

Auswirkungen der Rotation auf unsere Portfolios – unsere Ansichten

Der schnelle und starke Anstieg der Realzinsen hat zu einer deutlichen Rotation an den Kapitalmärkten geführt. Langfristige Anleihen sowie Wachstumsunternehmen mit weit in die Zukunft reichender Gewinnentwicklung verloren massiv an Wert, während Rohstoffe (insbesondere Energietitel) und Value-Aktien im Allgemeinen zulegen konnten. Kurzfristig stellt sich die Frage, inwieweit sich die Bewertungslevels der verschiedenen Marktsegmenten aneinander annähern. Langfristig gesehen, davon sind wir überzeugt, wird hingegen das Gewinnwachstum und nicht die Bewertung der entscheidende Treiber der Aktienkurse darstellen. Wir stellen fest, dass schon jetzt die Bewertungen vieler Wachstums- und Value-Titel auf den Niveaus vor Corona zurückgekehrt sind. Das stärkt uns in unserer Ansicht, dass der Fokus schon bald wieder auf das zu erwartende Wachstum der Unternehmen zurückkehrt. Wir sind überzeugt davon, dass die vielen Wachstumsunternehmen in unseren Portfolios hier so viel mehr zu bieten haben als die Unternehmen aus dem Value Camp.

Die Bewertungsdifferenz

Es besteht ein klares Risiko, dass einige Wachstumswerte, die ihre Bewertungsmultiplikatoren seit zwei Jahren ausgeweitet haben, auf den Stand vor COVID korrigieren, allerdings ist dies größtenteils bereits geschehen. Am stärksten betroffen sind unprofitable Technologieunternehmen in den USA, die seit Sommer letzten Jahres bereits stark korrigiert haben. Aktien, die von thematischen Ansätzen und ETFs nach oben getrieben wurden, haben ebenfalls korrigiert. Sofern ihre Geschäftsmodelle allerdings nicht grundsolid sind, sehen wir hier das Risiko eines weiteren Abverkaufs. Auf der anderen Seite stellt sich die Frage, ob es einen Grund gibt, warum beispielsweise Energie- und Banktitel mit höheren Multiplikatoren bewertet sein sollten als in der Zeit vor COVID. Wir sind der Ansicht, dass die strukturellen Trends in den meisten Fällen sehr ähnlich sind wie in der Zeit vor COVID. Da die Bewertungen vieler Aktien aus dem Energie- oder Rohstoffsektor - also Kernvertretern des Value-Lagers - schon jetzt wieder auf dem Bewertungsniveau von vor dem Ausbruch der Pandemie liegen, dürfte die Bewertung in der breite keinen weiteren Rückenwind darstellen.

Der Unterschied liegt im Gewinnwachstum

Nach der starken, relativen Entwicklung vieler Value Titel lohnt es sich, einmal genau hinzusehen, was sich hinter den klassischen Value Sektoren verbirgt. Sie lassen sich in drei Bereiche einteilen:

- 1) Finanztitel
- 2) Rohstoffe und Energie
- 3) Wiedereröffnung bei Titeln z.B. im Bereich Travel & Leisure

Die meisten Unternehmen aus den ersten beiden Bereichen wiesen in den letzten 10 Jahren kein oder nur ein geringes Gewinnwachstum auf, da ihre Geschäftsmodelle strukturell unter Druck standen. Für die Zukunft fällt es uns schwer, in diesen

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Funds and Solutions:

Insights

► **Spotlight**

Equities

Fixed Income

Multi Asset

Systematic Solutions

Overlay

ESG

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.



