



Focus

ECP European Value Strategie: Ausblick

Juli 2017

Marktumfeld & Ausblick

Da wir Stock-Picker sind, werden unsere Anlageentscheidungen nicht durch makroökonomische und/oder politische Ereignisse gesteuert. Dennoch stellen diese Faktoren wichtige Determinanten des operativen Umfelds der Unternehmen dar, in die wir investieren. Deshalb betrachten wir diese Ereignisse durch die Brille der Vorstandsetagen der Gesellschaften und integrieren sie in unsere Beurteilung der Ertragskraft der analysierten Unternehmen. Mit anderen Worten: wir lassen das Umfeld in dem wir und die investierten Unternehmen tätig sind, keinesfalls außer Acht.

Die Kurse an den europäischen Aktienmärkten haben sich seit der Talfahrt im März 2009 mehr als verdoppelt, während die Gewinne europäischer Unternehmen kaum gewachsen sind. Gleichzeitig sind europäische Aktien als Anlageklasse von internationalen Investoren in den letzten Jahren geschmäht worden.

Ausgehend von diesen Beobachtungen stellt sich die Frage, ob die Anlageklasse nach alledem noch Aufwärtspotenzial besitzt.

Aus unserer Sicht sind keinerlei objektive Auslöser für eine Trendumkehr auszumachen. Im Gegenteil. **Angesichts der allmählichen Erholung der europäischen Wirtschaft nimmt die Attraktivität der europäischen Aktienmärkte sogar noch zu.**

Die Unternehmensgewinne wachsen wieder

Unser Hauptargument für unsere optimistische Einschätzung der europäischen Aktienmärkte ist die inzwischen manifeste Erholung des Gewinnwachstums der europäischen Unternehmen.

Wir haben mehrfach argumentiert, dass das letzte Jahrzehnt eine Phase stagnierender Unternehmensgewinne in Europa war und eine nachhaltige Erholung der Gewinne als starker Katalysator für die europäischen Aktienmärkte fungieren würde.

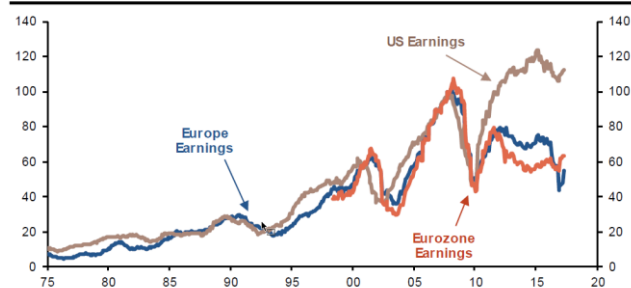
Obwohl die europäischen Börsen im Aufwärtstrend waren, warteten die Investoren auf die Rückkehr des Gewinnwachstums. Da die Märkte allmählich teuer werden, naht die Stunde der Wahrheit, dann nämlich, wenn die Unternehmen die Erwartungen der Investoren erfüllen und ihre Fähigkeit zur Generierung von Gewinnen unter Beweis stellen, um höhere Bewertungen zu rechtfertigen.

Und diese Erholung stellt sich offenbar jetzt endlich ein. Die Berichtssaison für das erste Quartal liegt nunmehr hinter uns, und die Bilanz fällt angesichts des kräftigen Gewinnwachstums auf breiter Front durchweg positiv aus. Eine breite Mehrheit der Unternehmen hat die – ohnehin bereits nach oben korrigierten – Konsensschätzungen übertroffen.

Ein weiteres Phänomen ist die Desynchronisation der US-amerikanischen und europäischen Gewinnzyklen seit der Eurokrise. So liegen die US-amerikanischen Gewinne je Aktie derzeit 12% über dem Höchststand des vorherigen Zyklus 2007, während dieser Wert in Europa derzeit 45% unter den Niveaus von 2007 oszilliert¹.

Man kann somit durchaus davon ausgehen, dass die Gewinne der europäischen Unternehmen erst am Anfang der Erholungsphase stehen – sofern ein grundlegender Kurswechsel in der Geldpolitik, politische Beben oder unerwartete externe Schocks ausbleiben.

