



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2022 vom 18.01.2022

Wie man überdurchschnittliche Ergebnisse mit „Durchschnittsaktien“ erzielt

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- „Aktien sind teuer“? Ein Blick auf die einzelnen Segmente zeigt, was die Marktentwicklung auf Indexebene verbirgt
- Turnaround-Fälle als größte Gewinner
- Relevante Inflationstreiber haben an Dynamik gewonnen
- Für 2022 gilt: Augen auf – nicht nur hinsichtlich der präferierten Marktkategorie

1

2021 an den Märkten und besonders für die FPM Funds erfreulich

2021 verlief an den internationalen wie auch am deutschen Aktienmarkt erfreulich. Die FPM Funds konnten zudem einen deutlich höheren Zuwachs als der Gesamtmarkt erzielen. Dabei profitierten die Fonds von der Ausrichtung auf niedrig bewertete und unterschätzte Unternehmen, die auch im Angesicht der Pandemie gute Fortschritte erzielen konnten.

Die Marktentwicklung auf Indexebene verbirgt natürlich immer, was sich unterhalb des Offensichtlichen abspielt. Pauschale Aussagen wie „Aktien sind teuer“, die vielleicht auf Gesamtarkebene stimmen mögen, sind oft nicht gerechtfertigt, wenn man die Einzeltitel betrachtet. Dazu hilft es aus unserer Sicht, wenn man den Markt vereinfachend in drei Kategorien aufteilt:

- Zyklisch/Value/Standardaktien
- Wachstumsaktien mit hohen Wachstumserwartungen
- Qualität und Sicherheit

Hier ergaben sich im Laufe des Jahres sehr unterschiedliche Entwicklungen, die man schnell einmal unterschätzen kann, wenn man einfach nur auf den Index schaut.

Entwicklungen liefen in den verschiedenen Segmenten sehr unterschiedlich

Die erste dieser Kategorien ist nach fast allen Kriterien wie Umsätze, absolute Gewinne, volkswirtschaftliche Bedeutung usw. mit Abstand die größte Kategorie. Mit einer Ausnahme: Der Marktbewertung.

Andersherum verhält es sich mit der zweiten Gruppe: Hier sind die Marktbewertungen im Vergleich zu den Ist-Daten teilweise extrem hoch.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Aufgrund des überschaubaren Wachstums in den letzten Jahren stiegen die Bewertungen bei den Unternehmen, die auch in einem schwierigen Umfeld teilweise hohe Zuwächse erzielen konnten, in neue Dimensionen. Begründet wird dies dann damit, dass an der Börse die Zukunft gehandelt wird. Das wird zwar oft gesagt, ist aber falsch. Gehandelt werden Zukunftserwartungen, und diese können sich schnell einmal ändern.

Als Treiber für die Kurse gemeinsam mit der dritten Gruppe, bei der sich Erwartungen naturgemäß nur langsam ändern (Qualität wird oft mit Vorhersagbarkeit, Stabilität und Verlässlichkeit gleichgesetzt) haben die Wachstumsaktien die überproportionale Bedeutung der Zinsen. Hier ergaben sich im letzten Jahr trotz steigenden Inflationsraten nur vergleichsweise geringe Verschiebungen. Auch hier gilt: Volkswirtschaftliche Bedeutung und Marktwert sind in einem umgekehrten Verhältnis im Vergleich zu den Standardaktien. Ansonsten müsste ein Großteil der französischen Bevölkerung in der Luxusindustrie arbeiten. Davon ist uns nichts bekannt.

Unsere Fonds investieren in alle Kategorien, sofern die Bewertungen eine risikobereinigt vernünftige Rendite erwarten lassen. Das können somit also auch Unternehmen sein, die eine hohe Qualität aufweisen oder extreme Wachstumsraten erreichen. Dies unterscheidet uns von der üblichen Betrachtung des Value Investing, bei der zumindest in der trivialen Betrachtung vor allem auf optisch günstige Kennzahlen geschaut wird.

