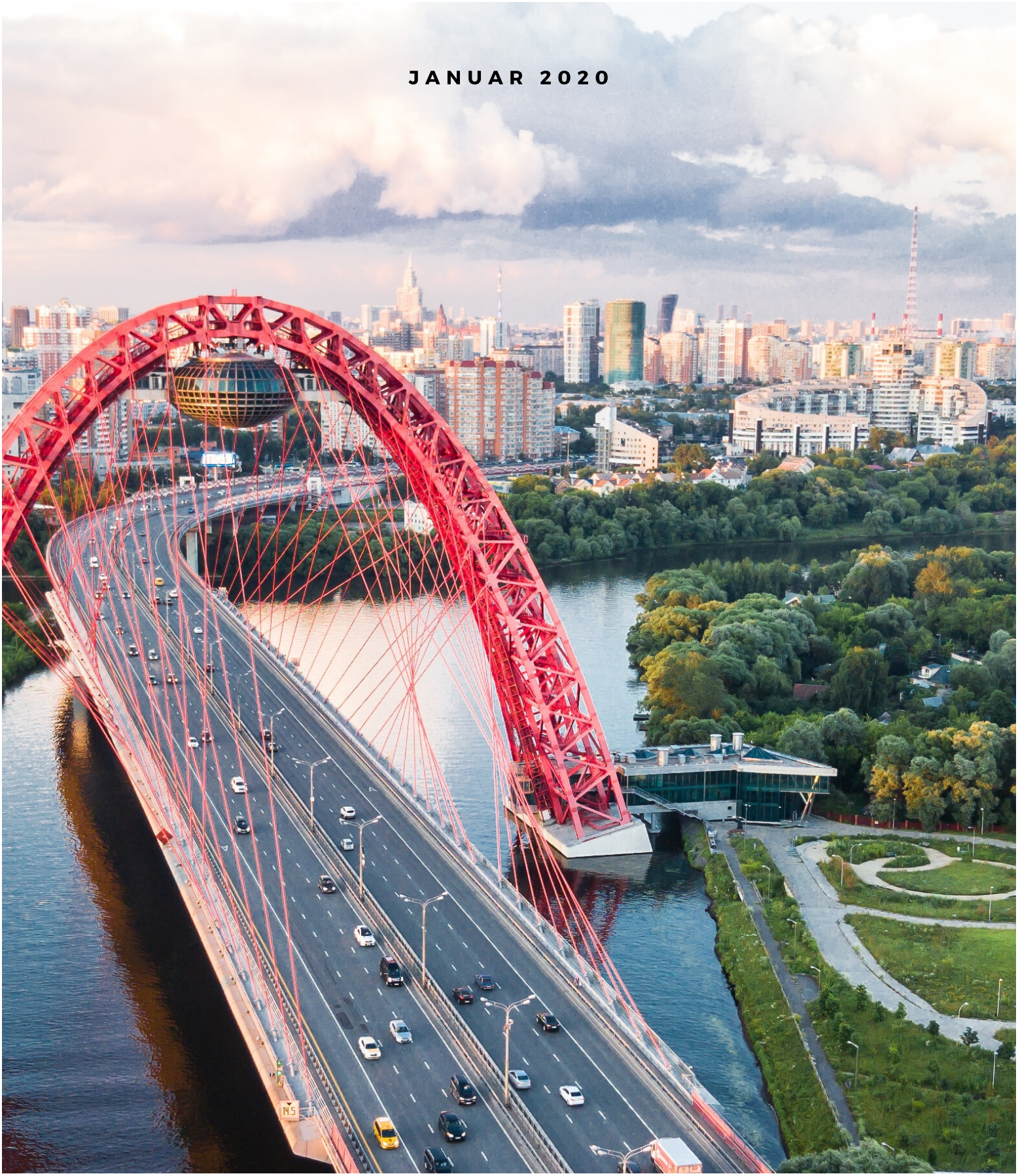
JANUAR 2020



EM VALUE

AvH Emerging Markets Fonds
Quartalsbericht IV 2019

Inhalt

Das Auseinanderdriften der Märkte

Massive Abflüsse aus den Frontier Markets

Selektive Warhnehmung

Chancen durch Ungleichgewichte

Wertzuwachs in einem schwierigen Umfeld

Günstige Zukäufe in Nigeria

Ägypten startet durch

Russische Value-Perlen

Utopisch hohe Dividenden?

