



Focus

ECP European Value Strategie: Ausblick

April 2017

Marktumfeld & Ausblick

Das politische Risiko: Ein gutes Beispiel dafür, dass man häufig vor lauter Bäumen den Wald nicht sieht

In der Debatte um die Aussichten für den europäischen Aktienmarkt wurde die Aufmerksamkeit der Anleger in letzter Zeit häufig durch die anhaltenden politischen Spannungen in Europa und den Siegeszug des Populismus abgelenkt. Dabei hat das Jahr 2016 just gezeigt, wie schwierig es vor allem für Asset-Manager ist, nicht nur den Ausgang politischer Ereignisse, sondern auch deren potenzielle Konsequenzen für die Finanzmärkte korrekt vorherzusagen.

In mancherlei Hinsicht kann man eine interessante Parallele zur Welt des Fußballs und zur Rolle des Torhüters ziehen: Bei einem Elfmeter hat der Torhüter lediglich 2 (3) Optionen – er kann in eine Ecke – die linke oder die rechte – hechten oder in der Mitte stehen bleiben. Selbst einem Spitzen-Torhüter bringt das Training nicht viel. Auch wenn er hunderte von Elfmetschern im Video studiert hat (vergleichbar mit der Erfahrung eines Portfoliomanagers), weiß er noch immer nicht, in welche Ecke der Schütze im konkreten Fall zielen wird – beim Elfmeter geht es um „Entweder - Oder“. Psychologie ist wichtig, aber nicht unbedingt hilfreich, vor allem wenn man einem Profi gegenüber steht, der ein Pokerface aufsetzt.

„Man gewinnt kein Fußball-Turnier durch die Spezialisierung aufs Elfmeterschiessen“

Ausgehend von dieser Beobachtung gelangen wir zu der Schlussfolgerung, dass eine eingehende Analyse solch binärer Ereignisse in einem hoch komplexen politischen System nur von sehr begrenztem Nutzen ist.

Gleiches gilt für öffentliche Meinungsumfragen, die, wie konkrete Ereignisse – z.B. der Brexit und die US-Präsidentenwahlen – gezeigt haben, die in der Bevölkerung vorhandenen populistischen Strömungen nicht immer exakt widerspiegeln. Im Falle des Brexit vermittelten die Umfragen den Anlegern sogar ein falsches Gefühl der Sicherheit.

Daher sollten erfahrene Portfoliomanager unserer Meinung nach nicht viel Zeit auf die Analyse binärer politischer Ereignisse verwenden, denn dabei können sie wichtige Trends an den Märkten und in ihren Portfolios aus den Augen verlieren.

Um die Parallele zum Fußball wieder aufzugreifen, ist es für einen Torhüter nicht sinnvoll, sich während des gesamten Spiels ausschließlich auf das Elfmeterschiessen – d.h. Risiken, die sich seiner Kontrolle entziehen – zu konzentrieren und dabei gleichzeitig größere Risiken zu unterschätzen, die er mit sinnvollen Aktionen seinerseits in den Griff bekommen kann.

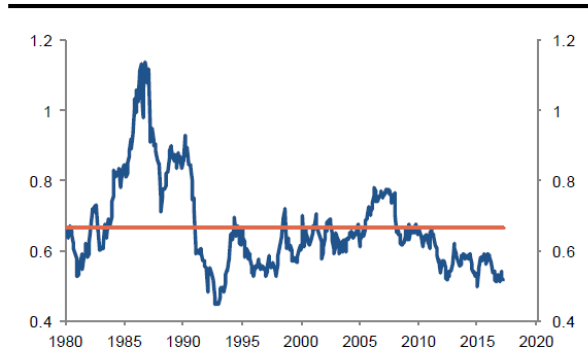
Europäische Aktienmanager sehen sich derzeit mit einer ähnlichen Situation konfrontiert. **So überlagern politische Spannungen und die Angst vor einem Durchmarsch der Populisten sowie dessen potenzielle Konsequenzen für die Europäische Union andere Faktoren, die sich auf mittlere bis lange Sicht erheblich auf die europäischen Aktienmärkte auswirken können. Diese weit verbreitete Fixierung der Marktteilnehmer auf Ereignisse, die sich ihrer Kontrolle entziehen, bietet Investoren mit einem längeren Anlagehorizont durchaus Anlagechancen.**

Fundamental gesehen sind europäische Aktien ein „Must Have“

Da es uns nicht möglich ist, den Ausgang der nächsten Wahlen zu beeinflussen, sollten wir zumindest unsere Perspektive erweitern und die aktuellen Trends an den europäischen Aktienmärkten erkennen und nutzen. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse stützen in vielerlei Hinsicht unsere langfristige positive Beurteilung.

