

## Focus

### ECP European Value Strategie: Ausblick

October 2017

#### Marktumfeld & Ausblick

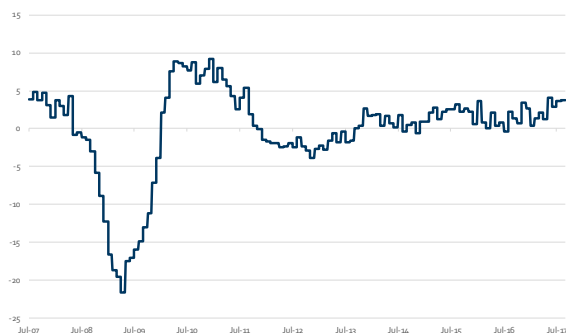
##### „It's the economy, stupid!“

Zu Deutsch: „Auf die Wirtschaft kommt es an, Dummkopf!“ Mit diesem inzwischen legendären Slogan traf James Carville, der Wahlkampfstrategie Bill Clintons in der Kampagne 1991, ins Schwarze. Was die US-Wähler seinerzeit umtrieb, waren nicht die militärischen Erfolge der Bush-Regierung im Irak, sondern vor allem die verheerende Verfassung der US-Wirtschaft. Wir sind davon überzeugt, dass die gleiche Regel auch auf die Finanzmärkte zutrifft. **Der langfristige Treiber für Aktienrenditen ist die Verfassung der Wirtschaft – alles andere sind kurzfristige Störgeräusche!**

Übertragen auf die gegenwärtige Situation in Europa bedeutet dies im Hinblick auf das langfristige Potenzial des Aktienmarktes, dass wir uns nicht allzu sehr durch (geo)politische Störgeräusche (Konflikt zwischen den USA und Nordkorea, Bundestagswahl in Deutschland usw.) beeinflussen lassen dürfen, damit wir uns auf das konzentrieren können, was derzeit die Finanzmärkte antreibt: eine boomende Wirtschaft.

Tatsächlich sind die Volkswirtschaften Europas auf dem Weg einer nachhaltigen Erholung.

Zum einen deuten die Frühindikatoren (Einkaufsmanagerindex usw.) auf eine stärkere Konjunktur hin, zum anderen signalisieren auch die realwirtschaftlichen Daten eine Verbesserung, wie die Entwicklung der Industrieproduktion in nachstehender Abbildung zeigt:



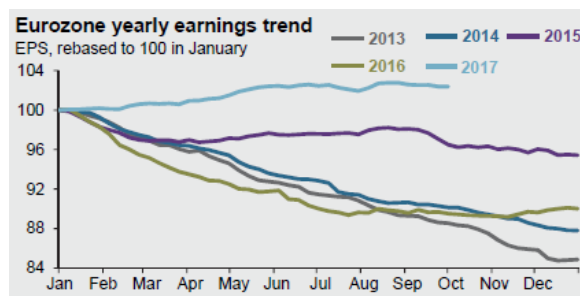
Quelle: Bloomberg, Eurostat industrial production Eurozone, 31/07/2007 to 29/09/2017

#### Gewinnwachstum auf dem Radar...

Seit etlichen Monaten lautet unser Credo, dass eine solide Rally am europäischen Aktienmarkt ohne nachhaltige Erholung der Unternehmensgewinne nicht möglich ist.

In unserem Bericht für das zweite Quartal waren wir zuversichtlicher, denn wir erkannten zunehmend Hinweise darauf, dass diese Erholung 2017 erfolgen wird.

Dies steht in einem krassen Gegensatz zu den Vorjahren, als die Markterwartungen an das Wachstum der Unternehmensgewinne zunächst hoch waren, in der Folge aber nach und nach unten korrigiert werden mussten, als sich die Investment Community an die niedrigen Unternehmensgewinne einstellen musste. Dieser Trend hat sich somit umgekehrt, da es in letzter Zeit zu Aufwärtskorrekturen kam.



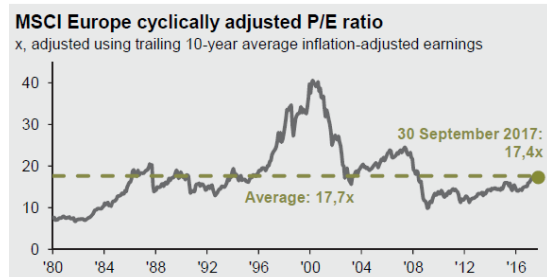
Quelle: IBES, MSCI, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

#### Kaum Alternativen zu den Aktienmärkten

Richtig, wir sprechen hier über unser Portfolio ... aber es gibt objektive Faktoren, die unsere Einschätzung untermauern!

