

# Aktien der globalen Schwellenländer

Eine Gruppe von Unternehmen schnitt 2020 besonders gut ab. Diese beliebten Unternehmen aus dem Bereich der digitalen Technologien konzentrieren sich u. a. auf E-Commerce, Lieferdienste und Unterhaltung, um nur einige wenige Branchen zu nennen. In den Schwellenländern dominieren sie den chinesischen Markt, sie lassen sich aber auch in Korea, Südostasien, Osteuropa und Lateinamerika vorfinden. Wir halten davon nicht viele in dieser Strategie und werden daher oft gefragt, was uns zurückhält. Schließlich haben sich diese Unternehmen gut entwickelt und verfügen – zumindest auf dem Papier – über die richtigen Voraussetzungen, um starke Renditen und freie Cashflows zu generieren, da sie häufig hohe Bruttomargen, ein negatives Betriebskapital und einen geringen Kapitalbedarf aufweisen. Zwar stellen wir das Potenzial hierfür in Zukunft nicht in Frage, allerdings würden wir im Hinblick auf die meisten Prognosen Vorsicht walten lassen.

## Wachstumsfallen?

In der Anlegerwelt werden Unternehmen häufig als „Value Trap“ (Bewertungsfalle) bezeichnet, die den Daten nach (entweder aufgrund ihres Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) oder ihres Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV)) günstig bewertet, unglücklicherweise aber auch mit nachlassenden Fundamentaldaten behaftet sind. Das scheinbare Schnäppchen nimmt sich zunächst attraktiv aus, eine schwache operative Performance verhindert allerdings nennenswerte Kursgewinne, und das Unternehmen entwickelt sich zum immensen Frust der Anleger weiterhin unterdurchschnittlich.

Während viele der aktuell beliebten Unternehmen rund um digitale Technologien angesichts hoher Bewertungen und scheinbar starker Fundamentaldaten fast als das genaue Gegenteil zu einer Value Trap erscheinen, würden wir die diesen Annahmen zugrunde liegenden Prognosen grundsätzlich mit Vorsicht genießen. Ein Verständnis der Unternehmensmerkmale ist etwas ganz anderes als vorherzusagen, ob eine Branche künftig wachsen wird. So wie Value Traps nicht in der Lage sind, den zugrunde liegenden Wert ihrer Geschäftstätigkeit nachhaltig zu steigern, stellt sich die Frage, ob vielen der derzeit beliebten Anbietern von digitalen Technologien ein ähnliches Schicksal drohen könnte.

Das Geschäftsmodell der meisten Unternehmen rund um

## Risikofaktoren

Bei diesem Dokument handelt es sich um Finanzwerbung in Bezug auf die FSSA Global Emerging Markets Strategy. Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger innerhalb des EWR und andernorts, wo dies gesetzlich zulässig ist. Eine Anlage geht mit bestimmten Risiken einher, unter anderem mit den folgenden:

- **Der Wert von Anlagen und daraus erzielte Erträge können sowohl sinken als auch steigen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten unter Umständen einen wesentlich geringeren als den ursprünglich investierten Betrag zurück.**
- **Währungsrisiko:** Der Fonds investiert in Vermögenswerte, die auf andere Währungen lauten; Änderungen an Wechselkursen haben Auswirkungen auf den Wert des Fonds und könnten zu Verlusten führen. Regierungsentscheidungen zu Devisenkontrollen könnten den Wert der Fondsanlagen beeinflussen und den Fonds dazu veranlassen, die Rücknahme seiner Anteile aufzuschieben oder auszusetzen.
- **Schwellenländerrisiko:** Die Märkte in Schwellenländern reagieren in der Regel empfindlicher auf politische und wirtschaftliche Bedingungen als in den Industrieländern. Ebenfalls von Bedeutung sind ein erhöhtes Liquiditätsrisiko, Beschränkungen bei Investitionen oder der Übertragung von Vermögenswerten, eine fehlgeschlagene/verzögerte Abwicklung und Schwierigkeiten bei der Bewertung von Wertpapieren.

Eine vollständige Beschreibung der Bedingungen einer Anlage und ihrer Risiken entnehmen Sie bitte dem Prospekt und den Wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID) für jeden Fonds.

**Sollten Sie Zweifel über die Eignung unserer Fonds für Ihre Anlagebedürfnisse haben, wenden Sie sich bitte an einen Anlageberater.**

digitale Technologien ist auf die Umverteilung von Handel, Werbung und anderen Dienstleistungen von Offline nach Online fokussiert. Für traditionelle Offline-Einzelhändler, Medienformate und dergleichen kann dies zweifelsohne äußerst störend sein. Wir sind uns indes uneins, wie die längerfristigen Erträge für die Anbieter digitaler Technologien selbst aussehen werden. Das grundsätzliche Problem besteht unseres Erachtens darin, dass viele Internet-/E-Commerce-Branchen ziemlich niedrige Eintrittsbarrieren und geringe Grenzkosten aufweisen. Das zieht den Wettbewerb an und verhindert somit, dass die



Platzhirsche an dem Gewinnpool festhalten können, den sie ins Visier nehmen.

So belief sich in den letzten zwölf Monaten der kombinierte freie Cashflow, der von den fünf größten Unternehmen rund um digitale Technologien in den Schwellenländern (Alibaba, Tencent, Meituan, JD.com und Pinduoduo) vor Investitionen generiert wurde, auf 50 Mrd. USD, was 2,5 % ihrer aktuellen Marktkapitalisierung entspricht. Bei dieser Run-Rate würde es 40 Jahre dauern, bis diese Gruppe von Unternehmen ihre derzeitige Marktkapitalisierung aus dem von ihr generierten freien Cashflow erwirtschaftet hat, d. h. mehr als doppelt so lange wie das durchschnittliche Unternehmen aus den Schwellenländern. Die Anleger wetten also anders gesagt massiv darauf, dass die Wachstumsrate des freien Cashflows dieser Gruppe in den kommenden Jahren deutlich anziehen wird. Ist das aber realistisch?

