

Europäische Aktienwerte – November 2013



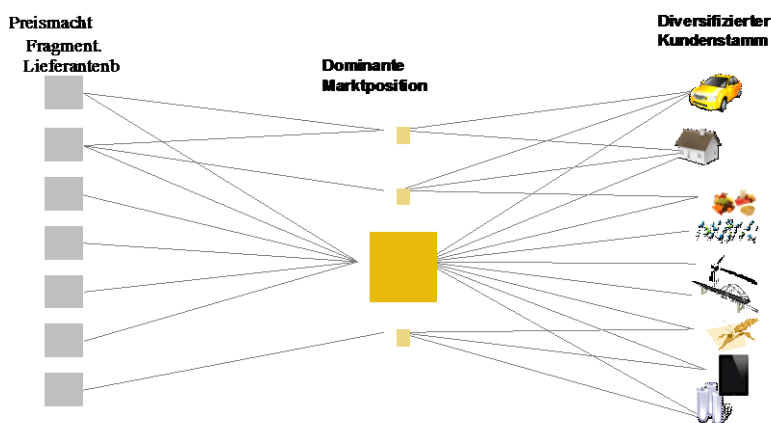
David Dudding
Portfolio Manager

Auf der Suche nach europäischen Siegertiteln

Angesichts der in den vergangenen Jahren aus dem Euroraum kommenden, düsteren Schlagzeilen wird der eine oder andere Investor überrascht zur Kenntnis nehmen, dass es immer noch ausgezeichnete europäische Unternehmen gibt, die langfristig äußerst solide Renditen erbracht haben und dies wohl auch weiterhin tun werden.

Bei Investitionen in ein Unternehmen achten wir in erster Linie auf die Preisgestaltungsmacht. Abbildung 1, unten, zeigt, wonach wir suchen: nach Unternehmen mit beherrschender Marktstellung, die einerseits eine Vielzahl an Zulieferern ohne große Verhandlungsstärke haben, und zum anderen über einen diversifizierten Kundenstamm aus Tausenden oder sogar Millionen von Kunden verfügen, die selbst wiederum die Preisgestaltung des Unternehmens nicht beeinflussen. Wir suchen nach Marktsektoren, die stabile, hohe Marktbarrieren zur Sicherung der Preisgestaltungsmacht der Unternehmen und strukturelle Wachstumsfaktoren aufweisen.

Abbildung 1: Beispiel für ein gutes Geschäftsmodell



Im Telekommunikationsbereich finden sich Vertreter europäischer Unternehmen, in die wir derzeit investieren. In den vergangenen Jahren zeigten wir hier eher ein Unterengagement, da etablierte Unternehmen unter geringer Preisgestaltungsmacht und hohen Kosten litten. Dennoch haben wir innerhalb der Telekommunikationsindustrie Bestände in Kabelnetzbetreibern wie Kabel Deutschland, Iliad in Frankreich und Ziggo in den Niederlanden aufgebaut und in Kabelnetzbetreiber in Belgien und Portugal investiert. Die Aktienkursentwicklung all dieser Unternehmen übertraf in den vergangenen Jahren die der etablierten Telekommunikationsunternehmen, von denen wir keine Positionen hielten, bei weitem. In Kabelnetzbetreiber investierende Anleger sollten nach der jüngsten Übernahme von Kabel Deutschland durch Vodafone obendrein auch von einer anhaltenden Übernahmeaktivität profitieren.

Auch favorisieren wir Unternehmen, die so genannte „betriebsnotwendige“ Produkte liefern. Dazu gehört der schwedische Anbieter von Bau- und Minenausrüstungen Atlas Copco. Die Kosten für Produkte dieses Unternehmens sind im Verhältnis zu den Gesamtbetriebskosten im Bergbau relativ gering. Doch würden Minenbetreiber beim Ausfallen von Copco-Anlagen ernsthaft in Schwierigkeiten geraten, da dies zu Produktionsstillständen führen könnte.