Im derzeitigen Umfeld stellen die Aktienmärkte unserer Meinung nach eine der wenigen noch verfügbaren Alternativen für die Erzielung von Rendite dar. Ganz ehrlich: eine 10-jährige deutsche Bundesanleihe, die mit 0,45% rentiert, ist für uns nicht wirklich attraktiv, gleichzeitig liegen die Kreditspreads auf historischen Tiefständen.

Innerhalb der Anlageklasse ist Europa noch immer eindeutig die zu bevorzugende Anlagezone. Die europäischen Märkte sind zwar nicht mehr günstig, im Vergleich zu den anderen Märkten und gemessen am LT Shiller-KGV, das wir bevorzugt verwenden, aber noch immer nicht besonders teuer.



Außerdem ist die Gefahr einer Zinserhöhung aus unserer Sicht aufgrund des offensichtlichen Zögerns der EZB mit dem Einstieg in den Ausstieg aus ihrer ultra-lockeren Geldpolitik auch weiterhin begrenzt.

Das bedeutet jedoch nicht, dass die insgesamt niedrige Volatilität am Markt uns zu Sorglosigkeit und Schlafen mit offenen Augen verleiten sollte. Die Handelsvolumina sind niedrig und wir sehen tagtäglich, dass die Marktreaktionen bei einer einzelnen Aktie mitunter sehr drastisch sein können.

So kommt es nicht selten vor, dass Aktien nach einer einzigen Herabstufung durch ein Negativurteil eines Sell-Side-Analysten 5% oder sogar mehr nachgeben. Derart übertriebene Kursausschläge können Volatilität verursachen, bieten langfristig orientierten Stock-Pickern wie wir es sind gleichzeitig aber auch Anlagechancen.

Trotz einer leichten Erholung der Kapitalflüsse seit Jahresbeginn sind europäische Aktien eine in den Portfolios unterrepräsentierte Anlageklasse und den verbesserten Wachstumsaussichten stehen noch keine entsprechenden Kapitalflüsse gegenüber. Diese Situation wird sich normalisieren, da die Marktteilnehmer der Tragfähigkeit der Konjunkturerholung Rechnung tragen werden.

### Wo liegen die Risiken?

Wie bereits erwähnt, stufen wir politische Störgeräusche auf mittlere Sicht nicht als Risiko für die Finanzmärkte ein.

Anlass zur Sorge sind alle Einzelfaktoren, die das operative Umfeld der Unternehmen im Portfolio beeinträchtigen könnten. Hauptproblem dürften derzeit die Auswirkungen der US-Dollar-Abwertung für die europäischen Exportunternehmen sein.

Darüber hinaus wäre ein starker Anstieg der Zinsen ganz offensichtlich ein Tiefschlag für die Aktienmärkte – obwohl dies nicht unserem Hauptszenario entspricht.

## Investment cases

**NKT Holding** war eine der ersten Positionen bei Auflegung unserer Strategie Anfang 2015. Das dänische Unternehmen ist ein Mischkonzern und in der Herstellung von Industriekabeln, professioneller Reinigungsgeräte und Glasfaserkabeln tätig. Das Glasfaserkabelsegment leistete einen kleinen Umsatz- und Ertragsbeitrag, während die Sparten Kabel und Reinigungsgeräte höhere Beiträge erwirtschafteten.

Im vergangenen Jahr gab NKT die beabsichtigte **Aufspaltung seiner Aktivitäten in zwei Sparten – professionelle Reinigungsgeräte und Energiekabel** – bekannt.

Die Aufspaltung wurde vom NKT-Vorstand offiziell am 11. September 2017 genehmigt und **am 12. Oktober erfolgte die offizielle Notierung von zwei getrennten Einheiten**. Nach Abschluss der Entflechtung werden die Aktionäre von NKT A/S im gleichen Verhältnis zu ihrem Aktienbesitz an NKT A/S gleichzeitig Aktionäre von Nilfisk Holding A/S sein.