Nur für professionelle Investoren!

Rückblick auf das Börsenjahr

Der Herdentrieb hat die Märkte fest im Griff

Liebe Investoren und Anteilseigner,

2019 war ein denkwürdiges Börsenjahr. Dabei ist mit Blick auf die Aktienmärkte scheinbar gar nicht so viel Aufregendes passiert.
Die Anleger waren zwar wegen des Handelskonflikts und des globalen Wachstums ständig hochnervös.

Auf die tatsächliche Kursentwicklung an den Börsen schlug sich das aber kaum nieder, und die Volatilität blieb größtenteils niedrig. Schlussendlich gab es dann im Handelsstreit zwischen den USA und China sogar noch Entspannungssignale. So endete das Jahr an den meisten Börsen versöhnlich und es gab unterm Strich wieder Kursgewinne.

Das Auseinanderdriften der Märkte

Die meisten Aktienanleger haben das vergangene Jahr mit einem Gefühl der Erleichterung abgeschlossen. Den wenigsten von ihnen dürfte dabei aufgefallen sein, dass sich an den Märkten gewisse irritierende Denkmuster weiter verfestigt haben. Das Unbehagen, das 2019 an vielen Marktteilnehmern nagte, kam schließlich nicht von ungefähr. Die lähmenden handelspolitischen Auseinandersetzungen hätten jederzeit weiter eskalieren können, und die volkswirtschaftlichen Wachstumsraten befanden sich weltweit ebenso auf dem Sinkflug wie die Leitzinsen und die Anleiherenditen. Dass in einem solchen Umfeld einige Börsen unentwegt neue Rekordstände erreichten, ist keineswegs selbstverständlich.

Gerade an der US-Börse, die viele Investoren für die „Weltleitbörse“ halten, setzte sich die Rekordjagd 2019 ungebrochen fort. Über die Gründe für diese scheinbar unzerstörbare Hausse ist viel gesagt und nachgedacht worden. Analysten führen immer wieder die „Alternativlosigkeit von Aktien“ ins Feld, oder aber die noch halbwegs gute US-Wirtschaftslage und das niedrige Zins- und Inflationsniveau. Man kann diese Argumente stichhaltig finden, oder auch nicht. Sie erklären aber nicht, warum in einer globalisierten Welt ausgerechnet die Börse allen anderen davoneilt, die den Anlegern unter fast allen Substanzkriterien die geringste Werthaltigkeit bietet.

