

Warum Finanzaktien am heutigen Markt die attraktivsten Gelegenheiten bieten



Chris Davis ist Co-Portfoliomanager des Davis Value Fund und Vorsitzender von Davis Advisors.

Zusammenfassung

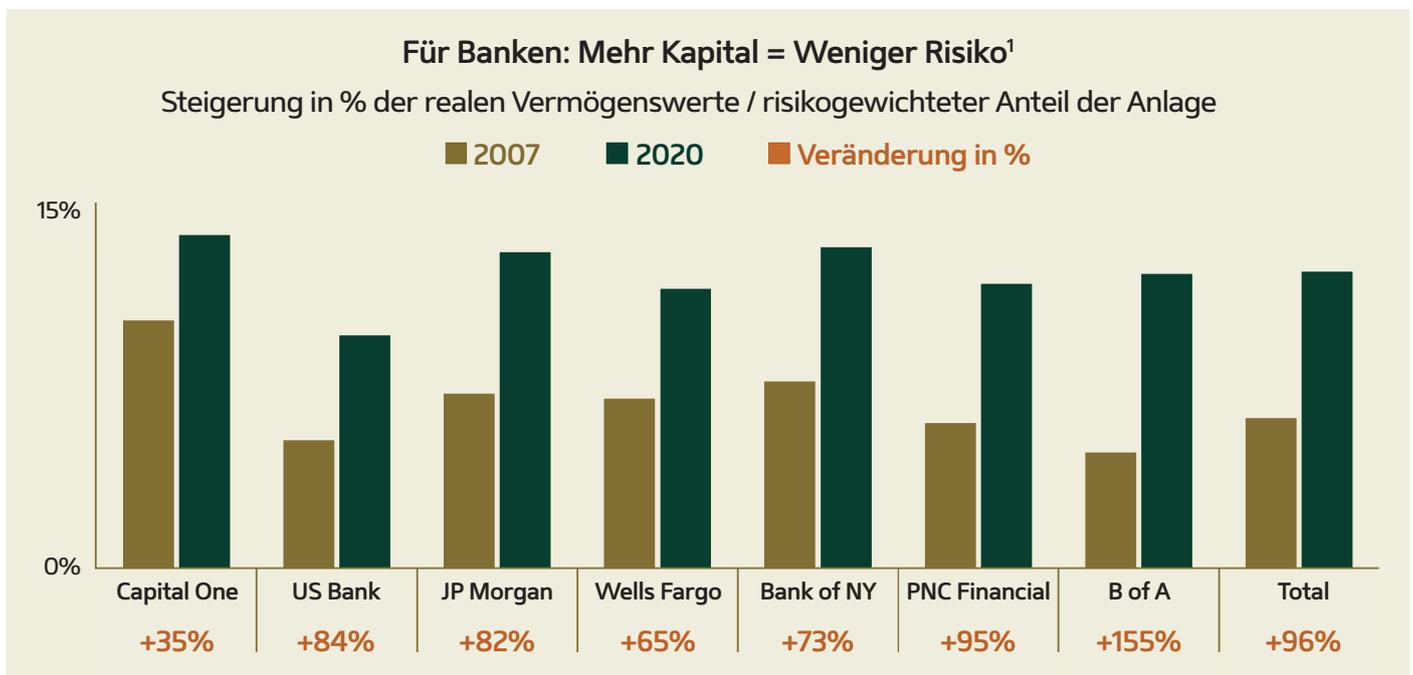
- Trotz der deutlichen Markterholung nach der COVID-Panik von 2020 werden Aktien von Finanzunternehmen noch immer nicht gewürdigt und falsch bewertet. Sie sind für eine langfristige Neubewertung gerüstet.
- Finanzwerte haben ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag als jeder andere Sektor auf dem heutigen Markt.
- Beständige finanzielle Stärke: Unsere größten U.S.-Banken halten heute 96 % mehr Kapital im Verhältnis zu ihren risikogewichteten Assets als vor der Finanzkrise. Jede unserer großen Bankbeteiligungen blieb profitabel und hat auch während der Pandemie Kapital aufgebaut.
- Gewinnwachstum: In den letzten 30 Jahren sind die Gewinne des S&P-Finanzsektors um mehr als 6 % pro Jahr gewachsen und damit doppelt so viel wie das BIP, selbst nachdem überdurchschnittlich hohe Dividenden gezahlt werden.
- Attraktive Bewertungen: Finanzwerte sind jetzt die preiswerteste Gruppe im S&P 500 Index und werden mit der niedrigsten relativen Bewertung seit Jahrzehnten gehandelt.
- Zinsen: Viele Finanzunternehmen werden profitieren, da höhere Zinssätze die Erträge steigern.
- Kapitalallokation: Viele Banken haben die Möglichkeit ihren Shareholder Value durch Dividenden und Aktienrückkäufe signifikant zu steigern.
- Wenn die Vergangenheit wegweisend ist, werden Innovationen wie beispielsweise Blockchain und andere Arten von Fintechs wahrscheinlich eher in die Branche integriert werden, als sie zu stören.