Wir begrüßten die Entflechtung bei ihrer Bekanntgabe vor einem Jahr, da wir der Ansicht waren, dass sie den NKT-Aktionären zusätzliche Wertsteigerungen bringen würde. Es ist jedoch an der Zeit, die beiden neu geschaffenen Einheiten genauer unter die Lupe zu nehmen und herauszufinden, ob sie Renditepotenzial für unsere Strategie besitzen.

**Nilfisk** ist seit 1906 in der professionellen Reinigungsbranche tätig. 1989 wurde Nilfisk von NKT Holding übernommen und verblieb bis zur separaten Börsennotierung im Oktober 2017 in diesem Mischkonzern. Das Unternehmen ist ein internationaler Marktführer in der professionellen Reinigungsbranche und bietet ein umfangreiches Sortiment an Premium-Reinigungsgeräten und einen zuverlässigen After-Sales-Service an.

Dieser Markt, der im Gleichschritt mit dem BIP-Wachstum kontinuierlich wächst, ist stark fragmentiert: Die 4 größten Akteure repräsentieren zusammen einen Marktanteil von 40% bis 45%. Nilfisk hält zwar einen hohen Marktanteil (20%-25%) im Premium-Bereich, aber lediglich 2%-4% im mittleren Marktsegment. Daher ist die Steigerung des Marktanteils im Mid-Market-Segment von strategischer Bedeutung.

Das Geschäftsmodell von Nilfisk ist ertragsstark und zeichnet sich durch eine hohe Rendite des eingesetzten Kapitals (ROCE) aus.

Wir glauben, dass die **Ausgliederung aus der Holdingstruktur eine transparentere Umsetzung der Wachstumsstrategie ermöglichen wird, da das Unternehmen ein wichtiger Akteur im Premium-Segment bleiben und gleichzeitig seine Marktdurchdringung im mittleren Marktsegment erhöhen kann.** Voraussetzung sind die Refokussierung der Vertriebsressourcen und der Technologietransfer vom Premium- auf das Mid-Market-Segment, in dem die vorhandenen Wettbewerber kein vergleichbares technologisches Know-how besitzen.

Das Wachstumspotenzial für Reinigungsroboter ist beträchtlich, so dass dieser Trend Nilfisk nach den jüngsten hohen Investitionen in neue Reinigungstechnologien in hohem Maße zugute kommen dürfte. Die Entwicklungskosten sind bereits gebucht, so dass der Schwerpunkt nun bei der für Anfang 2018 geplanten Markteinführung der Neuentwicklung liegen wird.

**NKT** ist gemessen am Umsatz und aus technologischer Sicht ein führender Anbieter auf dem Kabelmarkt.

Das Unternehmen stellt Hochspannungskabel für die Stromübertragung über weite Strecken sowie Mittel- bis Niederspannungskabel für die Stromverteilung an Industrieunternehmen und Haushalte her.

NKT verfügt über hochmoderne Produktionsstätten in Schweden und Deutschland, die problemlos erweitert werden können. Das 2017 von der Hochspannungsdivision von ABB erworbene neue Kabelgeschäft entspricht dem neuesten Stand der Technik und Energieeffizienz.

**Das Geschäft von NKT profitiert von mehreren Schlüsseltrends:** 1. Die Übertragung größerer Mengen von Ökostrom erfordert stärkere und längere Kabel, da dieser Strom häufig weit weg von den größten Verbrauchszentren produziert wird; 2. Die Umstellung auf erdverlegte Kabel, weil veraltete Kabelnetze ersetzt werden müssen; 3. Die Urbanisierung und das Bevölkerungswachstum bewirken einen Anstieg der Nachfrage nach moderner Infrastruktur. Die Branche ist stark fragmentiert und steht angesichts der immer größeren und komplexeren Projekte wahrscheinlich vor einer Konsolidierung.

**Die Strategie von NKT zielt auf das Wachstum der aktuellen Position in den rentabelsten und wachstumsstärksten Segmenten des Kabelmarktes ab.** Schlüsselement der Strategie ist die Integration des 2017 übernommenen Systemgeschäfts für Hochspannungskabel von ABB. Dies dürfte einen Anstieg der ROCE auf über 13% ermöglichen.