In den letzten Jahren aber waren Chancen in diesen beiden Bereichen aus unserer Sicht rar gesät. Dies lag zum einen an den tiefen und immer noch fallenden Zinsen, die Qualitätstitel begünstigten. Wenn man bei einer Anleihe nur 0 % erhält, ist eine de facto inflationsgesicherte Aktie

mit einem stabilen Geschäft und einer Bewertung vom 30-fachen des Gewinns durchaus attraktiv. Steigen diese Aktien, müssen viele Investoren aus Benchmarksicht diesem Trend hinterherlaufen, was die Kurse weitertreibt und die Kurse von „normaleren“ Aktien dann unter Druck bringt. Ähnlich verhält es sich mit Wachstumsaktien, deren Geschichte fast nie angezweifelt wird bis einmal etwas schiefeht. Bis dies passiert haben viele Investoren die Vorstellung, das neue Amazon oder Google entdeckt zu haben. Die Standardwerte litten dagegen in den letzten Jahren unter der nach der Finanzkrise instabilen Konjunktur, Handelskriegen, Technologiebrüchen, die teilweise die Geschäftsmodelle in Frage stellten. Was die Kurse betrifft, war das Crowding Out durch die Wachstums- und Qualitätsaktien die Ursache für teilweise extrem niedrige Bewertungen.

Im letzten Jahr war die Entwicklung eine andere. Qualitätstitel verzeichneten grosso modo eine relative Schwächephase in der ersten Jahreshälfte, in der sie mit der konjunkturgestützten Dynamik der Standardtitel und zunächst auch der Wachstumsaktien nicht mithalten konnten. Mit abnehmender Dynamik der Konjunkturerholung erzielten sie im zweiten Halbjahr jedoch wieder deutliche Gewinne und waren die erfolgreichste Kategorie. Die Entwicklung bei den Standardaktien war im Großen und Ganzen spiegelverkehrt. Anders die Wachstumstitel: Hier kam es von hohen und extrem hohen Bewertungen zu teilweise deutlichen Kursverlusten. Unternehmen, die die Erwartungen nicht erfüllen konnten, verzeichneten teilweise massive Kursverluste. Nur wenn die Schätzungen übertroffen wurden, konnten die Aufwärtstrends aufrechterhalten werden.



FPM investiert in allen Segmenten.

Voraussetzung: Die Bewertung stimmt.

Wo wir es als gerechtfertigt ansehen, sind wir auch investiert in Unternehmen, für die extrem hohe Wachstumsraten erwartet werden. Dazu ist es allerdings erforderlich, dass diese Unternehmen über eine Technologie, eine Wettbewerbsposition oder ein disruptives Geschäftsmodell verfügen, das schwer angreifbar ist. Allein in einer Wachstumsindustrie vertreten zu sein reicht bei weitem nicht: Wenn die Markteintrittsbarrieren überschaubar sind, werden sie auch überwunden werden, und dann ist die Wachstumsperspektive eher ein Fluch als ein Segen: Dann wird Kapital in die Industrie investiert, oft weit über das Notwendige hinaus, da „jeder“ dabei sein will, wodurch wieder Überkapazitäten errichtet werden und die Preisdisziplin zerstört wird.

3 Wenn wir in Wachstumsunternehmen investieren, muss gleichzeitig die Bewertung nachvollziehbar sein, unter Berücksichtigung der Wachstumskosten und auch für den Fall, dass der Best Case nicht immer zwangsläufig eintritt. In diesen Fällen sind wir gewillt, auch Kursschwankungen auszusitzen, die immer kommen werden, und nicht die Position aus kurzfristigen opportunistischen Gründen aufzugeben, nur, weil gerade Kursgewinne entstanden sind. Diese Strategie betrifft einen größeren Teil der Positionen im FPM Funds Ladon, der auf Investments zur Vermeidung und zur Reduktion des CO₂-Ausstosses ausgerichtet ist. Hier stecken viele Unternehmen noch in den Kinderschuhen, auch wenn sie über bereits heute absehbar vielversprechende Technologien verfügen. Gleiches gilt bspw. aber auch für HelloFresh, die eine ganze Wertschöpfungskette in der Lebensmittelproduktion und -distribution neu definiert hat, hochrentabel ist und trotz klarer

Marktführerschaft in einem stark wachsenden Markt ihre Marktanteile immer noch weiter ausbaut.

