



Value - Auch 2022 noch ein Investmentcase?



Anthony Bailly

Fondsmanager
Aktien Europa



Vincent Iméneuraët

Fondsmanager
Aktien Europa

Corona und Inflation

Zwei Themen belebten wechselseitig den Markt im Jahr 2021: die Inflation und die Gesundheitssituation. Jedes Mal, wenn die Inflation wieder in den Vordergrund rückte und die Zinsen in die Höhe trieben, erzielte Value eine Outperformance. Dies war vor allem in der ersten Hälfte des Jahres der Fall und wurde zum viel zitierten "Reflation Trade". Im September kam dann die Outperformance mit der Ankündigung des Tapering zurück und machte auch das zweite Halbjahr für Valueinvestoren interessant. Im Gegensatz dazu konnten sich bei jeder neuen Corona-Welle (4. Welle im Sommer, dann die 5. Welle im Herbst), die Wachstumstitel durchsetzen und dies führte erneut zu einer Outperformance von Growth vs. Value bis Ende November.

Während des Monats Dezember verschwanden beide Themen aus den Nachrichten und das Auftreten der Omicron-Variante verstärkte auf ein Neues die Gesundheitsbedenken und deren Folgen für die Wirtschaft. Der Begriff "vorübergehend" verschwand ebenfalls im Wortlaut der Fed über die Inflation. Auch wenn der Value-Stil im Dezember wieder an Dynamik gewann, schnitt der Growth-Stil im gesamten Jahr 2021 um 3,4 %⁽¹⁾ besser ab. Anleger bevorzugten erneut Wachstumstitel, auch wenn diese durch mögliche restriktive Maßnahmen zu Beginn des Jahres direkt in Mitleidenschaft gezogen würden.

Status Quo - Corona vs. Inflation

In Bezug auf die Gesundheitslage ist die rasante Ausbreitung der Omicron-Variante, die sich inzwischen weltweit vollzieht, beängstigend. Hier gegen steht allerdings eine geringere Gefährlichkeit der Erkrankung und der hohe Grad der Impfquoten in den Ländern. Hieraus lässt sich schließen, dass die Situation weiterhin beherrschbar sein wird und dass es möglich sein wird, "mit dem Virus zu leben". Dies spiegelt auch die Tendenz der Märkte zu Beginn des Jahres 2022 wider, die sich klar dafür entschieden haben, sich auf die Botschaften der Zentralbanken konzentrieren und damit die Inflation ins Rampenlicht zu stellen. Insbesondere die FED hatte in ihren am 5. Januar veröffentlichten Minutes die Beschleunigung der Tapering-Politik ankündigt und damit für zusätzlichen Zündstoff gesorgt.

Mitte Dezembers sahen wir Bewegung an den Märkten, die mit einer Aufwärtsbewegung der Staatsanleihen einherging und die Inflationsängste leicht minderte. Interessant in diesem Zusammenhang waren auch die Rohstoffpreise, die mit Ausnahme von Öl sanken. Der Anstieg der Realzinsen, den die Anleger lange anzweifeln, könnte nun das entscheidende Thema des Jahres 2022 werden. Die starke Korrelation zwischen den Zinsen (vor allem den Realzinsen) und dem Value-Stil erklärt die starke Rotation, die zu Beginn des Jahres zu beobachten war.

(1) Quelle: Bloomberg - Value SLVT Index, Growth SLGT Index Performance vom 31.12.2020 bis 31.12.2021.

Die genannten Zahlen beziehen sich auf die vergangenen Monate. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und ist im Laufe der Zeit nicht konstant.
Performance berechnet in € und netto mit reinvestierten Dividenden.

Solide Fundamentaldaten, die sich noch nicht in der Bewertung der Value-Sektoren widerspiegeln.

