



Vor allem die Tourismusindustrie wurde durch die Pandemie weltweit hart getroffen. „Stay-at-Home-Aktien“ dagegen stehen jetzt besonders im Interesse der Investoren.

Gute Chancen für Fundamental-Investoren

Bertrand Faure, Strategic European Silver Stars Fund, Eric Sturdza Investments

2020 dürfte vielen Menschen als eines der herausforderndsten Jahre der jüngeren Zeit in Erinnerung bleiben. 2021 wird wahrscheinlich ebenso stark von der Corona-Pandemie geprägt sein, doch sehen die Aussichten wesentlich besser aus. Auch wenn die Schlagzeilen in der Wirtschaftsberichterstattung noch von makroökonomischen Themen dominiert sind, hat sich das Investmentumfeld durch die Coronapandemie gerade für Fundamentaldaten-orientierte Investoren im Vergleich zu den Vorjahren verbessert.

Im ersten Quartal 2020 verbreitete sich COVID weltweit mit atemberaubender Geschwindigkeit. Ganze Volkswirtschaften wurden zum Stillstand gebracht, denn Lockdowns wurden überall dort erlassen, wo das Virus sich ausbreitete. Märkte und Anleger gerieten in Panik. Die Investoren mussten sich schnell zwei wichtige Fragen zu den Unternehmen in ihren Portfolios stellen. Wie wird sich COVID auf das Geschäft dieser Unternehmen auswirken? Aber noch wichtiger war herauszufinden, ob sie den Cashflow haben, um zu überleben – genau wie in der Finanzkrise 2008. Erst nach der Beantwortung dieser zentralen Frage konnten die Anleger beginnen, sich damit zu befassen, wie schnell sich das Marktsegment des investierten Unternehmens erholen wird oder wie hoch der Gewinn pro Aktie ausfallen würde.

Polarisierung ist die Devise der Stunde.

Die Coronapandemie hat zu einer diametralen Entwicklung über Branchen hinweg geführt. Vor allem Dienstleistungen, die auf physischer Nähe basieren wie die Tourismusindustrie, wurden durch die zur Eindämmung der Pandemie weltweit eingeführten Lockdown-Maßnahmen hart getroffen. Mit den sogenannten „Stay-at-Home-Aktien“ bildete sich auf der anderen Seite eine Gruppe von Gewinner-Branchen heraus, die vom Trend zum Zuhausebleiben und Home-office profitierten und deren Aktien eine starke Kursrally hinlegten. Diese Tendenz war extrem vorteilhaft für aktive Fondsmanager, und darunter vor allem Fundamentaldaten-getriebene Stock Picker, die besser in der Lage waren, tiefer in die Materie einzudringen und vernünftige Anlageentscheidungen zu treffen. Die Situation war auch davon geprägt, dass die fast überall eingeführten Lockdowns unterschiedlich umgesetzt wurden und dementsprechend verschiedene Auswirkungen auf die Unternehmenserträge hatten.

Ein gutes Beispiel zur Veranschaulichung der Auswirkungen der Ländermaßnahmen auf den Aktienkurs von Unternehmen ist der französische Großhandelskonzern Rexel. Dieses Unternehmen verfügt über ein globales Vertriebsnetz, das B2B-Kunden in den Bereichen Industrie, Wohnen und Handel mit Elektroinstallationsmaterial und elektrischen Komponenten versorgt. Rexel ist in 32 Ländern mit 2.000 Niederlassungen vertreten.

Als Rexel am 23. April die Umsätze für das erste Quartal 2020 vorstellte, lieferte es den Anlegern wertvolle zusätzliche Daten: die Veränderung vom 1. April bis zum 15. April für die Unternehmensgruppe und pro Land. In diesen zwei Wochen ging das französische Geschäft um 59,8 % zurück, während sich gleichzeitig die deutsche Aktivität um 2,6 % verbesserte. Diese

Divergenz wurde ausschließlich durch die unterschiedlichen Lockdown-Maßnahmen in den jeweiligen Ländern verursacht. In Frankreich waren die Lockdown-Maßnahmen im Frühjahr viel restriktiver als in Deutschland.