Die größten Gewinner in unseren Portfolios waren Turnaround-Fälle

Die großen Kursgewinner in den FPM Funds stammten im letzten Jahr jedoch aus dem anderen Lager. An erster Stelle zu nennen ist hier Heidelberger Druckmaschinen. Das Unternehmen wurde in den letzten Jahren Schritt für Schritt in einem nicht einfachen Umfeld restrukturiert, nachdem es lange Zeit mehr oder weniger vor sich hintrieb. Zu einem Zeitpunkt, als die Maßnahmen bereits allesamt definiert oder schon in der Umsetzung waren, wurde das Unternehmen, zugespitzt gesagt, mehr oder weniger bewertet wie der Grundbesitz am Stammsitz, wenn man die niedrigzinsbedingten aufgeblähten Pensionsrückstellungen vernachlässigt. Die Verfolgung dieses Weltmarktführers durch den Kapitalmarkt fand kaum noch statt, und oft war die Analyse mit dem entsetzten Betrachten der Pensionsrückstellungen beendet, ohne den Charakter dieser Position überhaupt zu hinterfragen. Es wurde über eine Pleite diskutiert zu einem Zeitraum, zu dem die Finanzverbindlichkeiten weitgehend getilgt waren. Neben Heidelberg ragten Unternehmen wie K+S nach dem Trendwechsel der Kalipreise sowie (wie Heidelberg) der durch den Verkauf der Salzaktivitäten in Amerika abgeschlossenen Bilanzsanierung, was ebenfalls am Aktienmarkt längere Zeit niemand zur Kenntnis nehmen wollte, oder ebenfalls nach abgeschlossener Sanierung der Edelsteinhändler Elumeo heraus. Ansonsten waren die Gewinner breit über Standard- und auch Wachstumsaktien gestreut, größere Verlustpositionen konnten weitgehend vermieden werden. Aktien, die von den niedrigen Zinsen profitierten, hatten wir weiterhin praktisch nicht

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



im Bestand, da wir die Annahme eines Fortbestands dieser Situation aus verschiedenen Gründen schlicht und einfach nicht teilen. Ausnahmen sind Unternehmen wie Merck, die ohne Frage ebenfalls in die Qualitätsliga gehören, deren Bewertung aber vor ein paar Jahren deutlich gedrückt war durch die sich verschlechternden Perspektiven für Flüssigkristalle und die damit eine Gelegenheit zum Einstieg geboten haben.

Ausblick 2022: Große Unsicherheit hinsichtlich Inflation und Zinsen

Das war der Rückblick, nun zum Ausblick 2022:

Und wie immer ist der Blick nach hinten ganz einfach und alles im Nachhinein logisch, fast zwingend, während die Zukunftsperspektiven so unklar wie selten sind. Allerdings tun wir uns diesmal in der Tat besonders schwer, insbesondere, weil einige Vorhersagen für das vergangene Jahr meilenweit neben der Realität lagen, ohne dass dies irgendjemanden zu stören scheint. Dies betrifft in erster Linie die realisierte und die erwartete Inflation.

Es ist naheliegend, für 2022 einen Rückgang der Inflationsraten zu erwarten, insbesondere da sich die Probleme in den Wertschöpfungsketten wieder normalisieren, der Umgang mit der Pandemie routinierter wird, die demographische Entwicklung ihren Tribut einfordert und vor allem: Weil es halt in den letzten 30 bis 40 Jahren immer so war.