1. Ein makroökonomisches Umfeld, das weiterhin gut aufgestellt ist

Der Konsens für das Wirtschaftswachstum in der Eurozone liegt derzeit bei rund 4,3%⁽²⁾ und ist damit immer noch deutlich über seinem Wachstumspotenzial (um 1-1,5%)⁽³⁾. Dieses Wachstum wird gestützt durch 1) die kumulierten überschüssigen Ersparnisse der Haushalte (etwa 6 BIP-Punkte in der Eurozone); 2) dem Aufstocken der Lagerbestände durch die Unternehmen; 3) die Investitionen, die zur Wiederbelebung des produzierenden Gewerbes fließen und 4) der Einsatz des Konjunkturpakets der Europäischen Kommission.

2. Die erwarteten EPS (earnings per share – Gewinn pro Aktie) sind zu konservativ für 2022

Trotz eines günstigen makroökonomischen Umfelds liegt der Konsens des erwarteten EPS-Anstiegs bei nur 7%⁽⁴⁾ im Euro Stoxx für das Jahr 2022, was dem niedrigsten Erwartungsniveau der letzten 30 Jahre entspricht. Ein starker Anstieg der Kosten durch steigende Rohstoffpreise und steigenden Löhne würde sich negativ auf die Margen auswirken und somit die EPS schmälern. Wir teilen diese Ansicht nicht, insbesondere für zyklische und Finanzsektoren.

- Folgende Gründe sprechen dagegen:
- Der starke Ergebnisanstieg der Value-geprägten Unternehmen, ermöglichte es ihnen ihre Bilanzen zu stärken und lässt damit auch einen weiteren Anstieg ihrer Margen erwarten.

Die Fundamentaldaten der Unternehmen sind solide, insbesondere für die Sektoren Banken, Energie-, Automobil- und Rohstoffsektor, die die höchsten Gewinnsteigerungen im Jahr 2021 verzeichnen konnten. Dies erklärt sich zwar hauptsächlich durch die Vergleiche zum vorherigen Krisenjahr, allerdings lagen die Ergebnisse der Berichtssaison ebenfalls bei fast allen über den Erwartungen. Zyklische und Finanzwerte gehen aus der Krise meist gestärkt und mit verbesserten Bilanzen hervor und konnten ihre Kostenbasis stark senken, was auf eine hohe operative Effizienz schließen lässt. Diverse Gespräche mit Unternehmen, an denen wir große Positionen im Portfolio halten (Saint Gobain, Stellantis, ArcelorMittal, Airbus)⁽⁵⁾, bestärken uns in der Auffassung, dass zyklische Unternehmen eine echte Fähigkeit besitzen, Kostensteigerungen weiterzureichen und so ihr Margenniveau zu halten. Wir sehen hier weiterhin ein großes

Potential, mit der Wiederbelebung der Märkte auch gesunde und starke Unternehmen mit Value-Tilt, zu den Gewinnern der Krise zählen zu können.

- Eine dynamische Wirtschaft und nicht einkalkulierte Energiekosten.

Darüber hinaus erwartet der Konsens ein Nullwachstum bei den EPS im Bankensektor, obwohl dieser eigentlich durch: 1) höhere Zinsen, 2) das von der makroökonomischen Dynamik beflügelte Kreditvolumen und 3) Aktienprogramme verbessert werden sollte. Außerdem scheinen uns die steigenden Energiepreise (Gas, Öl und Strom) nicht in die Wachstumserwartungen der Ergebnisse der Unternehmen aus den Sektoren Energie und Versorger einbezogen zu sein.

3. Eine immer attraktivere Bewertung

Die Performance der Value-Sektoren im Jahr 2021 spiegelte nicht den starken Anstieg ihrer Gewinne wider und verschlechterte dadurch die relative Performance des Value vs. Growth.

Das Potenzial für eine zusätzliche Aufwärtskorrektur der Gewinnerwartungen im Jahr 2022 macht uns besonders zuversichtlich für eine künftige positive Performance des Value-Segments. Auch dessen Bewertungsabschlag befindet sich nach wie vor auf einem historischen Tiefpunkt (die KGVs liegen nach wie vor für die meisten Sektoren unter 10x).

Positionierung des Fonds

Wir starten in das Jahr 2022 und behalten: 1) eine deutliche Übergewichtung in den Sektoren Finanzen (Banken) und Zykliker (Automobil, Energie, Freizeit, Reisen sowie das Bauwesen) und 2) eine Untergewichtung in den Wachstumssektoren (Technologie und Konsumgüter)⁽⁶⁾, die aufgrund ihrer sehr hohen Bewertungen unserer Ansicht nach ein Risiko darstellen, gerade in einem Umfeld steigender Realzinsen.