Dieser Bericht beinhaltet Aussagen und Beobachtungen in Bezug auf Investmentstrategien, einzelne Anlagen sowie Wirtschafts- und Marktbedingungen. Es kann jedoch keine Garantie dafür geben, dass diese Aussagen, Ansichten und Vorhersagen sich als richtig erweisen werden. Dieser Kommentar kann Äußerungen und Meinungen beinhalten, die spekulativer Natur sind und nicht als Tatsachenbehauptungen angesehen werden können. **Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.**

Beständigkeit

Wie bei der Großen Depression glauben wir, dass die Lektionen, die wir aus der Finanzkrise von 2008 gelernt haben, das Risiko des Bankensektors deutlich reduziert und seine Sicherheit und Bonität gesteigert haben. Unsere größten US-Banken halten heute 96 % mehr Kapital im Verhältnis zu ihren risikogewichteten Assets als vor der Krise. Zusätzlich zu gesteigertem Kapital haben die Banken auch das Risiko durch strengere Kontrollen und einen stärkeren Fokus auf die Einhaltung der Rechtsvorschriften reduziert. Ihr Geschäftsmodell wurde im Jahr 2020 auf den Prüfstand gestellt und hat mit Bravour bestanden.

Die Banken unseres Landes waren nicht Teil des Problems, als wir uns mit der Pandemie auseinandersetzen mussten, sondern Teil der Lösung, indem sie Kredite gewährten, Forderungen zurückstellten und bei der Umsetzung von Regierungsprogrammen halfen. Noch wichtiger ist, dass selbst nach einer erheblichen Aufstockung der Rücklagen im vergangenen Jahr in Erwartung von Zahlungsausfällen, die bisher nicht in nennenswertem Umfang eingetreten sind, jede unserer großen Bankbeteiligungen profitabel blieb und während des schlimmsten Wirtschaftsabschwungs seit den 1930er Jahren Kapital aufbaute.

