

Factor-Investing (Teil 2): Kennzahlen soweit das Auge reicht

Faktor ist nicht gleich Faktor. Im zweiten Teil unserer Research Note Serie vergleichen wir die drei Faktoren Value, Low Volatility und Quality anhand der wichtigsten Finanzkennzahlen. Der Fokus liegt auf der Bewertung, der Rentabilität und der Verschuldung. Die Ergebnisse zeigen, dass die drei Faktoransätze eine eher komplementäre Charakteristik aufweisen.

Verwandt, aber keine Zwillinge. So lautete das Resümee unseres ersten Beitrags zur Beziehung zwischen dem Low-Volatility- und dem Quality-Ansatz. Bei der ebenfalls untersuchten Value-Strategie konnten wir belegen, dass sie nicht zur gleichen Familie gehört.

Im zweiten Teil möchten wir das Ergebnis vertiefen: Wie eng verwandt ist der Low Volatility- mit dem Quality-Ansatz tatsächlich? Und wie sieht das Verhältnis zum Value-Ansatz genau aus? Wir haben die drei Ansätze anhand der wichtigsten Finanzkennzahlen verglichen und auch den Benchmark berücksichtigt, was uns einen Vergleich mit dem Marktdurchschnitt ermöglicht.

Als Datenbasis verwenden wir wieder den amerikanischen Aktienmarkt (MSCI USA) für den Zeitraum vom 31.05.2002 bis 31.05.2018.¹ Die Methodologie zur Replikation der Faktorportfolios ist die gleiche wie in Teil 1 dargelegt.

Faktorvergleich anhand von Kennzahlen

1. Kurs-Buchwert und Kurs-Gewinn-Verhältnis

Das Kurs-Buchwert- sowie das Kurs-Gewinn-Verhältnis liefern eindeutige Ergebnisse: Über den gesamten betrachteten Zeitraum weist das Value-Portfolio, welches attraktiv bewertete bzw. günstige Titel favorisiert, bei beiden Kennzahlen wenig überraschend die klar tiefsten Werte auf (Abbildung 1 und 2). Denn für Value-Investoren sind das KBV und/oder das KGV wichtige Kennziffern für die Anlageentscheidung, da ein im Vergleich zum Gesamtmarkt, zur Branche oder zu historischen Werten tiefer (hoher) Wert mitunter als Kaufsignal (Verkaufssignal) interpretiert wird. Unternehmen mit einem tiefen KBV, respektive tiefen KGV, gelten bei diesem Investmentansatz als unterbewertet, da man einen geringen Aktienpreis

¹ Indexdaten sind ab 2002 verfügbar, Startzeitpunkt analog Stichtagen der MSCI Index-Reviews (jeweils per 31.05. und 31.11.).

In Kürze

Dieses Forschungsprojekt haben wir in Zusammenarbeit mit der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW) durchgeführt. In Teil 2 liegt der Fokus auf dem Vergleich der Bewertung, der Rentabilität und der Verschuldung für die in Teil 1 replizierten Faktorportfolios Value, Low Volatility und Quality.

1. Die Faktoren Low Volatility und Quality zeigen eine überdurchschnittliche Eigenkapitalrendite bei tieferem Verschuldungsgrad als der Benchmark. Value Portfolios hingegen weisen gegenüber dem Benchmark eine tiefere Eigenkapitalrendite und einen höheren Verschuldungsgrad auf.
2. Die Bewertungen liegen bei Value deutlich tiefer, während sie bei Low Volatility und insbesondere bei Quality tendenziell höher sind.
3. Das Risiko, gemessen mit der Volatilität, liegt bei Low Volatility aufgrund der Ausrichtung in der Portfoliokonstruktion am tiefsten, während das Risiko bei Value-Portfolios deutlich höher ist.
4. Low Volatility und Quality unterscheiden sich bei der Dividendenrendite: Das Low Volatility Portfolio besticht mit dividendenstarken Titeln, während das Quality-Portfolio eher wenig Dividende abwirft. Die tiefe Dividendenrendite bei Quality muss aber aufgrund der Aktienrückkäufe bei Quality-Unternehmen relativiert werden.
5. Die drei Strategien erscheinen aufgrund der Unterschiede eher als komplementär, auch wenn zwischen Low Volatility und Quality stärkere Ähnlichkeit besteht, als zwischen diesen beiden Faktoren und dem Value Portfolio.