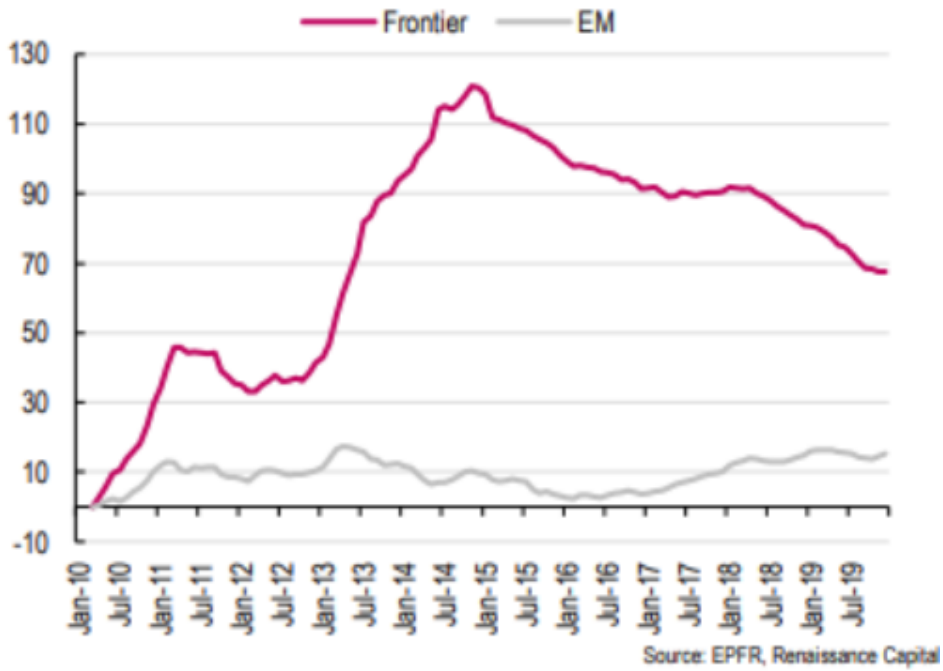
Quelle: MarketWatch

Massive Abflüsse aus den Frontier Markets

Das Missverhältnis wird noch deutlicher, wenn man einen Blick auf die andere Seite des globalen Aktienmarkt-Spektrums wirft. Träfe es zu, dass die Anleger schlichtweg verzweifelt sind und die Welt fieberhaft nach den letzten Renditechancen abgrasen würden, dann hätten sie sich auf die renditestarken Wertpapiere aus den Schwellenländern geradezu stürzen müssen. Das Gegenteil war aber im vergangenen Jahr der Fall. Vor allem Assets aus den Frontier Markets wurden 2019 wieder eklatant gemieden.

Den Frontier Markets wird zurzeit eine Abneigung entgegengebracht, die fast schon pathologische Züge trägt. Die Marktkapitalisierung (Free-Float-basiert) des MSCI Frontier Markets Index hat sich seit 2014 nahezu halbiert, und die Investoren ziehen sich fortgesetzt aus Anlagevehikeln zurück, die sich auf diese Märkte spezialisiert haben. Flaggschiff-Produkte wie der Templeton´s Frontier Fund und der Morgan Stanley Frontier Fund mussten seit 2018 Kapitalabflüsse von sage und schreibe 76 Prozent und 82 Prozent des jeweiligen Fondsvolumens hinnehmen.

Figure 14: Cumulative inflows to Frontier and EM, % of AuM



Da wundert man sich nicht, dass auch die Handelsumsätze in den betroffenen Märkten stark zurückgegangen sind. So wurden an der Börse in Lagos (Nigeria) vor einigen Jahren täglich noch Aktien im Wert von rund 100 Mio. US-Dollar gehandelt. Zwischenzeitlich ist das Volumen aber auf nur noch 3 bis 4 Millionen Dollar pro Tag zurückgegangen.

Feststellbar ist außerdem, dass die Frontier Markets auch gegenüber den größeren Emerging Markets sichtbar an Bedeutung verloren haben. So konnten sich beispielsweise chinesische Aktien letztes Jahr – gerade wegen des Handelskonflikts – nicht über einen Mangel an Aufmerksamkeit beklagen. Und auch der brasilianische Aktienmarkt taucht allmählich wieder auf dem Radar der Anleger auf, weil ein rechtsradikaler Präsident dort zur Freude der Börse marktfreundliche Reformen durchpaukt.

Selektive Wahrnehmung

Nun ist es natürlich nichts Neues, dass die Frontier Märkte in unsicheren Zeiten gemieden werden. Ich habe in den letzten Jahrzehnten oft genug erlebt, dass die kleineren und exotischeren Börsen in „Risk-Off-Phasen“ überdurchschnittlich stark abverkauft werden. Diese Märkte gelten schließlich bei den Investoren als besonders „riskant“ – und zwar nicht etwa aufgrund der eigenen Anschauung oder der Datenlage, sondern per Definition. Solche Marktreaktionen verselbständigen sich gern und werden dann über die Jahre hinweg zu regelrechten Reflexen.

Bemerkenswert ist für mich aber, dass die Anleger diesmal trotz der spürbaren Risikoscheu die „Flucht“ an den US-Aktienmarkt angetreten haben. Die Investoren haben in den letzten Jahren vermeintlich „gelernt“, dass amerikanische Aktien auch in schwierigen Zeiten eine genauso sichere Anlage sind wie Staatsanleihen oder Tagesgeld. Ich halte dies für eine ebenso grundlegende wie bedenkliche Entwicklung, die auch in den einschlägigen Umfragen unter großen Vermögensverwaltern immer wieder bestätigt wird: Die Institutionellen denken zurzeit alle das Gleiche, und sie investieren alle in die gleichen Vermögenswerte.

Ich bin mir nicht ganz klar darüber, was diese merkwürdige Konformität verursacht hat. Eine große Rolle spielt sicher, dass viele Asset-Manager in den letzten Jahren wieder einmal zu der Erkenntnis gekommen sind, dass es sich nicht lohnt, die vorherrschenden Überzeugungen in Frage zu stellen. So oder so hat sich unter den globalen Asset-Managern aber wieder einmal ein Herdentrieb herausgebildet, der die weltweit verfügbaren Geldvermögen allesamt in die gleiche Richtung steuert.