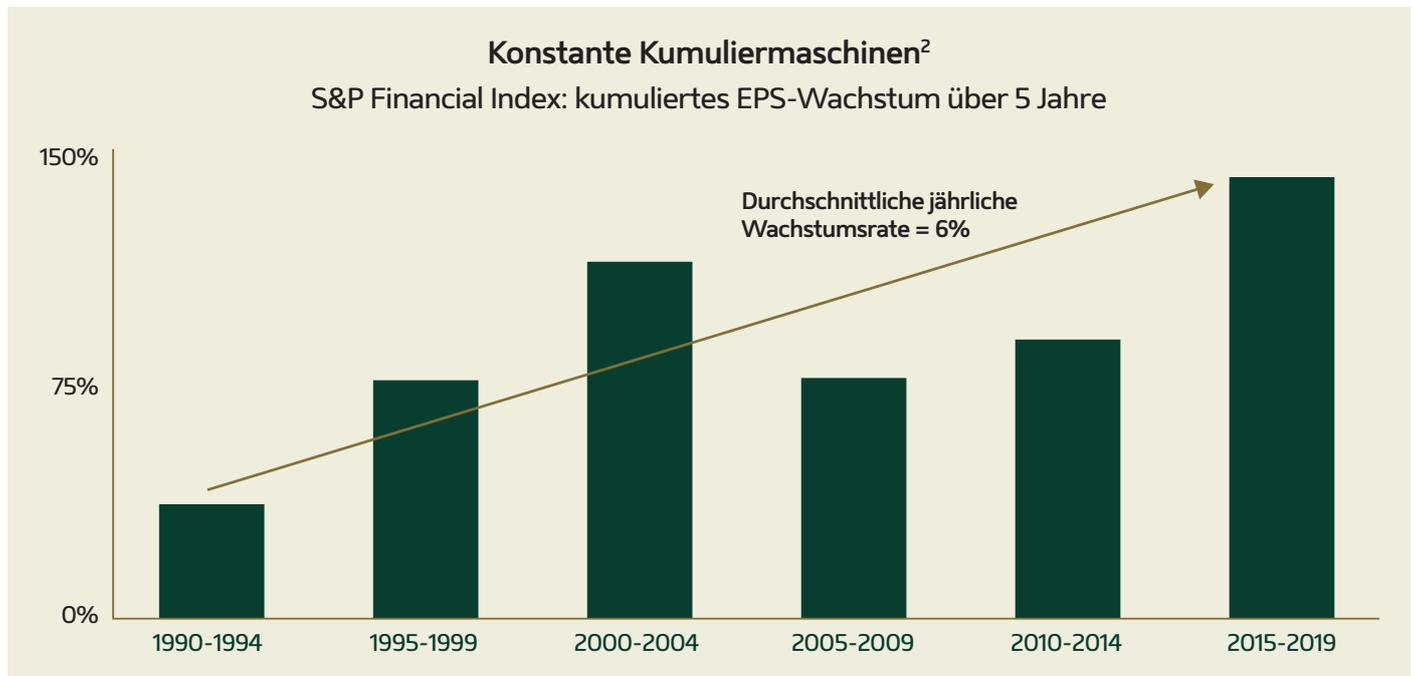


1. Quelle: Bloomberg und Davis Advisors.

Wachstum

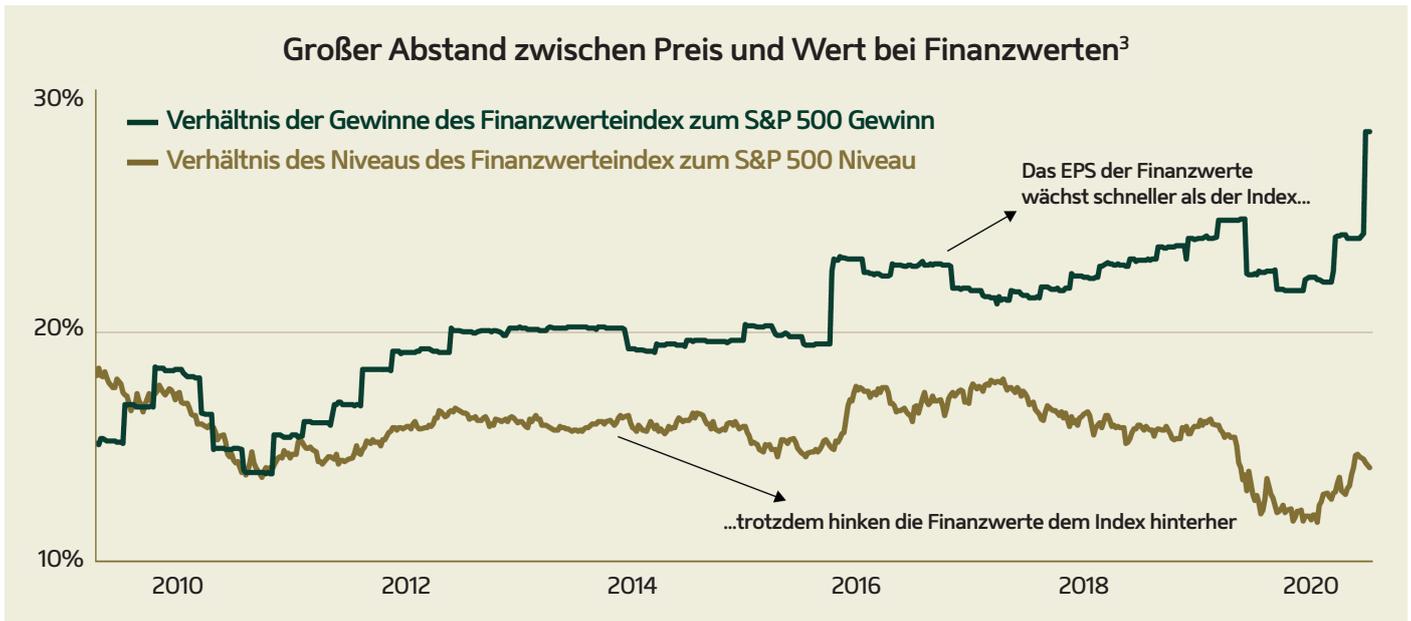
Ein oft verkannter Aspekt des Finanzdienstleistungssektors ist sein langfristiges Wachstum. Tatsächlich sind in den letzten 30 Jahren die Erträge des S&P-Finanzsektors um mehr als 6 % pro Jahr gewachsen – das Doppelte des BIP, und das trotz überdurchschnittlich hoher Dividendenzahlungen. Neben diesem Sektorwachstum können gut