für die Vermögenswerte bzw. den Gewinn bezahlt. Dies kann bei gesunden Unternehmen ein klares Kaufsignal darstellen. Ein tiefes KBV oder KGV kann aber auch bedeuten, dass die «tiefe» Bewertung auf fundamentale Gründe zurückzuführen ist, und dass das betroffene Unternehmen nicht zwingend ein gutes (Value-)Investment darstellt.

Im Gegensatz dazu schwingt das Quality-Portfolio beim KBV sowohl im Vergleich der drei Faktorportfolios wie auch gegenüber dem Benchmark oben aus, wie in Abbildung 1 zu sehen ist. Bei diesem Investitionsansatz erwarten die Investoren eine bestmögliche Rendite im Vergleich zum Bilanzwert des Unternehmens. Die Kehrseite der

Medaille ist, dass solche Titel bei Nichterfüllung der hohen Erwartungen oder bei Verschlechterung der gesamten Wirtschaftsdynamik grosse Kurskorrekturen und Schwankungen erleben.

Beim Low-Volatility-Ansatz schliesslich finden wir Aktien mit mittlerem, Benchmark-nahem KBV. Bei Betrachtung des KGVs in Abbildung 2 präsentieren sich das Quality- und Low-Volatility-Portfolio sowohl bezüglich der Schwankungen über die Zeit wie auch der Höhe der Kennzahl sehr ähnlich und in guter Gesellschaft mit dem Benchmark-Portfolio. Beide Investmentansätze weisen somit ein signifikant höheres KGV auf als der Value-Anlagestil.

2. Dividendenrendite

Ein «Klassiker» und für viele Anleger wichtige Kennzahl bei der Gestaltung der Portfolioauswahl ist die Dividendenrendite (engl. Dividend Yield). Bei der Dividendenrendite weist der Value-Ansatz historisch die grössten Schwankungen auf, wie in Abbildung 3 zu erkennen ist. Auffällig sind vor allem der zunächst starke Ausschlag nach oben sowie der darauffolgende tiefe Fall der Dividendenrendite während der Finanzkrise ab 2008. Von dieser ausserordentlichen Periode abgesehen, durften sich die Investoren der Low-Volatility-Strategie im letzten Anlagejahrzehnt jedoch meistens über die höchste Dividendenrendite der drei betrachteten Portfolios freuen. Der Low-Volatility-Ansatz

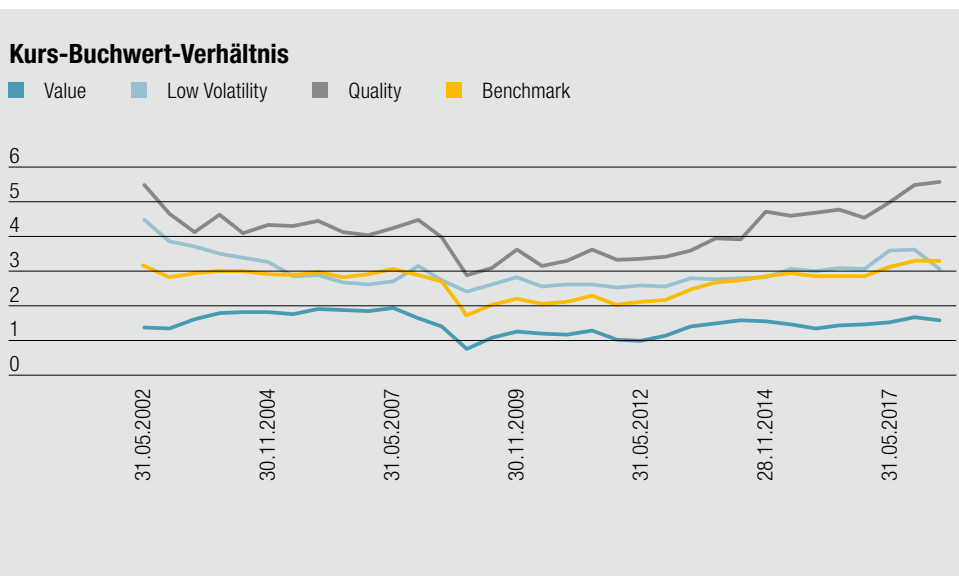


Abbildung 1: Kurs-Buchwert-Verhältnis
(Quelle: Eigene Berechnungen, MSCI)

