Noramco Quality Funds Europe

Quartalsbericht per 31. Dezember 2024

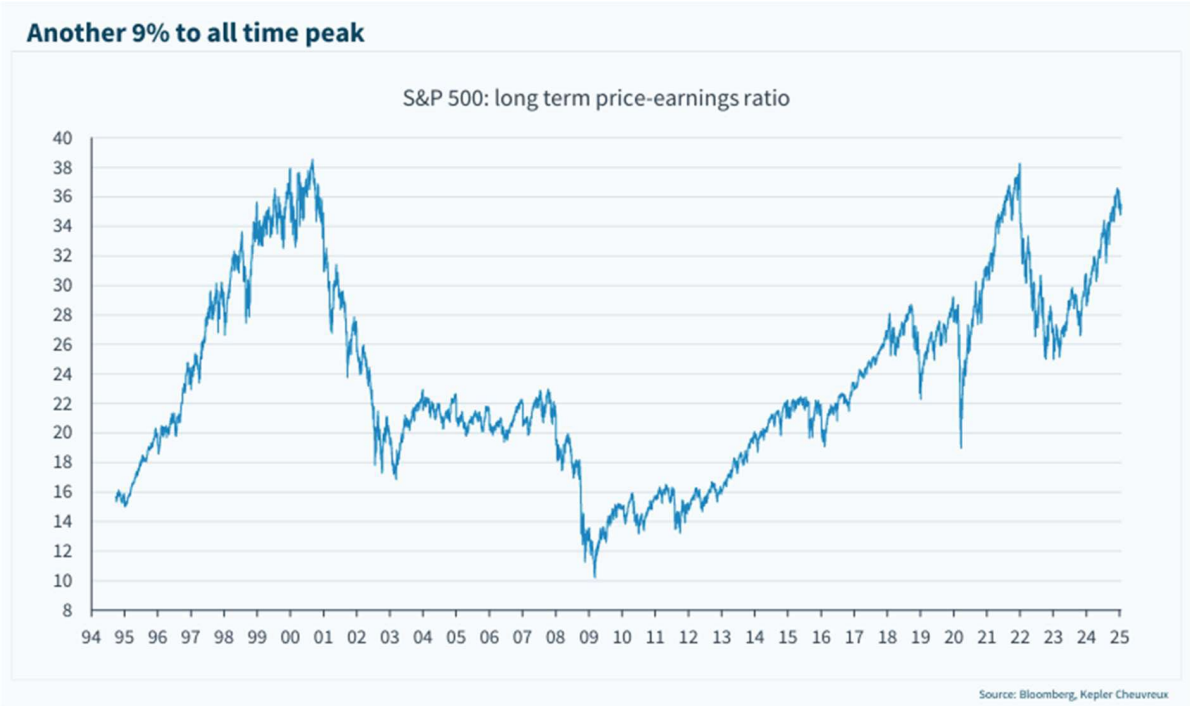
Nur für Anteilinhaber

RIVER GLOBAL INVESTORS

Marktrückblick

Im letzten Quartal erzielte der DJ Euro STOXX 50 NR EUR eine Rendite von -2,9 % und lag damit unglaubliche 9,6 % hinter dem MSCI ACWI-Index in EUR, wobei die Wahl von Donald Trump den entscheidenden Ausschlag gegeben hat. Der Hintergrund ist, dass Europa auf relativer Basis nach wie vor außerordentlich günstig ist, was ein guter Ausgangspunkt für eine mittelfristige relative Outperformance ist - die zukunftsgerichtete Erklärungskraft von Bewertungen auf Marktebene ist hoch: eine Tatsache, die von den Marktteilnehmern mit zunehmender Regelmäßigkeit vergessen zu werden scheint, da es nur ein paar Jahre mit teuren Märkten (z. B. USA) braucht, die gut abschneiden, damit Kapital in diesen Markt fließt.

Ob das Kapital aufgrund bewusster Entscheidungen auf diese Weise abwandert oder ob es das Ergebnis eines zunehmenden Flusses in die globale Passivität ist, der durch eine Art fehlgeleiteten regulatorischen Fokus allein auf die Kosten und nicht auf das tatsächliche voraussichtliche Ergebnis angetrieben wird, ist irrelevant. Der Schaden für das Kapital der Kunden, wenn die Abrechnung kommt, wird derselbe sein. Wie die Grafik zeigt, steht meines Erachtens nicht einmal zur Debatte, dass sich der US-Markt in einer Blase befindet.