geführte Finanzunternehmen Marktanteile von verschlafenen Konkurrenten erobern, sodass sie beeindruckende Wachstumsraten über Jahrzehnte hinweg erzielen. Wir bezeichnen solche Unternehmen als verkappte Wachstumswerte, da Anleger oft nicht erkennen, dass ein robustes, langfristiges Wachstum in dieser relativ reifen Branche zu finden ist.



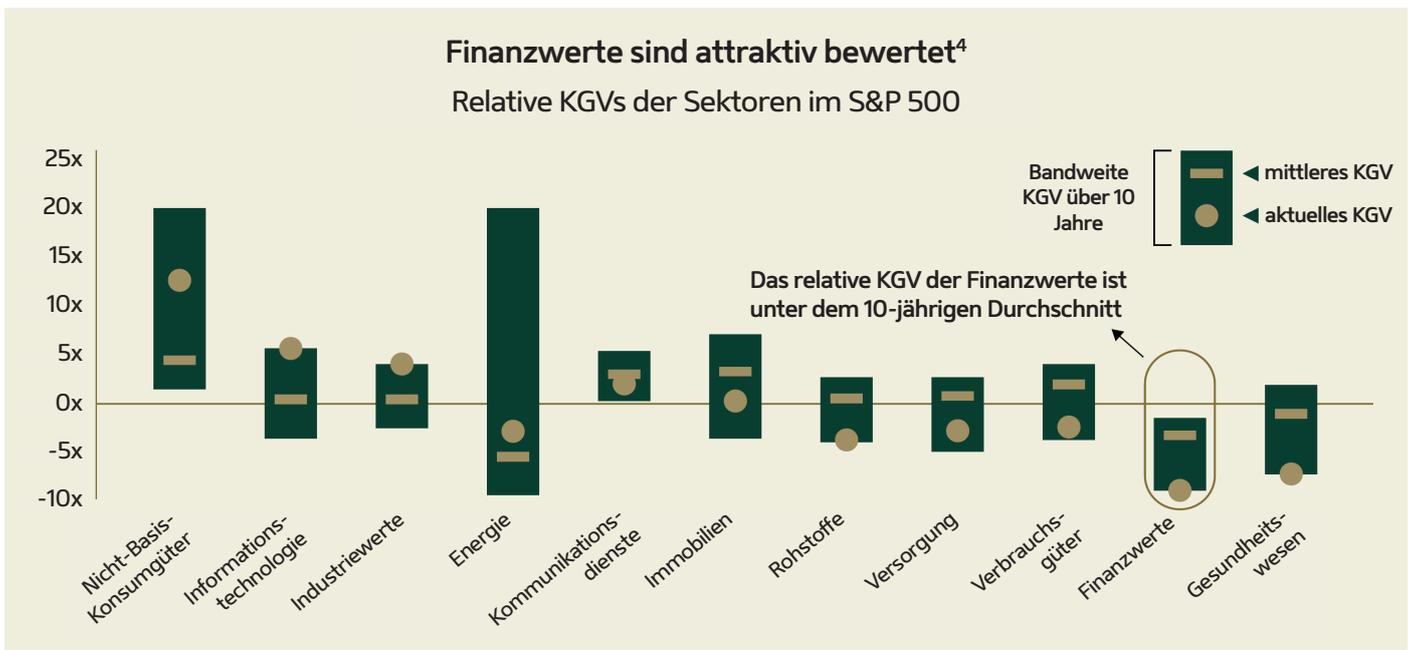
2. Quelle: Bloomberg und Davis Advisors.

