andere Bedeutung als bei negativen Renditen.

Fundamentale Modelle bewerten Unternehmen auf Basis derer Bilanz, G&V und Cashflow-Rechnung, um dem Anwender einen qualitativen Eindruck über das jeweilige Unternehmen zu vermitteln. Das Ergebnis soll eine Aktie auf relativer Basis aktuell als „teuer“ oder „billig“ deklarieren. Anhand dieser Einstufung kann eine genauere Untersuchung des Titels erfolgen. Modelle dieser Art können also dazu eingesetzt werden um die Anzahl der Aktien, die für eine genauere Untersuchung in Betracht gezogen werden, zu reduzieren. Schließlich gib es weltweit ca. 53.000 handelbaren Aktien¹. Vorausgesetzt das Modell liefert die richtigen Ergebnisse und grenzt das Universum des Investors „richtig“ ein.

Nach welcher Logik das jeweilige Modell aufgebaut ist und aus welchen Daten es seine Schlüsse zieht, ist dabei oft von einem gewissen Grad an Subjektivität abhängig.

¹ Federation of European Securities Exchanges (2018)

Im Folgenden werden einige Kennzahlen, die zu einer Bewertung im Modell herangezogen werden können, kurz vorgestellt und deren möglicher Einfluss auf eine Aktie aufgezeigt.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), im Englischen „Price-Earnings-Ratio“ (PE-Ratio), setzt den Kurs einer Aktie in das Verhältnis zum Gewinn je Aktie. Die am häufigsten verbreitete Interpretation eines KGV ist, dass ein niedriger Wert eine Aktie als „billig“ deklariert. Denn je geringer das KGV, desto geringer ist der Kurs im Verhältnis zum Gewinn des Unternehmens. Daraus lässt sich ein höheres Wachstumspotential des Aktienkurses ableiten als bei „teuren“ Titeln. Um „billig“ und „teuer“ im Hinblick auf das KGV definieren zu können, müsste es jedoch im Durchschnitt vergleichbare KGV unter allen Aktien geben, damit relativ hohe oder niedrige KGV über die Zeit hinweg korrigiert werden. Ebenfalls gilt es bei diesem Multiplikator zu berücksichtigen, dass sich ein KGV-Wert aufgrund verändernder Kurse und/oder verändernder Gewinne ergibt. Somit kann ein hoher KGV-Wert entweder auf niedrige Gewinne oder hohe Aktienkurse zurückzuführen sein. Verschiedenste empirische Untersuchungen haben ergeben, dass Aktien mit einem niedrigen KGV höhere Renditechancen aufweisen als Aktien mit einem höheren KGV².

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), Preis-Buchwert-Verhältnis (PBV) oder Price-Book-Ratio (PB-Ratio) ist das Verhältnis zwischen dem Marktpreis eines Unternehmens und dem Buchwert des Eigenkapitals. Die Kennzahl dient als Indikator dafür, wie hoch der Markt das Potenzial zukünftiger Wertsteigerungen einschätzt. Normalerweise ist das KBV größer als eins, da ansonsten der Marktwert eines Unternehmens unter seinem tatsächlichen Buchwert läge. Eine Aktie gilt als teuer, wenn ihr Kurswert zu stark vom Buchwert nach oben abweicht. Problematisch dabei ist eindeutig festzulegen, ab wann die Abweichung „stark“ bzw. „zu stark“ ist.

Die adäquate Quantifizierung des Wortes „stark“ kann oftmals das Problem bei der Bewertung mit dem KBV sein. Benjamin Graham empfiehlt in seinem Buch „Intelligent Investieren“ ein moderates KBV für Aktien, bei dem der aktuelle Kurs nicht höher sein sollte als das 1,5-fache des letzten ausgewiesenen Buchwertes. Auch beim Multiplikator KBV lassen bestehende Untersuchungen die Vermutung zu, dass Aktien mit einem niedrigen KBV höhere Renditechancen aufweisen als andersherum³

² Basu, S. (1977), S. 663 ff.; Nguyen, T.; Schüßler, A. (2010), S. 126.; Vgl. Tilley, J. R. (2015), S. 1 ff.