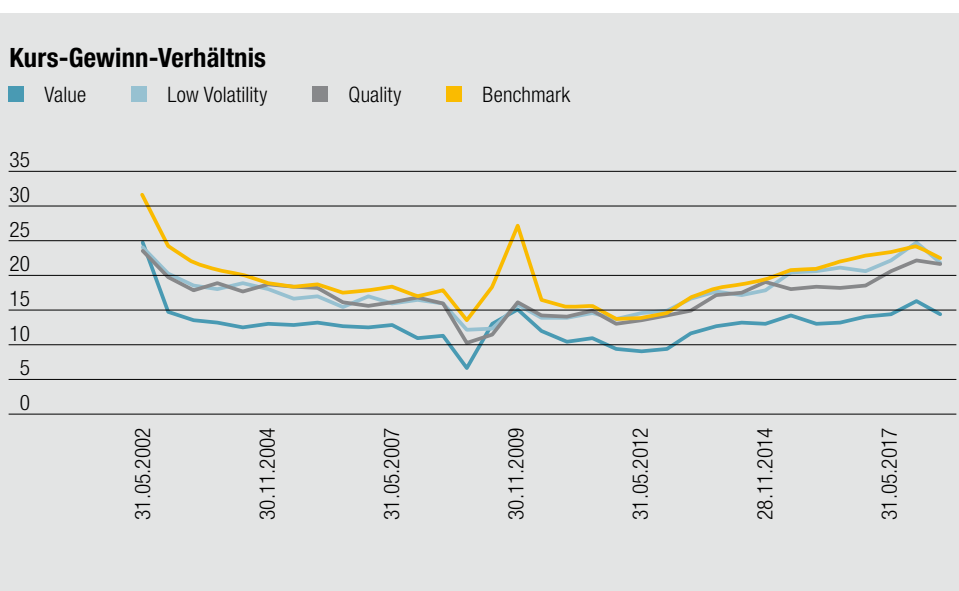


Abbildung 2: Kurs-Gewinn-Verhältnis
(Quelle: Eigene Berechnungen, MSCI)

überragt auch das Benchmark-Portfolio deutlich. Auch die Value-Investoren kommen in den Genuss einer sichtbar höheren Dividendenrendite im Vergleich zum Benchmark. Im Gegensatz dazu zeigt sich das Quality-Portfolio hier auf tiefem Niveau stabil. Es beschert den Investoren durchwegs vergleichsweise geringe Dividenden im Verhältnis zum bezahlten Börsenkurs.

Diese Schlussfolgerung muss man aber etwas relativieren. Das Quality Portfolio zeigt einen hohen Anteil an Titeln aus dem IT-Sektor. Bei diesen Werten lässt sich die tiefe Dividendenrendite unter anderem durch die hohe Bewertung bei gleichzeitig hoher Aktienrückkaufquote erklären.² Überflüssige

Liquidität wird also eher in Form eines Aktienrückkaufs, denn in Form einer Dividendenausschüttung an die Anleger zurückgegeben. Bei wenigen Aktien im Markt unterstützt dies den Preis und die Rentabilität. In einer separaten Analyse haben wir neben der Dividendenrendite auch die Aktienrückkaufrendite berücksichtigt. Die Resultate zeigen, dass die Differenz von Quality zu Value und zu Low Volatility deutlich geringer ausfallen.