Bewertung



Seit mehr als einem Jahrzehnt sind die Erträge des Finanzsektors als Prozentsatz der Gesamttrendite des S&P 500 Index gestiegen (dargestellt durch die grüne Linie im obigen Diagramm), während ihre relative Bewertung gesunken ist. Diese Kombination aus steigenden Gewinnen und sinkender Bewertung bietet Anlegern eine hervorragende Gelegenheit, Finanztitel zu günstigen Preisen zu kaufen.

Das Ausmaß dieses Abschlags spiegelt sich in der Tatsache wider, dass Finanzwerte jetzt die billigste Aktienklasse im S&P 500 Index bilden und mit der niedrigsten relativen Bewertung seit Jahrzehnten gehandelt werden, wie aus dem folgenden Diagramm hervorgeht.

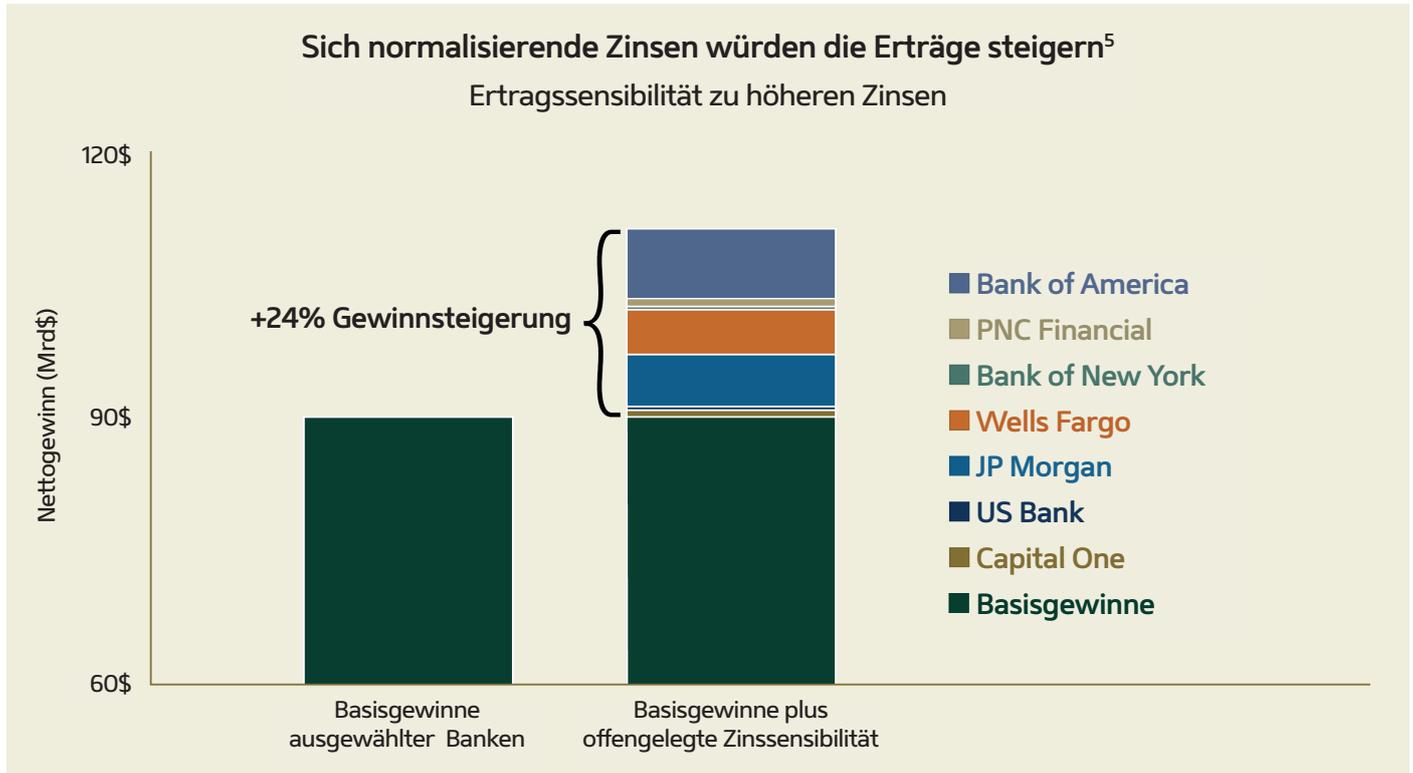


3. Quelle: Bloomberg und Davis Advisors zum 16.04.2021. 4. Quelle: Crédit Suisse zum 22.04.2021.

Zinssensibilität

Während sich die Anleger über die Möglichkeit höherer Zinsen sorgen, werden viele Finanzunternehmen profitieren, da höhere Zinsen die Erträge steigern. Für Versicherungsunternehmen wirken sich höhere Zinssätze positiv auf Kapitalerträge aus, da die Gelder in höher verzinsliche Anleihen investiert werden. Für Banken steigern höhere

Zinsen die Spanne zwischen Einlagen und Krediten. Als Beispiel: auf der Grundlage der regulatorischen Offenlegung für unsere wichtigsten Bankenholdings würde ein relativ bescheidener Anstieg der Zinsen um 50-100 Basispunkte allein im ersten Jahr zu einem Gewinnanstieg von 24% führen.



5. Quelle: Davis Advisors und Einreichungen der Unternehmen zum 31.12.2020.

Kapitalallokation

Da viele Banken heute ein Kapitalniveau halten, das weit über dem der Vergangenheit liegt, haben sie die Möglichkeit einen beträchtlichen Shareholder Value in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen zu generieren – *selbst für den unwahrscheinlichen Fall, dass der Nettogewinn nicht wächst.*

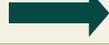
Um zu verstehen wie ein Unternehmen, das nicht wächst, trotzdem gute Renditen für die Aktionäre erzielen kann, stellen Sie sich eine hypothetische Bank mit einer Marktkapitalisierung von 12 Milliarden Dollar und Nettoeinkommen von 1 Mrd. Dollar pro Jahr vor. Wie im Beispiel unten gezeigt, wenn das Unternehmen 35 % des Netto-

