

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



21. Mai 2024

IST DIE ZEIT REIF FÜR EIN COMEBACK DER NEBENWERTE?

Europäische Small- und Mid-Cap-Aktien handelten aufgrund ihres Wachstumspotentials traditionell mit einem Aufschlag gegenüber Large Caps. Nun ist die ungewöhnliche Situation eingetreten, dass sie gemessen an Finanzkennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) das erste Mal seit 15 Jahren mit einem Abschlag gehandelt werden. Damit befinden sie sich im unteren Bereich der Bewertungsspanne, sowohl im Vergleich zur eigenen Historie als auch gegenüber Aktien mit größerer Marktkapitalisierung. Grafik 1 zeigt den Bewertungsunterschied zwischen den 200 nach Marktkapitalisierung kleinsten Werten des STOXX Europe 600 (= STOXX Europe 200 Small) und den 200 größten Werten (= STOXX Europe 200 Large) im Zeitverlauf seit dem Jahr 2004. Die Berichtssaison in den USA verläuft überraschend positiv. Das haben auch die Marktteilnehmer honoriert und sich entsprechend an den Märkten positioniert. Doch nach den jüngsten Kurssteigerungen rücken auch die Bewertungen der börsennotierten Unternehmen stärker in den Fokus. Bis Ende März 2024 ist das Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV) im Aktienindex S&P 500 auf 21,1 gestiegen und dann auf 20,2 zurückgegangen (siehe Grafik). Jetzt liegt es an den Unternehmen, dieses ambitionierte Bewertungsumfeld durch einen Anstieg ihrer Gewinne zu rechtfertigen. Darauf werden die Investoren nun verstärkt achten.

Grafik 1:
KGV Differenz Stoxx Europe 200 Small – KGV Stoxx Europe 200 Large

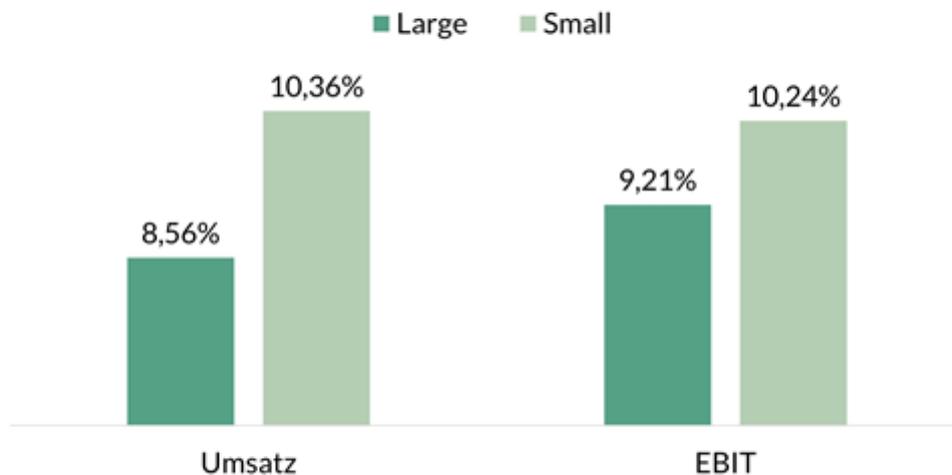


Quelle: Datastream, Zeitraum 22.04.2004-22.04.2024

Dieses Phänomen lässt sich auch für kleine US-Unternehmen beobachten. Denn während die Aktienmarktperformance im vergangenen Jahr 2023 von Large Caps - insbesondere großen Technologieunternehmen - getrieben wurde, blieben Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung auf der Strecke. Gemessen am S&P Small Caps 600 werden die kleinen Werte in den USA mit einem Abschlag des KGV von mehr als 40 Prozent gegenüber dem S&P 500 gehandelt.

Gleichzeitig hat sich das Gewinn- und Umsatzwachstum von europäischen Small Caps sehr solide entwickelt. Umsatz und Gewinne konnten im Verlauf der letzten fünf Jahre jeweils um durchschnittlich gut 10 Prozent pro Jahr gesteigert werden. Das übertrifft die Ergebnisse der „Großen“ merklich (siehe Grafik 2).