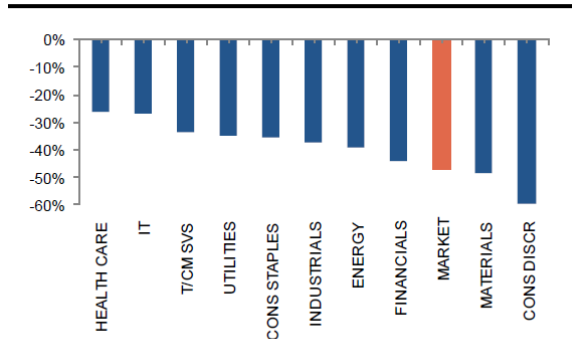
Zunächst einmal sind die Bewertungen am europäischen Aktienmarkt sowohl absolut als auch relativ gesehen nach wie vor überzeugend. Im vergangenen Jahrzehnt lag der europäische Aktienmarkt stets deutlich im Rückstand auf den US-Markt, so dass europäische Aktien gegenüber ihren US-Pendants hohe Abschläge aufweisen: Aktien der Eurozone handeln derzeit mit einem historisch hohen Abschlag von 50% auf ihr Kurs-Buchwert-Verhältnis, wobei dies für sämtliche Sektoren gilt, während die Dividendenrendite europäischer Unternehmen um 50% höher ist.

Eurozone vs US relative P/BV



Orange line: 10-year average. Source: Datastream, MSCI, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Eurozone vs US relative P/BV, by sector



Source: Datastream, MSCI, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

Zweitens erkennen wir eine allmähliche, aber spürbare Verbesserung der Wirtschaftslage in Europa: Anziehen des Wachstums, insbesondere in Deutschland und Frankreich, Nachlassen des Deflationsdrucks, möglicher Anstieg der Unternehmensgewinne, Verbesserungen beim Geschäftsklima und beim Konsumentenvertrauen sowie der nach wie vor schwache EUR.

Die Prognosen für das globale BIP-Wachstum liegen für die kommenden 3 Jahre in der Größenordnung von 3% bis 4% (Daten des IWF), wobei wir europäische Aktien als Hauptnutznießer erachten, weil: 1. Europa mit niedrigeren Bewertungen als der US-Markt in den Aufschwung geht, 2. Europa nach wie vor hohe Kapazitätsüberhänge (niedrige Kapazitätsauslastung und hohe Arbeitslosenquoten) aufweist, so dass die europäischen Unternehmen einen starken Puffer für solide Gewinnzuwächse besitzen.

De facto waren Gewinnzuwächse in den vergangenen zehn Jahren in Europa quasi inexistent, wobei das Jahr 2016 in dieser Hinsicht keine Ausnahme bildete. Allerdings sind konkrete Signale vorhanden, die für 2017 auf einen Paradigmenwechsel hindeuten, da die Gewinnprognosen nicht nur für den Gesamtmarkt, sondern auch für sämtliche Einzelsektoren in den ersten Monaten nach oben korrigiert wurden. Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass der MSCI Europe-Index das Jahr 2017 um 10% zulegen kann. Wichtiger ist noch, dass die treibende Kraft hinter diesem Aufwärtstrend nicht nur die Rückkehr zur Normalität angesichts des übertrieben skeptischen Konsenses steht, sondern die erneute Dynamik in der Geschäftstätigkeit der europäischen Unternehmen ist.

Dieser wirtschaftliche Aufschwung ist nicht nur theoretischer Natur, sondern in den Ergebnissen und Statements der von uns analysierten Unternehmen erkennbar. Dabei zeichnen sich mehrere Trends ab: Anzeichen für eine Verbesserung der operativen Bedingungen, solide Bilanzen, optimistischere Prognosen des Managements, Zunahme der M&A-Aktivität (wofür Unilever und Aberdeen AM gute Beispiele sind) etc.

Positives Momentum im Gange...

Auch wenn unser Investmentansatz auf Fundamentaldaten und langfristige Perspektiven fokussiert ist, können wir die möglichen Auswirkungen einer Veränderung des Anlegerverhaltens an den Finanzmärkten nicht ignorieren.

