

ESSAY | ANLAGESTRATEGIE

# Renaissance der Wachstumswerte

Nach seiner langen unterproportionalen Entwicklung stehen Anleger dem Investmentstil Growth mit ausgeprägtem Desinteresse gegenüber. Doch gerade nach dem jüngsten Rückschlag gibt es gute Gründe, **antizyklisch in Technologie** zu investieren, meint Gastautor Sven Krause.

**V**alue versus Growth – zu diesem Thema existieren verschiedene Studien, die zum Ergebnis kommen, daß Substanzwerte den Anlegern langfristig mehr bringen. Doch was heißt langfristig? Diese Frage wird selten konkret beantwortet.

Meines Erachtens ist es sinnvoll zu analysieren, an welcher Stelle im Konjunkturzyklus wir uns momentan befinden und daraus die Präferenz für einen Investmentstil abzuleiten. Es kommt also auf den Einstiegszeitpunkt an. Üblicherweise entwickeln sich Wachstumswerte im Umfeld einer sich beschleunigenden ökonomischen Aktivität (Erholung) bis hin zum konjunkturellen Höhepunkt (Boom), verbunden mit steigenden Zinsen, besonders gut. Aber auch in einer Phase von abgeschwächter Gewinndynamik ist ein Investment in dieses Marktsegment vielversprechend, da Investoren Unternehmen mit steigenden Marktanteilen und zunehmenden Margen eine höhere Bewertung zubilligen.

Die aktuell vorherrschenden Bedingungen an den Finanzmärkten wie moderate Bewertung, geringe Volatilität, gedämpfte Mittelzuflüsse zu den Publikumsfonds, zunehmende Akquisitionstätigkeit und reduzierte Verschuldung erinnern sehr stark an das Jahr 1995. Was folgte, war eine mehrjährige Outperformance von Wachstumswerten.

## Attraktive Bewertung von Wachstumstiteln

Allerdings ist die Bestimmung der Position im konjunkturellen Zyklus nur eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die Entscheidung, Growth-Titel stärker zu berücksichtigen. Auch die Bewertung muß stimmen. Und die ist derzeit im historischen Vergleich günstig. Betrachtet man das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), liegt der Spread zwischen Wachstumswerten und Value-Titeln bei gut fünf und damit im Rahmen der historischen Durchschnittswerte.

Allerdings glänzen die Growth Stocks mit einer Wachstumsrate und einer Eigenkapitalverzinsung, die im Schnitt ca. 30 Prozent über dem Marktniveau liegt. Von daher ist auf Grund der Kombination der von uns erwarteten konjunkturellen Beschleunigung in Verbindung mit der günstigen Bewertungs-

situation mit einer Überrendite von dynamisch wachsenden Gesellschaften zu rechnen.

## Ein verändertes Chance/Risiko-Verhältnis

Doch welche Sektoren sind denn aktuell als Wachstumsbranchen anzusehen? Vor sechs Jahren waren es Firmen aus den Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation. Jetzt sind es Unternehmen aus den Bereichen Rohstoffe, Energie und Industrie. Das Chance/Risiko-Verhältnis bestimmter Branchen hat sich seit dem Höhepunkt der Börseneuphorie im Jahr 2000 damit komplett gewandelt.

Dank der dynamischen Nachfrage aus China und Indien wurde aus Value Growth (Rohstoffe, Energie, Industrie), während infolge der durch die massiven Überkapazitäten ausgelösten Konsolidierung aus Growth Value wurde (Technologie, Medien, Telekom). Es ist meines Erachtens an der Zeit, diese ehemaligen Star-Branchen etwas genauer unter die Lupe zu nehmen. Vielleicht sind Investments in Wachstumswerte aus den Sektoren Technologie und Telekom ja bereits wieder attraktiv.

## Technologie – zweistellige Gewinnzuwachsrate

Die letzten Jahre waren hart für Technologie-Investoren. Die massive Investitionswelle um die Jahrtausendwende hat in den Folgejahren zu erheblichem Preisdruck geführt und die Konsolidierung vorangetrieben. Das beste Beispiel ist der Internetsektor. Der Bereinigungsprozeß in den Kernsegmenten des Internets ist inzwischen abgeschlossen. Die marktführenden Unternehmen weisen unverändert Gewinnzuwachsrate im zweistelligen Bereich bei attraktiven Margen und unwesentlicher Verschuldung aus.

Eine signifikante Abschwächung der Geschäftsdynamik ist angesichts der noch unterpropor-



**Sven Krause**  
Leiter Aktienfondsmanagement  
BB-INVEST  
Landesbank Berlin

Diplom-Kaufmann Sven Krause (40) setzt auf Technologiewerte. Für seinen Branchenfonds BB-TMT.com-INVEST, den er seit mehr als fünf Jahren betreut, erhielt er von der unabhängigen Ratingagentur Lipper für die letzten beiden Jahre die Auszeichnung als bester Fonds in der Kategorie Technologie, Medien und Telekommunikation. Die BB-INVEST, eine Gesellschaft der Unternehmensgruppe der Landesbank Berlin, betreut derzeit ein Fondsvermögen von rund 13 Milliarden Euro.

tionalen Marktpenetration des Internets in der Wirtschaft nicht zu erwarten. Wer hätte vor vier Jahren gedacht, daß mit Internetwerten noch einmal so viel Geld zu verdienen sein würde!