Frei nach dem Slogan der 70er Jahre, „Nobody ever got fired for buying IBM“, dass also der Kauf eines verlässlichen, wenngleich vielleicht etwas teureren Produkts keine unliebsamen Folgen haben würde, scheint es für Unternehmen in diesem Markt wenig sinnvoll, auf preisgünstigere Zulieferer mit weit weniger verlässlichen Produkten umzusteigen. Vordergründige Einsparungen würden sich angesichts eventueller Betriebsstörungen schnell in Nichts auflösen, wenn etwa der neue Lieferant nicht in der Lage sein sollte, Anlagenschäden innerhalb weniger Stunden zu reparieren. Daher favorisieren wir Produkte, die für den laufenden Betrieb eines Unternehmens unabdingbar sind und die einen Zuliefererwechsel äußerst kostspielig machen könnten.

Weiterhin positiv sind solche Industriebereiche, die von strukturellen Wachstumstreibern profitieren. Das finnische Unternehmen Kone liefert Aufzugsanlagen und Rolltreppen, und wir halten seit Jahren Aktien dieses Unternehmens in unserem Portfolio. Es gibt vier globale Anbieter von Aufzugssystemen, die zusammen rund 70 % des Marktes beherrschen. Otis, ein US-amerikanisches Unternehmen, gehört zu United Technologies und ist Marktführer in dieser Branche. Die drei anderen Unternehmen sind, wie Kone, europäische Firmen. Hauptwachstumsfaktor in diesem Bereich ist die Urbanisierung der Schwellenländer. Nach Angaben der UN werden in den kommenden 20 Jahren alle zwei Tage um die 250.000 Menschen in Asien vom Land in die Stadt ziehen. Das ist so, als würde man alle zwei Tage eine Stadt der Größe Oxfords hinzubauen. Viele dieser neuen Gebäude sind Hochhäuser, die Fahrstühle benötigen. Es gibt aber keine asiatischen Aufzugshersteller; die oben genannten vier globalen Unternehmen sind Hauptlieferanten in dieser Region.

Hohe Zugangsbarrieren zum Aufzugs- und Fahrstuhlmarkt stellen einen weiteren wichtigen Anreiz dar. Aufzugs- und Fahrstuhlssysteme werden normalerweise zum Selbstkostenpreis oder nur geringfügig darüber, aber im Rahmen eines langfristigen Servicevertrags verkauft. Wartungs- und Instandhaltungseinnahmen erzielen damit um die Hälfte der Gesamterlöse, machen aber einen noch höheren Anteil am Gewinn aus. Die jährliche Wartung von Aufzügen ist in vielen Ländern Pflicht, und so wird ein hoher Cash-Flow erzielt. Jeder neue Marktzugänger hätte dagegen die ersten Jahre lang Betriebsverluste zu erleiden. Um die „Economies of Scale“, Kostenersparnisse durch Massenproduktion, nutzen zu können, ist die so genannte „kritische Masse“ ausschlaggebend.

Die Kosten werden aufgrund fehlender oder nur geringer Innovationen in einer Industrie, die auf einer Basistechnologie beruht, niedrig gehalten. Gleichwohl kam Kone kürzlich mit einer von Threadneedle als seit langem beste Innovation bezeichneten Neuerung heraus. Das Unternehmen entwickelte ein extrem starkes Kohlefaserkabel, das den Fahrstuhlbaufür Hochhäuser revolutionieren und die bisher in diesem Bereich verwendeten, viel schweren Stahlkabel ersetzen wird. Damit könnten auch wesentlich höhere Hochhäuser als bisher konstruiert werden. Darüber hinaus ist es unwahrscheinlich, dass dieser Sektor Wettbewerber aus Niedrigkostenländern zu befürchten hat. Chinesische Unternehmen können beispielsweise keine chinesischen Arbeiter für Wartungsarbeiten in Europa einsetzen, da die Arbeiten von örtlichen Arbeitskräften durchgeführt werden müssen. Damit stellen Niedriglohn-Belegschaften keinen Wettbewerbsvorteil dar. Und da diese Branchen nicht als strategisch wichtig gelten, wird jegliche staatliche Einmischung minimal sein.

