

Aktienmarktbesprechung Vol. 6 (September 2021)

Eine quantitative Betrachtung der Bewertung des europäischen Aktienmarktes

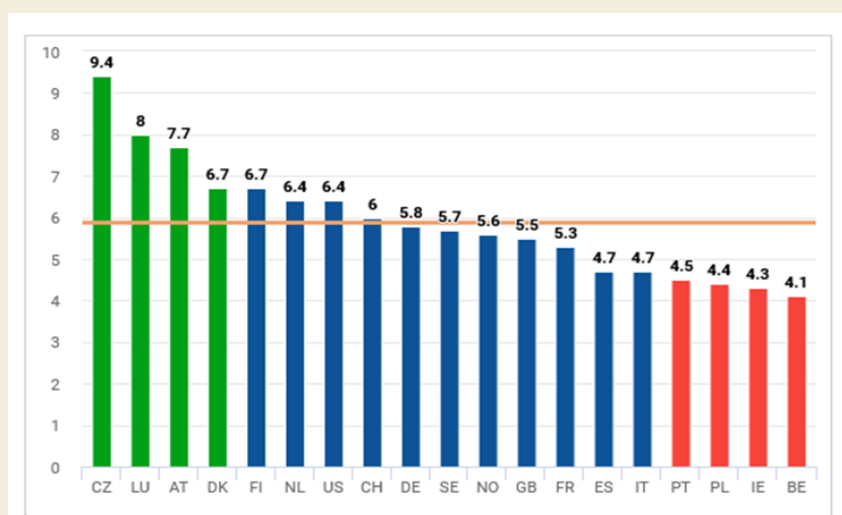
Prof. Dr. Peter Schömig, CFA

1. Relative Einschätzung der Länder

LeanVal nutzt erfolgreich einen komplexen Multifaktoransatz. Dieser stellt die relative Attraktivität aller Unternehmen, sowohl innerhalb des Sektors als auch im Hinblick auf das gesamte Universum, anhand von fünf Faktoren dar. Es handelt sich hierbei um die Faktoren Value, Quality, Stability und Growth, welche aus den fundamentalen Daten der Unternehmen, sowohl aus historischer als auch aus zukünftiger Sicht, ermittelt werden. Ergänzt werden diese durch einen rein technischen Faktor, dem Momentum. Die Ergebnisse werden mit der Marktkapitalisierung gewichtet und auf Länderebene kumuliert. Im Ergebnis erhält man die relative Attraktivität der einzelnen Länder.

Zu Beginn des vierten Quartals gehören von den Ländern mit einer deutlichen Markttiefe Österreich, Dänemark, Finnland sowie die Niederlande nach dem LeanVal Scoring weiterhin zu den attraktivsten Märkten. Deutschland und die Schweiz werden nicht mehr negativ, sondern durchschnittlich bewertet. Schweden weist erstmalig dieses Jahr ein nur unterdurchschnittliches Scoring auf und reiht sich somit in die Reihe von größeren Ländern wie Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien ein. Mit einem deutlich unterdurchschnittlichen Rating fallen insbesondere Länder mit einer geringeren Markttiefe wie Portugal, Polen, Irland und auch Belgien auf.