Nach der Finanzkrise 2008 wurden in vielen Ländern Sparmaßnahmen ergriffen, um die öffentlichen Ausgaben einzudämmen und das Verhältnis zwischen Bruttoinlandsprodukt und Schulden nach den Rettungsaktionen für den Bankensektor wieder unter Kontrolle zu bringen. In dieser Zeit mussten viele Unternehmen um ihr Überleben kämpfen und Entlassungen durchführen. Die Inflation blieb trotz Zinssätzen, die oft bei null und teilweise sogar im negativen Bereich lagen, in Kombination mit einer massiven quantitativen Lockerung niedrig.

Auch in der Corona-Pandemie erkannten Regierungen weltweit, dass sie Unternehmen unterstützen mussten, um einen kompletten Zusammenbruch ihrer Volkswirtschaften zu vermeiden und die Wirtschaft nach diesem massiven externen Schock neu anzukurbeln. Dies geschah in unterschiedlichen Formen auf der ganzen Welt, von Freistellungsprogrammen bis hin zu Firmenkrediten und -zuschüssen.

Die Sell-Side-Research-Analysten, die seit der Einführung der MiFID an Kapazitäten eingebüßt haben, reagierten nur langsam. Die Broker entschieden sich, die Zahlen für das erste Quartal abzuwarten und die Auswirkungen der Pandemie in ihre Schätzungen einzu beziehen, wobei sie oft von einem Armageddon-Szenario ausgingen, das glücklicherweise und dank der Maßnahmen der Regierungen nie eintrat.

Der Börsencrash im März 2020 erwischte viele Anleger eiskalt. Wenn Panik am Markt eintritt, ergeben sich oftmals gute Einkaufsmöglichkeiten. Fundamentalinvestoren, die über die Mittel verfügten, die individuelle finanzielle Situation von Unternehmen und die wahrscheinlichen Auswirkungen von Covid auf deren Geschäftsmodell einzuschätzen, waren in der Lage, von den Preisstürzen und den günstigen Einkaufsmöglichkeiten zu profitieren.

Aufgrund der Maßnahmen der Zentralbanken und der Regierungen erholte sich der Aktienmarkt im April. Viele Investoren blieben bei der „meistgehassten Rallye aller Zeiten“ an der Seitenlinie stehen und sahen zu, wie die Aktien ohne ihre Beteiligung deutlich zulegten. Die Wahrheit war, dass, obwohl die Märkte im Allgemeinen von ihren Tiefstständen aus anstiegen, es deutliche Unterschiede bei den Aktien gab.

Ein Fall, der die Möglichkeiten der Fundamentalanalyse veranschaulicht, ist die Entwicklung von Albioma, einem französischen Erzeuger erneuerbarer Energien in Übersee. Das >

DER ZWEITE
LOCKDOWN GESTALTETE
SICH IM VERGLEICH ZUM ERSTEN
WENIGER GRAVIEREND:
VIEL WENIGER UNTERNEHMEN
MUSSTEN VORÜBERGEHEND
SCHLIESSEN



Bertrand Faure, Eric Sturza Investments.

Unternehmen nutzt Bagasse, einen trockenen, breiigen, faserigen Rückstand, der bei der Zuckerrohrproduktion übrigbleibt, zur Stromerzeugung. Albioma hat keine wirkliche Konkurrenz (sie produzieren 70 % des Stroms auf einigen Inseln). Die einzige Alternative wären Dieselgeneratoren. Wir nahmen an, dass COVID nur minimale Auswirkungen auf das Unternehmen haben würde, was sich auch als richtig herausstellte. Die Verfügbarkeitsrate der Stromgeneratoren lag im 1. Halbjahr 2020 bei 86,7 %, gegenüber 85,0 % im 1. Halbjahr 2019. Das Unternehmen hatte auch eine sehr starke Liquiditätsposition. Überraschenderweise gab der Aktienkurs von Albioma trotz der guten Fundamentaldaten während des Börsencrashes um 33 % nach. Das Unternehmen bestätigte daraufhin seine EBITDA-Prognose für das Geschäftsjahr 2020, die es vor der Pandemie abgegeben hatte, zusammen mit den Ergebnissen für das erste Halbjahr 2020. Es ist wenig überraschend, dass die Aktie im weiteren Verlauf des Jahres von ihren Tiefstständen um fast 100 % zulegen konnte. Albioma war einer der größten Performer in unserem Fonds im Jahr 2020.