European and US earnings cycle



Source Earnings based on index price divided by P/E, eurozone earnings started in May 1998, MSCI indices (Large & Mid caps), Base 100= 01/10/07, 12m trailing earnings in USD for US, in EUR for Europe and Eurozone, Source: IBES, MSCI, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

¹ Quelle: SG-Bericht „The Big Picture“, Société Générale Cross Asset Research, veröffentlicht am 1. Juni 2017.

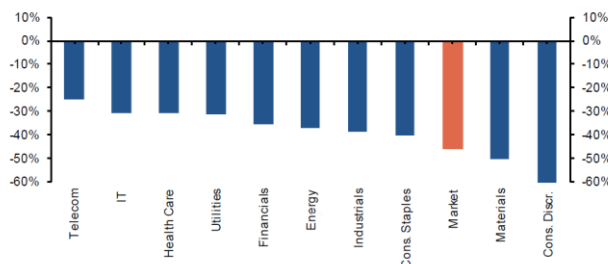
Noch immer attraktive Bewertungen

Ein weiterer, für die Aktienmärkte typischer Stützfaktor sind – trotz der Kurszuwächse der europäischen Börsen – die noch immer attraktiven absoluten und relativen Bewertungen der europäischen Unternehmen.

Obwohl sie inzwischen ihrem historischen Durchschnitt entsprechen, werden europäische Unternehmen noch immer mit einem Abschlag gehandelt (rund 46% gemessen am KBV) im Vergleich zu US-Gesellschaften und zu den Niveaus unmittelbar vor der Eurokrise 2010 (ca. 50% gemessen am KBV).

Ferner ist festzuhalten, dass diese Bewertungslücke nicht auf bestimmte Sektoren beschränkt ist, sondern alle Branchen betrifft, wie nachstehende Grafik zeigt.

Eurozone relative to US P/BV by sector



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

„En Marche“ Europa!!

In den letzten Jahren litt Europa unter mehreren Krisen sowohl auf wirtschaftlicher Ebene (Finanzkrise von 2008, Griechenland-Krise, Schuldenkrise) als auch auf politischer Ebene (Terrorismus, Brexit, Immigration, politische Instabilität), die dem Misstrauen der internationalen Investoren Nahrung gegeben haben.

„Unterschätzen Sie das Erholungspotenzial Europas nicht!“

Haben die Finanzkrise von 2008 und die Eurokrise gleich im Anschluss uns den Blick für die langfristige Fähigkeit Europas verstellt, sich wie ein Phönix immer wieder aus der Asche zu erheben?

Europa hat in der Vergangenheit stets eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit und eine Fähigkeit, gestärkt selbst aus den schlimmsten Krisen hervorzugehen, an den Tag gelegt.

Deshalb dürfen wir die Anstrengungen auf europäischer und lokaler Ebene, um Europa aus der Lethargie zu befreien, nicht verkennen. In diesem Zusammenhang möchten wir folgende Punkte hervorheben:

- Geldpolitik: Die EZB schießt noch immer Milliarden an Liquidität in die europäische Wirtschaft. Auch wenn mit einer schrittweise Straffung ihrer Geldpolitik zu rechnen ist, wird die EZB ihr Möglichstes für die Stützung des Wachstums in Europa tun.
- Die Bereitschaft der europäischen Entscheidungsträger und nationalen Regierungen zur Wiederherstellung eines stabilen Bankensektors durch strenge behördliche Maßnahmen. Dies war jüngst in Italien (Übernahme von Regionalbanken durch Intesa San Paolo) und Spanien (Übernahme von Banco Popular durch Santander) der Fall, ohne dass es zu Spannungen an den Finanzmärkten gekommen wäre.
- Die Stärkung des Deutsch-Französischen Bündnisses durch die Wahl Emmanuel Macrons in Frankreich.
- Die Bereitschaft der deutschen Regierung zur Erhöhung der Infrastrukturinvestitionen, was indirekt auch anderen europäischen Ländern zugute kommen dürfte.
- Das europäische Verteidigungsbündnis nimmt endlich konkretere Gestalt an.