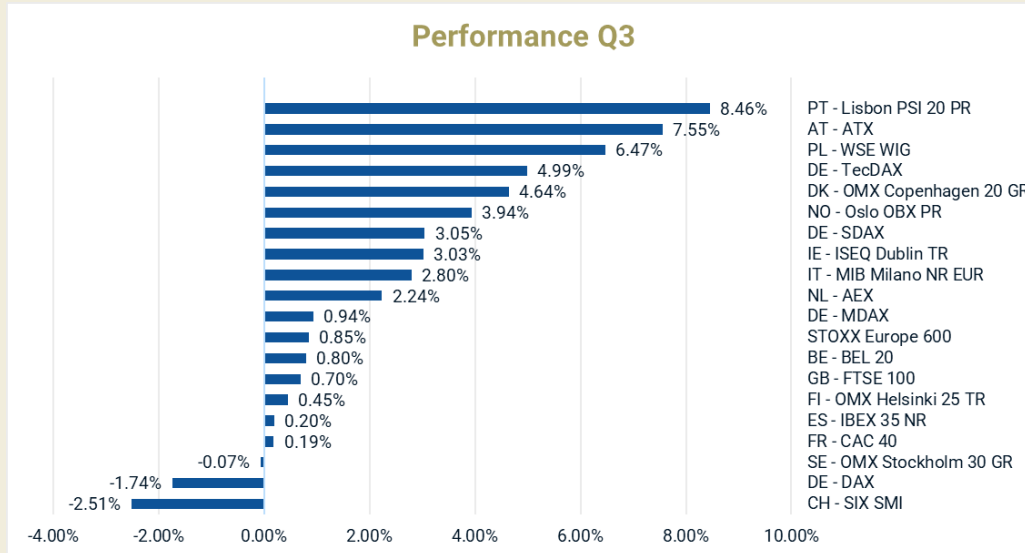
Relative Attraktivität der Länder September 2021



Quelle: LeanVal Research Navigator

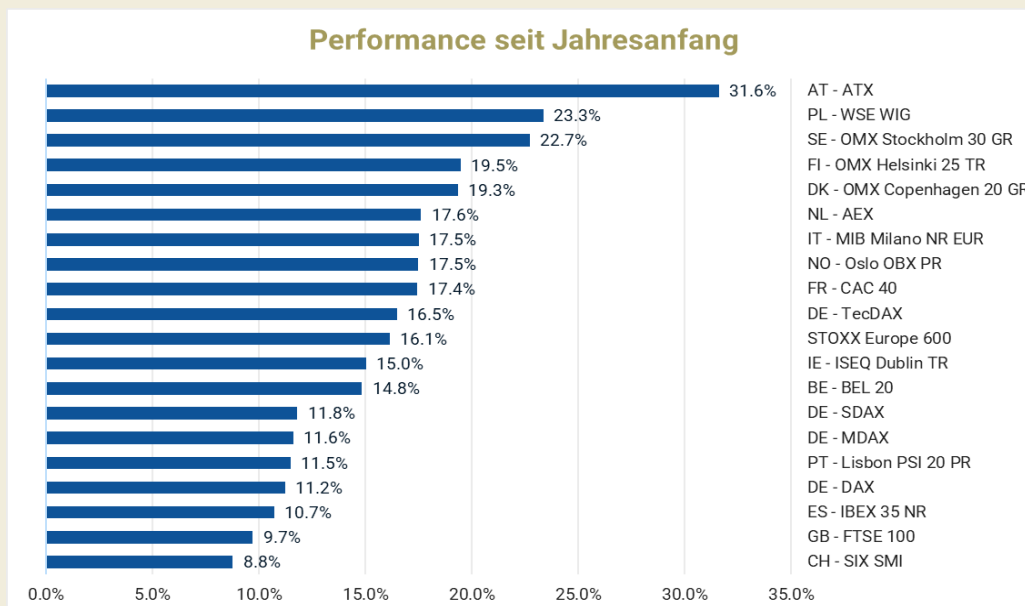
Betrachtet man die erzielte Performance nach Ländern, so gehörten auch im dritten Quartal Österreich (+7,6%) und Polen (+6,5%) nach Portugal (+8,5%) zu den am stärksten performenden Ländern innerhalb Europas. Der Stoxx 600 blieb mit 0,9% fast unverändert. Deutschland und die Schweiz lagen mit -1,8%, respektive mit -2,5% am unteren Ender der Skala.