Viele Länder haben Lehren aus dem ersten Lockdown gezogen, indem sie sahen, welche Maßnahmen sowohl in ihrem eigenen Land als auch in anderen Ländern gut funktionierten. Der zweite Lockdown infolge der zweiten Corona-Welle im Herbst gestaltete sich im Vergleich zum ersten Lockdown weniger gravierend: viel weniger Unternehmen mussten vorübergehend schließen und die staatlichen Hilfen flossen gezielter. Investoren, die sich mit dem ersten Lockdown beschäftigt hatten, waren nun viel besser gewappnet, die Auswirkungen des zweiten Lockdowns einzuschätzen. Aber im Allgemeinen sehen wir immer noch, dass das Sell-Side Research und viele Investoren dieses Detail übersehen. Die erneute Panik führte zu einem starken Ausverkauf an den Märkten, wobei der EuroStoxx50 in der letzten Oktoberwoche um 5,5 % fiel.

Ein stabileres Anlageumfeld nach dem Wahlsieg von Joe Biden in den USA und - noch wichtiger - die Ankündigung mehrerer geprüfter Impfstoffe trieben die Märkte im November zu einer Rallye an. Der EuroStoxx50 verzeichnete mit 13,8 % seine zweithöchste Monatsrendite aller Zeiten, wobei eine massive Sektorrotation stattfand. Die Value- und zyklischen Sektoren, die im ersten Quartal einige der höchsten Verluste verzeichnet hatten, haben einige der größten Gewinne erzielt, während viele der Aktien, die vom Lockdown profitiert hatten und in den vergangenen sechs Monaten brillante Ergebnisse erzielt hatten, nun unter Druck standen.

Einige Marktexperten gehen davon aus, dass all die guten Nachrichten bereits eingepreist sind und es eher Abwärtspotenzial gibt. Wir sind vollkommen anderer Meinung. Einige Aktien haben sich seit März hervorragend entwickelt, wodurch sich das Aufwärtspotenzial verringert und das Risikoprofil dieser potenziellen Anlagen erhöht hat. Wir haben im Spätsommer damit begonnen, unser Portfolio neu zu positionieren, indem wir bei Unternehmen mit weniger Aufwärtspotenzial Gewinne mitnahmen und in andere mit beträchtlichen Chancen reinvestierten. Das Festhalten an unserem seit langem etablierten Anlageprozess, Geld dort einzusetzen, wo unsere fundamentale Bewertung deutlich vom Marktpreis abweicht, hat sich 2020 bewährt.

2021 steht unter besseren Vorzeichen als das vergangene Jahr. Aber nur weil der Impfstoff jetzt verfügbar ist und verabreicht wird, bedeutet das nicht, dass sich bald alles normalisieren wird. Es wird einige Zeit dauern, bis der Impfstoff so weit verbreitet ist, dass wir wieder ein normales Leben führen können. Lockdowns und weitere Beschränkungen werden wahrscheinlich weiterhin von den Regierungen eingesetzt, um die Ausbreitung von Covid-19 einzudämmen. Die Märkte könnten sich volatil zeigen, auch vor dem Hintergrund der eingetretenen Sektorrotation. Erfreulicherweise rücken bereits andere Themen wie ESG wieder mehr in den Vordergrund.

Wir glauben, dass auch 2021 ein Investmentumfeld bieten wird, in dem aktive Fondsmanager überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen können. Wir sehen in Europa Möglichkeiten, die wir vorher noch nicht gesehen haben. Wir erwarten für mindestens die nächsten zwei Jahre, dass sich günstige Bewertungen und potenziell starkes Ertragswachstum ergeben werden, wobei folgende Faktoren unterstützend wirken:

- Eine Erholung der Weltwirtschaft mit einem prognostizierten Wachstum von +5,2 %.
- Ein weiterhin anhaltendes Niedrigzinsumfeld.
- Ein neu erwecktes Interesse an Europa.
- Jahresergebnisse, die im Vergleich zum Vorjahr einfacher vergleichbar sind, da viele Unternehmen für zwei Monate im vergangenen Jahr geschlossen waren.
- Veränderte Kostenstruktur für die meisten Unternehmen, da das Jahr 2020 eine hervorragende Möglichkeit bot, Kosten zu senken.

Die größten Positionen in unserem Fonds weisen gegenwärtig ein KGV von unter 10 auf, mit Free-Cashflow-Renditen von mindestens 10 % eine starke Basis für die Performance in den kommenden Monaten und Jahren. //