Trotz starker Rückschläge sehen wir in unseren wichtigsten Positionen (Finanzen und Zykliker) noch immer ein hohes Potenzial und eine deutlich positive Performance. Erwähnenswert ist auch unser Exposure hinsichtlich einer Wiederbelebung einzelner besonders betroffener Sektoren (über die Position in der Branche Freizeit- und Reisesektor), die bereits im zweiten Quartal des Jahres 2021 aufgebaut wurden. Sie belasteten den Fonds im vergangenen Jahr leicht, könnte aber ein wichtiger Beitrag zur Wertentwicklung im Jahr 2022 sein, die bei einer Normalisierung der Gesundheitssituation eintreten sollte. Darüber hinaus ist die Gewichtung unserer defensiven Gewichtung weiterhin gering (ca. 15-20 % des Portfolios). Darüber hinaus bleibt

(2) Quelle: OCDE, Januar 2022.

(3) Quelle: Natixis, Januar 2022.

(4) Quelle: Factset, Dezember 2021.

(5) Stellt keine Anlageberatung, Steuerberatung, Empfehlung oder Beratung seitens Rothschild & Co Asset Management Europe dar.

(6) Allokationen und Verteilungen, geographisch und sektoral, sind nicht festgelegt und können sich im Laufe der Zeit innerhalb der Grenzen des Prospekts ändern.

Die genannten Zahlen beziehen sich auf die vergangenen Monate. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und ist im Zeitverlauf nicht konstant.

Performance berechnet in € und netto mit reinvestierten Dividenden.

die Gewichtung unserer defensiven Komponente gering (ca. 15-20% des Portfolios), was unsere Einschätzung widerspiegelt, dass der Zyklus in diesem Jahr weiterhin stark sein dürfte.

Wir sind weiterhin von dem hohen Erholungspotenzial des Value überzeugt, das sich in den kommenden Monaten materialisieren könnte. Die Normalisierung der Gesundheitslage sowie der Zinserhöhungen werden starke Performance-Treiber in 2022 sein.

Wenn der Ausbruch von Covid-19 in den Hintergrund tritt, werden sich die Anleger wieder auf die soliden Fundamentaldaten der Value-Titel und die die laufende Änderung der Geldpolitik konzentrieren. Der Anstieg der Realzinsen dürfte zu einer Rotation zugunsten von Value-Aktien führen und könnte zudem darüber hinaus ungünstige Auswirkungen auf Value-Aktien haben. Zyklische und Finanztitel, deren Bewertungen immer attraktiver werden, könnten sich stark erholen und zu Gewinnern werden.

R-co Conviction Equity Value Euro: eine Alternative um das Thema Value zu spielen

Im Laufe des Jahres 2021 entwickelte sich der Fonds gut und erzielte eine Performance von 26,3%⁽⁷⁾, was einer Outperformance von +3,6% gegenüber seinem Referenzindex, dem Euro Stoxx (mit reinvestierten Dividenden) bedeutet. Er konnte

sich zudem außerordentlich gut in seinem Peer behaupten.

Die Outperformance ist größtenteils auf die Titelselektion zurückzuführen. Hauptsächlich stammten die Titel aus den Sektoren Energie (ENI), Bauwesen (Saint Gobain), Rohstoffe (Arcelor) und Automobilsektor (Stellantis und Daimler)⁽⁸⁾.