Performance ausgesuchter Märkte



Quelle: LeanVal Research Navigator

Seit Jahresbeginn erschienen auf Basis des Multifaktoransatzes von LeanVal Österreich, Dänemark, Finnland und Schweden überdurchschnittlich attraktiv. Von den größeren Ländern bekamen Deutschland, die Schweiz, Großbritannien und Spanien dagegen ganzjährig unterdurchschnittliche Scores. Betrachtet man die Gesamtpformance des Jahres, so spiegelt sich diese Einschätzung in den tatsächlich realisierten Kurszuwächsen hervorragend wider. Während der Stoxx 600 einen bisherigen Kurszuwachs von +16% aufwies, ließen Österreich mit 31,6%, Schweden mit 22,7% sowie Finnland und Dänemark mit +19% den Gesamtindex deutlich hinter sich. Am unteren Ende befinden sich hingegen die Schweiz (+8,8%), Großbritannien (+9,7%) und Deutschland (11,2%).



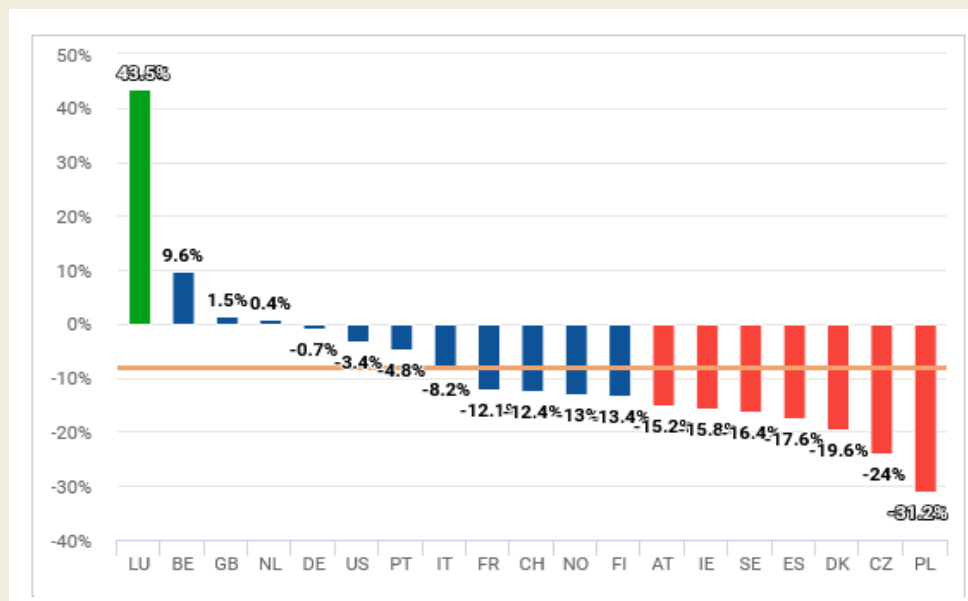
Quelle: LeanVal Research Navigator

2. Absolute Bewertung der Länder

LeanVal berechnet ferner auf Basis eines umfassenden ROIC Ansatzes (Return on Invested Capital) den fairen Wert aller Unternehmen des Universums (hier Stoxx Europe 600). Berücksichtigt für die Analyse werden neben Konsensschätzungen auch eigene Prognosemodelle für zukünftige Umsätze, Gewinne und Cashflows. Die jeweiligen Kursziele werden nach Ländern zusammengefasst und mit der Marktkapitalisierung gewichtet. Als Ergebnis erhält man die Attraktivität der einzelnen Länder im Hinblick auf ihr absolutes Potenzial.

Es ist darauf hinzuweisen, dass eine Überbewertung bis zu 15% als moderat überbewertet angesehen wird. Vor diesem Hintergrund ergibt sich marktgewichtet auf Basis der absoluten Bewertung weiterhin ein neutrales Bild. Deutschland und Großbritannien haben hierbei aufgrund ihrer Gewichte (repräsentieren ca. 34% der Marktkapitalisierung) und ihrer neutralen Bewertung einen nicht unerheblichen Einfluss. Luxemburg ist aufgrund seiner geringen Werteanzahl als Ausreißer zu sehen. Mit nunmehr sieben Ländern hat sich die Anzahl derjenigen Länder, die eine Überbewertung von über 15% aufweisen, in den letzten Wochen deutlich erhöht. Nach Marktkapitalisierung und Anzahl der jeweiligen Unternehmen sind Polen und Tschechien durchaus zu vernachlässigen. Als größeres Land erscheint nun auch Schweden neben Dänemark und Spanien als zu teuer.