Relevante Inflationstreiber haben an Dynamik gewonnen

Auf der anderen Seite sind jedoch folgende Aspekte nicht zu vernachlässigen: 2021 hat die Inflation alle Erwartungen deutlich übertroffen. Der Trend, Wertschöpfungsketten immer weiter zu strecken und zu optimieren, hat in einer

zugegeben nicht normalen Lage zu erheblichen Verwerfungen in unterschiedlichsten Industrien geführt. Die zudem geringer werdenden Einsparungen sind daher schwerer zu rechtfertigen, zumindest in einzelnen Industrien. Gleichzeitig stellen Unternehmen fest, dass Kunden Preiserhöhungen, anders als in den letzten Jahrzehnten, akzeptieren, wenn sie dadurch Versorgungssicherheit erhalten. Somit ist die Bereitschaft in der Realwirtschaft zu erkennen, die Trends der letzten Jahre nicht fortzusetzen, sondern vielmehr eine Wende einzuleiten. Aber: Um die Inflationsraten der letzten Jahre fortzuschreiben, wie dies an den Finanzmärkten weiterhin mehrheitlich gehandhabt wird, muss man unterstellen, dass der Weg der „Optimierung“ der Wertschöpfungsketten weiter vorangetrieben wird, also eine weitere Verlagerung der Produktionsstätten, eine weitere Aufteilung der Wertschöpfung und eine weitere Bereitschaft, die Risiken zu erhöhen, gegeben sein müssen. Man fragt sich nur, wohin, und wer nach den Erfahrungen der letzten Quartale dazu noch bereit ist. Neulich habe ich die Erkenntnis gelesen, dass kein Mensch weiß, wie man einen Kugelschreiber herstellt. Wenn man darüber nachdenkt, kommt man zu erstaunlichen Erkenntnissen. Und das ist durchaus nicht das komplexeste Produkt, das auf der Erde verfügbar ist.

Zurück zu den Inflationserwartungen: Schaut man auf die Preisentwicklungen nicht handelbarer Güter und Dienstleistungen, ist dort, zumindest in unserem Umfeld, nichts von Deflationsbefürchtungen zu sehen, und zwar seit Jahren nicht. Vielleicht erklärt sich dies dadurch, dass wir im Westend, die EZB aber im Ostend sitzt und wir nicht den perfekten Überblick haben. Oder die EZB-Kantine verzichtet auf Preiserhöhungen. Unsere Nahversorgungslandschaft tut dies nicht.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Und auch nicht die Versicherungen, die Versorger, die Verkehrsbetriebe, von den Energiepreisen ganz zu schweigen. In Summe lag die Inflation in den letzten 25 Jahren in Deutschland bei 1,5 %, bei einem preishemmenden Effekt durch die Optimierung der Wertschöpfungsketten. Man kann sich denken, dass dieses Niveau übertroffen werden könnte, sollte diese Optimierung nicht mehr fortgesetzt werden können.

Neben diesem strukturellen Effekt sind zyklische Aspekte offensichtlich: Die Notenbanken sind, historisch gesehen, mit Zinsen weit unterhalb der Inflationsraten nach wie vor extrem expansiv aufgestellt. Die Staaten haben mit der Pandemie sowie dem Klimaschutz die perfekte Entschuldigung für rasant steigende Staatsdefizite, und in den USA wurde mit den noch nicht nachfragewirksam gewordenen Transfers von Geld an die Bürger Helikoptergeld zur Realität: Es fällt zunehmend schwer, sich eine Welt wie vor der Pandemie vorzustellen, auch was die Geldstabilität angeht.

Zinsniveau hat erhebliche ungewollte Umverteilungseffekte

Wenn man etwas grundsätzlicher wird, kann man das Zinsumfeld in einer Gesamtbetrachtung nur als schädlich sehen. Die Notenbankpolitik soll Schuldnern das Leben erleichtern und neue Investitionen anregen. Allerdings: Eine Investition, die sich bei Zinsen von 1 % nicht mehr rechnet, bei 0 % aber schon, sollte volkswirtschaftlich gesehen besser unterbleiben. Und da die meisten Investoren in der Realwirtschaft außerhalb der Finanzmärkte die Dinge offensichtlich auch weiter so handhaben, kann man wenig Zusatzaktivitäten feststellen. Ganz im Gegenteil, die tiefen Zinsen bedingen eher Misstrauen in die Nachhaltigkeit des Umfelds. Offensichtlich ist dies bei Immobilien anders, aber hier sind die Cash Flows, wenn

einmal die Zinsen festgezurrert sind, weitgehend sicher.