**Autoliv** ist ein schwedisch-amerikanisches Sicherheitstechnik-Unternehmen und **Weltmarktführer für Fahrzeugsicherheitssysteme.**

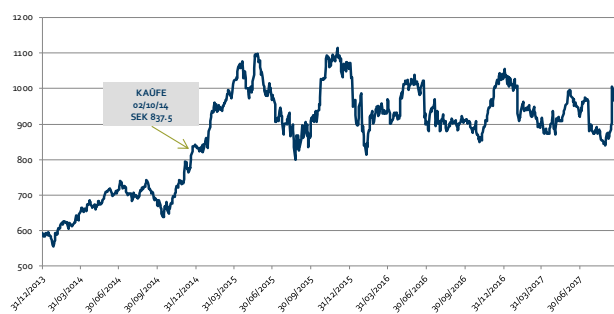
Mit Marktanteilen von 41% bei passiven und von 20%-25% bei aktiven Sicherheitssystemen stellt das Unternehmen Produkte für 100 Automarken her und ist in 28 Ländern rund um den Globus präsent.

Autoliv zeichnet sich durch seine hohe Cashflow-Generierung aus: Fast 10% des Umsatzes gehen in den Cashflow und das Working Capital-Management ist äußerst effizient. Die Kapitalallokation ist vorsichtig: 40% des Cashflows werden an die Aktionäre ausgeschüttet, 60% in die Geschäftstätigkeit investiert.

Nach einem Jahrzehnt der starken Zunahme der Investitionen (in Produktionskapazitäten und F&E) wird der Prozentanteil der Kosten am Umsatz sinken, so dass Marge und Cashflow steigen werden.

Unser Investmentteam nahm am Capital Market Day von Autoliv im September 2017 teil, auf dem das Unternehmen seine Zielvorgaben für 2020 aktualisiert hat.

Autoliv will seinen Marktanteil im schnell wachsenden Segment des automatisierten Fahrens, das ein hohes Maß an aktiver Sicherheitstechnik (Radar, Nachtsicht, Bremssysteme usw.) erfordert, steigern und hat hierzu ein Joint-Venture mit Volvo – Zenuity – geschlossen. Im April investierte Autoliv SEK 1 Mrd. in das Joint-Venture. Zenuity wird ein komplettes Betriebssystem für selbstfahrende Autos entwickeln, das an Erstausrüster verkauft werden soll.



Source: Bloomberg.

**Almirall** ist ein spanisches Pharmaunternehmen, in das wir seit Mitte Juli 2016 investieren.

Seither hat uns diese Investition auf eine harte Probe gestellt. Das Unternehmen verkaufte ein großes Portfolio von Atemwegsprodukten an AstraZeneca und übernahm ein anderes Unternehmen, um sich als wichtiger neuer Akteur im Segment Dermatologie und Ästhetika aufzustellen.

Im Sommer gab das Unternehmen aufgrund der Schwierigkeiten in einigen Bereichen des europäischen Marktes und des sehr rentablen US-Marktes eine massive Gewinnwarnung heraus, die mit einem Kursverlust von 40% innerhalb eines Monats abgestraft wurde.

Der Gewinnwarnung lässt sich mit einer Kombination aus vorübergehenden und strukturellen Problemen erklären. Die Kunden von Almirall reduzieren ihre Bestände und kaufen in dieser Phase weniger Produkte von Almirall. Darüber hinaus stellte Almirall bei einigen Kunden betrügerisches Verhalten fest und hat entsprechende Abhilfemaßnahmen ergriffen. Diese beiden Problematiken sind unserer Ansicht nach eher vorübergehender als struktureller Art. Wettbewerber von Almirall haben eine Generikum-Version des Flaggschiffprodukts – Acticlate – auf den Markt gebracht, was unerwartet schnelle Umsatzeinbußen verursacht hat. Hierbei handelt es sich um ein strukturelles Problem, das Preisdruck erzeugt und die Margen schmelzen lässt.

Auf kurze Sicht wird für 2017 mit einer Rentabilität von EUR 32 Mio. nach EUR 111 Mio. 2016 gerechnet. Sobald die zeitlich begrenzten Probleme aus der Welt geschafft sind, dürfte Almirall einen Teil der Rentabilitätseinbußen wieder wett machen. Der innere Wert des Almirall-Geschäfts liegt inzwischen unter unserer ursprünglichen Schätzung. Dennoch halten wir die Kursreaktionen für massiv übertrieben. Deshalb stockten wir unsere Position inmitten der Talfahrt der Aktie um 60% auf und bleiben investiert, denn wir sind nach wie vor von ihrem langfristigen Wertpotenzial überzeugt.



Source: Bloomberg.