Dennoch ist eine Trendumkehr langwierig und wird nicht linear verlaufen, sondern die Dinge werden sich allmählich wieder fügen.

Aus makroökonomischer Sicht ist auf mehreren Ebenen bereits eine Verbesserung zu verzeichnen: steigender privater Konsum und starker Geschäftsklima-Index (Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe), Rückgang der Deflationssorgen und die nach wie vor lockere Geldpolitik der EZB. Mit Blick auf die Arbeitsmarktlage ist die Arbeitslosenquote zwar nach wie vor sehr hoch gemessen an ihrem historischen Durchschnitt und der Situation in anderen Regionen (Japan, USA und Großbritannien), doch die Beschäftigungslage hat sich inzwischen deutlich verbessert, und zwar in allen Ländern der Eurozone.

An der politischen Front sind zwar noch nicht alle Risiken beseitigt, doch die Lage dürfte sich schrittweise beruhigen. So hat das Ergebnis der Präsidentschafts- und Parlamentswahlen in Frankreich Befürchtungen hinsichtlich einer selbstbezogenen Politik des Landes zerstreut. Mehr noch: Die pro-europäische Agenda von Macron hat sogar die Hoffnung auf ein geeintes Europa geschürt.

In Großbritannien stellt sich die Lage uneinheitlicher dar: die jüngsten Wahlen haben die Position von Theresa May geschwächt und das Gleichgewicht der Kräfte in den Brexit-Verhandlungen zugunsten der EU verschoben. Diese neue Situation leistet zwar der Stabilität Kontinentaleuropas

Vorschub, könnte für die britische Wirtschaft jedoch ein Problem werden. Dies bereitet uns jedoch keine allzu großen Sorgen, denn wir glauben, dass der britische Unternehmergeist und Erfolgswille unverändert sind. Wir suchen weiter nach interessanten Anlagemöglichkeiten in Großbritannien, wie unser jüngster Neuzugang im Portfolio – der Mode-Filialist Next – zeigt.

Allerdings stehen noch einige Wahlen an, die Störgeräusche verursachen könnten, allen voran die Bundestagswahl in Deutschland Ende September und die vorgezogenen Parlamentswahlen in Italien, die voraussichtlich noch vor Mai 2018 stattfinden werden.

Auf mikroökonomischer Ebene haben die europäischen Unternehmen nicht tatenlos zugeesehen, sondern viele haben in dieser schwierigen Phase Initiativen ergriffen, um positive Rahmenbedingungen für ihre Entwicklung zu schaffen. Bedauerlicherweise **wurde die Dynamik der europäischen Unternehmen oft durch hartnäckige politische Spannungen überschattet**.

Im Folgenden geben wir einige konkrete Beispiele für aktive Maßnahmen, die einige der Unternehmen in unserem Portfolio ergriffen haben, um ihre Ertragskraft zu sichern oder sogar zu steigern:

- Angesichts der schwächeren Kaufkraft der Konsumenten fährt *Europcar* eine zweistufige Strategie: erstens die Stärkung seiner Position in der Low-Cost-Autovermietung durch die Übernahme von Marktführern im Billigsegment und die Übernahme von Unternehmen mit digitalen, App-basierten Mobilitätslösungen, um neuen Playern wie Uber angesichts des schnellen Wandels dieses Marktes die Stirn zu bieten.
- Durch die Übernahme von BPI will *CaixaBank* ihre Kosten senken und die Rentabilität der BPI-Aktivitäten dem Niveau der anderen Aktivitäten der Gruppe angleichen.
- *FLSmidth* nutzte die Krise für die Übernahme einiger Bergbauaktivitäten von Atlas Copco.
- *Elekta* beschreitet mit der Markteinführung eines neuen Produkts, das medizinische Bildtechnik in die Radiotherapie integriert, neue Wege und **verbessert damit seine Wettbewerbsposition**.