Absolute Attraktivität der Länder September 2021

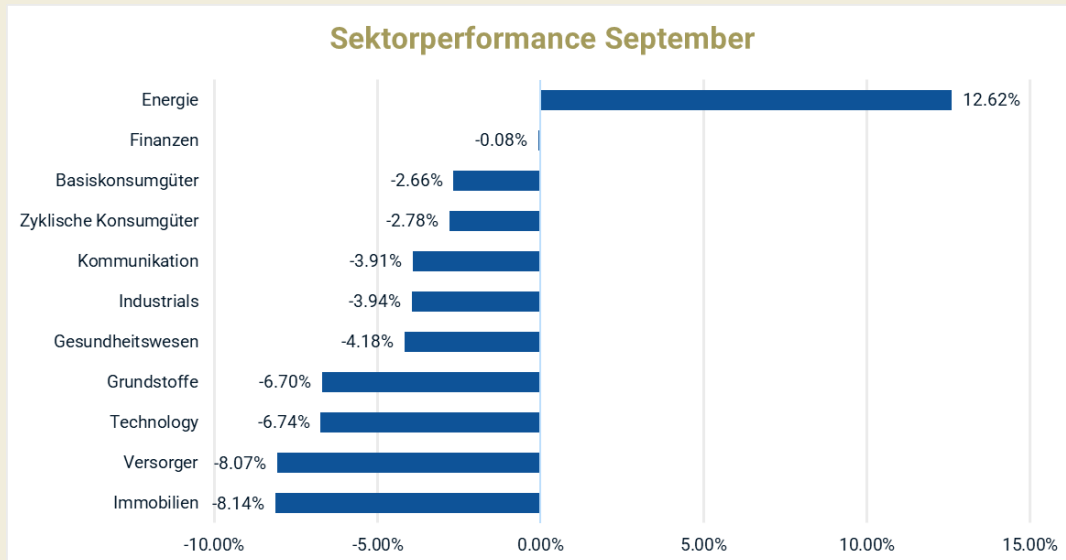


Quelle: LeanVal Research Navigator

3. Relative Einschätzung der Sektoren

Betrachtet man die Sektoren nach dem Multifaktoransatz von LeanVal so stachen seit Anfang des Jahres insbesondere die Sektoren Grundstoffe, Technologie, Zyklischer Konsum und auch Industrie sehr positiv hervor. Bis Ende August waren dies auch die Sektoren, welche eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschafteten. Durch einen deutlichen Rücksetzer im Monat September, kam es zu Verwerfungen. Der Sektor Energie, welcher erst seit Anfang des zweiten Quartals ein gutes Rating auf relativer Basis erhielt, konnte als einziger Sektor mit +12,6% einen positiven Zuwachs verzeichnen. Die Sektoren Technologie und Grundstoffe gehörten mit jeweils -6,7% mit zu den größten Verlierern.