einkommens für Dividenden und 65% für den Rückkauf von Aktien verwendet, führt die allmähliche Reduzierung der im Umlauf befindlichen Aktien zu einem stetigen Anstieg des Gewinns je Aktie, der Dividende je Aktie und des Aktienkurses, auch ohne Veränderung des Nettogewinns oder des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Summiert über fünf Jahre, führt die kraftvolle Alchemie von Aktienrückkauf und Dividende von einem Nicht-Wachstum des Nettoeinkommens zu einer jährlichen Gesamtrendite von 8,6% für die Aktionäre. Darüber hinaus könnte diese Rendite durch jedes Wachstum des Nettoeinkommens und jede Ausweitung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses gegenüber dem heutigen niedrigen Niveau leicht gesteigert werden, was wir für wahrscheinlich halten.

So wichtig ist die Kapitalallokation:

Wie Nicht-Wachstum des Nettoeinkommens zu einer Gesamtrendite von 8,6% wird⁶

Im Beispiel wird angenommen, dass 35% des Nettoeinkommens für Dividenden und 65% für Aktienrückkäufe genutzt werden

Hypothetische Davis Finanzwerteposition	heute	nächstes Jahr		in 5 Jahren
Gewinne (kein Wachstum)	1,0 Mrd \$	1,0 Mrd \$		1,0 Mrd \$
Ausstehende Aktien	1,0 Mrd \$	946 Mio \$		757 Mio \$
Gewinn pro Aktie (EPS)	1,00\$	1,06\$		1,32\$
Dividende pro Aktie	0,35\$	0,37\$		0,46\$
KGV (bleibt konstant bei 12)	12	12		12
Aktienpreis	12\$	13\$		16\$

6. Dieses hypothetische Beispiel dient nur illustrativen Zwecken und stellt nicht die Entwicklung einer bestimmten Anlage dar. Die Rendite einer Aktie schwankt aufgrund multipler Faktoren (inklusive aber nicht beschränkt auf die oben angegebenen). Aktienmärkte sind volatil und ein Anleger kann Geld verlieren.

Risiken

Um erfolgreich zu sein, müssen langfristige Anleger in Finanzwerten auch immer das Risiko berücksichtigen. Aus den oben genannten Gründen glauben wir, dass viele der herkömmlichen Risiken des Finanzsektors – einschließlich Kapital, Liquidität, Kredit und Zinsen – gering sind. Auch wenn das regulatorische Risiko stets zu beachten ist, scheint die umfassende Neuregulierung der Branche nach der Finanzkrise dieses Risiko für eine weitere Generation weitgehend hinter uns/sich gelassen zu haben.