Chancen durch Ungleichgewichte

In jedem Fall ist der Konformismus unter den Marktteilnehmern zurzeit mit Händen zu greifen. Ich kann Ihnen zwar nicht sagen, wie lange dieser Zustand noch anhalten wird. Ich weiß nur, dass vermeintliche Gewissheiten auch bei Anlageprofis oft ein Gefühl von Sicherheit erzeugen. Dieses Gefühl erweist sich aber umso eher als trügerisch, je länger es anhält. Wer mit der Herde läuft, der denkt meistens, auf der richtigen Seite zu stehen. Früher oder später straft der Markt aber jedwede Gleichförmigkeit brutal ab.

Der positive Aspekt der aktuellen Schieflage ist, dass sie natürlich Chancen eröffnet. Ich habe mich schon vor vielen Jahren dafür entschieden, mich auf unentdeckte und unterbewertete Schwellenländeraktien zu konzentrieren. Doch auch wenn dies nicht so wäre, würde ich mich heute mit hoher Wahrscheinlichkeit den Frontier Markets zuwenden. Als Value-Anleger kann man die Unterbewertungen, die sich dort auftun, beim besten Willen nicht mehr ignorieren. Diese Unterbewertungen sind auch der Grund dafür, dass ich als Schwellenländer-Investor den kommenden Jahren sehr zuversichtlich entgegensehe.

Fondskennzahlen im Vergleich

	MSCI World Index	MSCI Emerging Markets Index	AvH Emerging Markets Fonds
KGV	20	14	4
KBV	2,5	1,6	0,8
Durch. Dividendenrendite	2,4 %	2,8 %	8,7 %
	Quelle: msci.com	Quelle: msci.com	Quelle: morningstar.de

Wertzuwachs in einem schwierigen Umfeld

Der AvH Emerging Markets Fonds hat im zurückliegenden Jahr 2019 eine Wertentwicklung von 8,4 Prozent erzielt. Damit blieb der Fonds aber hinter der Jahresperformance der breit diversifizierten Emerging-Markets-Indizes zurück. Der Grund dafür lag vor allem in der oben beschriebenen Zurückhaltung der Marktteilnehmer gegenüber den Frontier Markets. Im Gegensatz zu vielen anderen Produkten, die sich stark an den gängigen Schwellenländer-Benchmarks orientieren, ist der AvH Emerging Markets Fonds in den Frontier Markets vergleichsweise hoch gewichtet.

AvH Emerking Markets Fonds UI A in EUR | 5 Jahre

Quelle: Universal Investment

Günstige Zukäufe in Nigeria

Eine Durststrecke machten wir im vergangenen Jahr unter anderem mit unseren Investments in Nigeria durch. Diese litten unter breiten Abverkäufen und einer stark rückläufigen Liquidität. Dennoch ging die Gewichtung nigerianischer Aktien im Fondsportfolio im Verlauf des Jahres nur leicht von 13,9 auf 13,1 Prozent zurück, da wir die Kursrückschläge bei einigen Positionen nochmals zu Käufen nutzten.

Unser Nigeria Portfolio

Unternehmen	Market Cap in US $	KGV	Div. Rendite
Zenith Bank	2 B	3	13 %
Guaranty Trust Bank	2,6 B	5	9 %

Quelle: Bloomberg

Nigeria blieb damit das Land, in dem AvH Emerging Markets Fonds am zweitstärksten gewichtet ist. Neu aufgenommen wurden im Jahresverlauf unter anderem Aktien der Zenith Bank, die durch die hohe Eigenkapitalrendite des Instituts und eine Dividendenrendite von aktuell knapp 13 Prozent bestechen. Seit November zeichnet sich bei nigerianischen Finanzwerten auch wieder eine deutliche Kurserholung ab.

Quelle: Bloomberg Markets

Ägypten startet durch

Am stärksten blieb der AvH Emerging Markets Fonds weiter in ägyptischen Aktien investiert, auch wenn die Gewichtung des Landes im Fondsportfolio auf Jahressicht von 20,9 auf 17,7 Prozent zurückging – wozu unter anderem Gewinnmitnahmen beitrugen. Hier kamen wir im gesamten Jahresverlauf in den Genuss einer starken Markterholung, nachdem in den Vorjahren noch die Nachwehen der jüngsten politischen Umwälzungen dominierten. Die ansehnlichen Kursaufschläge wurden flankiert von einem fortgesetzten Anstieg des ägyptischen Pfunds.