Die Anleger sind zuversichtlicher

In den letzten Jahren wurden europäische Aktien von den internationalen Investoren größtenteils gemieden. Die Sorge um die Stabilität der Europäischen Währungsunion und die politische Instabilität (Brexit, Griechenland-Krise usw.) zerrten an den Nerven der Investoren. Eine nicht unerhebliche Rolle spielten aber auch die Diskrepanz des BIP-Wachstums zwischen den einzelnen europäischen Ländern und das schwache Gewinnwachstum.

Aus diesen Gründen war 2016 von einem massiven Exodus der Investoren geprägt, d.h. es kam zu Kapitalabflüssen von rund USD 100 Mrd. aus europäischen Investmentfonds. Ähnlich wie für das Gewinnwachstum scheint 2017 eine Trendwende zu markieren, denn bis jetzt sind bereits rund USD 15 Mrd. in europäische Aktienfonds und ETFs geflossen. **Dies ist wahrscheinlich erst der Anfang, denn die meisten internationalen Anleger halten noch immer eine untergewichtete Exposure an den europäischen Aktienmärkten.**

Investment cases

Dürr (Deutschland, Industrie) Dürr ist ein weltweit führender Maschinen- und Anlagenbauer mit ausgeprägter Automatisierungskompetenz. Produkte, Systeme und Services von Dürr ermöglichen hocheffiziente Fertigungsprozesse in unterschiedlichen Industrien. Wir bauten die Position im Juni 2016 auf und sie hat seither stetig Alpha für das Portfolio generiert.

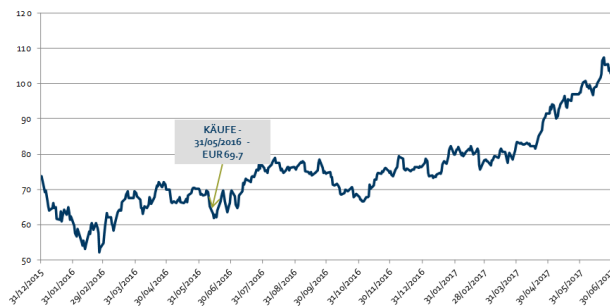
Dürr ist ein extrem erfolgreicher Schlüsselzulieferer von Lackieranlagen und Endmontagewerke für die globale Automobilindustrie und zeichnet sich durch seine einzigartige Ertragskraft in den Industriesektoren, seine hohe Cashflow-Generierung sowie seine nachhaltig hohe Kapitalrendite aus.

Das Unternehmen ist auf attraktiven Absatzmärkten tätig und unterstützt seine Kunden bei der Steigerung der Qualität und Effizienz ihrer Fertigungsprozesse. Es ist ein zunehmend integrierter Partner auf der gesamten Wertschöpfungskette und verfügt somit über eine hohe Widerstandskraft. Sein Marktanteil ist auf 50% und damit auf ein Niveau gestiegen, das kaum noch weiter wachsen kann. **Durch die 2014 erfolgte Übernahme des führenden Herstellers für Produktionstechnik für die holzbearbeitende Industrie Homag sollte eine Wachstumsmöglichkeit auf einem neuen Markt genutzt werden.**

Diese Übernahme wurde vom Markt jedoch wegen der Sorge abgestraft, dass die Möbelindustrie ein völlig ungewohnter Geschäftsbereich für Dürr sei. Die Aktie gab daraufhin nach, so dass sie eine Unterbewertung aufwies.

Die Möbellackiererei ist ein gewaltiger Wachstumsmarkt, der in technologischer Hinsicht noch unterversorgt ist. Dürr verfügt über solides Know-how in der fertigungsintensivsten Branche, der Automobilindustrie, so dass der Gedanke nahe lag, diese Prozess-Expertise auf den Möbelmarkt anzuwenden. Viele arbeitsintensive Tätigkeiten sollten durch Prozesstechnologie ersetzt werden, um die Gewinnmargen zu steigern. Der Erfolg gab Dürr recht, denn seit der Übernahme von Homag konnten die Gewinnmargen mehr als verdoppelt werden und es ist noch Spielraum für weitere Optimierungen vorhanden.