Das Risiko, das die Investoren heute am meisten beschäftigt, kommt aus dem Silicon Valley in Form von Innovation, Veränderung und so genannten Fintechs. Allerdings sind die Herausforderungen und Chancen der Innovation nicht neu für den Finanzsektor. In den vergangenen 50 Jahren war der Sektor beispielsweise mit der Entstehung der Geldmarktfonds, der hypothekarisch gesicherten Geldmarktfonds, Schrottanleihen, Zinsswaps, Finanzanlagen außerhalb des Bankensektors, Geldautomaten, zweigstellenlosen Kreditkartenherausgebern und Internetbanken konfrontiert, um nur einige zu nennen.

Dennoch haben sich die Banken in dieser Zeit meisterhaft darin erwiesen, Innovationen in ihren Kerngeschäftsmodellen zu integrieren, oft mit Hilfe der Aufsichtsbehörden die verständlicherweise nervös werden, wenn unregulierte Institute zu sehr in den wirtschaftskritischen Finanzsektor eindringen. Während wir die heutigen Innovationen sorgfältig studieren, ist die lange Geschichte der Finanzinstitute, die Innovationen in bestehende Geschäftsmodelle integriert haben, beruhigend. Ein aktuelles Beispiel, das dies unterstreicht ist der

Peer-to-Peer-Zahlungsverkehr, eine Idee, die von einem Silicon Valley Startup namens Venmo entwickelt wurde. Als Reaktion auf dieses innovative neue Modell haben die Banken eine ähnliche Plattform namens Zelle geschaffen, die inzwischen fast doppelt so viel Volumen wie Venmo abwickelt. Während wir zwar stets auf der Suche nach bahnbrechenden Veränderungen sind, lehrt uns die Vergangenheit, dass Finanzunternehmen eher dazu neigen Innovationen zu nutzen, als durch sie verdrängt zu werden.

Schlussfolgerung

In den zehn Jahren nach der Finanzkrise zeigten die Finanzunternehmen eine starke Leistung mit einer Kombination aus Widerstandsfähigkeit, Rentabilität und Wachstum, während ihre Aktienkurse schwächelten. Diese Diskrepanz erreichte einen verblüffenden Höhepunkt während der COVID-Krise, als panische Verkäufer so schnell wie möglich ausstiegen und den Finanzsektor zu einer der am schlechtesten abschneidenden Gruppen in diesem Zeitraum machten. Die deutliche Erholung von dieser Überreaktion ist erst der Anfang dessen, was wir als eine Dekade der Neubewertungen erwarten, da die Anleger die Beständigkeit, das stetige Wachstum und die niedrigen Bewertungen eines sorgfältig ausgewählten Portfolios führender Finanzwerte schätzen lernen. Diese Attribute, kombiniert mit einer Sensitivität für höhere Zinssätzen, einer anlegerfreundlichen Kapitalallokation und einer erwiesenen Fähigkeit, Innovationen zu integrieren, machen Finanzwerte zur attraktivsten Mischung aus Risiko und Rendite auf dem heutigen Markt.

Dieser Bericht beinhaltet Aussagen und Beobachtungen in Bezug auf Investmentstrategien, einzelne Anlagen sowie Wirtschafts- und Marktkonditionen. Es kann jedoch keine Garantie dafür geben, dass diese Aussagen, Ansichten und Vorhersagen sich als richtig erweisen werden. Dieser Kommentar kann Äußerungen und Meinungen beeinhaltend, die spekulativer Natur sind und nicht als Tatsachenbehauptungen angesehen werden können.