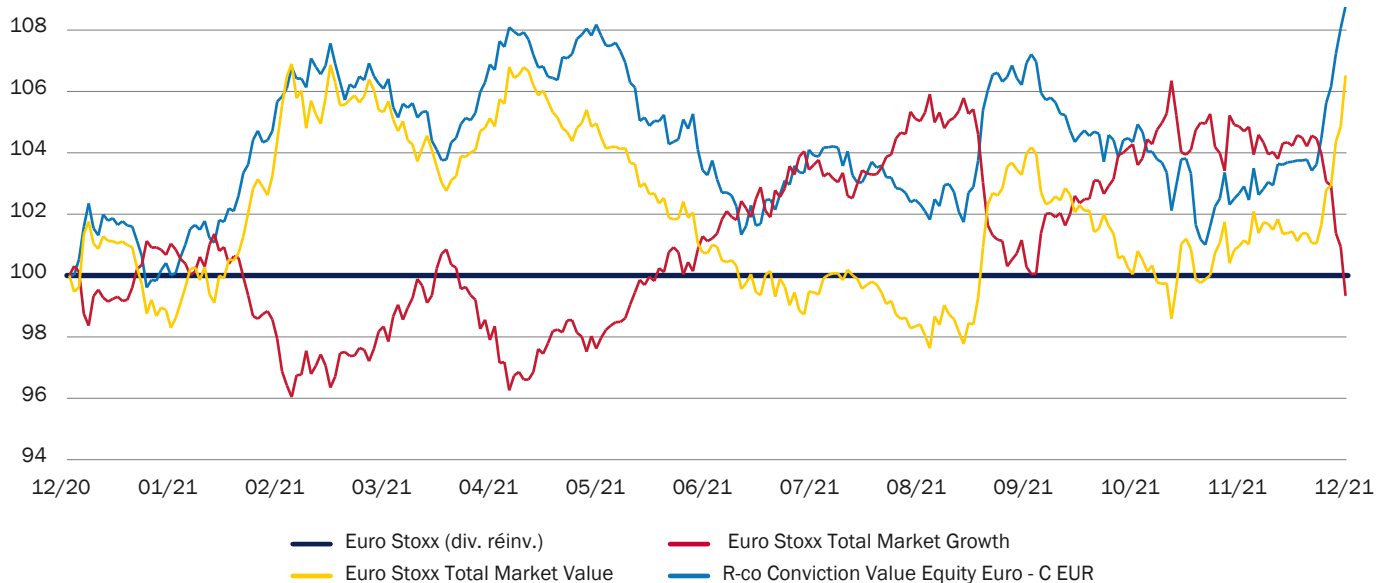
Der positive Allokationseffekt aufgrund der Übergewichtung in Finanztitel half ebenfalls, doch auch hier trug die Titelselektion zur Wertentwicklung bei, so erzielten Unicredit und Société Générale⁽⁸⁾ die besten Ergebnisse.

Letztendlich war es also unser fundamentaler Ansatz der es dem Fonds ermöglichte, 2021 eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen.

Die ersten Tage des Jahres 2022, mit einer sehr starken Rotationsbewegung zugunsten des Value-Stil, scheinen unser Szenario zu bestätigen. Der R-co Conviction Equity Value Euro profitiert davon in vollem Umfang und weist eine YTD-Performance von 2,6% bis zum 10. Januar 2022 auf, was einer Outperformance von 4,1% zu seinem Referenzindex, dem Euro Stoxx entspricht.

Verfasst am Dienstag, 11. Januar 2022

Performance relativ zum Eurostoxx



Referenzindex seit 31/12/2012: Euro Stoxx mit reinvestierten Dividenden.

Anmerkung: Basis 100 am 31.12.2020.

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe - 10/01/2022.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und ist im Laufe der Zeit nicht konstant. Performance berechnet in € und netto mit reinvestierten Dividenden.

(7) Zum 31.12.2021 - Anteil C EUR.

(8) Stellt keine Anlageberatung, Steuerberatung, Empfehlung oder Beratung seitens Rothschild & Co Asset Management Europe dar.

Die genannten Zahlen beziehen sich auf die vergangenen Monate. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und ist im Zeitverlauf nicht konstant.

Performance berechnet in € und netto mit reinvestierten Dividenden.

Der Value Stil

Von einer Value-Strategie spricht man, wenn der Anleger nach Unternehmen sucht, die vom Markt zu einem Stichtag unterbewertet sind, d.h. deren Bewertung an der Börse niedriger ist, als sie gemessen an den Ergebnissen und dem Wert der Vermögenswerte des Unternehmens sein sollte. Value-Investoren wählen Wertpapiere mit einem Kurs Buchwert-Verhältnis von niedrigem Kurswert oder hohen Dividendenrenditen.