Ein weiteres von uns favorisiertes Unternehmen ist Elekta. Das kleine, schwedische Unternehmen liefert Strahlentherapiegeräte zur Behandlung von Krebserkrankungen, die im Rahmen der allgemein voranschreitenden Bevölkerungsveralterung immer mehr zunehmen. Die Behandlung von Krebserkrankungen mittels Strahlentherapie gewinnt gegenüber der Chemotherapie immer mehr an Bedeutung, wobei der Sektor Strahlentherapie einem „Duopol“ unterliegt: Elekta sowie der andere Hauptakteur in diesem Markt, das US-amerikanische Unternehmen Varian, verfügen über eine Art „Preisgestaltungshoheit“, während potenziellen neuen Marktteilnehmern der Zugang durch die Spitzentechnologie erschwert wird.

Abbildung 2: Elekta – robuste absolute und relative Renditen*

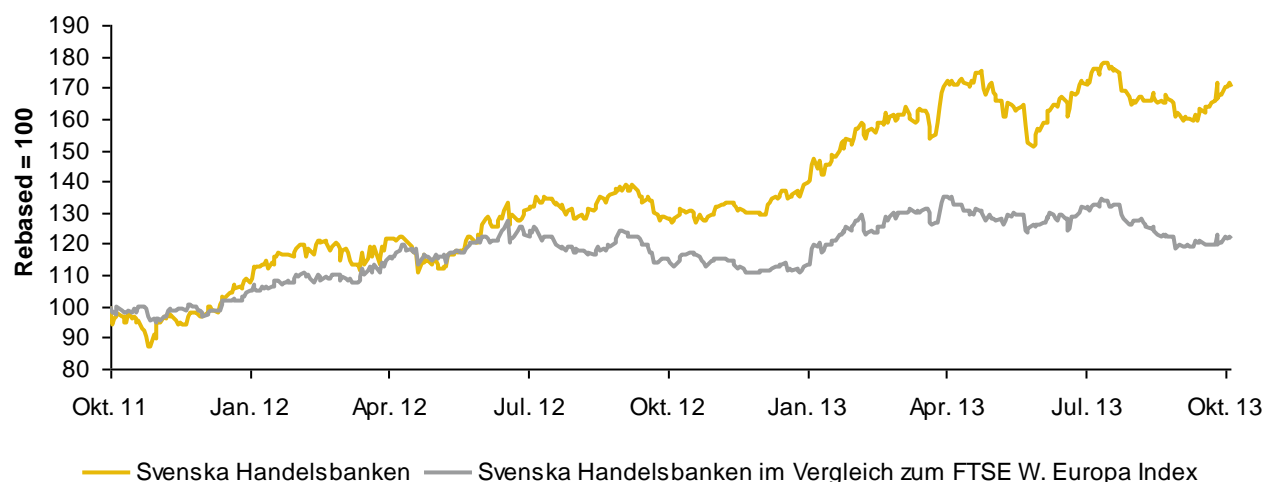


* Quelle: Datastream, per 31. Oktober 2013, in Schwedischen Kronen. Die Nennung von Aktien stellt keine Handlungsempfehlung dar.

