



WARBURG INVEST LUXEMBOURG



WARBURG
INVEST

WARBURG VALUE FUND

ISIN LU0208289198 (Klasse A)

MANAGER-KOMMENTAR 4. Quartal 2018

RÜCKBLICK

Der Nettoinventarwert des Fonds (Anteilkategorie A) sank im vierten Quartal um 13,11 % und seit Jahresbeginn um 19,65 %. Von der Auflegung (23.12.2004) bis zum 31.12.2018 wurde eine jährliche Nettorendite von 7,25 % erzielt.

Während des Berichtszeitraums haben wir weder neue Positionen gekauft noch veräußert. Insgesamt lag die Liquidität mit weniger als 1 % des Fondsvermögens weiterhin auf einem niedrigen Niveau.

Aus der Unsicherheit auf den weltweiten Wertpapiermärkten, die bereits im Februar erkennbar geworden war, entwickelte sich bis zum Jahresende eine regelrechte Ausverkaufsstimmung. Worüber sich viele Marktteilnehmer am meisten beklagten war, dass „anscheinend nichts mehr funktioniert“. Tatsächlich erlitten nahezu alle Sektoren – abgesehen von der Versorgerbranche und der Pharmaindustrie – schmerzhaft Verluste. Uns macht dieses Klima allgemeiner Konfusion allerdings nichts aus. Ganz im Gegenteil: Für die Zukunft ergeben sich daraus spannende Anlagebedingungen für den Fonds.

AUSBLICK, GEDANKEN UND THEMEN

Der schwache Markt hat die Sicherheitsmarge des Fonds verstärkt

Im Gegensatz zu der generell spürbaren Verunsicherung und Entschlossenlosigkeit an den Märkten können wir im Deep-Value-Universum viele klare Chancen erkennen, die es auszunutzen gilt. Sehen wir uns also einmal an, wie es dem Portfolio 2018 ergangen ist und was diese Entwicklung für die Zukunft bedeutet, wobei wir die seit langem etablierten Wertnischen des Fonds (siehe hierzu den Managerkommentar vom 1. Quartal 2013) als Orientierungshilfe nutzen.

1. Regionen: Japan, Italien, Brasilien. Im Weltmarktvergleich haben sich unsere japanischen Aktien einigermaßen gut gehalten. Italien war wegen des allseits bekannten politischen Chaos und der anschließenden Haushaltsrängeleien mit der EU generell sehr schwach. Unsere brasilianischen Aktien standen als Gruppe betrachtet oben auf dem Siegertreppchen, und das trotz Wahlunsicherheiten und einem gegenüber dem US-Dollar schwachen brasilianischen Real. Allen drei Märkten gemeinsam ist, dass sie unserer Einschätzung nach für die Zukunft weiterhin erhebliches Potenzial bieten. Außerdem haben wir in Frankreich in der letzten Zeit massive Fehlbewertungen beobachten können, so dass sich dieses Land durchaus zu einem weiteren Mitglied unserer regionalen Wertnische entwickeln könnte.

2. Sektoren: Basisindustrie/Infrastruktur; Zwischenprodukte und -leistungen. Der Markt war diesem Teil des Portfolios nicht freundlich gesinnt. Zunehmend ausgeprägte politische Pattsituationen und Spannungen im Handel störten die weltweite Wertschöpfungskette empfindlich. Und angesichts der generell überstrapazierten öffentlichen Kassen hielten sich die Regierungen bei langfristigen Investitionsausgaben zurück. Tatsache bleibt aber, dass früher oder später erhebliche Finanzmittel eingesetzt werden müssen, um die weltweit marode Infrastruktur instand zu setzen. So wird diese Wertni-

sche ihre besondere Stellung im Portfolio behalten, auch mit Blick auf das starke Wertpotenzial.