Grafik 2:
Durchschnittliches jährliches Umsatz- und Gewinnwachstum (EBIT) der letzten fünf Jahre STOXX Europe 200 Small versus STOXX Europe 200 Large

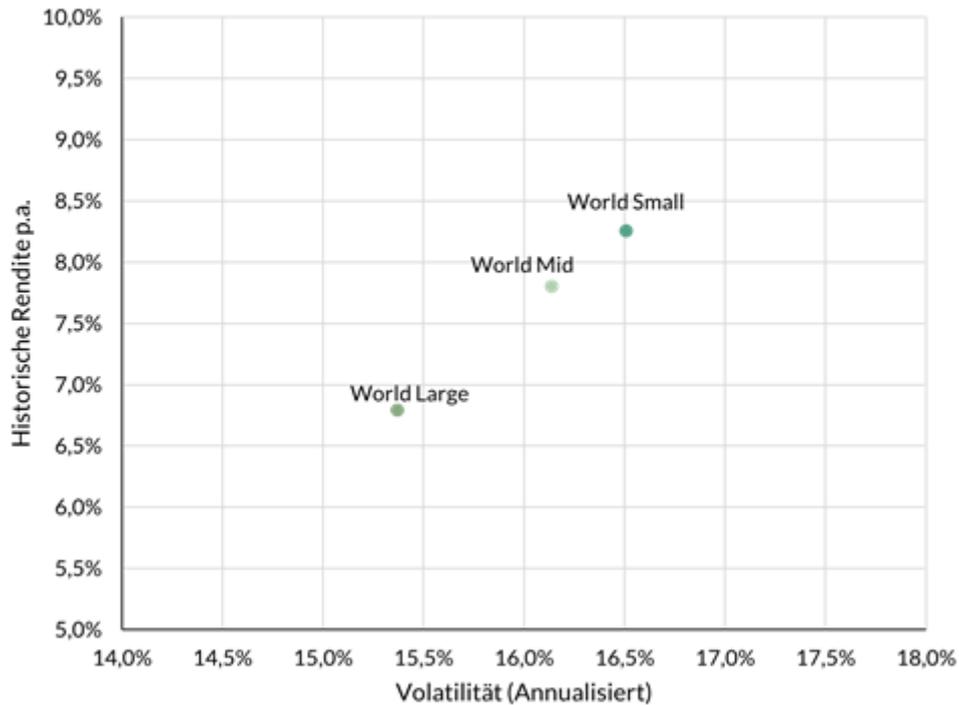


Quelle: Bloomberg, Stand: 18.03.2024

Die niedrigere Bewertung von Small- und Mid-Cap-Aktien (Smid Caps) sehen wir aus Anlegersicht als Chance, zu einem attraktiven Preis am Wachstumspotential kleiner und mittlerer Unternehmen zu partizipieren. Denn „Smid Caps“, die wir als Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 10 Mrd. Euro definieren, befinden sich häufig in einer früheren Phase ihres Lebenszyklus als Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung und haben somit auch mehr Wachstumsspielraum.

Um den genauen Zeitpunkt einer potenziellen Aufholjagd von Nebenwerten zu bestimmen, fehlt uns bekanntlich die Glaskugel. Die Historie zeigt aber, dass sich Unternehmen mit kleiner bis mittlerer Marktkapitalisierung gegenüber Large Caps behaupten können. Zwar ist die Schwankungsanfälligkeit (Volatilität) der Small und Mid Caps typischerweise höher als die der Großen: Schaut man auf den Zeitraum 2004 bis 2019, lag die Volatilität des MSCI World Small Caps bei 16,5 Prozent, die der Mid Caps bei 16,1 Prozent und die der Large Caps bei 15,4 Prozent. Doch dem höheren Risiko standen entsprechend höhere Renditen gegenüber: Small Caps kamen im Betrachtungszeitraum auf eine durchschnittliche jährliche Rendite von 8,3 Prozent, Mid Caps auf 7,8 Prozent. MSCI World Large Caps mussten sich mit einer jährlichen Rendite von 6,8 Prozent begnügen*).

Grafik 3:
MSCI World Small Cap vs. MSCI World Mid Cap vs. MSCI World Large Cap, 2004 – 2019*)



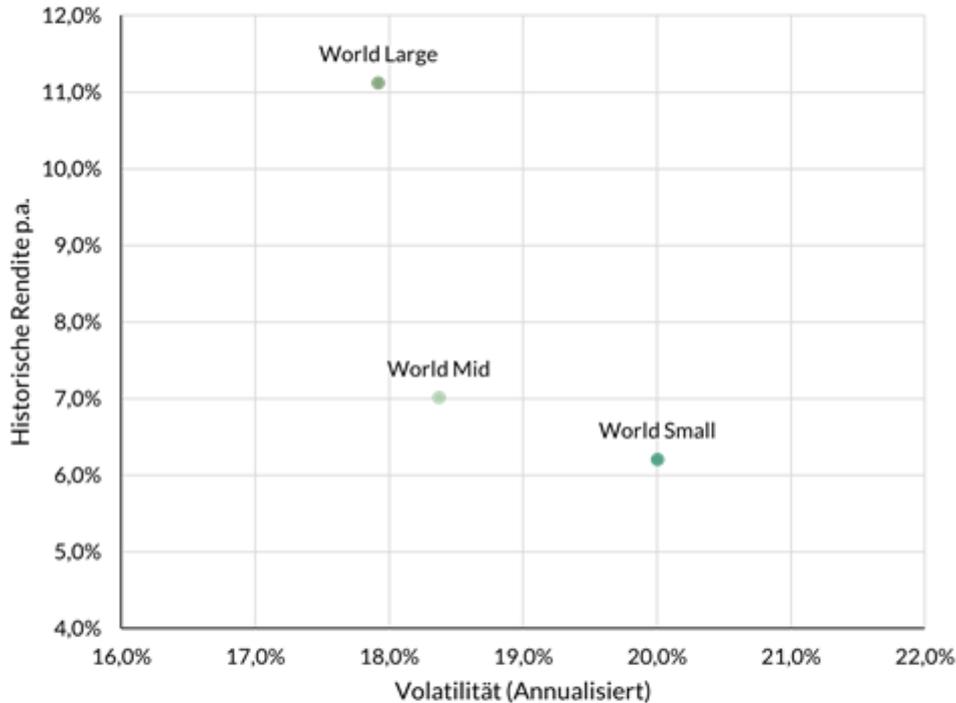
Quelle: Datastream, Zeitraum 22.04.2004 – 22.04.2024