³ Lakonishok, J.; Shleifer, A.; Vishny, R. W. (1994), S. 1541 ff.; Nguyen, T.; Schüßler, A. (2010), S. 124.

Das Kurs-Umsatz-Verhältnis

Das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) setzt den Umsatz eines Unternehmens ins Verhältnis zu dessen Marktkapitalisierung. Der Umsatz steht am Anfang eines jeden unternehmerischen Wirtschaftserfolges. Erzielt ein Unternehmen hohe Umsätze, besitzt es eine Marktstellung, die es dem Unternehmen ermöglicht, Gewinne zu realisieren. Da die Kosten im Unternehmen dem Gesetz der Kostendegression unterliegen, ist es wahrscheinlicher, dass ein Unternehmen mit hohen Umsätzen höhere Gewinne erzielt als ein umsatzschwächerer Konkurrent. Darüber hinaus ist der Umsatz nicht so leicht zu manipulieren, wie es z.B. beim Gewinn eines Unternehmens der Fall ist. Das KUV ermöglicht auch eine Bewertung von defizitären Unternehmen, was sich bei der Analyse durch das KGV als irreführend erweisen kann. Ebenso ist die Bewertung von jungen Unternehmen, die möglicherweise noch keine oder niedrige Gewinne, jedoch Umsätze erzielen, realistischer. Auf der anderen Seite hängt die Höhe des Umsatzes manchmal nur indirekt mit dem Wert eines Unternehmens zusammen. Generiert ein Unternehmen keine positiven Zahlungsströme, wirkt sich das trotz Umsatzrealisation negativ auf den Unternehmenswert aus. Dazu kommt das Problem der Profitabilität. Umsatzrealisation ist kein Indiz dafür, dass ein Unternehmen profitabel wirtschaftet. Auch in diesem Fall

kann ein Zusammenhang zwischen einem niedrigen Multiplikator und einer daraus resultierenden höheren Renditechance der Aktie aus bisherigen Untersuchungen abgeleitet werden⁴

Das Kurs-Cashflow-Verhältnis

Nach der modernen Theorie zur Bewertung von Unternehmen eignen sich bilanzielle Überschussgrößen nur bedingt, um den fairen Wert eines Unternehmens zu ermitteln. Viele Investoren orientieren sich (zusätzlich) am Cashflow einer Investition, um deren Attraktivität zu beurteilen. Der Cashflow einer Investition oder eines Unternehmens ist der Überschuss zwischen Einzahlungen und Auszahlungen einer Periode. Der Free Cashflow, definiert als der Zahlungsmittelüberschuss eines Unternehmens, der nach der Tätigkeit von Anlageinvestitionen zur möglichen Auszahlung an die Anteilseigner zur Verfügung steht, hat sich als eine mögliche Bewertungsgröße durchgesetzt. Das liegt daran, dass die Kennzahl nur schwer durch Bewertungsspielräume zu manipulieren ist. Wird der Cashflow, bzw. der Free Cashflow eines Unternehmens in Relation zum Aktienkurs gesetzt spricht man vom Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV). Auch hier besteht dieselbe Annahme wie bei den vorangegangenen Kennziffern. Aktien mit einem niedrigen KCV könnten höhere

⁴ O'Shaughnessy, J. P. (1998); Barbee, W. C.; Mukherji, S.; Raines, G. A. (1996), S. 56 ff.; Nguyen, T.; Schüßler, A. (2010), S. 125.

Renditechancen in der Zukunft aufweisen als Aktien mit einem hohen KCV.

theoretische Investition mit jeweils einer Haltedauer von einem Quartal.