Außerdem ist die **Disruption der Automobilindustrie möglicherweise eine Chance für Dürr**. So baut Dürr ein neues Werk für Tesla. Noch rechtfertigt der bescheidene Absatz von Elektroautos keine eigenen Werke, doch sobald die Fahrzeugverkäufe steigen, wird der Autohersteller spezialisierte Fertigungsstraßen für E-Autos benötigen. Wenn dies geschieht, sollte Dürr aus unserer Sicht dank seines hohen Marktanteils und seiner engen Beziehungen zu den meisten globalen Erstausrüstern einen beträchtlichen Teil dieser neuen Aufträge an Land ziehen.

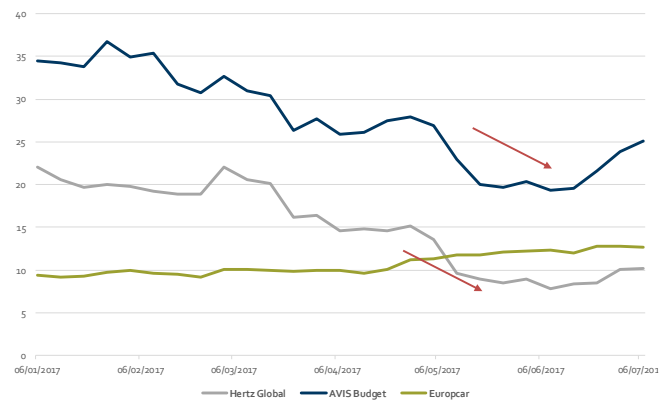


Quelle: Bloomberg.

Im Januar 2016 bauten wir eine Position in **Europcar** (Frankreich, Industrie) auf. Die Aktie litt seinerzeit unter der negativen Marktwahrnehmung, die auf den hohen Fremdkapitalkosten des Unternehmens in einem stark fragmentierten Markt gründete. Darüber hinaus wurde der Kurs der Europcar-Aktie durch die Terroranschläge in Europa zunächst in Paris und dann in Brüssel – zwei wichtigen Metropolen für das Unternehmen – in Mitleidenschaft gezogen.

Wir nutzten die Kursschwäche zur Aufstockung unserer Position, da **uns die Solidität des von Europcar entwickelten Geschäftsmodells überzeugte, das auf dem Ausbau der Autovermietung ausgehend von der gleichen Kostenbasis beruht, ohne Preisrisiken beim Verkauf der Fahrzeuge einzugehen**. Da rund 90% der Mietwagenflotte im Rahmen von Rückkaufvereinbarungen mit den Autoherstellern laufen, ist das Geschäftsmodell deutlich weniger riskant als das der Konkurrenz.

Dieses Business-Modell hat seine Tauglichkeit bewiesen, wie nachfolgende Grafik zeigt. Man kann deutlich den Effekt des gewaltigen Einbruchs der Gebrauchtwagenpreise auf die Aktienkurse der wichtigsten Europcar-Wettbewerber erkennen, der zuletzt in den USA verzeichnet wurde.



Quelle: Bloomberg

Darüber hinaus ist das Geschäftsmodell leicht auf neu übernommene Unternehmen skalierbar.

In den letzten Monaten hat Europcar die strategische Übernahme von Buchbinder (Deutschland) und Goldcar (Spanien) – zwei Unternehmen aus dem Segment der Low-Cost-Autovermietung, das derzeit das höchste Wachstum verzeichnet – bekannt gegeben. Nach diesen Übernahmen **steigt der Marktanteil von Europcar im Low-Cost-Segment von 6% auf 32%.**

Mit dieser Strategie befindet sich Europcar in einer optimalen Lage, um seinen Plan für 2020, d.h. eine Umsatzsteigerung auf EUR 3 Mrd. mit einer Marge von 40% zu erfüllen.

Wir treffen die Geschäftsleitung von Europcar im Juni. Aus unserer Sicht ist unser Investment Case noch immer uneingeschränkt gültig.

