



Freitag Morgen Kaffee

Nr. 37 – Weihnachtsdoppelaufgabe: Alle Blicke gerichtet auf Europa und Value im Jahr 2019?

Dieses Jahr war für Anleger in europäische Aktien schwierig und insbesondere für Anleger in kleinere europäische Value-Werte. Der Bank of America Merrill Lynch zufolge haben wir inzwischen 40 Wochen in Folge Abflüsse aus europäischen Aktien beobachtet, da Anleger auf der Flucht waren. Die Gründe für diese negative Anlegerstimmung sind gut identifiziert und dokumentiert. Zunächst erlebten wir eine Menge politischer Unsicherheit in Bezug auf eine populistische Regierung in Italien, das bevorstehende Ende der Merkel-Ära in Deutschland, die Brexit-Unsicherheit und vor kurzem die Bewegung der gelben Westen in Frankreich. Dann forderte ein drohender Handelskrieg seinen Tribut, in einem Moment, in dem die wirtschaftliche Dynamik in Europa nachließ und die EZB sich von ihren außergewöhnlichen quantitativen Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik zurückzieht. Die positiven Elemente eines anhaltenden Gewinnwachstums, einer Abschwächung des Euro zugunsten des Exports und eines sinkenden Ölpreises, der den Verbrauchern zugutekommt, haben die oben genannten Bedenken nicht gelindert.

Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass *Mr. Market* im Hinblick auf europäische Aktien einen übermäßigen Pessimismus eingepreist hat. Die Bewertungen befinden sich in Europa auf historischen Tiefstständen, wie in der Bloomberg-Grafik hier unten zu sehen ist. Das Forward-Price-Earnings-Ratio liegt beispielsweise auf einem 5-Jahres-Tief und zugleich auf dem 10-Jahres-Durchschnittsniveau.



Quelle: Bloomberg, ECP

Pessimisten argumentieren, dass diese niedrige Bewertung durchaus verdient ist. Wir würden jedoch behaupten, dass dieses Umfeld uns die größten Investitionsmöglichkeiten bietet, seitdem wir im Dezember 2014 unsere europäische Strategie bei ECP eingeführt haben. Zwar haben sich die konjunkturellen Frühindikatoren verschlechtert, doch bleibt die gesamtwirtschaftliche Situation weiterhin günstig und die Unternehmen steigern ihre Erträge weiter. Von unserem Standpunkt aus scheint es, als habe *Mr. Market* viele Unternehmen und ganze Branchen zu pessimistisch bewertet.

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

Freitag Morgen Kaffee - Nr. 37 – Weihnachtsdoppelaufgabe: Alle Blicke gerichtet auf Europa und Value im Jahr 2019?

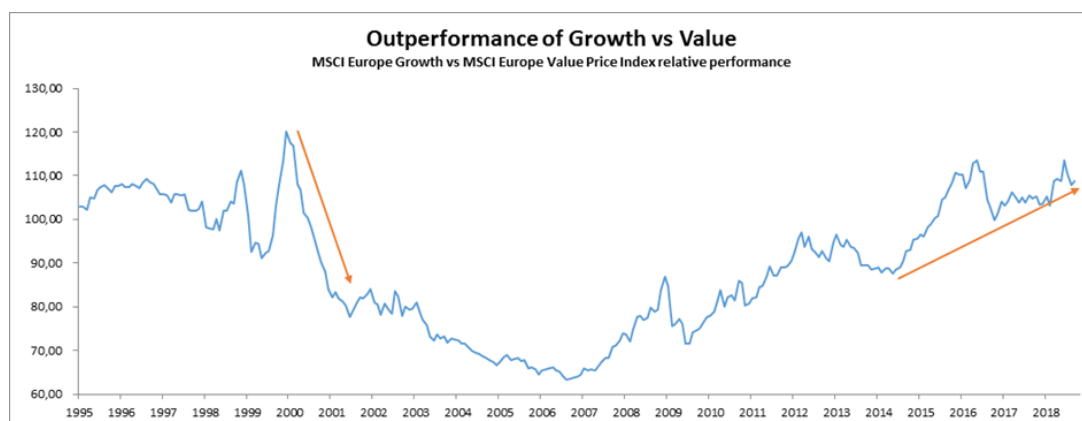
Die schwachen Aktienmärkte führen bei ECP zu einem Portfolio, in dem die Sicherheitsmarge, d. h. der Abschlag auf unseren geschätzten beizulegenden Zeitwert, einen historischen Höchststand erreicht. Gleichzeitig beobachteten wir in einer Reihe von Unternehmen, dramatische Preiskorrekturen. Nach sorgfältiger Due Diligence glauben wir, dass diese Unternehmen von hervorragender Qualität sind, mit starken Business-Franchisen und starker Cashflow Erzeugung. Dies ermöglichte uns, unser Portfolio zu attraktiven Bewertungen mit Unternehmen wie Fresenius, Atos oder Superdry zu erweitern.