Verwendung der Kennzahlen im Modell

Die Veränderung der vier Inputparameter (KGV, KBV, KUV und KCV) wird über ein Scoring-Modell in vergleichbare Größen umgerechnet. Durch das Zusammenfassen der Scores zu einem endgültigen Wert ist es möglich, die Beteiligungstitel miteinander zu vergleichen. Von jedem Inputparameter werden sowohl der aktuelle Wert t_0 sowie die vorangegangenen Werte t_{-1} , t_{-2} , t_{-3} , t_{-4} und t_{-5} auf Monatsbasis abgefragt. Das arithmetische Mittel der in der Vergangenheit liegenden Werte (t_{-1} bis t_{-5}) wird mit dem aktuellen Wert t_0 verglichen. Da niedrigere Werte der vier Bewertungskennziffern positiv gewertet werden, erfolgt eine positive Bewertung, wenn der Wert t_0 kleiner dem arithmetischen Mittel der Werte t_{-1} bis t_{-5} ist. Die prozentuale Abweichung wird über eine Scoring-Tabelle in eine Punktezahl umgewandelt. Vor dem Hintergrund der seit Jahren anhaltenden expansiven Notenbankpolitik sind die Bewertungen verglichen mit den Jahren davor auf einem außergewöhnlich hohen Niveau. Diese Tatsache muss bei der fundamentalen Bewertung zusätzlich beachtet werden.

Das Modell wurde im Backtesting zu vier Zeitpunkten verwendet. Am Tag, an dem das Modell getestet wurde, erfolgte auch die

Investition	Verkauf
31.12.2019	31.03.2020
31.03.2020	30.06.2020
30.06.2020	30.09.2020
30.09.2020	31.12.2020

Das Investitionsuniversum dieses Backtestings beinhaltet alle Aktien des Euro Stoxx 600 Index. Alle 600 Titel wurden zu den jeweiligen Investitionszeitpunkten mit dem Modell nach fundamentalen Maßstäben bewertet. Die Top 10 fundamental günstigsten Aktien des Modells wurden, ohne jegliche qualitative Bewertung, bei gleicher Gewichtung zu einem Portfolio zusammengefasst. Im dritten Schritt wurde die Rendite des Portfolios im Haltezeitraum mit der Rendite des Index verglichen, um eine Out- oder Underperformance der Titel festzustellen.

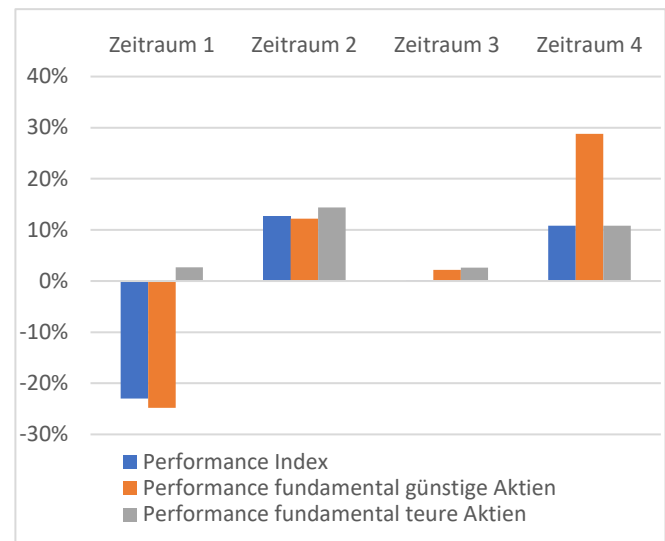
Im Falle der Selection Asset Management wäre das Modell noch um den [Nachhaltigkeitsfilter](#) zu bereinigen, welcher das Gesamtuniversum auf nachhaltige Aktien reduziert, was durchaus eine weitere positive Auswirkung haben kann.