Quelle: Kepler

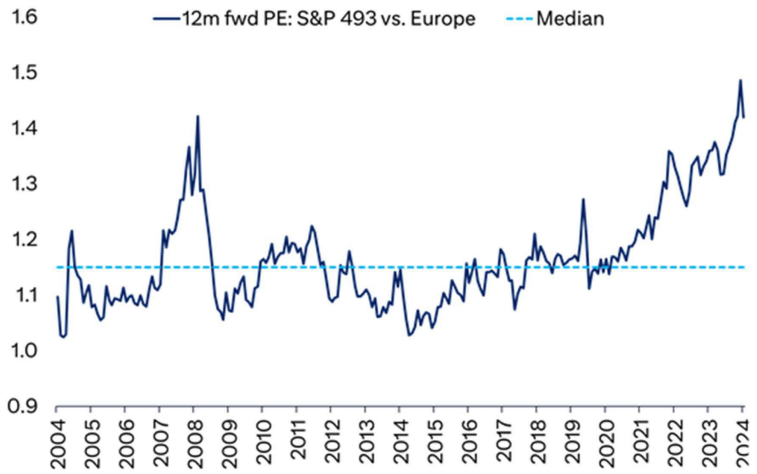
Die Vorstellung, dass sie einen unanfechtbaren Vorteil im Technologiesektor haben und es daher „verdienen" 72 % der globalen Indizes zu stellen, das Dreifache ihres globalen BIP-Gewichts und das 15-fache ihrer globalen Bevölkerungsgewichtung, ist eine falsche nachträgliche Erklärung, die einer Überprüfung nicht standhält, weder aus historischer Sicht noch aus geopolitischer Perspektive (insbesondere wenn Trump beschließt, mit harten Bandagen bei Zöllen vorzugehen: Wenn Dienstleistungen, die zu einem großen Teil aus sozialen Medien und Amazon-Einnahmen bestehen, einbezogen werden, sind die US-Handelsdefizite viel geringer oder sogar Überschüsse gegenüber den meisten Regionen - was sie zu einem klaren Ziel für Strafzölle macht), oder aus einer grundlegenden Perspektive angesichts der Attraktivität dieser Märkte für neue Marktteilnehmer - siehe Deep Seek als Manifestation dieses Risikos. Wie alle Erklärungen, die zu Zeiten früherer Blasen abgegeben wurden, beruht diese Darstellung natürlich auf einem gewissen Wahrheitsgehalt (sonst wäre

sie nicht plausibel), aber sie reicht nicht aus und ist in jedem Fall eine viel zu statische Analyse, um das derzeitige Investitionssystem zu rechtfertigen.

Es ist wichtig, dies hervorzuheben, denn ohne die zusätzlichen ~30 % der globalen Marktkapitalisierung, die in den letzten Jahren in US-Tech-Unternehmen geflossen sind, sehen die Renditen wie bei jedem anderen Markt aus. Wenn wir den aktuellen Konjunkturzyklus ab Ende 2022 betrachten, als der dreifache Schock durch die Ukraine, die Lebenshaltungskosten und den Gegenwind durch den Abbau von Lagerbeständen nach Corona seinen Höhepunkt erreichte, hat sich der S&P ohne Nvidia im Großen und Ganzen genauso entwickelt wie Europa. Und selbst wenn man die Debatte um die Technologiebranche ausklammert, indem man die Magnificent 7 aus den Bewertungsmetriken herausnimmt, bleibt Europa im Vergleich zu den USA extrem günstig.