3. Eigenkapitalrendite und Verschuldungsgrad

Erwartungsgemäss zeichnet sich das Quality-Portfolio, welches per Definition auf Titel mit hoher Rentabilität (engl. Profitability) setzt, durch die

höchste Eigenkapitalrendite (engl. Return on Equity) aus (Abbildung 4). Allerdings kann die Eigenkapitalrendite auch durch eine Erhöhung der Fremdfinanzierung (engl. Leverage) positiv beeinflusst werden. Deshalb gilt es auch einen Blick auf

² Mit ca. 3% ist die Aktienrückkaufrendite etwa doppelt so hoch als die Dividendenrendite. Die Aktienrückkaufrendite wird als Wert der zurückgekauften Aktien durch Marktkapitalisierung berechnet. Es ist interessant, dass historisch gesehen über die Periode 2002–2018 die jährliche Aktienrückkaufrendite bei IT Firmen und beim Quality-Portfolio immer höher als die Dividendenrendite war. Die Berechnungen basieren auf Bloomberg Daten.

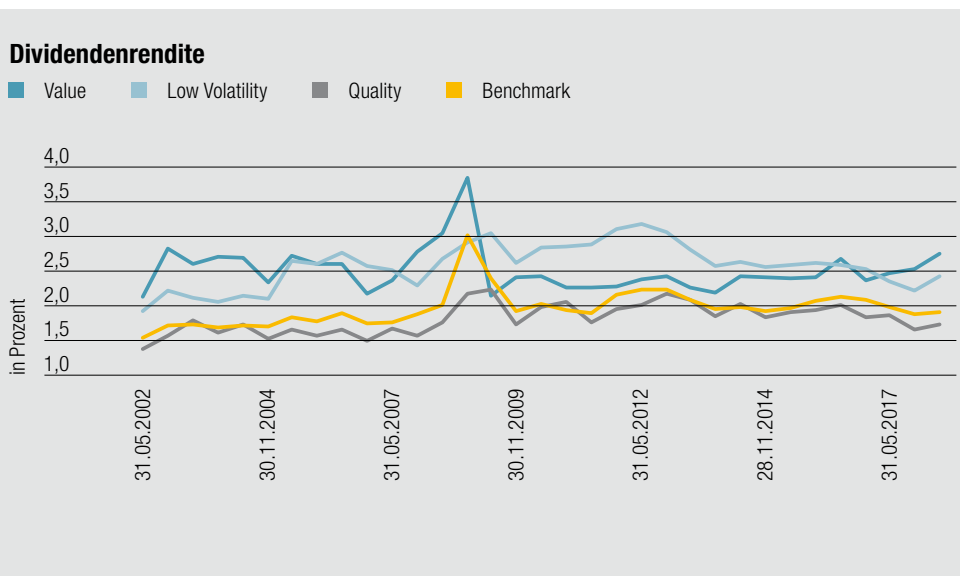


Abbildung 3: Dividendenrendite
(Quelle: Eigene Berechnungen, MSCI)