Zeitraum	Zeitraum 1 (30.12.2019 – 31.03.2020)	Zeitraum 2 (31.03.2020 – 30.06.2020)	Zeitraum 3 (30.06.2020 – 30.09.2020)	Zeitraum 4 (30.09.2020 – 31.12.2020)
Performance Index	-23,0%	12,6%	0,2%	10,8%
Fundamental günstige Aktien	OCADO GROUP LUNDIN ENERGY PKO BANK POLSKI RWE BANK PEKAO SCATEC AMS KONINKLIJKE KPN ADLER GROUP GALAPAGOS	AIRBUS BANCO BPM MORPHOSYS AEGON ING GROEP NATWEST GROUP NORDIC- ENTERTAINMEN T LEONARDO BANCO- SABADELL BNP PARIBAS	CARNIVAL IDORSIA SCOUT24 EXOR MORPHOSYS CNP ASSURANCES SAMHALLSBYGGNADS -BOLAGET SAMPO OYJ-A JUST EAT TAKEAWAY ADLER GROUP	AIRBUS BANCO BPM MORPHOSYS AEGON ING GROEP NATWEST GROUP NORDIC- ENTERTAINMEN T LEONARDO BANCO- SABADELL BNP PARIBAS
Performance fundamental günstige Aktien	-24,8%	12,2%	2,2%	28,8%
Fundamental teure Aktien	NEXI CELLNEX TELECOM IDORSIA SOCIETE GENERALE MORPHOSYS HELLOFRESH INDUSTRIVARDEN SINCH SAMHALLSBYGGNA DS-BOLAGET DELIVERY HERO	SOFTWAREONE PENNON LA FRANCAISE - DES JEUX SAEM CONVATEC E. ON UNITED UTILITIES HELLOFRESH 3I GROUP IDORSIA SOFTWAREONE	CTS EVENTIM HELVETIA HOLDING PUMA PRUDENTIAL QUILTER INDUSTRIVARDEN SOFINA METSO OUTOTEC ZUR ROSE GROUP SOFTWAREONE	SSE PENNON GROUP LA FRANCAISE - DES JEUX SAEM CONVATEC E.O UNITED UTILITIES HELLOFRESH 3I GROUP IDORSIA SOFTWAREONE
Performance fundamental teure Aktien	2,7%	14,4%	2,6%	10,8%

Quelle: Selection Asset Management, Bloomberg

Mag das Ergebnis der Auswertung auf den ersten Blick verwirrend erscheinen, so lässt sich doch aus der Auswertung der Verlauf des letzten Jahres ableiten: Das Modell bewertet aufgrund fundamentaler Aspekte, sodass sogenannte „Value-Aktien“ also Titel mit soliden Bilanzen und Gewinnen als positiv gewertet werden. Zum Beginn des letzten Jahres litten diese Aktien überproportional unter dem Abverkauf durch die Coronakrise. Growth-Aktien hingegen, deren Kursentwicklung vor allem mit dem Wachstumspotential des Unternehmens oder der Branche begründet werden, galten im ersten Halbjahr 2020 als die Krisengewinner. Genau dieses Ergebnis zeigt die Auswertung der ersten zwei Quartale. Spätestens hier sei anzumerken, dass die Bezeichnung „fundamental günstige Aktie“ oder „fundamental teure Aktie“ in diesem Artikel nicht automatisch als gut und schlecht interpretiert werden sollte, sondern lediglich aus fundamentalen Gesichtspunkten. In der zweiten Jahreshälfte 2020 drehte sich durch den damals stattgefunden Branchen-Shift das Bild. Die krisengebeutelten Value-Aktien, vor allem aus Chemie und Industrie, holten ihren Rückstand auf. Dies lässt sich auch im Modell ablesen. Im letzten Quartal 2020 ist die Outperformance der Top-Titel gegenüber dem Index am deutlichsten zu sehen. Die Performance des Index lag im Jahr 2020 bei -3,8%. Die annualisierte Rendite des Top-Portfolios, also der Value-Aktien lag im selben Zeitraum bei 2,7%.



Quelle: Bloomberg

Es wäre somit also möglich gewesen im entsprechenden Jahr eine höhere Rendite durch das blinde Befolgen der Modellempfehlung zu erwirtschaften, als durch ein passives Indexprodukt.⁵ Noch deutlicher ist die annualisierte Rendite des Portfolios mit fundamental teuren Aktien. Dieses erwirtschaftete eine Rendite von 7,5% über das ganze Jahr. Es sei nochmals anzumerken, dass die Aktienausswahl ohne qualitative Überprüfung oder andere Arten von Research erfolgte. Für den Fall, dass bei Anwendung des Modells der Branchen-Shift in der zweiten Jahreshälfte Berücksichtigung fand und zur Mitte des Jahres von Growth zu Value gewechselt wurde, war mit dem Einsatz des Modells eine Rendite von 11,5% möglich.