Aber auch in anderen Teilsegmenten macht sich der jahrelange Investitionsstau bemerkbar. So betrug der weltweite PC-Absatz im ersten Quartal 2006 53,2 Millionen Stück, ein Wachstum von 12,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Maßgebliche Impulse kamen von den sich entwickelnden Märkten wie Asien und Lateinamerika, wie das US-Marktforschungsinstitut Gartner berichtet. Es ist davon auszugehen, daß die Dynamik bei den Ersatz- oder Erweiterungsinvestitionen zunimmt. Für die aktuellen Themen Mobile Computing, IT-Security und Triple Play muß aufgerüstet werden. Oder ist Ihre Hardware ausreichend auf die neuen innovativen Dienstleistungen vorbereitet?

TMT-Werte sind derzeit mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von gut 20 im historischen Durchschnitt bewertet. Allerdings ist die Betrachtung verzerrt. Am Beginn eines Zyklus sind Aktien immer analytisch teurer, weil das Gewinnniveau noch gedrückt ist. Das ändert sich jedoch mit fortschreitendem Zyklus. Das KGV unterschätzt in diesem Zusammenhang eher die Ertragsperspektiven der Gesellschaften.

## Telekommunikation – Ende der Bewertungsanomalie

Über die Zukunft des Geschäftsmodells der großen Telekom-Gesellschaften wird derzeit intensiv diskutiert. Dies geht inzwischen so weit, daß die Zukunft der Unternehmen in Frage gestellt wird. Preisdruck im Festnetz, Reduktion der Verbindungsentgelte im Mobilfunk, Gefahren durch Triple Play oder VoIP (telefonieren über das Internet) sind als Schlagworte zu nennen. Aber seien wir einmal ehrlich

– wie viele Menschen kennen Sie, die mit Skype über das Internet telefonieren?

Fakt ist: Die Telekom-Branche überzeugt mit einem 2007er KGV von durchschnittlich 11,3. Dieser Wert liegt 15 Prozent unter dem Ratio der Versorger. Das Gewinnwachstum dürfte nach aktuellen Konsensschätzungen bei gut acht Prozent pro Jahr liegen. Hinzu kommt eine Dividendenrendite von 4,6 Prozent und eine Free Cash Flow Yield von zehn Prozent. Beindruckend. Außerdem leidet der Sektor kaum unter einem schwachen Dollar oder unter steigenden Rohstoffpreisen. Wir glauben, daß diese Bewertungsanomalie nicht mehr lange Bestand haben wird.

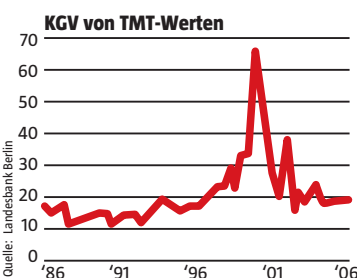
Mittlerweile sind auch Private-Equity-Investoren (zuletzt Blackstone bei der Deutschen Telekom AG) und Value-Fonds engagiert. Und auch die Unternehmen selbst kaufen ihre eigenen Aktien zurück. Das gleichzeitige Interesse verschiedener Anlegergruppen (Value, Growth, Private Equity, Unternehmen) an einem einzigen Sektor war in der Vergangenheit selten zu beobachten.

## Auf Trendwechsel frühzeitig reagieren

Allein die Privatanleger sind weiterhin skeptisch gegenüber Telekom-Werten, wie auch aktuelle Zahlen des BVI beweisen. Nur ganze 17 von 2927 Publikumsfonds oder 0,35 Prozent des Fondsvermögens haben die Branche Telekom/Medien zum Investmentschwerpunkt. Antizyklisch denkende Investoren läßt dies aufhorchen.

Wer erfolgreich an der Börse agieren möchte, muß die Unternehmensentwicklungen jedoch regelmäßig verfolgen und frühzeitig auf Trendwechsel reagieren. Wir sind davon überzeugt, daß die breite Anlegerschaft den Sektor demnächst wieder stärker gewichtet. Schließlich sind Technologie- und Telekom-Werte sowohl unter Value- als auch unter Growth-Gesichtspunkten so interessant wie lange nicht mehr.

Es trifft sich gut, daß die Einstiegspreise durch den Rückschlag an den Aktienmärkten seit Mitte Mai nochmals gesunken sind. Antizyklisch denkende Investoren sollten deshalb jetzt nach aussichtsreichen Technologiewerten Ausschau halten.



**Wachstum günstig**  
Historisch betrachtet sind TMT-Titel mit einem aktuellen KGV von 17 nicht zu teuer. Verglichen mit Value-Aktien beträgt der Aufschlag beim KGV derzeit fünf, was etwa dem Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre entspricht.