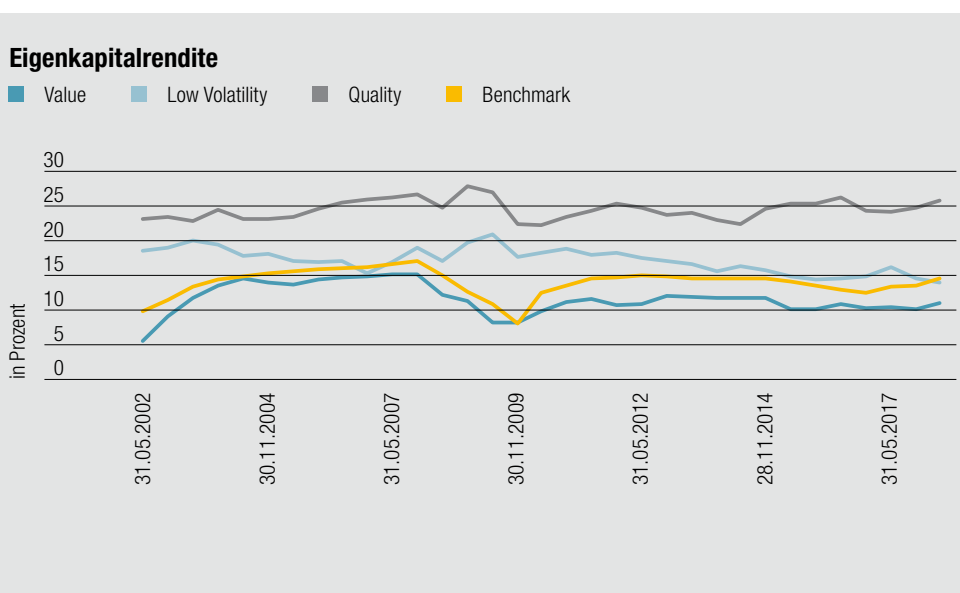


Abbildung 4: Eigenkapitalrendite
(Quelle: Eigene Berechnungen, MSCI)

die Verschuldungsquote in Abbildung 5 zu werfen. Hier zeigt sich, dass der «Leverage» des Quality-Portfolios durchgehend tief ist, was bedeutet, dass die hohe Eigenkapitalrendite des Portfolios tatsächlich auf nachhaltig stabile Rentabilität und nicht auf erhöhte Fremdfinanzierung zurückzuführen ist.

Im Vergleich der drei Portfolios weist der Low-Volatility-Ansatz eine mittlere, der Value-Ansatz eine tiefe Eigenkapitalrendite auf (Abbildung 4). In Relation zum Benchmark ist das Low-Volatility-Portfolio aber immer noch überdurchschnittlich rentabel, die Eigenkapitalrendite liegt praktisch über den gesamten betrachteten Zeitraum über derjenigen des Benchmark.

Der im Vergleich mit den beiden anderen Portfolios tiefe Wert des Value-Ansatzes weist auf das Potenzial der selektionierten Unternehmen hin. Firmen, welche sich in einem Restrukturierungsprozess befinden, weisen typischerweise eine tiefe Eigenkapitalrendite auf. Doch auch beim Verschuldungsgrad übertrifft Value- die beiden anderen Faktorstrategien Quality und Low Volatility. Deren Verschuldung liegt auch im Vergleich zum Benchmark auf tiefem Niveau (Abbildung 5). Diese vergleichsweise weniger attraktiven Eigenschaften des Value-Portfolios relativieren die tieferen Bewertungskennzahlen, die in Abbildung 1 und 2 gezeigt worden sind.

Eigenschaften der Faktoren auf einen Blick

Eine qualitative Gesamtübersicht liefert Abbildung 6. Die Netzdiagramme zeigen einen Vergleich der drei Investitionsansätze mit dem Benchmark sowie einen Quervergleich der drei Strategien.³

³ Um die Kennzahlen auf eine einheitliche Skalierung zu bringen, wird der Median der einzelnen Messgrößen (z. B. ROE) je Portfolio berechnet und anschliessend mit einer MinMax-Skalierung auf das Intervall [0, 1] normiert. Die Datenquelle ist Bloomberg was die Berechnung von zusätzlichen Kennzahlen wie Gesamtkapitalrendite oder Kurs/Cashflow-Verhältnis ermöglicht. Jedoch beschränkt sich dadurch der Beobachtungszeitraum auf die Periode 31.12.2013–30.06.2018.