Bleibt als Motiv vor allem die Entlastung der verschuldeten, also praktisch aller Staaten, nachdem die Inflationsraten schon in der Vergangenheit eher ein Feigenblatt waren und jetzt offensichtlich schöngeredet werden und nicht mehr ernstgenommen werden. Dass dabei in einem viel größeren Umfang auch die privaten Schuldner ent- und die privaten Sparer belastet werden wird in Kauf genommen, obwohl die privaten Schulden insgesamt deutlich größer sind als die Staatsschulden. Dies bedeutet am Ende aller Tage nichts anderes als eine massive Umverteilung von Gläubigern zu Schuldnern oder aggregiert: Von der Mitte der Gesellschaft in die Schicht der reicheren Mitbürger. Denn hier sind in erster Linie die Marktteilnehmer zu finden, die sich verschulden können, da sie eine ausreichende Bonität aufweisen. Diese Umverteilung liegt vorsichtig geschätzt im mittleren zweistelligen Milliardenbereich alleine in Deutschland. Es ist einfach nur absurd. Und somit wahrscheinlich nicht dauerhaft.

Zins- und Inflationsrisiken asymmetrisch in den unterschiedlichen Aktienmarktsegmenten

Zurück zum Aktienmarkt: Hier sehen wir in Summe die Chancen und Risiken asymmetrisch verteilt. Wir sehen es nicht als unsere Kernkompetenz an, volkswirtschaftliche Prognosen zu machen. Wir sehen aber auch, dass die Zinsentwicklung erneut das Potential hat, zum marktbestimmenden Faktor zu werden. Auf dieser Basis analysieren wir die Unternehmen, deren Bewertungen und das, was in diesen Bewertungen eingepreist ist. Und hier kann man weiterhin festhalten: Trotz der kräftigen Kursbewegungen zum Jahresbeginn 2022 weisen die Qualitätsunternehmen weiterhin nicht nur relativ, sondern



auch absolut gesehen hohe Bewertungsprämien im Vergleich zu den eher als durchschnittlich angesehenen Unternehmen auf. Dies wiederum bedeutet, dass die Mehrzahl der Anleger darauf setzt, dass die Rahmenbedingungen sich wieder in die Richtung der Vor-Pandemiezeiten bewegen. Das halten wir aus den dargelegten Gründen für alles andere als gegeben, aber auch nicht für ausgeschlossen. Falls dies jedoch nicht so kommen sollte, bestehen bei Qualitäts- und überschätzten Wachstumsaktien erhebliche Kursrisiken. Hier hat man ein doppeltes Risiko: Dass die Wachstumsraten nicht erreicht werden, und dass der Abzinsungsfaktor steigt. Bei den „normaleren“ Unternehmen hat man aus Bewertungssicht diese Risiken nicht, sondern „nur“ die üblichen, die sich aus der jeweiligen Branche, dem individuellen Geschäftsmodell sowie der Konjunktur ergeben, und die zur Zeit mit

einer Risikoprämie im eher überdurchschnittlichen Umfang abgegolten werden.

Insofern fällt die Wahl des präferierten Marktsegmentes nicht so schwer: Keine Unternehmen, die von niedrigen Zinsen profitieren, keine Unternehmen, deren hohe Wachstumsraten nicht durch ein überragendes Geschäftsmodell oder eine ebensolche technologische Positionierung gedeckt werden, stattdessen wie auch im vergangenen Jahr eher Durchschnittsaktien mit einer niedrigen Bewertung. Und dabei die Augen aufhalten, denn die ersten gefallenen ehemaligen Wachstumsstars erscheinen langsam billig.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.