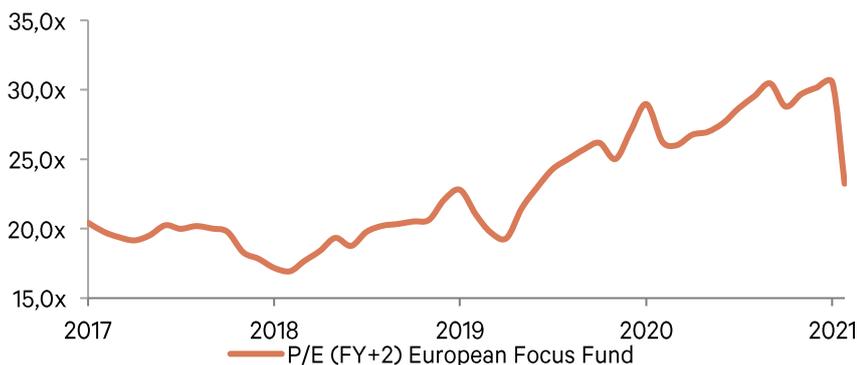
Sektoren strukturelle Veränderungen zu erkennen, die den Titeln ein signifikantes und nachhaltiges Ertragswachstum ermöglichen würden. Außerdem haben Energietitel und Banken im letzten Jahr bereits eine deutliche Erholung des Gewinnwachstums erlebt. Hinsichtlich der Werte aus dem dritten Bereich, also zum Beispiel aus dem Bereich Travel und Leisure, werden sie von einer Öffnung der Wirtschaft nach der Omikron-Welle sicherlich profitieren. Ähnlicheres gilt aber auch für den zyklischeren Teil unserer Portfolios, also zyklische Konsumgüter, Industrierwerte und Halbleiter, da sie ebenfalls herausragend von einer Erholung der Gesamtwirtschaft profitieren. Besteht auf der anderen Seite das Risiko, dass einige der stark wachsenden Unternehmen eine Phase der Verlangsamung ihrer Wachstumsraten erleben werden? Wir glauben, dass die meisten Unternehmen in unseren Portfolios mit Raten wachsen, die sie auch vor COVID erreicht haben. Einige haben ihre Wachstumsraten beschleunigt, da sie von der Konjunkturabschwächung profitiert haben. In diesen Fällen muss beobachtet und analysiert werden, ob es sich um eine nachhaltige Entwicklung handelt, die auf eine strukturelle Veränderung der Endmarktnachfrage und/oder unternehmensspezifische Veränderungen zurückzuführen ist.

Dies wirft die Frage auf, wie lange die aktuelle Rotation anhalten wird. Im historischen Kontext ist der aktuelle Abverkauf der Gewinner der letzten Jahre weit fortgeschritten. Diese Beobachtung basiert auf den Performance-Mustern der Wachstumsstrategien, die unsere leitenden Portfoliomanager seit fast zwei Jahrzehnten verwalten. Wir sehen die folgenden langfristigen Argumente für unsere Portfolios:

Selbst in einem Umfeld steigender Inflationsraten/Zinsen ändert sich der unterliegende Grund für langfristige Outperformance nicht. Es kommt darauf an, ob die Geschäftsmodelle gut funktionieren, ob sie zukunftssicher sind und ob die Gewinne wachsen werden. Dafür gibt es zahlreiche Beispiele, selbst wenn wir Zeiträume mit Zinserhöhungen, wie in den Jahren 2003-2007, betrachten.

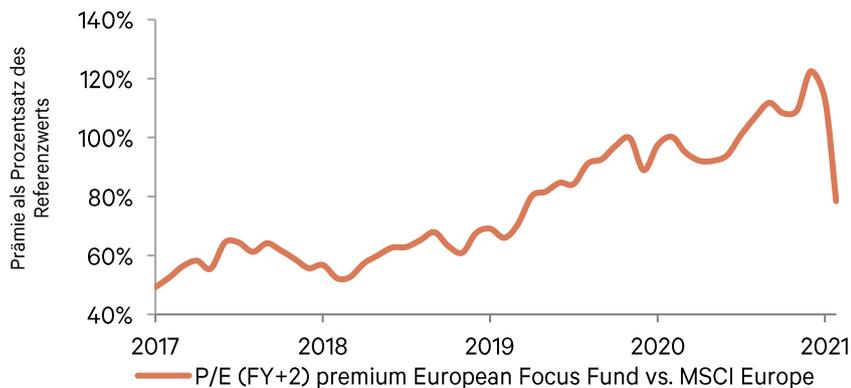
Die Bewertung unserer Portfolios hat wieder das Niveau von vor COVID erreicht. Dies stimmt uns zuversichtlich, dass sich der Bewertungsgegenwind, mit dem wir konfrontiert waren, zukünftig abschwächen sollte, so dass das anhaltend starke Gewinnwachstum unserer Unternehmen die künftige Performance antreiben kann. Unsere Portfolios haben seit ihrer Auflegung, aber auch seit März 2020, als die COVID-Krise begann, trotz der Bewertungskompression und der jüngsten Performanceverluste ein starkes Alpha erzielt, da unsere Bestände eine weitaus bessere Ertragsentwicklung aufwiesen.