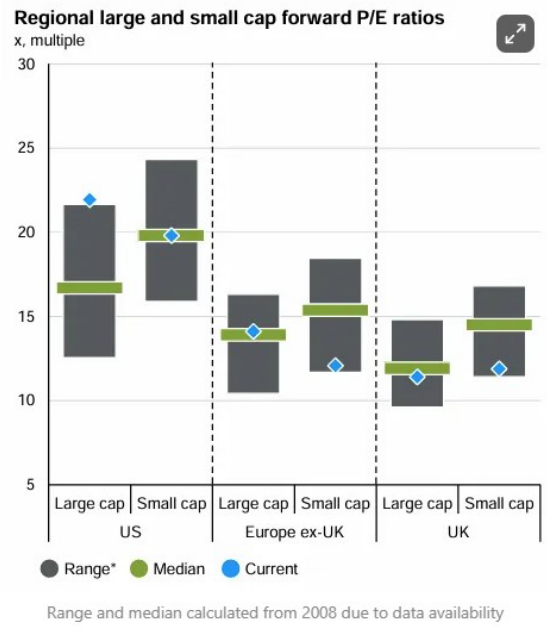
Quelle: Charles Schwab

Quelle: Citi Research



Quelle: Citi Research

Auf allen Märkten, vor allem aber in Europa, sind kleinere und mittelgroße Unternehmen nicht nur relativ billig, sondern - selbst in ihrer Gesamtheit - absolut gesehen sehr günstig. Natürlich gibt es immer noch viele teure Mid- und Small-Caps, die wir meiden würden. Alles in allem ist dies ein Bereich, den wir in unserem Portfolio weiterhin offensiv nutzen. Wie ich in den letzten Mitteilungen ausführlich geschrieben habe, war dies ein übermäßiger Gegenwind für die Performance, aber wir sehen weiterhin hervorragende Bottom-up-Chancen und sehen keinen Grund, diese Ansicht zu ändern. Vielmehr haben wir hier weiteres Kapital angelegt.

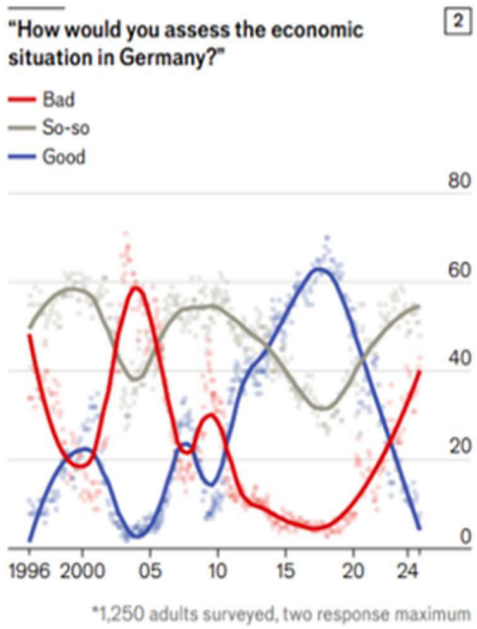


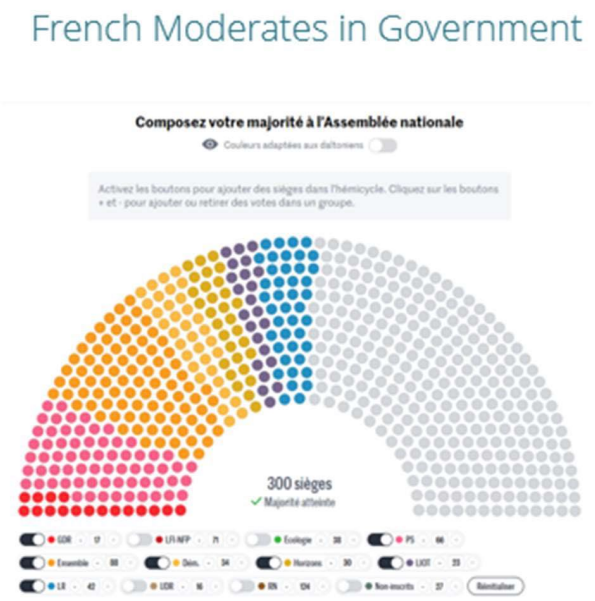
Quelle: Rock and Tuner, JPMorgan

Trump ist vielleicht besser für Europa als für die USA

Die wichtigste Nachricht des vierten Quartals war der überwältigende Sieg von Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen. Dies folgt auf einen klaren Rechtsruck in der Politik auch in Europa. Wachstum ist die fehlende Zutat, und wenn man durch die Kulturkriege und das allgemeine Säbelrasseln hindurchschaut, ist die Lösung in den USA klar - ein riesiges Programm zur wachstumsorientierten Deregulierung. Dies dürfte letztlich den Zeitgeist am Markt verändern, da es die Aussichten für viele Unternehmen verändert.

Der Nonkonformist in mir glaubt fest daran, dass alles, was Trump in den USA tut, Europa dazu zwingen wird, das Gleiche zu tun. In der Tat beginnt dies bereits zu geschehen: Das Draghi-Reformdokument vom letzten Jahr ist wirklich der Startschuss. Die Tatsache, dass die USA eine härtere Gangart einschlagen werden, gepaart mit der allgemeinen Unzufriedenheit der europäischen Bevölkerung und ihrer Neigung, Parteien abseits der historischen Mitte zu wählen, macht diese Reformen sehr wahrscheinlich. Selbsterhaltung ist für jeden ein starker Motivator, besonders aber für Politiker.