3. Konjunktorempfindlichkeit: hoch. Praktisch alle unsere konjunkturabhängigen Unternehmen hatten ein hartes Jahr. Vor allem die Energie- und die meisten Metallwerte gaben spürbar nach, als sich die Angst vor einer Abschwächung der Weltwirtschaft ausbreitete. In diesem Zusammenhang möchten wir daran erinnern, dass bei unserem Analyseansatz konjunkturanfällige Aktien auf der Grundlage ihrer normalisierten (d.h. konjunkturbereinigten) Ertragskraft bewertet werden. Somit birgt diese Wertnische jetzt sogar noch deutlich mehr Potenzial als zu Beginn des Jahres.

4. Entwicklungsstand der Branche: reif. Naturgemäß unterliegen auch viele reife Branchen den gleichen Einflüssen, die wir bei den Wertnischen 2 und 3 angesprochen haben. Für sich betrachtet, spielte jedoch der Faktor der Reife weder eine entschieden positive noch negative Rolle. Das Höherbewertungspotenzial für diese Wertnische ist also nach wie vor überzeugend.

5. Marktfokussierung: breit. Für unsere Mischkonzerne und diversifizierten Unternehmen war es ein recht robustes Jahr. Ein Grund für diese Stabilität ist in ihren mehrgleisigen Strategien zu sehen: In einem zunehmend unsicheren Umfeld geht es einigen Sparten besser als anderen und damit sinkt das vom Markt wahrgenommene und eingepreiste Risiko. Ein weiterer Grund ist der permanente Druck von aktivistischen Investoren, die darauf bestrebt sind, Mischkonzerne aufzuspalten, und damit praktisch eine Untergrenze für den implizierten Unternehmenswert festlegen.

6. Kapital-/Finanzierungsbedarf: hoch. Einige unserer Aktienpositionen in diesem Bereich haben sich sehr gut entwickelt, allen voran die Stromversorger. Bei anderen, wie unseren durch hohe Sachanlagevermögen gekennzeichneten Investitionsgüterunternehmen, wirkte es sich dagegen weniger günstig auf den Kurs aus, dass der Markt auf negative makroökonomische Aussichten wette. Für uns als langfristige Investoren bedeutet dies allerdings, dass die Bewertungslücke sogar noch deutlicher geworden ist.

7. Unternehmensgröße: vornehmlich mittelständisch, einige große Unternehmen. Immer, wenn sich die Stimmung bei den Anlegern verdüstert, gehen auch die Kurse dieser Aktien in den Keller, so auch diesmal. Aber derartige Verwerfungen bei der Kursfindung haben keinen Einfluss auf die grundsätzlichen wirtschaftlichen Aussichten dieser Unternehmen im Zeitverlauf. Folglich bleiben die mittelständischen Unternehmen weiterhin ein wichtiger Bereich, in dem der Fonds seine Chancen nutzen kann.

8. Besitzverhältnisse: konzentriert. Die Aktienperformance dieses Segments war durchwachsen, was möglicherweise zwei gegensätzlichen Einflüssen zuschreiben ist, die auf die Preisfindung einwirken. Übertriebene Preisbewegungen infolge von passivem Aktienhandel und Momentumstrategien sind bei Aktien mit geringem Streubesitz weniger ein Problem als bei Aktien, die breit gestreut sind, was stabilisierend wirken kann. Destabilisierend kann dagegen der marginale Verkäufer wirken: Sofern der Mehrheitsaktionär nicht auf dem Markt aktiv ist, kann selbst ein kleiner Verkaufsauftrag den Kurs infolge des geringen Streubesitzes und der geringen Liquidität dieser Arten von Aktien kurzfristig deutlich nach unten drücken.