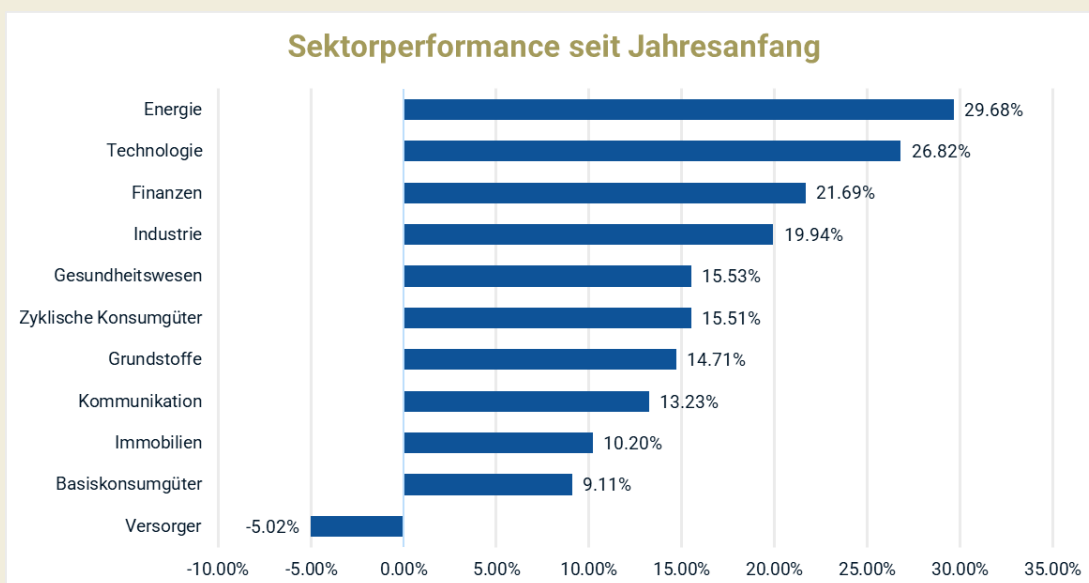
Performance der Sektoren September 2021



Quelle: LeanVal Research Navigator

Betrachtet man die Jahresperformance, so stehen die von LeanVal hervorgehobenen Sektoren Technologie und Industrie noch mit einer deutlichen Überrendite hervor. Bedingt durch den deutlichen Rücksetzer im abgelaufenen Monat gilt dies per September nicht mehr für die Grundstoffe oder den Zyklischen Konsum, die nur noch eine durchschnittliche Markttrendite erzielen konnten. Mit Blick auf das Gesamtjahr fallen als Verlierer insbesondere die Sektoren Energie sowie Basiskonsum auf, was sich mit dem LeanVal Scoring deckt.

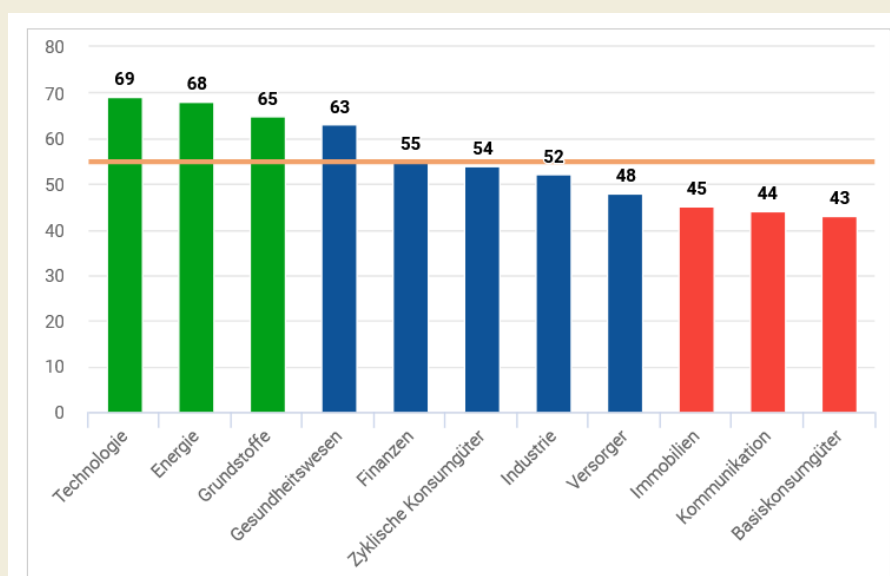
Performance der Sektoren 2021 (bis Ende September)



Quelle: LeanVal Research Navigator

Zum Anfang des vierten Quartals erscheinen auf Basis des LeanVal Multifaktor Ansatzes die Sektoren Technologie, Energie und Grundstoffe, aber auch das Gesundheitswesen als besonders attraktiv. Dies gilt nicht mehr für die Branchen Zyklischer Konsum und die Industrie, welche nur mit einem durchschnittlichen Rating erscheinen. Dieses Rating wurde nun auch von den Versorgern erreicht, womit sie erstmalig aus der Liste der schlechtesten drei Sektoren herausfallen. Am Ende der Liste erscheinen die Bereiche Basiskonsum, Kommunikation und Immobilien.