Einer unserer anderen Favoriten ist der deutsche Chemikalienhändler Brenntag. Die Chemiebranche macht einen Großteil des globalen Bruttoinlandsproduktes aus, wobei der Vertriebsbereich im Gegensatz zur Gesamtchemiebranche weiterhin stärker zulegt. Grund hierfür ist das Bestreben der großen Chemikalienhersteller, die Vertriebsbereiche mehr und mehr auszulagern. Das Vertriebsgeschäft ist fragmentiert. Brenntag, Weltmarktführer mit einem Marktanteil von 7 %, wächst eher organisch, also durch Ausweitung der eigenen Leistungen und Produkte, als durch Firmenübernahmen. Auch in diesem Sektor spielt die Unternehmensgröße eine Rolle. Die größeren Unternehmen sind auch die profitabelsten, ganz einfach deswegen, weil sie mit Ausweitung ihres Kundenstamms auch für Zulieferer interessanter werden, und umgekehrt. Brenntag erfreut sich hoher Preisgestaltungsmacht und verfügt über wesentlich mehr Marktstärke als andere Chemikalienhersteller, die oft nur über den Preis konkurrieren und damit auch konjunkturabhängig sind. Da auch Brenntag-Produkte betriebsnotwendig sind, legen die Kunden des Unternehmens vor allem Wert auf Liefertreue.

Handelsbanken stellt einen weiteren Dauerbrenner in unserem Portfolio dar, auch wenn wir Aktien von Finanzinstituten in der Regel meiden, da diese wenig Preisgestaltungsmacht haben. Der schwedische Bankenmarkt ist jedoch im Gegensatz zu anderen europäischen Finanzmärkten mit nur drei oder vier Akteuren relativ konsolidiert. Wir vermeiden normalerweise Anlagen in Banken, da tragfähiges Wachstum hier nur schwer erzielbar ist, doch schätzen wir Handelsbanken, weil sich das Institut nicht auf Wachstum konzentriert sondern alles darauf anlegt, die höchsten Renditen in diesem Sektor zu erzielen. Ein dezentralisiertes Geschäftsmodell gibt den einzelnen Filialleitern Handlungsfreiheit. Statt feste Zielvorgaben zur Ausweitung des Kreditportfolios vorzuschreiben erlaubt es den Filialleitern, Kredite und Darlehen in Einzelfallprüfungen zu genehmigen. Dieses Geschäftsmodell hat sich als außerordentlich erfolgreich erwiesen und dafür gesorgt, dass das Institut als einziges im Land während der schwedischen Bankenkrise im Jahr 1992 jegliche staatliche Unterstützung ablehnen konnte und auch während der jüngeren Finanzkrise 2008 kein Bankenrettungspaket annehmen musste.

Abbildung 3: Handelsbanken – Outperformance und starke absolute Renditen



1 Quelle: Datastream, per 31. Oktober 2013, in Schwedischen Kronen. Die Nennung von Aktien stellt keine Handlungsempfehlung dar.

Handelsbanken unterhält Auslandsfilialen in Dänemark, Finnland, Norwegen, Großbritannien und den Niederlanden. Wachstum erfolgte organisch und nicht durch Übernahmen. Die Bank profitiert dabei zusätzlich von im Vergleich zum Wettbewerb niedrigen Refinanzierungskosten, mit denen der Markt für Rentenpapiere die tragfähige Kreditpolitik dieses Instituts belohnt. Die Bank verfügt in Großbritannien über einen beträchtlichen Wettbewerbsvorteil, da sie sich wesentlich günstiger refinanzieren kann als die Konkurrenz.

Sektorbezogen ist unser Portfolio eher verbrauchsgüterlastig, da entsprechende Unternehmen auch über einen längeren Zeitraum hin stabiles Wachstum produzieren. In Europa findet sich darüber hinaus eine Reihe ausgezeichneter Unternehmen in zum Beispiel dem Getränke-, Gesundheits- und Schönheitspflegebereich. Ähnlich ist es bei Automobilen und Luxusgütern. In Bereichen wie Versorgungsunternehmen, Öl und Gas sowie Telekommunikation fahren wir allerdings eine untergewichtete Position.