Abb. 1: Bewertung des European Focus Fund (KGV GJ+2): zurück auf das Niveau vor COVID



Quelle: Berenberg, Bloomberg, 24.01.2022.

Abb. 2: Portfoliobewertung European Focus Fund vs. MSCI Europe



Quelle: Berenberg, Bloomberg, 24.01.2022.

Stabile und kurzfristige Cashflows gewinnen an Bedeutung. Eine disziplinierte Bewertung ist wichtig, muss aber im Zusammenhang mit Wachstum und Qualität betrachtet werden. Der Berenberg European Focus Fund beispielsweise hat ein durchschnittliches KGV 2023E von 26,6x, das erwartete Gewinnwachstum liegt im zweistelligen Bereich und die Unternehmen sind im Durchschnitt sehr cash-generativ und weisen bessere Bilanzen als vergleichbare Unternehmen im europäischen Kontext auf.

Abb. 3: Bewertungsübersicht European Focus Fund

	Bewertung KGV 2023	Umsatzwachstum (2022-24E)	Gewinnwachstum (2022-24E)	Bewertung vs. Gewinnwachstum	Kapitalrendite RoE (letztes FJ)	Nettoverschuldung vs EBITDA (letztes FJ)
European Focus	26.6x	10.4%	13.9%	1.9	26.9%	1.1x
MSCI Europe	14.0x	2.5%	6.4%	2.2	12.2%	3.1x

Quelle: Berenberg, Bloomberg, 25.01.2022.

Am stärksten betroffen von steigenden Zinsen sind Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil, unprofitable Unternehmen und gehypte Segmente/Themen. Wir investieren in der Regel nicht in Unternehmen, die nicht profitabel sind. Vielmehr suchen wir nach Geschäftsmodellen, die einen hohen Cashflow generieren. Dies ist auch der Grund, warum unsere Beteiligungen in der Regel einen sehr geringen Verschuldungsgrad aufweisen.

Unternehmen, deren Wachstum weit über den Trends vor COVID liegt, laufen Gefahr, dass sich die Gewinne verlangsamen. Diese Fälle werden wir genauestens betrachten.

Der Verkauf strukturell wachsender Qualitätsunternehmen und der taktische Einstieg in strukturell herausgeforderte Unternehmen ausschließlich aufgrund einer Rotation war noch nie eine gute Entscheidung. Da wir schon seit langem Quality/ Growth-Ansätze verwalten, haben wir ähnliche Ereignisse schon oft gesehen und sind uns des üblichen Musters bewusst.



Die Unternehmen in unserem Portfolio investieren in großem Umfang in künftiges Wachstum, weshalb ihre Wachstumsaussichten deutlich besser sein dürften als der Marktdurchschnitt.

Unsere Portfolios können sich im Rahmen unseres Ansatzes an ein sich veränderndes Umfeld anpassen, indem wir uns je nach den Chancen einzelner Titel zyklischer oder defensiver aufstellen.

Wir fühlen uns daher mit unserem Investitionsansatz für die Zukunft gut aufgestellt. Unser Ansatz basiert auf Investitionen in Unternehmen mit strukturellen Wachstumstreibern, hohen Markteintrittsbarrieren, hervorragenden Managementteams und ausgezeichneten Bilanzen.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Born | Head of Investments & CIO Equities bei Berenberg Wealth & Asset Management

AUTOR



Matthias Born

Head of Investments & CIO Equities, Wealth & Asset Management

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Funds and Solutions:

Insights

► **Spotlight**

Equities

Fixed Income

Multi Asset

Systematic Solutions

Overlay

ESG

Berenberg Aktienkompetenz

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung, Datum 26.01.2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
funds@berenberg.com