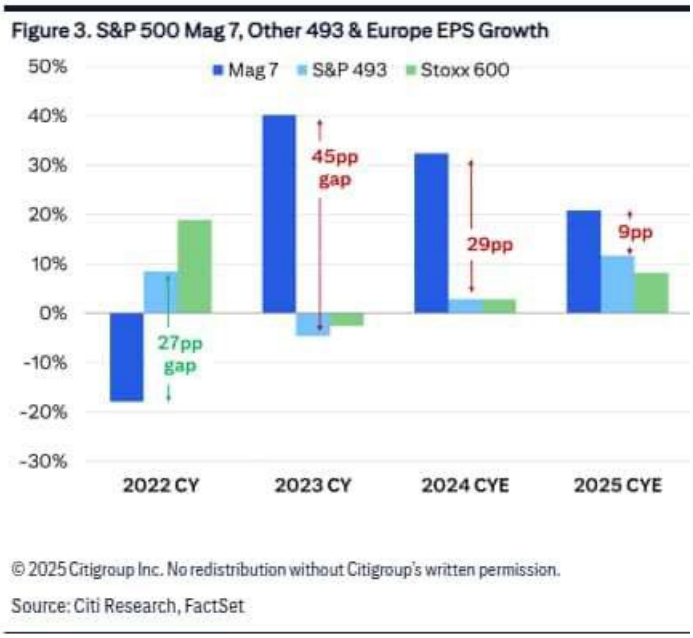


Quelle: DIHK, Le Monde

Diese Veränderung ist eine plausible Antwort auf die Frage „Was ändert die Dynamik, was macht den Wert aus", die wir in den letzten Jahren erhalten haben. Die Tatsache, dass die Marktteilnehmer nicht glauben, dass Europa sich reformieren kann, macht die Aussicht umso verlockender und potenziell mächtiger.

Portfoliorückblick

Wir haben weiterhin ein übermäßiges Gewicht in kleineren und mittelgroßen Unternehmen, die einen hervorragenden Wert aufweisen. Unserem Ansatz folgend, gute oder großartige Unternehmen zu finden, die vorübergehend nicht in der Gunst der Anleger stehen (und somit derzeit den Kelch des tiefen Werts oder hohen Wachstums zu vermeiden), sind wir sehr glücklich, diese Aktien geduldig zu halten, während die Fundamentaldaten weiterhin liefern, was bei der großen Mehrheit der Fall ist. In der Tat war das Gewinnwachstum in Europa in den letzten vier Jahren im Allgemeinen, ohne die Technologiebranche, um einiges besser als in den USA. Das nachstehende Diagramm enthält auch eine Prognose für 2025, in der Europa unter den USA liegt. Mal sehen - es gibt viele Argumente für die andere Seite, angefangen bei der Tatsache, dass, wenn die Technologie zu einem Gegenwind und nicht zu einem Rückenwind wird, dies eine äußerst interessante Dynamik sein könnte - der billigste Teil des billigeren Marktes wächst schneller als der teuerste Teil des teuersten Marktes der Welt. Ich denke, die Schlussfolgerungen für Investoren liegen auf der Hand.



Wenden wir uns den aktienspezifischen Aktivitäten zu, haben wir jedoch unsere Beteiligung an Elmos verkauft, da wir der Meinung sind, dass das Unternehmen durch das Wachstum der chinesischen Elektroautos in Europa gefährdet ist, wo sie einen viel geringeren Marktanteil haben, und dass die Aussichten für die „Optionen" mit höherer Marge, die in den letzten Jahren ein solches Wachstum verzeichnet haben, in Zukunft vielleicht gedämpft werden.

Wir reduzierten auch unsere sehr erfolgreiche Investition in Cargotec, die nun die Ausgliederung von Kalmar abgeschlossen hat (die uns weiterhin gefällt) und angemessen voll bewertet erscheint.