Relative Attraktivität der Sektoren September 2021



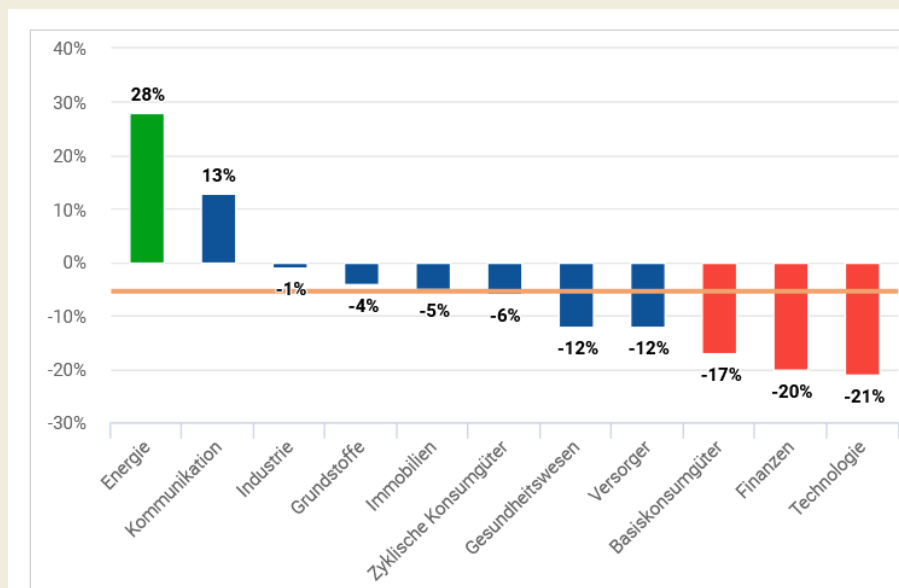
Quelle: LeanVal Research Navigator

4. Absolute Bewertung der Sektoren

In der absoluten Bewertung sticht weiterhin insbesondere der Sektor Energie (Öl & Gas) hervor. Trotz einer deutlichen Outperformance seit Anfang des Jahres muss festgehalten werden, dass die Werteentwicklung auf Sicht von drei Jahren noch immer negativ ist (-15,5% vs. 28,5% Stoxx 600). Als Gründe für das sehr schlechte Abschneiden ist weiterhin die Umweltdiskussion als auch die eingeschränkte konjunkturelle Entwicklung zu nennen. Jedoch hat sich der Ölpreis in den letzten Wochen deutlich erhöht und die Debatte um erneuerbare Energie ersetzt keineswegs die noch vorherrschende Notwendigkeit der Rohstoffe. Auch der Telekommunikationssektor weist über den Zeitraum von drei Jahren eine absolut negative Entwicklung aus (-4,7%). Vor dem Hintergrund durchaus stabiler Cashflows erscheint eine positive absolute Bewertung aber wenig verwunderlich.

Obwohl auch Technologieunternehmen zu den Gewinnern des Coronaumfeldes gehören, hat sich das absolute Bewertungsniveau deutlich erhöht und somit verschlechtert. Steigende Cashflows, Ausweitungen der operativen Marge als auch ein erhöhtes Wachstum auf mittlere Sicht sind hierbei modellseitig schon berücksichtigt. Das derzeitige Unterangebot von Speicherchips sowie eine deutliche Steigerung der Nachfrage nach Cloudservices dürfte eine Ausweitung der Überbewertung noch unterstützen. erinnert sei aber auch an die deutlich unterdurchschnittliche Performance des Sektors im Monat September. Dies zeigt durchaus die Sensibilität der Marktteilnehmer gegenüber dem Bewertungsniveau des Sektors.

Absolute Attraktivität der Sektoren September 2021



Quelle: LeanVal Research Navigator

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Die Geschäftsführung
Köln, 2021