



Freitag Morgen Kaffee

Nr. 40 – Die Burggräben sind noch lange nicht ausgetrocknet

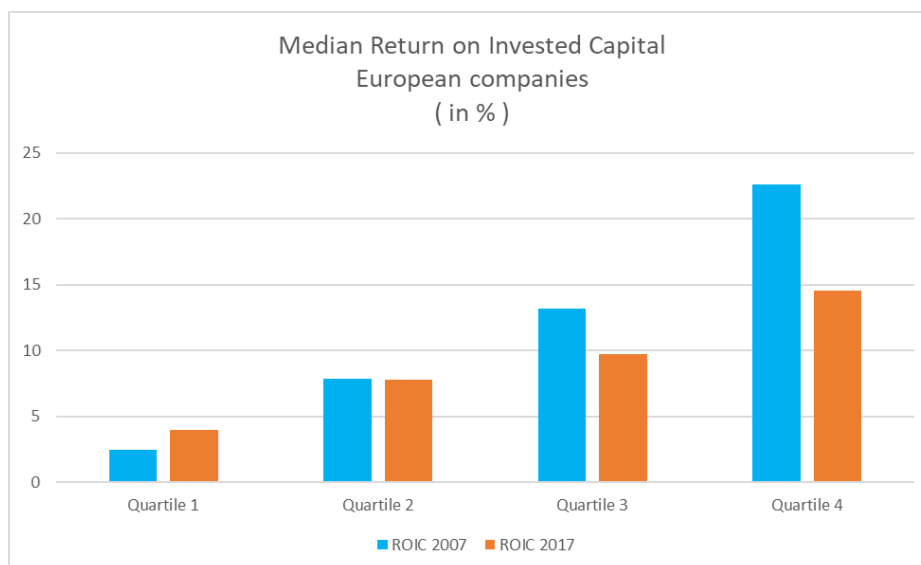
Im Mai letzten Jahres gab es einen stark mediatisierten Zusammenstoß zwischen Warren Buffet und Elon Musk bei dem es um Burggräben und Süßigkeiten ging. Während einer Telefonkonferenz zu den Ergebnissen, kritisierte Musk die Bedeutung, die Value-Investoren den sogenannten Burggräben eines Unternehmens beimessen. Burggräben sind all die Puffer oder Wettbewerbsvorteile, mit denen Unternehmen versuchen sich zu umgeben. Hierzu zählen starke Marken, niedrige Produktionskosten, Marktanteile oder geistiges Eigentum, die ihre Konzessionen vor Wettbewerbern schützen, genauso wie eine Burg durch den umkreisenden Wassergraben vor seinen Feinden geschützt wird. Diese Burggräben ermöglichen es ihnen, mit der Zeit eine höhere Rentabilität als die Konkurrenz zu erzielen. Musk argumentierte, dass Burggräben in der heutigen Welt an Bedeutung verloren haben und dass "das Tempo der Innovation" der einzig relevante Faktor ist. Der Vorstandsvorsitzende von Berkshire Hathaway schlug schnell zurück und argumentierte, dass Unternehmen mit starken und nachhaltigen Burggräben existieren und dass die Technologie sie nicht in allen Branchen zerstört hat: "Elon könne vielleicht die Dinge in einigen Bereichen auf den Kopf stellen. Ich glaube aber nicht, dass er es mit uns im Bereich Süßigkeiten aufnehmen möchte." Für das Protokoll, Berkshire kaufte 1972 den Süßwarenhersteller See's Candies für 25 Millionen US-Dollar. Buffett zufolge hatte See's im Jahr 2011 einen Gesamtgewinn von 1,65 Milliarden US-Dollar erzielt, seitdem er es vor 40 Jahren gekauft hatte.

Diese Debatte zwischen Buffet und Musk hat nicht nur einen hohen Unterhaltungswert. Für uns als Value-Investoren stellt sich damit eine viel grundlegendere Frage. **Mit der beschleunigten Innovationsgeschwindigkeit werden hoch profitable Industrien gestört.** Die Burggräben sind sicherlich weniger geworden und können nur kurzfristig verteidigt werden, bevor ein innovativer Wettbewerber mit einem besseren Produkt auf den Markt kommt und den Burggraben „überquert“, um die Rentabilität des historischen Spitzenreiters anzugreifen. Dies stellt ein Problem für den Value-Investor dar, der naturgemäß eine Vorliebe für Unternehmen mit soliden Bilanzen und einer soliden Erfolgsbilanz mit hoher Profitabilität hat.

Zum Glück ist Musk nur teilweise richtig. **Die Gräben sind in der Tat kleiner geworden**, und einige Branchen wie die Autoindustrie oder die Zeitungsindustrie werden völlig zerstört. **Für uns ist es jedoch falsch, zu verallgemeinern und daraus zu schließen, dass Burggräben nicht mehr existieren.** Ein einfacher Weg, Burggräben zu messen, ist das Vergleichen der zugrunde liegenden Rentabilität des Unternehmens über die Zeit. Im Falle, dass Musk recht hat und Burggräben aufgrund von mehr Störquellen nicht verteidigt werden können, werden Unternehmen, die in der Vergangenheit eine außergewöhnliche Rentabilität gezeigt haben, diese schnell verlieren. Wir haben uns die Rentabilität des investierten Kapitals (ROIC) der 600 größten europäischen Unternehmen (DJ Stoxx 600) angesehen und ihre Rentabilität vor zehn Jahren mit der aktuellen (2007 vs. 2017) verglichen. Das Ergebnis dieser einfachen, nicht erschöpfenden Analyse ist unserer Meinung nach ziemlich klar.

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. 40 – Die Burggräben sind noch lange nicht ausgetrocknet



Die Unternehmen im Quartil mit der niedrigsten Rentabilität im Jahr 2007 konnten ihre Profitabilität in den letzten 10 Jahren zwar leicht verbessern, erreichen jedoch immer noch nicht das Niveau ihrer Kapitalkosten. Auf der anderen Seite des Spektrums blieben die Unternehmen mit der höchsten Profitabilität (Quartil 4) hoch profitabel, wenn auch auf einem etwas niedrigeren Niveau. **Für uns bedeutet das eindeutig, dass ihre Burggräben nicht innerhalb von 10 Jahren verschwunden sind**, sondern lediglich angegriffen wurden.

Zusammenfassend **ist es für uns als Value-Investoren nach wie vor absolut sinnvoll, Firmen mit Wettbewerbsvorteilen zu betrachten**, Unternehmen, die in der Vergangenheit sehr profitabel waren, da Beweise nahelegen, dass sie sich zumindest teilweise gegen Neueinsteiger wehren können. Zur Erinnerung, haben wir in den Süßwarenhersteller Cloetta in Schweden investiert, aber zu diesem Zeitpunkt haben wir noch nicht gehört, dass Musk bei Süßigkeiten mitmischt...

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
18. Januar 2019

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.