WARBURG INVEST LUXEMBOURG



WARBURG
INVEST

WARBURG VALUE FUND

ISIN LU0208289198 (Klasse A)

MANAGER-KOMMENTAR 4. Quartal 2018

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Aktienmarktentwicklung im Jahr 2018 einen starken Rückgang des zugrunde liegenden Unternehmenswerts für viele unsere Fondspositionen signalisiert. Wir respektieren zwar die «Weisheit der Vielen», teilen jedoch nicht ihre Meinung. Glücklicherweise verlangt unsere spezielle Anlagedisziplin in turbulenten Zeiten Mut. Unserer bescheidenen Meinung nach deutet die konservative Bewertung unserer Unternehmen eindeutig darauf hin, dass sich der gewichtete Bewertungsabschlag des Portfolios gegenüber dem Substanzwert 2018 nochmals erhöht hat. Wir dürfen nicht vergessen, dass wachsende Rezessionsorgen in der Vergangenheit stets den Boden für die anschließende starke Performance des Portfolios bereiteten. Es gibt keinen Grund anzunehmen, dass es diesmal anders sein wird.

Mit freundlichem Gruß

Gregor Trachsel
Portfolio Manager

DER INVESTMENTANSATZ

Wir kaufen Beteiligungspapiere, die zu einem markanten Abschlag zum sogenannten *inneren* Wert gehandelt werden. Damit meinen wir den Wert, den ein strategischer Käufer bzw. ein langfristiger Besitzer mit voller Kontrolle der entsprechenden Firma beimessen würde. Wir verkaufen, (1) wenn sich der Börsenkurs dem inneren Wert angeglichen hat, wir also mit Gewinn verkaufen können, (2) wenn wir realisieren, dass uns bei der Analyse ein Fehler unterlaufen ist, oder sich die Annahmen der Investmentsituation grundsätzlich verändert haben oder (3) wenn wir eine bessere Alternative zu einer existierenden Position gefunden haben.

Unser Anlageprozess ist spezifisch dafür ausgelegt, die unternehmerischen, operativen und finanziellen Risiken der von uns analysierten Firmen zu beurteilen. Im Gegensatz zu der großen Mehrheit anderer Anlagefonds versuchen wir nicht, Risiken einzuschätzen oder vorauszusehen, die über Unternehmens- und Industrieanalyse hinausgehen, wie z.B. Marktrisiken von Aktien, Obligationen oder Währungen. Damit sich der Erwerb eines Beteiligungspapiers typischerweise lohnt, sollte uns dessen Bewertungsanalyse aufzeigen, dass sich der Börsenkurs über eine Zeitspanne von fünf Jahren hinweg verdoppeln kann. Unser Ziel ist, für den Fonds langfristig eine durchschnittliche jährliche Nettorendite von ca. 10 % zu erreichen.

nie des Rates der Europäischen Gemeinschaften 2009/65/EG vom 13. Juli 2009.

Der Fonds ist zum öffentlichen Vertrieb in Luxemburg, Deutschland, Österreich und der Schweiz zugelassen. Der Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement des Fonds, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Jahres- und Halbjahresberichte und sonstigen Verkaufsunterlagen sind kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft (WARBURG INVEST LUXEMBOURG S.A., 2, Place Dargent, L-1413 Luxembourg) sowie bei allen Zahl- und Informationsstellen erhältlich (M.M.Warburg & CO KGaA, Ferdinandstraße 75 in D-20095 Hamburg, M.M.Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place Dargent, L-1413 Luxembourg, Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Wien oder Telco AG, Bahnhofstrasse 4, CH-6431 Schwyz).

Hinweis: Eine positive Performance (Wertentwicklung) in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Insbesondere kann die Erhaltung des investierten Kapitals nicht garantiert werden; es gibt somit keine Gewähr dafür, dass der Wert des eingesetzten Kapitals bzw. der gehaltenen Fondsanteile bei einem Verkauf bzw. einer Rücknahme dem ursprünglich eingesetzten Kapital entspricht. Alle Angaben wurden mit großer Sorgfalt zusammengestellt, dennoch wird die Haftung auf grobes Verschulden beschränkt.

RECHTSHINWEIS

Der WARBURG VALUE FUND wurde nach Teil I des Luxemburger Gesetzes vom 20. Dezember 2002 über Organismen für gemeinsame Anlagen aufgelegt. Der Fonds unterliegt nunmehr Teil I des Gesetzes vom 17. Dezember 2010 und erfüllt die Anforderungen der geänderten Richtli-