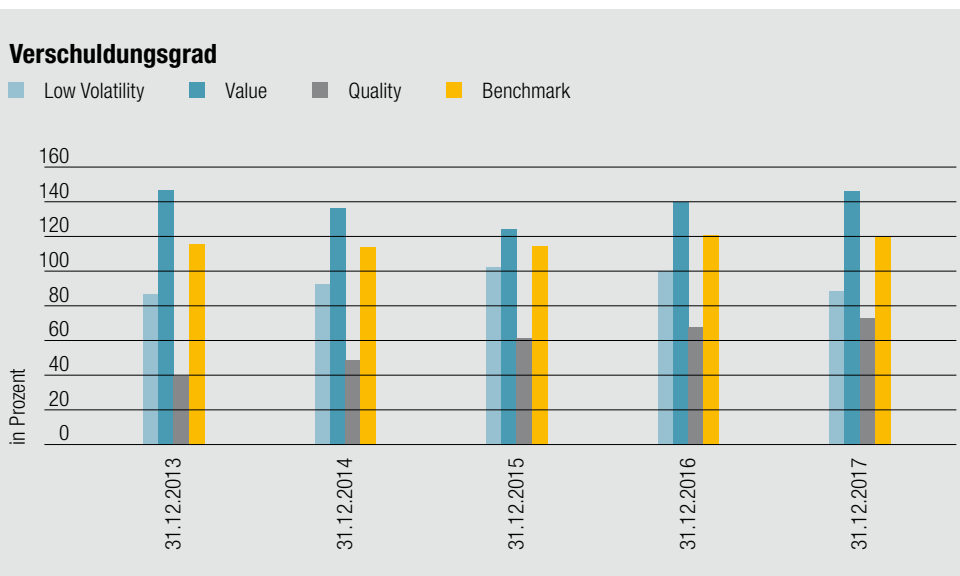


Abbildung 5: Verschuldungsgrad
(Quelle: Eigene Berechnungen, Bloomberg)

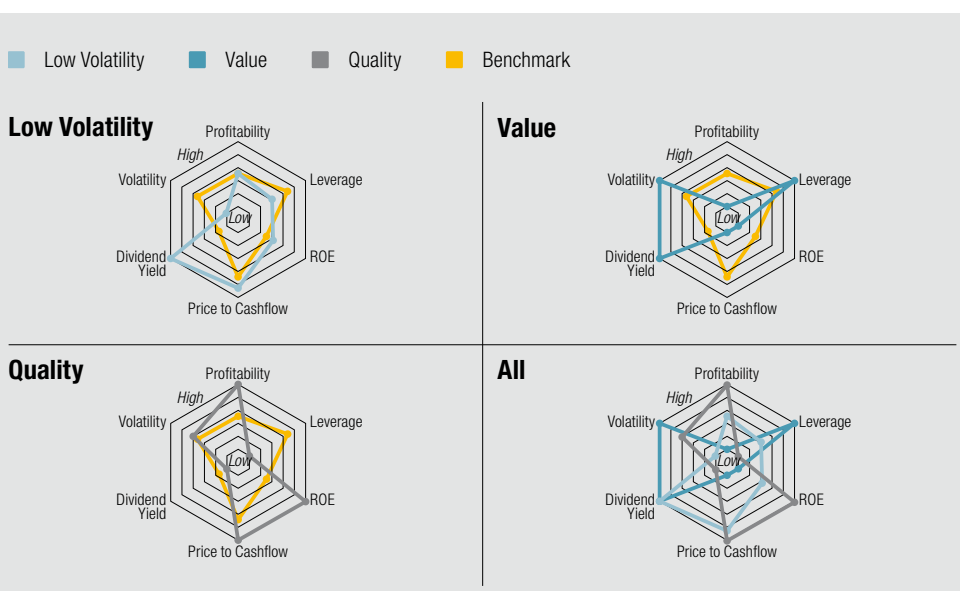


Abbildung 6: Gesamtübersicht

Die Positionierung im Zentrum des Diagramms entspricht dem tiefsten Wert, während die Positionierung am Rand des Netzes dem höchsten Wert entspricht. Sie verdeutlichen, wie unterschiedlich die Faktorportfolios zusammengesetzt sind. Als Ergänzung zur Eigenkapitalrendite wird auch die Gesamtkapitalrendite (engl. Profitability, EBIT/Total Assets) miteinbezogen. Diese Rentabilitätskennzahl wird nicht von der Anzahl Aktien oder der Finanzierungsstruktur beeinflusst. Als wichtige Bewertungskennzahl berücksichtigen wir auch das Kurs/Cashflow-Verhältnis (engl. Price to Cashflow), welche nicht von bilanzpolitischen Massnahmen beeinflusst wird. Zur Berechnung dieser Kennzahlen greifen wir auf Bloomberg zurück, was die Analyseperiode auf den Zeitraum von 31.12.2013 bis 30.06.2018 verkürzt. Die Resultate bestätigen jedoch die längerfristigen Beobachtungen in Abbildung 1 und 2.