Abschließend weisen wir darauf hin, dass das wirtschaftliche Wohlergehen eines Landes und das seiner individuellen Unternehmen und deren Aktien nicht immer unbedingt miteinander korrelieren. Investoren sollten sich hier an der Welt des Sports orientieren. Europa verharrt weiterhin in rezessionsartigen Bedingungen, die US-Wirtschaft erholt sich langsam, und 2013 war das erste Jahr, in dem kein männlicher US-Tennisspieler das Achtelfinale in Wimbledon oder bei den US Open erreichte. Europäische Spieler gewannen beide Turniere. Europa verfügt hier ganz ähnlich und trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds über einen guten Nährboden für globale Spitzentitel im Aktienmarkt.

Wichtiger Hinweis: Ausschließlich für professionelle Anleger (nicht zur Weitergabe an Dritte gedacht). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Der Wert von Anlagen und deren Erträgen kann nicht garantiert werden und kann steigen oder fallen und durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden. Dies bedeutet, dass der Anleger die investierten Beträge unter Umständen nicht zurückbekommt. Die in diesem Dokument enthaltenen Untersuchungs- und Analyseergebnisse wurden von Threadneedle Investments für die eigenen Anlageverwaltungstätigkeiten erstellt, wurden möglicherweise bereits vor der Veröffentlichung verwendet und werden hier lediglich als Hintergrundinformationen bereitgestellt. In diesem Dokument enthaltene Ansichten entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Ankündigung jederzeit geändert werden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als zuverlässig angesehen, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Die Erwähnung spezieller Aktien oder Anleihen sollte dabei nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung angesehen werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited („TAML“). Eingetragen in England und Wales, Eintragsnummer: 573204. Eingetragener Sitz: 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ, Großbritannien. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert. TAML verfügt über eine grenzüberschreitende Lizenz der Korean Financial Services Commission for Discretionary Investment Management Business (Finanzaufsichtsbehörde Südkoreas für Vermögensverwaltungsmandate). Herausgegeben in Australien von Threadneedle International Limited („TINTL“) (ARBN 133 982 055). Soweit dieses Dokument Beratung zu Finanzprodukten enthält, wird diese Beratung durch TINTL ausgesprochen. TINTL ist befreit von der Auflage, für die von der Gesellschaft erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz gemäß des australischen Corporations Act zu besitzen. TINTL unterliegt der Bankenaufsicht der Financial Conduct Authority nach britischem Recht, das von australischem Recht abweicht. Herausgegeben in Hongkong von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited („TPSHKL“). Eingetragener Sitz: Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong. Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Kapitel 32), Nr. 1173058. Zugelassen und reguliert in Hongkong durch die Securities and Futures Commission. Eine derartige Zulassung stellt keine öffentliche Die Zulassung impliziert keine offizielle Anerkennung oder Empfehlung. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Sie sollten in Bezug auf das Angebot Vorsicht walten lassen. Wenn Sie Zweifel zum Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängige fachliche Beratung in Anspruch nehmen. Dieses Dokument wird vertrieben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited, Filiale Dubai, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority („DFSA“) untersteht. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzempfehlungen dar und sind nur für Personen mit entsprechenden Anlagenkenntnissen gedacht sowie für Personen, die die gemäß der DFSA vorgeschriebenen, aufsichtsbehördlichen Kriterien für professionelle Anleger erfüllen. Herausgegeben in Singapur von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07 Winsland House 1, Singapur 239519. Lizenznummer: CMS100182-1. Dieses Dokument wird in Singapur nur für Personen herausgegeben, die entweder institutionelle Anleger oder akkreditierte Anleger (Accredited Investors gemäß Definition im Securities and Futures Acts, Chapter 289 von Singapur) in Singapur sind, und richtet sich ausschließlich an diese. Dieses Dokument darf in Singapur nur von institutionellen oder akkreditierten Anlegern als Basis für Investitionsentscheidungen oder -maßnahmen verwendet werden. Threadneedle Investments ist ein Markenname und sowohl der Name Threadneedle Investments als auch das Logo sind Markenzeichen oder eingetragene Markenzeichen des Threadneedle-Konzerns. www.threadneedle.com