Davis Advisors engagiert sich so offen wie möglich mit ihren Investmentpartnern zu kommunizieren, weil sie der Meinung sind, dass die Anleger davon profitieren, wenn sie die Investmentphilosophie und den Ansatz verstehen. Unsere Ansichten und Meinungen zu den Anlageperspektiven unserer Portfolioholdings beinhalten in die Zukunft schauende Aussagen, die langfristig akkurat sein können oder nicht. Diese in die Zukunft gerichteten Aussagen können anhand von Begriffen wie "glauben", "erwarten", "voraussehen" oder ähnlichen Ausdrücken erkannt werden, wenn die Perspektiven einer bestimmten Position im Portfolio besprochen werden. Sie sollten kein übermäßiges Vertrauen in zukunftsgerichtete Aussagen setzen, die aktuell zum Datum dieses Kommentars sind. Wir lehnen jede Verpflichtung ab, die Aussagen zu aktualisieren oder zu ändern, sei es aufgrund neuer Informationen, Ereignissen oder Sonstigem. Während wir davon ausgehen eine angemessene Basis für unsere Auswertungen zu haben und unseren Einschätzungen vertrauen, können tatsächliche Resultate unter denen liegen, die wir erwarten.

Das Anlageziel des Davis Value Fund SICAV ist langfristiger Kapitalzuwachs. Dass dieses Ziel tatsächlich erreicht wird, lässt sich

allerdings nicht garantieren. Einige wichtige Risiken einer Anlage in den Fonds sind Aktienmarktrisiken: Aktienmärkte haben Zeiten steigender Kurse und Zeiten fallender Kurse, einschließlich Kurseinbrüche. Der Fonds investiert hauptsächlich in Wertpapiere, die von großen Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens 10 Milliarden USD ausgegeben werden. Einige wichtige Risiken bei einer Anlage in den Fonds sind: Gesellschaftsrisiko, Marktrisiken in Schwellenländern, Gebühren- und Kostenrisiko, Finanzdienstleistungsrisiko, das Risiko negativer Presseberichte, Risiken im Zusammenhang mit Unternehmen mit geringer, mittlerer oder großer Marktkapitalisierung, Marktrisiko, das Risiko von Anlagen außerhalb der USA, und das Auswahlrisiko.

Der Prospekt enthält eine vollständige Liste der bedeutendsten Risiken. Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sollten nicht als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines bestimmten Wertpapiers erachtet werden.

Zum 30. September 2021 waren die Top 10 Positionen des Davis Value Fund SICAV: Capital One Financial 8,8%; Wells Fargo 6,9%; Berkshire Hathaway 6,3%; Alphabet 5,7%; U.S. Bancorp 5,1%; Applied Materials 4,7%; Intel 4,0%; Facebook 3,9%; JD.com 3,6%; Amazon.com 3,5%.

Das Tangible Common Equity (TCE, reale Vermögenswerte) ist ein Maß für das physische Kapital eines Unternehmens, das verwendet wird, um die Fähigkeit eines Finanzinstituts einzuschätzen, mit potenziellen Verlusten umzugehen. Materielle Vermögenswerte werden durch Subtraktion der immateriellen Vermögenswerte (einschließlich Geschäftswert) und Vorzugskapital vom

Buchwert des Unternehmens kalkuliert. Die risikogewichteten Aktiva werden verwendet, um den Mindestbetrag an Kapital zu bestimmen, die von Banken und anderen Finanzinstituten gehalten werden müssen, um das Risiko der Zahlungsunfähigkeit zu verringern. Die Kapitalanforderung basiert auf einer Risikobewertung für jede Art von Bankaktiva.

Der Gewinn pro Aktie (EPS) wird berechnet als Unternehmensgewinn dividiert durch die ausstehenden Aktien. Das Resultat dient als Indikator für die Rentabilität eines Unternehmens. Es ist üblich, dass ein Unternehmen ein EPS ausweist, das um außerplanmäßige Positionen und eine mögliche Aktienverwässerung bereinigt ist.

Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) ist die Rendite, die erforderlich wäre, damit eine Investition von ihrem Anfangsbestand bis zu ihrem Endbestand wächst, unter der Annahme, dass die Gewinne am Ende eines jeden Jahres der Anlagedauer der Investition reinvestiert werden.

Der S&P 500® Index ist ein nicht verwalteter Index bestehend aus 500 ausgewählten Aktien, von denen die meisten am New York Stock Exchange gelistet sind. Der Index wird nach Dividenden bereinigt, gewichtet nach Aktien mit großer Marktkapitalisierung und stellt ungefähr zwei Drittel des gesamten Marktwerts aller US-Aktien dar. Anlagen können nicht direkt in einen Index erfolgen.

Übersetzung: NORAMCO
November 2021