In den vergangenen fünf Jahren veränderte sich das Bild jedoch: Nach Ausbruch der Corona-Krise rauschte der MSCI World Small Cap im ersten Quartal 2020 fast 40 Prozent nach unten, wobei Large Caps im selben Zeitraum „nur“ rund 23 Prozent fielen. Der Trend der Outperformance von Large Caps gegenüber kleineren Unternehmen setzte sich 2023 fort. Diese Entwicklung stellt das ursprüngliche Bild der Rendite-Risiko-Matrix auf den Kopf, da Large Caps zwischen 2019 und 2024 eine vergleichsweise höhere Rendite zu einem gegenüber Small und Mid Caps niedrigeren Risiko erwirtschafteten.

Die sich seit 2020 auftuende Kluft zwischen Nebenwerten und Large Caps in Bezug auf die Kursentwicklung am Kapitalmarkt hat verschiedene Gründe. Hierzu zählen Produktionseinschränkungen und allgemeine Unsicherheit im Zuge der Corona-Krise; Preissteigerungen verursacht durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine und die daraufhin stark gestiegenen Zinsen; sowie die KI-Welle, die insbesondere große Tech-Werte beflügelte.

Generell gelten Smid Caps aufgrund ihrer tendenziell konzentrierten Geschäftsmodelle und geringeren geographischen Diversifizierung als konjunktursensibler als Large Caps. Rezessionsängste belasteten Smid Caps aus diesem Grund überproportional. Darüber hinaus neigen insbesondere Small Caps zu einer Underperformance in Zinserhöhungsphasen, da die Verschärfung der Kreditkonditionen die Kapitalkosten von Small Caps aufgrund ihres höheren Risikos verglichen mit Large Caps schneller ansteigen lässt. Kleinere und mittlere Unternehmen haben in der Vergangenheit jedoch ihre Fähigkeit unter Beweis gestellt, sich von Krisen wieder zu erholen. Nach dem Kursabsturz im Zuge der Corona-Pandemie legten Smid Caps beispielsweise innerhalb eines Jahres (Februar 2020 bis Februar 2021)* gemessen am MSCI World Small und Mid Cap rund 65 Prozent zu. Ähnlich beeindruckende Erholungsphasen zeigten Smid-Caps nach der Finanzkrise und der Subprime-Krise.

Grafik 4:
MSCI World Small Cap vs. MSCI World Mid Cap vs. MSCI World Large Cap, 2019 – 2024*)



***) Wertentwicklung über die letzten 5 Jahre**

Zeitraum von ... bis ...	22.04.2023- 22.04.2024	22.04.2022- 22.04.2023	22.04.2021- 22.04.2022	22.04.2020- 22.04.2021	22.04.2019- 22.04.2020
MSCI World Small Cap	9,0%	-4,6%	-8,6%	78,5%	-20,4%
MSCI World Mid Cap	11,4%	-4,4%	-5,0%	62,9%	-14,9%
MSCI World Large Cap	19,3%	0,3%	1,0%	48,6%	-5,6%

Generell gilt: Dem Aufwärtspotential stehen Risiken gegenüber. Dies verdeutlicht die große Streuung der Kursentwicklung von Nebenwerten. Denn im großen Universum der Small- und Mid-Caps gilt es die Spreu vom Weizen zu trennen und bestenfalls das neue Amazon zu finden. Aus diesem Grund ist eine umsichtige Titelauswahl wegweisend. Bei der Selektion von Nebenwerten suchen wir daher Unternehmen mit zukunftsweisenden Geschäftsmodellen, einer geringen Verschuldung, einer hohen Eigenkapitalrendite und einer attraktiven Bewertung.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.