Das *Quality-Portfolio* zeigt eine überdurchschnittlich hohe Gesamtkapitalrendite und Eigenkapitalrendite (ROE) bei gleichzeitig tiefem Verschuldungsgrad. Qualität hat jedoch ihren Preis, wie das hohe Kurs/Cashflow-Verhältnis und die hohe KBV und KGV in Abbildung 1 und 2 unterstreichen.

Das *Value-Portfolio* zeigt gerade bei den vorher genannten Kennzahlen (Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalrendite, Kurs/Cashflow-Verhältnis) sehr tiefe Werte, wohingegen der Verschuldungsgrad am höchsten ausfällt. Bei der Dividendenrendite liegt Value an der oberen Grenze. Die Value Positionierung ist damit komplementär zu Quality. Beim Risiko weist Value dafür die höchsten Wertschwankungen auf.

Das *Low-Volatility-Portfolio* glänzt mit der klar tiefsten Volatilität, eine sehr wichtige Eigenschaft in der Gestaltung eines Multi-Faktor-Portfolios, und generiert die höchste Dividendenrendite. Bei den anderen Kennzahlen bewegt sich dieser Ansatz im Mittelfeld zwischen Value und Quality.

Kann man Low Volatility also als Kombination von Value und Quality auffassen? Die Analyse im ersten Teil sowie der Kennzahlenvergleich unterstützen diese Schlussfolgerung nicht. Die drei Portfolios glänzen mit spezifischen Eigenschaften. Insgesamt weisen sie einen eher komplementären Charakter auf. Verglichen mit dem Benchmark

zeigen Low Volatility und Quality gewisse qualitative Ähnlichkeiten, die Verwandtschaft ist aber relativ entfernt.

Autoren:

- Carmine Orlacchio, CIO und Partner, OLZ AG
- Stefan Oppliger, Research Analyst, OLZ AG
- Prof. Dr. Daniel Höchle, Institut für Finanzmanagement, Fachhochschule Nordwestschweiz
- Beatrix Wullschleger, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Fachhochschule Nordwestschweiz

In Teil 3 werden wir die Sensitivitäten der drei Faktorportfolios zu den in der Finanzliteratur bekannten Fama-French Faktoren evaluieren. Die Analyse anhand statistischer Kennzahlen wird verdeutlichen, ob die Ergebnisse aus Teil 1 und 2, welche auf einem deskriptiven und qualitativen Vergleich basieren, bestätigt werden können.

Finanzkennzahlen

Kurs-Buchwert-Verhältnis

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) setzt den Kurs einer Aktie in Relation zum Buchwert. Es vergleicht somit die buchhalterische Substanz mit den Erwartungen des Marktes. Insbesondere nicht bilanzierte immaterielle Aktiva (z. B. selbsterarbeiteter Goodwill, Ausgaben für Forschung und Entwicklung oder Humankapital) bewirken eine Höherbewertung durch den Markt.

Kurs-Gewinn-Verhältnis

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) setzt den Aktienkurs in Relation zum Reingewinn. Das KGV misst, wie lange (in Jahren) es dauert, bis der aufsummierte Reingewinn des Unternehmens dem aktuellen Börsenwert entspricht.

Kurs-Cashflow-Verhältnis

Das Kurs-Cashflow-Verhältnis setzt den Aktienkurs in Relation zum Cashflow. Diese wichtige Kennzahl für die Bewertung ist weniger anfällig für bilanztechnische Manipulationen, da der Cashflow nicht von bilanzpolitischen Massnahmen (z. B. Rückstellungen) beeinflusst wird.

Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (ROE) quantifiziert die buchhalterische Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals. Der ROE ist also ein Mass dafür, wie effizient ein Unternehmen das Eigenkapital gemessen am Reingewinn einsetzt. Die Eigenkapitalrendite ermöglicht einen Vergleich der Rentabilität verschiedener Unternehmen. Ceteris paribus kann ein hoher ROE sowohl das Ergebnis einer hohen Gesamtkapitalrendite als auch das Resultat einer starken Fremdvverschuldung sein.

Gesamtkapitalrendite

Die Gesamtkapitalrendite (EBIT/Total Assets) ist die Rendite, welche sich aus dem Gewinn vor Zinsen und Steuern dividiert durch die gesamten Aktiven.