Reflation Trade

Hinter diesem Begriff verbirgt sich das Ziel, von einem gleichzeitigen Anstieg der Wirtschaftsleistung (engl. REcovery) und der Preise (engl. inFLATION) zu profitieren.

EPS

Earnings per share - Gewinn pro Aktie

Growth Stil

Anleger, die den "Wachstumsstil" bevorzugen, konzentrieren sich hauptsächlich auf das Gewinnwachstumspotenzial der Unternehmen und hoffen, dass das Umsatz- und Gewinnwachstum höher ist als in ihrer Branche oder im Marktdurchschnitt.

Fundamentaler Ansatz

Bewertung der finanziellen Lage eines Unternehmens, innerhalb seines Rechts- und Wettbewerbsumfelds.

Tapering

Bezeichnet die schrittweise Reduzierung der Politik der geldpolitischen Lockerung (Quantitative Easing), die von der Fed (US-Zentralbank) seit Ende des Jahres 2010 durchgeführt wird.



Das Risikoniveau dieses Teilfonds liegt bei 6 (Volatilität zwischen 15% bis 25%) und spiegelt hauptsächlich seine Positionierung auf dem Aktienmarkt der Eurozone wider. Die historischen Daten die zur Berechnung des synthetischen Indikators verwendet werden, stellen möglicherweise keinen

zuverlässigen Hinweis auf das zukünftige Risikoprofil des Teilfonds dar. Die mit dem Teilfonds verbundene Risikokategorie ist nicht garantiert und kann sich im Laufe der Zeit sowohl nach oben als auch nach unten verändern.

Warnhinweise

Der/Die vorstehend präsentierte(n) Organismus bzw. Organismen für gemeinsame Anlagen (OGA) unterliegt bzw. unterliegen französischem Recht und der Regulierung durch die französische Finanzmarktaufsicht (AMF). Da die OGA mit Blick auf ihren aktiven Vertrieb im Ausland registriert sein können, ist es Sache des einzelnen Anlegers zu überprüfen, in welchen Gerichtsbarkeiten die OGA tatsächlich eingetragen sind. Der Investor wird hinsichtlich jeder einzelnen Gerichtsbarkeit auf die Besonderheiten jedes Landes verwiesen, die im Abschnitt „Administrative Merkmale“ angegeben sind. Der Herausgeber des vorliegenden Schriftstücks ist Rothschild & Co Asset Management Europe, eine von der französischen Finanzmarktaufsicht (Autorité des marchés financiers - www.amf-france.org) unter der Nummer GP-17000014 zugelassene und geregelte Kapitalverwaltungsgesellschaft.

Aufgrund der Subjektivität bestimmter Analysen handeln die Managementteams von Rothschild & Co Asset Management Europe nicht zwangsläufig nach den hier vorhandenen Informationen, Prognosen, Schätzungen, Erwartungen, Annahmen und/oder Meinungen. Bestimmte Prognosen werden auf der Grundlage bestimmter Annahmen erstellt, die vermutlich ganz oder teilweise von den tatsächlichen Ergebnissen abweichen können. Jede Prognose ist naturgemäß spekulativ und es ist denkbar, dass einige, wenn nicht sogar alle der Annahmen zu diesen hypothetischen Darstellungen nicht eintreten oder wesentlich von den aktuellen Bestimmungen abweichen. Rothschild & Co Asset Management Europe übernimmt keine Haftung für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und insbesondere für Entscheidungen, die auf Grundlage dieser Informationen getroffen werden.