In diesen turbulenten Zeiten ist es sinnvoll, uns daran zu erinnern, worum es bei einer Investition im Aktienmarkt eigentlich geht. Mit dem Kauf einer Aktie erwerben wir Eigentumsrechte an einem Unternehmen. Als Unternehmer haben wir Anspruch auf einen Bruchteil der Einnahmen, die das Unternehmen in Form von Dividenden und reinvestierten Erträgen generiert. Daher beteiligen wir uns an der zukünftigen Entwicklung dieser Unternehmen in guten wie in schlechten Zeiten, solange wir investiert bleiben. Die Börse ist der Marktplatz, an dem sich Käufer und Verkäufer treffen und diese Eigentumsrechte gehandelt werden. Die Aktienkurse variieren von Sekunde zu Sekunde und spiegeln lediglich wider, was die Anleger in der letzten Transaktion zu einem bestimmten Zeitpunkt bereit waren, für diese Eigentumsrechte zu zahlen. Value-Anleger, wie wir, investieren in ein Unternehmen, wenn sie der Meinung sind, dass der Aktienkurs einen erheblichen Abschlag vom beizulegenden Zeitwert des Unternehmens aufweist. Sie tätigen eine fundamentale Arbitrage, indem sie mit einem Abschlag auf den Basiswert investieren und die Aktie halten, bis der beizulegende Zeitwert erreicht ist. Dieser Prozess ist in der Regel von unbekannter Dauer. Manchmal kann es sehr schnell gehen, wie zum Beispiel als wir zu Beginn dieses Jahres in Shire Pharmaceuticals investierten und das Unternehmen innerhalb von zwei Wochen ein Übernahmeangebot erhielt, das erheblichen Mehrwert entriegelte. In anderen Fällen kann die Freigabe des Wertes mehrere Jahre dauern. Sobald der beizulegende Zeitwert erreicht ist, verkaufen Value-Investoren normalerweise ihre Position und suchen nach anderen Gelegenheiten, die mit erheblichen Abschlägen zu den zugrunde liegenden Fundamentaldaten des Geschäfts gehandelt werden. Wichtig ist hierbei zu beachten, dass sich der fundamentale Wert eines Unternehmens normalerweise nicht über Nacht oder sogar Quartalen ändert. Dies bedeutet aber nicht, dass der geduldige Value-Anleger während der Haltedauer seiner Investition inaktiv ist. Wie ein Unternehmer verfolgt er das Unternehmen genau, analysiert die Quartalszahlen, die Wettbewerbslandschaft, das Betriebsumfeld und alle Faktoren, die seinen Investment Case beeinflussen könnten, sowie den geschätzten beizulegenden Zeitwert des Unternehmens. Mit dieser Denkweise betrachtet er den täglichen Lärm an der Börse langfristig. Benjamin Graham, der Vater des Value-Investing, hat den Aktienmarkt bekanntlich als den manisch-depressiven *Mr. Market* qualifiziert. Er bietet häufig an, den Anteil eines Unternehmens zu stark schwankenden Preisen zu verkaufen oder zu kaufen, da der von *Mr. Market* geschätzte Unternehmenswert von übermäßig pessimistisch zu extrem optimistisch variiert.

Ich bin nach wie vor überzeugt, dass sich *Mr. Market* im Moment in einer übermäßig depressiven Stimmung befindet. Dies gilt insbesondere für die Bewertung von Aktien. Die nachstehende Grafik zeigt, dass a/ Value in Europa einen historisch hohen Abschlag gegenüber Wachstum aufweist und b/ der Moment, in dem die Outperformance wieder zunimmt, beträchtlich ist und normalerweise innerhalb eines kurzen Zeitraums auftritt. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Outperformance von Value, als die Dotcom-Blase im Jahr 2000 platzte.

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

Freitag Morgen Kaffee - Nr. 37 – Weihnachtsdoppelaufgabe: Alle Blicke gerichtet auf Europa und Value im Jahr 2019?



Quelle: Bloomberg, ECP

All dies macht uns zuversichtlich, dass wir derzeit mit unserer Anlagephilosophie, die auf unterbewertete Ertragskraft in Europa fokussiert ist, an der richtigen Stelle sind. Wir konzentrieren uns darauf, unseren Wertanlageprozess diszipliniert und konsequent durchzuführen. Mit Anwendung dieser Anlagenphilosophie habe ich in den letzten 17 Jahren Value geschaffen. Ich sehe nicht, warum sich dies ändern sollte.

Der Freitag Morgen Kaffee wird am Freitag, den 4. Januar 2019 wieder für Sie da sein.

Im Namen des gesamten ECP-Teams wünsche ich Ihnen ein frohes Weihnachtsfest und einen guten Rutsch ins neue Jahr,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
21. Dezember 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.