



Freitag Morgen Kaffee

Nr. 43 – Vierteljährlicher kollektiver Unsinn

Jetzt geht es wieder los, mitten in der Ergebnissaison, diesmal für das 4. Quartal 2018. Wenn wir die Zahlen aus den Unternehmen verdauen, Telefonkonferenzen abhören und versuchen, die Kommentare der Analysten zu verstehen, halten wir es für sinnvoll, einen Schritt zurückzutreten und zu analysieren, ob unser Verhalten als Buy-Side-Portfoliomanager und Analysten in der vierteljährlichen Ergebnissaison einen Mehrwert schafft. Auf breiterer Ebene müssen wir uns auch fragen, ob die derzeitige vierteljährige Transparenz, die Unternehmen bieten, unseren Volkswirtschaften überhaupt einen Mehrwert bringt oder kontraproduktiv ist.

In einem gemeinsamen Kommentar, der im August des vergangenen Jahres im Wall Street Journal veröffentlicht wurde, argumentierten Jamie Dimon und Warren Buffett: „Nach unserer Erfahrung führt die **vierteljährige Gewinnprognose häufig zu einem ungesunden Fokus auf kurzfristige Gewinne und dies auf Kosten einer langfristigen Strategie von Wachstum und Nachhaltigkeit**“. Sie kommentieren außerdem, dass Unternehmen sich häufig bei Technologie-, Einstellungs- und Entwicklungsausgaben zurückhalten, um vierteljährige Gewinnvorgaben zu erfüllen, die von Faktoren beeinflusst werden können, die außerhalb der Kontrolle des Unternehmens liegen. Vielleicht lächeln Sie mir zu, wenn Sie einem Tweet von Donald Trump zustimmen, aber im August letzten Jahres hatte er vielleicht beim Tweeten einmal recht: „Es würde mehr Flexibilität ermöglichen und Geld einsparen. Ich habe die SEC gebeten, zu studieren!“.

Europäische Unternehmen haben die kostspielige Gewohnheit der vierteljährlichen Berichterstattung von ihren US-amerikanischen Kollegen übernommen. Es gibt nur noch wenige große Unternehmen, die sich auf Halbjahreszahlen beschränken, hauptsächlich in Großbritannien und Frankreich. Diese seltenen Ausnahmen enthalten vierteljährige Handelsaussagen mit einer umfassenden Aktualisierung der Leistung ihres Unternehmens. Vierteljährige Gewinne ermöglichen es Strategen, die Ergebnissaison, wie das Resultat eines Fußballspiels, anzuschreiben. Sie veröffentlichen regelmäßig Tabellen wie die unten von Bloomberg (veröffentlicht diesen Mittwochmorgen).

4Q18 EPS Beat, Hit, Miss Growth Table	Report Count	% Count Reported	% Mcap Reported	Relative to Reporting Day			4Q18 Growth Rate	
				Beat	Hit*	Miss	Start of Season	Current
MSCI Europe	58	16.0%	25.5%	28.6%	19.0%	52.4%	6.1%	5.4%
Comm. Serv.	5	16.1%	19.5%	0.0%	40.0%	60.0%	4.7%	2.5%
Health Care	9	28.1%	51.7%	11.1%	22.2%	66.7%	10.6%	9.4%
Technology	5	31.3%	58.5%	40.0%	20.0%	40.0%	12.2%	6.5%
Energy	2	12.5%	32.2%	50.0%	50.0%	0.0%	30.2%	31.3%
Industrials	10	12.8%	19.2%	40.0%	10.0%	50.0%	5.9%	6.3%
Materials	4	10.3%	8.9%	0.0%	25.0%	75.0%	-3.5%	-3.8%
Financials	13	18.8%	18.1%	15.4%	7.7%	76.9%	2.1%	-1.0%
Utilities	3	16.7%	17.3%	66.7%	0.0%	33.3%	2.8%	3.1%
Consumer Disc.	4	11.1%	22.1%	50.0%	25.0%	25.0%	2.6%	2.7%
Consumer Stap.	3	11.1%	23.3%	66.7%	33.3%	0.0%	0.3%	2.5%

Source: Bloomberg Intelligence, as of Feb 4th, 2019

Note: Hit* counted as within +/- 2.5% of consensus estimates

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. 43

Vierteljährlicher kollektiver Unsinn

Wenn ich mir diese Tabelle ansehe, die sich nicht von den Scorecards vieler Sellside-Strategen unterscheidet, stelle ich mir folgende Fragen. Ist es für uns als Anleger wichtig zu wissen:

1. Dass 16% der Unternehmen im MSCI Europe ihre Quartalszahlen berichtet haben.
2. Dass von diesen 16% veröffentlichten 52,4% ein Q4-EPS, das 2,5% oder mehr unter der Konsensschätzung lag.
3. Dass die Analysten für das Ergebnis dieser Saison mit einem Wachstum von 6,1% rechneten, und diese 16%, die in anderen Sektoren als der Index gewichtet sind, ein Wachstum von 5,4% erzielten.

Ich denke jedoch, dass diese Art der Analyse für die Investor Relations-Abteilungen der Unternehmen im Index äußerst relevant ist. Einer ihrer KPIs (Leistungskennzahlen) muss darin bestehen, den Konsens auf die richtigen Erwartungen zu trimmen, bevor die Unternehmen in eine „Ruhephase“ übergehen, die normalerweise einen Monat vor dem Berichtsdatum liegt.

Ich bin immer wieder erstaunt über die Auswirkungen des vierteljährlichen Konsens Schlag-, Treffer- oder Fehlspiels. Die Regeln sind zum Teil so einfach, dass sie automatisiert werden können. Ein Beispiel sind automatisierte Ergebnisberichte, die wenige Sekunden nach dem Quartalsbericht des Unternehmens veröffentlicht werden. Husqvarna veröffentlichte Zahlen am Mittwoch, bevor der Markt öffnete. Die Bloomberg Schlagzeilen lauteten: „(Bloomberg) - Husqvarna erzielte im vierten Quartal einen Nettoumsatz, der die höchste Analystenschätzung übertraf. Nettoumsatz im vierten Quartal von 6,47 Mrd. SEK, geschätzt 6,34 Mrd. SEK (Spanne 6,23 Mrd. SEK bis 6,45 Mrd. SEK) (Bloomberg-Daten), Q4 bereinigter operativer Verlust von 282 Mio. SEK, geschätzter Verlust von SEK299,1 Mio. (Verlustspanne 268,0 Mio. SEK bis 328,0 Mio. SEK) (BD), GJ-Dividende je Aktie von 2,25 SEK vs. 2,25 SEK J/J, Schätzung von 2,26 SEK (Spanne von 2,25 SEK bis 2,30 SEK) (BD)...“.

Bei ECP bauen wir unsere „Investmentcases“ so auf, indem wir bei der Beurteilung der Ertragskraft eines Unternehmens eine Sicht von 4 bis 5 Jahren berücksichtigen. Die Quartalszahlen sind ein Datenpunkt, an dem wir prüfen, ob unser „Investmentcase“ noch gültig ist. Wir positionieren uns nicht gegen vierteljährliche Konsensergebnisse, das ist einfach nicht unser Weg, um an der Börse zu investieren. Der Wert eines Unternehmens wird nicht durch einen vierteljährlichen Gewinnbericht bestimmt. **Vielmehr wird der Wert des Unternehmens durch die Menge der Cashflows bestimmt, die es über die normalen Jahre eines Geschäftszyklus generieren kann.**

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

Léon Kirch, CFA
Partner & Chief Investment Officer
 08. Februar 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.