Die vorliegenden Informationen sind nicht zur Verbreitung bestimmt und stellen keinesfalls eine an Staatsbürger der Vereinigten Staaten oder deren gesetzliche Vertreter gerichtete Empfehlung dar. Die Anteile oder Aktien des OGA, die im vorliegenden Schriftstück präsentiert werden, sind gemäß dem U.S. Securities Act von 1933 in der geänderten Fassung (nachstehend „Securities Act“) nicht in den USA registriert noch ist eine derartige Registrierung vorgesehen. Sie sind auch nicht gemäß irgendeinem anderen US-Gesetz zugelassen. Die Anteile oder Aktien der genannten OGA dürfen in den USA sowie deren Territorien und Besitzungen weder angeboten, noch verkauft oder dorthin transferiert werden. Sie dürfen auch nicht in direkter oder indirekter Weise einer „US Person“ im Sinne der Vorschrift S des Securities Act oder ähnlichen Personen gemäß dem sogenannten amerikanischen „HIRE“-Gesetz vom 18. März 2010 im Rahmen des FATCA zugutekommen. Die im vorliegenden Schriftstück enthaltenen Informationen stellen keine Anlage- oder Steuerberatung und keine Investmentempfehlung dar. Bei diesen Informationen wird nicht davon ausgegangen, dass die präsentierten OGA den Bedürfnissen, dem Profil und der Erfahrung jedes einzelnen Anlegers entsprechen. Wir

empfehlen Ihnen, im Falle von Zweifeln bezüglich dieser Informationen oder der Eignung der OGA für Ihre persönlichen Bedürfnisse sowie vor jeder Anlageentscheidung Ihren Finanz- oder Steuerberater zu kontaktieren. Die Kapitalanlage in Anteile oder Aktien eines OGA ist nicht ohne Risiken. Bevor Sie Anteile oder Aktien eines OGA zeichnen, lesen Sie bitte aufmerksam den Verkaufsprospekt und insbesondere den Abschnitt über Risiken sowie die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID). Der Nettoinventarwert (NIW) kann auf nachstehender Website eingesehen werden: www.am.eu.rothschildandco.com

Bitte notieren Sie, dass in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklungen der in vorliegendem Schriftstück präsentierten OGA nichts über deren zukünftige Performance aussagen und irreführend sein können. Die Wertentwicklungen ändern sich im Laufe der Zeit. Der Wert der Kapitalanlagen und der daraus resultierenden Erträge kann sich nach oben oder unten verändern und ist nicht garantiert. Daher besteht die Möglichkeit, dass Sie den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhalten. Wechselkursänderungen können den Wert der Anlagen und der damit verbundenen Erträge nach oben oder nach unten verändern, wenn die Referenzwährung des OGA nicht die Währung Ihres Wohnsitzlandes ist. OGA, deren Anlagepolitik sich speziell auf bestimmte Märkte oder Sektoren (wie Schwellenmärkte) richtet, sind generell volatil als Universalfonds oder stärker diversifizierte Fonds. Bei einem volatilen OGA können die Schwankungen besonders hoch ausfallen und der Wert der Anlage kann folglich abrupt und in bedeutendem Umfang zurückgehen. Bei den präsentierten Wertentwicklungen sind eventuelle Kosten und Gebühren, die bei der Zeichnung oder dem Rückkauf von Anteilen oder Aktien der betreffenden OGA anfallen, nicht berücksichtigt. Die hier präsentierten Portfolios, Produkte und Werte unterliegen den Schwankungen des Marktes und es kann hinsichtlich ihrer zukünftigen Entwicklung keinerlei Garantie gegeben werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der persönlichen Situation jedes einzelnen Anlegers ab und kann Änderungen unterliegen.

Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

Über den Geschäftsbereich Asset Management von Rothschild & Co
Rothschild & Co Asset Management Europe, eine Tochter der Rothschild & Co Gruppe, ist ein unabhängiger Asset Manager, der institutionellen und semi-institutionellen Investoren Investmentlösungen im UCITS Fondsmantel sowie in Spezialmandaten anbietet. Neben einem aktiv gemanagten High-Conviction Ansatz bieten wir unseren Kunden Zugang zu selektiv ausgewählten Investmentlösungen über unsere Open-Architecture Plattform. Unser Hauptsitz liegt in Paris mit Büros in 10 weiteren europäischen Ländern. Rothschild & Co Asset Management Europe verfügt über ca. 160 Mitarbeiter und mehr als 22 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen. Für weitere Informationen: www.am.eu.rothschildandco.com



Hier finden Sie alle Informationen zu am.eu.rothschildandco.com

