



Freitagmorgen Kaffee

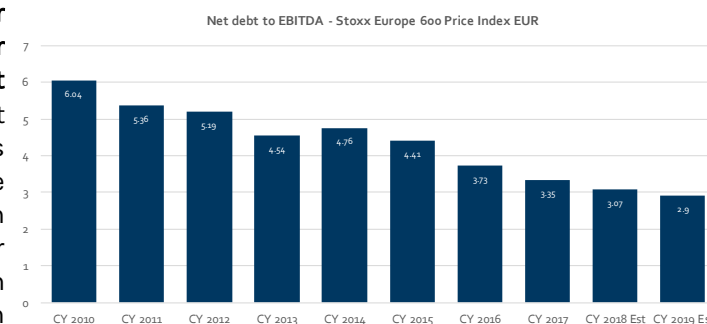
Nr. 15 – Hunger auf Frühstück

"Gehe lieber ohne Abendessen ins Bett, als mit Schulden aufzustehen", so wurde Benjamin Franklin, Polymath und einer der Gründungsväter der Vereinigten Staaten, vor mehr als 200 Jahren zitiert.

Als Value-Investoren werden wir derzeit von den Kunden gefragt, was das Ende der QE, also der wahllose Kauf von Schulden durch die EZB und damit das künstlich niedrige Zinsniveau, dem europäischen Aktienmarkt im Allgemeinen und unserem Portfolio im Besonderen, antun würde. Gibt es zu viele "Zombie-Unternehmen" in Europa, die jetzt unter der Last der Überschuldung einknicken?

- In der Tat ist das Bild je nach Tätigkeitsbereich der Unternehmen sehr unterschiedlich. Für Financials und insbesondere für Banken erwarten wir 3 Haupteffekt, da die Schuldenuhr tickt. Erstens könnte es zu einem Anstieg der notleidenden Kredite kommen. Dies wird Banken schaden, die die letzten Jahre nicht genutzt haben, um ihre Bilanzen aufzuräumen und konservativ Vorsorge zu treffen.
- Zweitens wird der Wert der Staatsanleihen in den Bilanzen der Banken mit steigenden Zinsen sinken. Italienische Banken beispielsweise halten mehr als 25% der italienischen Staatsschulden!
- Drittens können höhere Zinssätze dazu führen, dass Banken mehr Geld für die von ihnen angebotenen Kredite verlangen und im Vergleich zu ihren Finanzierungskosten einen höheren Spread erzielen. Wir gehen davon aus, dass der Nettozinsertrag der CaixaBank bei einer um 100 Basispunkte höheren Renditekurve um 30% steigen wird. Dies ist auf einen hohen Anteil an schnell refinanzierenden Hypotheken- und Geschäftskrediten zurückzuführen.

Dem nichtfinanziellen Sektor gegenüber sind wir der Meinung, dass die Höhe der Verschuldung für den Gesamtmarkt nicht übermäßig hoch ist. Wenn überhaupt, ist die Hebelwirkung gesunken und das durchschnittliche europäische Unternehmen benötigt etwa 3 Jahre, um seine Schulden abzuzahlen. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Erträge europäischer Unternehmen seit der Finanzkrise stark erholt haben.



Quelle: Bloomberg.

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

Freitagmorgen Kaffee - Nr. 15 – Hunger auf Frühstück

Allerdings müssen wir diese Daten mit Vorsicht genießen. Laut Bloomberg wurde in allen Sektoren mit Ausnahme der Telekommunikation die Generierung von freiem Cashflow zwischen 2012 und 2016 durch kombinierte Dividenden, Rückkäufe und Deal-Making übertroffen. **Das bedeutet, dass europäische Unternehmen mehr ausgegeben haben als die von ihnen generierten Cashflows. Darüber hinaus unterschätzt die Bilanz der Nettoverschuldung die Realität**, da sie keine Pensionsdefizite und Operating-Lease-Verpflichtungen enthält. In einigen Sektoren wie dem Basiskonsumgütersektor verdoppelt sich der Verschuldungsgrad also fast, sobald wir diese Anpassungen berücksichtigen.

Erwarten wir also in Europa nach der QE-Party einen Schulden-Hangover?

Die oben genannten Zahlen plädieren für vorsichtigen Optimismus und eine gründliche Analyse. **Wir müssen nicht nur zwischen den einzelnen Sektoren unterscheiden, sondern auch spezifischer nach Unternehmen suchen.** Einige Banken, wie die Caixabank, könnten tatsächlich von dem sich verändernden Zinsumfeld profitieren, während einige Nicht-Finanzunternehmen viel stärker fremdfinanziert sein könnten, als es auf den ersten Blick scheint.

Als Value-Investoren graben wir tief auf Unternehmensebene und bevorzugen Unternehmen mit starken Bilanzen, um sicherzustellen, dass ihre Schuldenzahlungen ihre zukünftige Cashflow-Generierung und strategische Flexibilität nicht beeinträchtigen.

In der Praxis spiegelt sich dieser vorsichtige Ansatz direkt in der Struktur unseres Portfolios wider, da das durchschnittliche Unternehmen in unserem Portfolio weniger als ein Jahr benötigt, um seine Schulden zurückzuzahlen.

Wir mögen also hungrig nach Frühstück sein, aber das Risiko eines finanziellen Hangovers ist gering.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
15. Juni 2018

Disclaimer

European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich. ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxemburg (RCS Luxemburg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf www.ecp.lu verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.