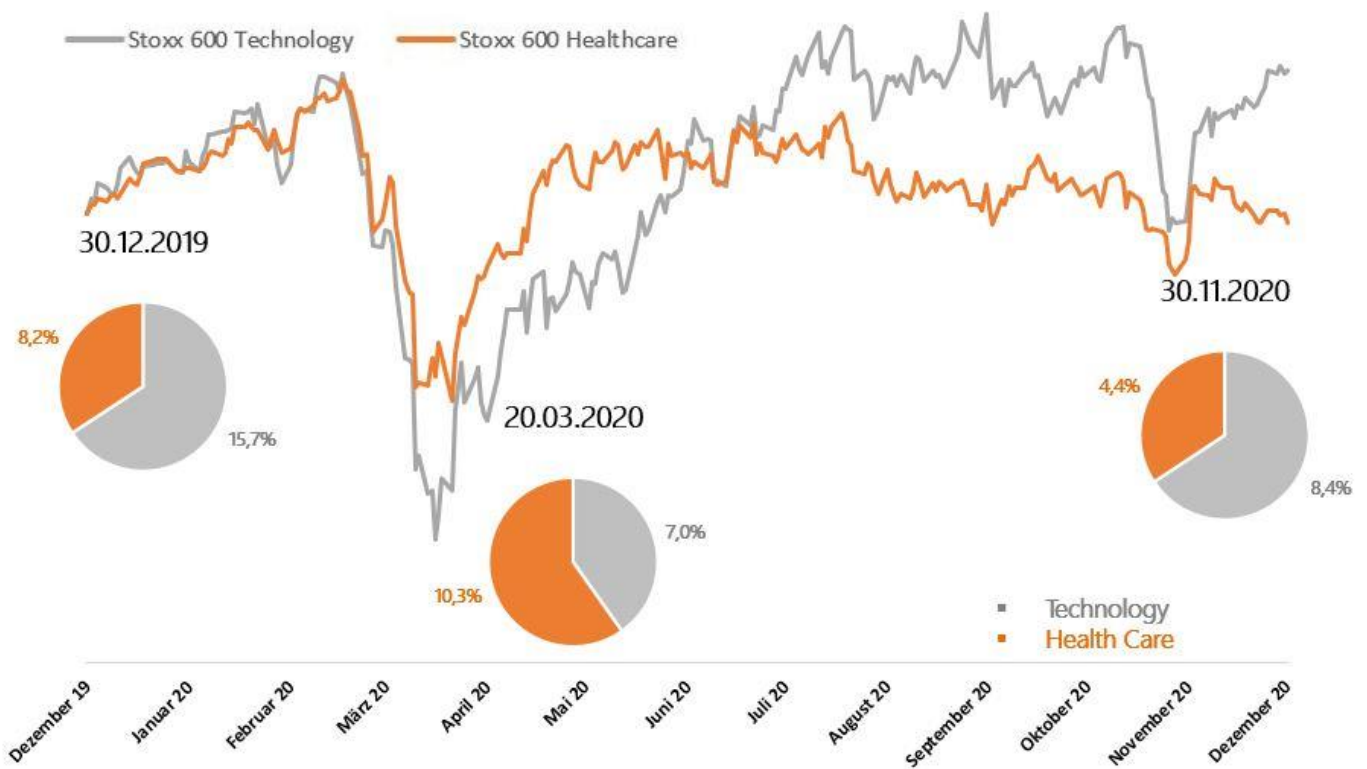
⁵ Unter Nichtberücksichtigung von Handelskosten



Der Fokus liegt auf der Erkennung von Branchen-Shifts

Wie gerade dargelegt ist die Erkennung und das adäquate Handeln bei Branchen-Shifts

von zentraler Bedeutung. Im Fondsmanagement der Selection Asset Management wird täglich an der frühzeitigen Erkennung von möglichen Shifts gearbeitet, um zeitnah Handlungsempfehlungen daraus abzuleiten.