Europäische Aktien wurden von Anlegern lange Zeit zu sehr verschmäht, so dass die Portfolios der meisten globalen Investoren mittlerweile stark untergewichtet sind. Diese Investitionsrückstände sind vor allem den Unsicherheitsfaktoren zuzuschreiben, die das politische Umfeld in Europa umgeben.

steht

Eine rasche Trendwende ist nach den französischen Präsidentschaftswahlen, die den europäischen Aktien starke Impulse verleihen dürften, zu erwarten. Je früher die Anleger wieder in den europäischen Aktienmarkt einsteigen, desto höher dürften ihre Kursgewinne sein, vorbehaltlich einer selektiven Einzeltitelauswahl!

Was macht den Unterschied aus?

Um auf unsere Fußball-Metapher zurückzukommen: Während die überwältigende Mehrheit der Anleger teilweise noch immer versucht, den einen Elfmeter optimal zu parieren und sich, geblendet von kurzfristigen Ängsten, von den europäischen Aktienmärkten fernhält, legen wir den Fokus auf die Verbesserung der offensiven Qualitäten unserer Mannschaft und rüsten unser Portfolio für die Zukunft. Wir finden das Spielfeld gut vorbereitet, aber der Wettbewerb lässt sich noch immer von den politischen Störgeräuschen ablenken.

Auch in schwierigen Jahren für europäische Aktien haben wir an unserer langfristig orientierten Anlagestrategie festgehalten und den Schwerpunkt auf die Identifikation hochwertiger Unternehmen mit unterbewerteter Ertragskraft gelegt.

Dabei werden wir gewöhnlich in einer Vielzahl von Sektoren fündig, wie z.B. Industrie, zyklische und nicht-zyklische Konsumgüter sowie Pharmazeutik.

Denn wir sind von dieser Allokation und deren Mehrwert überzeugt, da wir mit diesen Trends bereits einen Riesenschritt voraus sind.

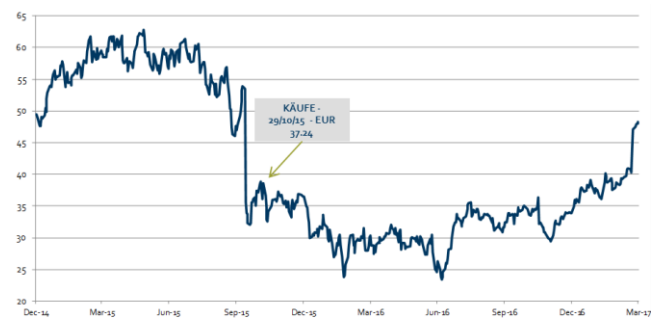
Investment cases

Leoni ist ein deutscher Hersteller von Drähten, Glasfasern, Kabeln und Bordnetz-Systemen, der überwiegend die Automobilindustrie beliefert.

Leoni ist ein Investment Case, der unsere Anlagephilosophie beispielhaft illustriert.

Die Position wurde Ende Oktober 2015 nach dem Einbruch des Aktienkurses um 40% in weniger als 6 Monaten aufgebaut. Damals wurde das Unternehmen für Managementfehler bei der internen Planung und Ausführung von Projekten schwer abgestraft, während die Nachfrage seitens der Endanwender stabil war.

Die Investoren wurden durch einen Gewinneinbruch abgeschreckt, der aus unserer langfristigen Sicht nur vorübergehend war, da die Probleme des Unternehmens hausgemacht waren und die Lösung somit von innen kommen musste.



Quelle: Bloomberg.

Nach dem ersten Aktienkauf brach der Kurs um weitere 30% ein, aber wir hielten an unserer langfristigen Beurteilung fest und stellten das Investment erneut auf den Prüfstand. Da wir glaubwürdige Signale für eine kompetente und professionelle Lösung der internen Probleme durch das Management ausgemacht hatten, entschlossen wir uns zur Nutzung dieses erneuten Kurseinbruchs für Zukäufe, wodurch unser durchschnittlicher Kaufpreis sank.

Allerdings war zunächst keine wirkliche Erholung des Anlegervertrauens zu konstatieren, so dass etliche Leerverkäufer auf den Plan traten und der Kurs im Juli 2016 bei rund EUR 25 die Talsohle markierte.

Seither ist er um rund 85% in die Höhe geschnellt, weshalb die Aktie mittlerweile zu unseren Top-Positionen und stärksten Renditekontributoren zählt.

Dieses erneute Interesse der Anleger an Leoni ist einer Kombination aus fundamentalen Verbesserungen (höhere Margen), einer verbesserten Aufsicht durch das Management (Restrukturierungsplan, vertrauensbildende Prognosen des Managements) und einer Veränderung des Börsenklimas zuzuschreiben.

Dies zeigt, wie machtvoll sich eine Trendwende manifestieren kann, wenn das Börsenklima plötzlich dreht, so dass sich die Leerverkäufer die Finger verbrennen und zum Kauf gezwungen sind. Auch zeigt dieses Beispiel die Stichhaltigkeit einer langfristigen Orientierung bei Anlagen in Unternehmen.