Dieses Kapital wurde in Azelis - einen Spezialchemikalienhändler -, ASM und Philips, mittlerweile ein Anbieter von Geräten für das Gesundheitswesen, umgeschichtet. Azelis und sein naher Verwandter IMCD (an dem wir ebenfalls beteiligt sind) spielen für viele ihrer Kunden und auch für deren Lieferanten eine entscheidende Rolle. Diese Rolle geht weit über den reinen Vertrieb von Chemikalien hinaus: Aufgrund ihres technischen Know-hows und ihrer Fähigkeit, Lösungen verschiedener Lieferanten auszuarbeiten - etwas, das die Chemieunternehmen selbst nicht tun können -, sind sie in der Lage, einen erheblichen Mehrwert zu schaffen. In Anbetracht der Wachstumsrate, der langen Laufbahn und des Netzwerkeffekts, durch den sie mit zunehmender Größe sowohl für Kunden als auch für Lieferanten einen größeren Mehrwert schaffen können, ist dies ein Unternehmen, das in der Vergangenheit zu Recht mit hohem KGV gehandelt wurde. Aufgrund des Abbaus von Lagerbeständen in den Lieferketten und der geringeren Nachfrage in den zyklischeren Teilen des Geschäfts zahlen wir ein historisch niedriges KGV, aber unsere Mehrkanalchecks und die Aussagen der Vergleichsgruppe sowie unsere Einschätzung dieser Komponente des Konjunkturzyklus führen zu der Ansicht, dass wir uns in den Ausläufern der Erholung befinden, so dass jetzt ein guter Zeitpunkt ist, das Unternehmen zu kaufen und weiteres Kapital in diesen attraktiven Teilsektor zu investieren.

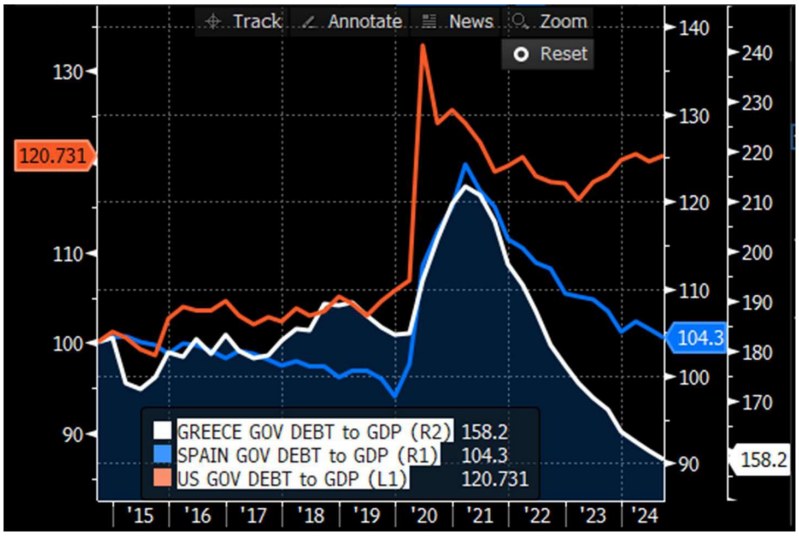
ASM (das aufgrund einer gemeinsamen Geschichte vor einigen Jahrzehnten mit ASML verwandt ist, jetzt aber andere Teile der Halbleiterwertschöpfungskette bedient) hat sich deutlich abgeschwächt, und die nächste Generation von Chips wird ihre neuartige „Gate-All-Around"-Architektur benötigen, so dass dies ein attraktiver Punkt ist, um Kapital hinzuzufügen.

Durch die sich daraus ergebende technologische Entwicklung in diesem Bereich kann das Unternehmen fast ein Monopol erlangen. Philips hat in der Zwischenzeit seine Umwandlung vom Industriekonglomerat zum Anbieter von Geräten für das Gesundheitswesen abgeschlossen und dürfte von einer Rückkehr der Nachfrage insbesondere aus China profitieren, wo ein dringender Bedarf an zusätzlichen Diagnosegeräten besteht. Das Unternehmen verfügt außerdem über einen interessanten Produktzyklus-Sweetspot, bei dem die nächste Gerätegeneration gut positioniert ist, um Marktanteile zu erobern und die Gesamtkosten für Krankenhäuser zu senken.

Die Wertentwicklung im Quartal betrug - 4,5 %.