Das starke ägyptische Pfund hat für einige börsennotierte Unternehmen aber auch Nachteile. So hat etwa der Callcenter- und Outsourcing-Spezialist Raya Contact Center Kunden auf der ganzen Welt, die ihre Rechnungen in harten Devisen begleichen. Die Kosten fallen dagegen hauptsächlich in ägyptischer Währung an. Das drückte in letzter Zeit auf die Gewinnmargen. Ich habe das Unternehmen aber vor einigen Monaten besucht und bin davon überzeugt, dass wir dort weiter investiert bleiben sollten. Zurzeit kann man die Aktie mit einem KGV von unter 5 kaufen, und die Dividendenrendite liegt bei grandiosen 16,3 Prozent.

Unser Ägypten Portfolio

Unternehmen	Market Cap in US $	KGV	Div. Rendite
MISR Duty Free Shops	620 M	4	14 %
Nile-Sat Eg. Satellite Co.	200 M	4	11 %
Al Baraka Bank Egypt	380 M	2	6 %
Faisal Islamic Bank of Egypt	450 M	2	8 %
Raya Contact Center	600 M	5	14 %
Arabian Cement Co.	1,3 B	29	14 %

Quelle: Bloomberg

Russische Value-Perlen

Augenfällig war auch die Entwicklung am russischen Aktienmarkt. Dieser gehörte 2019 weltweit zu den klaren Outperformern, obwohl von der Wirtschaftsentwicklung und vom Ölpreis nur bedingt Unterstützung kam. Russlands Aktien bauen weiter die extreme Unterbewertung ab, die 2014 im Zuge der ersten internationalen Sanktionswelle entstanden ist. Die Gewichtung russischer Aktien im Fondsportfolio erhöhte sich im Jahresverlauf von 5,2 auf 10,1 Prozent, was nicht zuletzt auch ansehnlichen Kursgewinnen zu verdanken war.

Sie wissen, dass Russland schon seit einigen Jahren zu unseren Favoritenbörsen zählt. Die Bewertungen sind mittlerweile zwar wieder gestiegen, aber haben sich noch nicht zur Gänze normalisiert. Vor allem Aktien aus der zweiten Reihe sind dort immer noch sehr günstig zu haben. Daneben habe ich schon vielfach betont, dass die russischen Unternehmen im Hinblick auf ihre Transparenz und ihre Orientierung an Anlegerinteressen in fast allen Fällen viel besser sind als ihr schlechter Ruf – den sie hauptsächlich dem Gekungel bei den staatlichen russischen Rohstoffkonzernen verdanken.

Überragende Substanz erhält man als Anleger beispielsweise bei der Eisenbahngesellschaft Globaltrans, bei der wir 2019 neu eingestiegen sind. Auch bei diesem Wert kann derzeit eine Dividendenrendite von spektakulären 16 Prozent vereinnahmt werden. Weitere überzeugende Substanztitel aus Russland, bei denen wir schon länger engagiert sind, sind unter anderem der Hafenbetreiber Novorossiysk Commercial Sea Port und der Ölindustrie-Zulieferer HMS Hydraulic Machines & Systems. Novorossiysk Commercial Sea Port sind aktuell mit einer KGV-Bewertung von nur rund 3 und einer Dividendenrendite von 9,1 Prozent zu haben; bei HMS Hydraulic liegt das KGV bei 4,2 und die Dividendenrendite bei 16,50 Prozent.

Unser Russland Portfolio

Unternehmen	KGV	Div. Rendite
Bank of St Petersburg	3	7 %
Globaltrans	5	15 %
Novorossysk Port	3	5 %
HMS Group	4	18 %

Quelle: Bloomberg

Utopisch hohe Dividenden

In einigen Fällen ist künftig möglicherweise mit Dividendenkürzungen zu rechnen – wie beispielsweise bei Raya Contact Center oder bei HMS Hydraulic, wo die Ausschüttungsquoten fast zu schön sind, um wahr zu sein. Dennoch verweist kaum etwas so klar auf die Werthaltigkeit unserer Positionen wie die Dividenden, die jetzt und in Zukunft zu erwarten sind. Die Durchschnitts-Dividendenrendite des Fondsportfolios liegt aktuell bei 8,7 Prozent, und befindet sich damit weit über den Dividendenerträgen, die mit vergleichbaren aktiv oder passiv verwalteten Anlageprodukten erzielbar sind.