Quelle: Universal, Bloomberg

In der obenstehenden Grafik ist die Entwicklung der Euro Stoxx 600 Subindizes Technology und Healthcare zu sehen. Diese beiden stehen exemplarisch für die Investition in Growth und Value Titel. An der Chartentwicklung ist der Branchen-Shift nochmal deutlich zu erkennen. Die Kuchendiagramme zeigen die Gewichtung der Aktien aus den jeweiligen Branchen im Selection Rendite Plus Fonds an. Durch die

gute Positionierung des Fondsmanagement in den richtigen Branchen zum richtigen Zeitpunkt war es möglich, eine Rendite von 10,8% im abgelaufenen Jahr zu erzielen. Anzumerken bleibt, dass dies mit einer maximal zulässigen Gewichtung von 49% Aktien möglich war.

Fazit

Bewertungsmodelle können auch in der heutigen Zeit sinnvoll genutzt werden. Denn sie reduzieren das Aktienuniversum auf eine geringere Anzahl von Titeln. Jedoch ersetzen sie in keinem Fall eine gründliche qualitative Analyse. Die Überlegung der Branchenauswahl und ein anschließendes Screening der jeweiligen Einzeltitel bleibt auch mit dem Modellansatz keinem erspart. Denn hier werden die davor herausgefilterten Unternehmen auf Innovationskraft, Wachstumschancen, Management, Markteintrittsbarrieren und weitere qualitative Aspekte untersucht. Ein erneuerter Modelldurchlauf am 01.03.2021 deklarierte die Aktien von Scatec, International Hotels, Telecom Italia, Vestas, Aena, Cellnex Telecom, Svenska Handelsbanken, SFS, Siemens Energy und Tele2 nach fundamentalen Gesichtspunkten als günstig. Wir dürfen gespannt sein, wie sich deren Wert im nächsten Quartal entwickeln wird.



SELECTION
ASSET MANAGEMENT GMBH

Die vorstehenden Ausführungen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und sind keine Anlageempfehlung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG. Sie dienen nur zu Informationszwecken und beinhalten kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes. Diese Unterlage darf ohne unsere vorherige Einwilligung weder vervielfältigt noch an Dritte weitergegeben oder veröffentlicht werden. Für die Vollständigkeit der hier enthaltenen Informationen sowie für den Eintritt oder Nichteintritt der angesprochenen Ergebnisse oder Konsequenzen übernehmen wir keine Gewähr. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf eine ähnliche Entwicklung in der Zukunft zu. Diese ist nicht prognostizierbar. Allgemeine Informationen gemäß MiFID finden Sie auf unserer Homepage



Hintergrund.

Die Selection Asset Management GmbH ist ein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassenes Finanzunternehmen. Unser Schwerpunkt liegt in der Entwicklung individueller Anlagestrategien für liquide Vermögen von institutionellen Mandanten und hochvermögenden Privatkunden. Als banken- und produktunabhängiges Finanzunternehmen können wir Ihre Risikovorgaben und Renditeanforderungen an das verwaltete Portfolio optimal umsetzen. Unsere langjährige Erfahrung im institutionellen Fondsmanagement bildet die Grundlage für die Umsetzung Ihres speziellen Mandates

Das Team.

Hinter der Selection Asset Management GmbH stehen die Geschäftsführer Jörg Scholl, Claus Weber und Mato Krahl mit Ihrem Team. Gemeinsam blicken wir auf mehr als sechs Jahrzehnte Erfahrung in der Finanzindustrie zurück, in der wir Vermögenswerte von mehr als 4 Milliarden Euro verwaltet und betreut haben. Als bankenunabhängige Berater sind wir nicht nur Dienstleister, sondern verlässliche Partner unserer Mandanten, die ihr Vermögen unter der Prämisse des Vermögenserhalts und der Vermögensmehrung nachhaltig investieren wollen

Kontakt.

Selection Asset Management GmbH
Herzog-Heinrich-Str. 32
80336 München
Telefon. +49 (0) 89 339 80 1680

Geschäftsführung.

Jörg Scholl, Claus Weber
Sitz.
München HRB 202 585

Zuständige Aufsichtsbehörde.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
geführt unter Nr. 127 860

Internet. www.selectionam.de E-Mail. info@selectionam.de