Ausblick

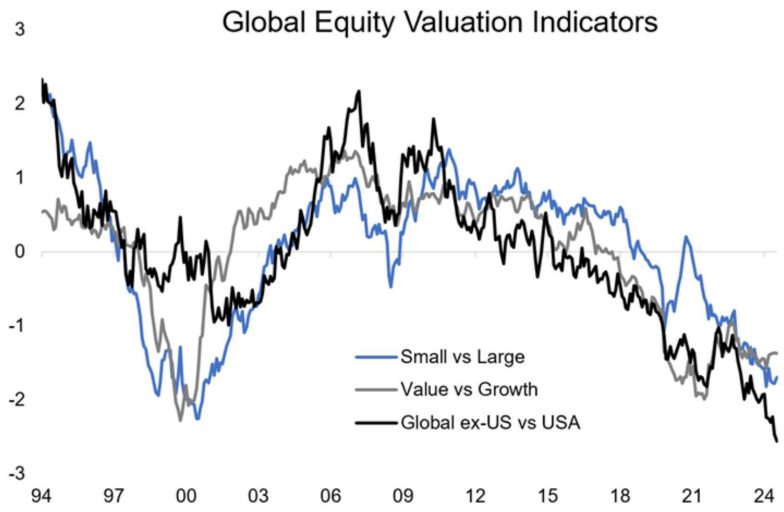
Wie im Abschnitt „Marktrückblick" beschrieben, stehen die Sterne für europäische Aktien günstig. Wir haben eine Wirtschaft, die die Talsohle durchschreitet, marktfreundliche Strukturreformen, die sich ankündigen und tatsächlich vor unseren Augen stattfinden, und eine generationenübergreifende Chance für die konträren Anleger aufgrund des Anstiegs passiver Investments und boomender großer Wachstumsunternehmen. In einer Welt der Besorgnis über Defizite und Schuldendynamik hat Europa (abgesehen von Frankreich und Belgien) dank der von Deutschland inspirierten fiskalischen Regeln einige der am wenigsten unnachhaltigen Kennzahlen, was vielleicht so ist, als würde man einen Arschtritt-Wettbewerb gegen einen Einbeinigen gewinnen (um Charlie Munger zu zitieren), aber es sollte mit der Zeit zu niedrigeren Kapitalkosten oder zumindest zu geringerem Gegenwind führen, wenn die Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung anklopft.



Quelle: Bloomberg, OECD

Dem gegenüber steht die Tatsache, dass Europa insgesamt noch nie so günstig war und trotz aller Unkenrufe ein besseres Gewinnwachstum erzielt als 98,6 % der Unternehmen in den USA (der S&P ohne die Magnificent 7) zusammengenommen.

Wenn es für Kunden jemals eine Zeit gab, in der sie sich an ungeliebten, aber aufstrebenden, eigenwilligen europäischen Ideen beteiligen konnten, dann ist es jetzt. Konträre Anleger haben es noch nie so gut gehabt.



Quelle: Topdowncharts

James Sym, Januar 2025

River Global Investors LLP ist Fondsmanager des NORAMCO Quality Funds Europe. Übersetzung durch NORAMCO. Dies ist ein Service für Vertriebspartner und Anleger. Die Angaben sind nicht geprüft.

Diese Werbemitteilung dient ausschließlich Informationszwecken. Dies ist weder ein Angebot, eine Anlageberatung, noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf einer Anlage. Performance der Vergangenheit ist keine Garantie oder Indikator für die zukünftige Entwicklung. Die gezeigte Performance wurde nach Abzug aller Kosten der Fonds unter Anwendung der BVI-Methode berechnet. Die Anlage unterliegt Schwankungen und ist dadurch mit Risiken verbunden. Eine vollständige Auflistung der Risiken enthält der aktuelle Verkaufsprospekt. Der Fonds wird aktiv verwaltet und nicht unter Bezugnahme auf einen Referenzindex. Das Investmentziel der NORAMCO Quality Funds ist langfristiger Vermögensaufbau. Es gibt keine Garantie, dass dieses Ziel erreicht werden kann. Bei Rückgabe kann der Preis für die Fondsanteile unter dem Wert der ursprünglichen Anlage liegen. Die allein gültigen Unterlagen der Fonds sind der Verkaufsprospekt, das Basisinformationsblatt (PRIIP-KID) sowie der Jahres- und Halbjahresbericht, die Sie kostenlos in deutscher Sprache bei NORAMCO oder unter www.noramco.lu erhalten. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile ihrer Organismen für gemeinsame Anlagen getroffen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben. Die Angaben zu Positionen und Branchen sowie die Aufteilungen nach Ländern und Währungen sind zum Stichtag und können sich jederzeit ändern.

NORAMCO

NORAMCO Asset Management S.A. • 1, Haaptstrooss • L-6869 Wecker
Tel. +352 - 727 444 - 0 • www.noramco.lu • invest@noramco.lu