Auf diese Kennzahl sind wir besonders stolz. Wir verdanken sie der Tatsache, dass wir auch in schwierigen Marktphasen unserem bewährten Value-Ansatz treu geblieben sind – und immer dann zugegriffen haben, wenn wir eklatante Unterbewertungen vorfanden. Wären wir jemals von dieser Linie abgewichen, dann wäre es heute kaum vorstellbar, dass wir unseren Anlegern derart attraktive Dividenden-Ausschüttungen bieten könnten.

„Das Geld liegt auf der Straße“

Vielleicht sind hohe Dividenden nicht immer der Weisheit letzter Schluss. In Kombination mit soliden Geschäftsmodellen und gesunden Bilanzen sind sie aber oft ein Indiz für große Investmentchancen, die vom Markt gerade verschmäht werden. Wir erleben in Gesprächen mit Kunden immer wieder, dass die von uns genannten Dividendenrenditen ungläubiges Staunen hervorrufen. Doch so utopisch sie manchmal auch anmuten mögen – sie werden von den Portfolio-Unternehmen tatsächlich ausbezahlt, und werden auch in Zukunft so ausbezahlt werden. Das tröstet über viele Marktschwankungen hinweg – und verschafft unseren Positionen zusätzlich ein nicht zu verachtendes Risikopuffer.

Natürlich sind die guten Kennzahlen unseres Fond-Portfolios aber nicht nur das Resultat unserer Anlagestrategie. Sie sind auch die logische Folge der oben beschriebenen Tatsache, dass mit den kleineren Emerging Markets und den Frontier Markets zurzeit eine ganze Anlageregion komplett links liegen gelassen wird. Dabei ist die wirtschaftliche Dynamik dort ungebrochen und auf Schritt und Tritt sichtbar. Jeder, der diese Länder regelmäßig besucht, kommt deshalb unwillkürlich zu dem Schluss, dass sich der Großteil der Anleger hier enorme Möglichkeiten entgehen lässt. Und auch ich bin mehr denn je davon überzeugt, dass in den Frontier Markets die Anlagechancen heute sprichwörtlich auf der Straße liegen.

Ich möchte allen Mitarbeitern und Unterstützern danken, die sich auch 2019 wieder tatkräftig für den AvH Emerging Markets Fonds eingesetzt haben. Ein ganz besonderer Dank gilt aber Ihnen – unseren Kunden und Investoren. Wie erwähnt, haben einige unserer hoch respektierten Wettbewerber bei Produkten mit vergleichbaren Anlageschwerpunkten schmerzhafte Kapitalabflüsse hinnehmen müssen. Dieses Schicksal ist uns erspart geblieben, und wir wissen, dass wir dies ausschließlich Ihrem Vertrauen verdanken. Herzlichen Dank dafür!

Ihr Axel Krohne
Head of Portfolio Management
AvH Emerging Markets Fonds UI

Risikohinweis

Historische Wertentwicklung lassen keine Rückschlüsse auf eine ähnliche Entwicklung in der Zukunft zu. Diese ist nicht prognostizierbar. Die Kurs- oder Marktwertentwicklung von Finanzprodukten hängt insbesondere von der Entwicklung der Kapitalmärkte ab, die wiederum von der allgemeinen Lage der Weltwirtschaft sowie dem wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen in den jeweiligen Ländern beeinflusst wird. Auf die allgemeine Kursentwicklung insbesondere an einer Börse können auch irrationale Faktoren wie Stimmungen, Meinungen und Gerüchte einwirken. Die Wertentwicklung des Sondervermögens wird insbesondere von der Entwicklung auf den internationalen Aktienmärkten bzw. Rohstoffmärkten als auch von Renditeveränderungen bzw. Kurs- entwicklungen auf den Rentenmärkten beeinflusst, aus denen sich Chancen und Risiken ergeben.

Das Sondervermögen weist auf Grund seiner Zusammensetzung und seiner Anlagepolitik ein nicht auszuschließendes Risiko erhöhter Volatilität auf, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwanken der Anteilpreise.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlange zum Sondervermögen (Verkaufsprospekt, Wesentliche Anlageinformationen und soweit veröffentlicht, der letzte Jahres- und Halbjahresbericht). Verkaufsunterlangen zu dem Fonds sind kostenlos bei Universal Investment Gesellschaft mbh, Theodor Heuss Allee 70, 60486 Frankfurt erhältlich.