Aberdeen Asset Management ist ein global aufgestellter Asset-Manager mit Sitz in Schottland und Präsenz in 26 Ländern, der vor allem für seine hohen Kompetenzen für Schwellenländermärkte bekannt ist.

Anfang März haben Standard Life (britischer Lebensversicherer und Vermögensverwalter) und Aberdeen AM Pläne für einen Zusammenschluss bekannt gegeben, aus dem die mit einer Marktkapitalisierung von GBP 11 Milliarden zweitgrößte Vermögensverwaltungsgesellschaft Europas entstehen soll.

Auch wenn die Fusion als „Merger of Equals“ apostrophiert wird, handelt es sich unseres Erachtens in Wirklichkeit um die Übernahme von Aberdeen durch Standard Life: So erhalten die Aktionäre von Aberdeen keine Übernahmeprämie, wobei davon auszugehen ist, dass bei den Themen Kosteneinsparungen und Abbau von Managementebenen Aberdeen künftig der Hauptleidtragende sein wird. Beide Unternehmen sind mit jeweils eigenen Herausforderungen konfrontiert. Das Hauptproblem von Aberdeen sind die permanenten Kapitalabflüsse aus margenstarken Strategien, die dazu führten, dass der Aktienkurs weit unter dem von uns geschätzten fairen Wert gefallen ist und die Anleger eine Kürzung der Dividenden befürchteten.

Was uns enttäuscht, ist der Preis, zu dem Aberdeen sich verkauft, da wir überzeugt sind, dass der Wert des Unternehmens im Lauf der Zeit weit über den Betrag hinaus steigen würde, zu dem es sich im aktuellen Marktumfeld verkauft. Wie immer haben wir auch bei der Bewertung von Aberdeen Asset Management einen langfristigen Ansatz zugrunde gelegt und vor allem nicht mit einem Verkauf zu einem Zeitpunkt gerechnet, zu dem aktive Manager unter einem hohen Umsatz- und Kostendruck stehen. Wir glauben nach wie vor an den Wert der Marke, den Anlagestil und die Marktposition von Aberdeen, räumen aber ein, dass der Unternehmenswert derzeit in einer größeren Gruppe besser zum Tragen kommt.

Trotz unserer Enttäuschung über den von Standard Life gezahlten Preis schließen wir uns der Auffassung an, dass eine Fusion zweier aktiver Asset-Manager sinnvoll ist, denn es besteht erheblicher Spielraum für eine Expansion der Geschäftstätigkeit bei gleichzeitiger Senkung der operativen Kosten durch den Abbau doppelter Funktionen (IT, HR, Vertrieb, Legal & Compliance etc.). Ausgehend von vergleichbaren Fusionen seit 2008 rechnen wir mit Kosteneinsparungen von insgesamt rund 25% bis 30% der Gesamtkosten von Aberdeen.

Wir weisen darauf hin, dass wir in Aktien von Standard Life bezahlt werden, so dass wir an jeder künftigen Wertschöpfung teilhaben werden. Das fusionierte Unternehmen wird den Herausforderungen, vor denen die Branche steht, besser die Stirn bieten können. Kurz gesagt, unterstützen wir die Fusion, da sie in kürzester Zeit erhebliches Wertpotenzial bietet.

Bei der Umsetzung seiner Strategie kann das fusionierte Unternehmen auf einer soliden Grundlage aufbauen: Die Bilanz ist stabil, die Einnahmequellen sind breit diversifiziert und der Vertrieb von Anlageprodukten ist in der Tat global. All dies halten wir für gute Werttreiber.

Als Investoren des fusionierten Unternehmens können wir mit einer hohen Dividendenrendite (von mindestens 5%) rechnen, die im Laufe der Zeit steigen wird. Zudem ist zu erwarten, dass der Markt dem fusionierten Unternehmen künftig einen höheren Preis beimessen wird, als dies derzeit der Fall ist. Dies sollte im Gleichschritt mit der Verbesserung der Cost-Income-Ratio nach der Fusion geschehen. Aber um diese Erwartung zu erfüllen, muss das Management zunächst unter Beweis stellen, dass es nach der Fusion Wert generieren kann. Wir werden diesen gesamten Vorgang aufmerksam verfolgen. Der Abschluss der Transaktion dürfte vorbehaltlich der Genehmigung durch die Aktionäre und Aufsichtsbehörden im 3. Quartal 2017 erfolgen.



Quelle: Bloomberg.