Häufig werden riesige Nutzerbasen und erstaunliche Transaktionszahlen als Beweis für die Kundenaktivitäten und Etablierung der Marke angeführt. Stattdessen haben die Unternehmen aus dem Bereich der digitalen Technologien lediglich Marktanteile von bestehenden Kanälen erobert und den Gewinnpool auf den Faktor Endkunden übertragen (Konsumentenrente). Die Hoffnung besteht darin, dass aus diesen Kunden bei Erreichen einer ausreichenden Größe Kapital geschlagen werden kann und die Kunden für diese Unternehmen hohe Gewinnmargen generieren werden, da ihre eigenen Kosten und Kapitalaufwendungen tendenziell niedriger sind als bei traditionellen Kanälen. Wir erkennen allerdings erste Anzeichen dafür, dass dies leichter gesagt als getan ist, denn der Wettbewerbsdruck in allen digitalen Sektoren (insbesondere E-Commerce und Lebensmittelzustellung, um nur einige zu nennen) nimmt zu.

Das bemerkenswerte Tempo, in dem etwa Alibaba Marktanteile an den Rivalen Pinduoduo verliert, ist hierfür ein Paradebeispiel. In den vergangenen zwölf Monaten meldete Pinduoduo (ein Unternehmen, das erst vor fünf Jahren gegründet wurde und seitdem jedes Jahr Verluste einfuhr) eine erstaunliche aktive Nutzerbasis von 731 Millionen Kunden und zog mit dem etablierten Marktführer Alibaba (757 Millionen) gleich, der vor mehr als 20 Jahren gegründet wurde. Eine ähnliche Dynamik konnten wir in der chinesischen Online-Reisebuchungsbranche beobachten: Der etablierte Anbieter C-Trip (mittlerweile umbenannt in Trip.com) befindet sich in einem ständigen Preiskampf mit einem weiteren Neueinsteiger, Meituan, just da er seine Provisionssätze erhöhen wollte. Dieser Trend ist alles andere als auf China beschränkt – wir konnten ähnliche Taktiken von Shopee gegenüber Lazada in Südostasien sowie von B2W und Magazina Luiza gegenüber Mercado Libre in Brasilien beobachten. Disruptoren haben mit anderen Worten aus Endkunden und Händlern Deal-Sucher gemacht, die wenig Loyalität gegenüber einem Unternehmen an den Tag legen – und damit nur begrenzt monetarisierbar sind. Unseres Erachtens handelt es sich dabei um die Definition einer Massenbranche.

Es gibt einige wenige Ausnahmen, z. B. vertikal integrierte Unternehmen oder Unternehmen, die von echten Netzwerkeffekten (d. h. ein „Winner-takes-all“-Szenario)

profitieren. Der Ausblick ist indes, wie bereits erwähnt, kompliziert. Dort, wo Unternehmen versucht haben, eine vertikale Integration zu vollziehen, indem sie eine erhöhte Wertschöpfung anpeilten (etwa durch das Angebot von Vertriebs- und Logistikdienstleistungen), gingen ihre Angebote mit einer höheren Anlagenintensität einher, was wiederum die Erträge senkt. Für Unternehmen, die von Netzwerkeffekten profitieren, sind zudem die kartellrechtlichen Vorschriften ein handfestes Problem. Ein einschlägiges Beispiel hierfür ist Ant Financial, ein Unternehmen, bei dem es sich beinahe um den größten Börsengang aller Zeiten handelt. Hier unternahm die chinesische Aufsichtsbehörde den extremen Schritt und entzog vorerst die Zulassung zum Börsengang, um eine massive Änderung am Geschäftsmodell des Unternehmens zu erzwingen, wodurch es für Investoren deutlich an Attraktivität verlor. Die stärkere Kontrolle von Tencent durch die Einrichtung einer Regulierungsbehörde für den Spielesektor im Jahr 2018 ist ein weiteres Beispiel. Wir wären kaum überrascht, wenn weitere Maßnahmen gegen andere Akteure folgten, wie z. B. Vorschriften rund um die Beschäftigung von Zeitarbeitern und in Bezug auf die „Gig-Economy“, die viele Freiberufler zunehmend als recht ausbeuterisch wahrnehmen.

Während wir keinen Zweifel daran haben, dass sich die Geschäftsmodelle einiger dieser digitalen Technologieunternehmen irgendwann als nachhaltig erweisen werden, belohnen Investoren weltweit die meisten derzeit mit Bewertungsprämien, die langfristige, nachhaltige Wachstumsraten und Renditen in Aussicht stellen. Obwohl die Zeiten heute sicherlich anders sind als in der „Dot.com“-Ära zur Jahrtausendwende und im „Nifty Fifty“-Boom Ende der 60er/Anfang der 70er Jahre („das Einzige, was zählt, ist kaufen“), könnte sich die derzeitige Situation als recht ähnlich erweisen. In beiden dieser vergangenen Fälle erzielten die Anleger, die „zu jeder Bewertung“ investierten, am Ende Verluste. In der Tat mussten diejenigen, die einen Korb der so genannten „Nifty Fifty“-Aktien auf ihrem Höchststand im Jahr 1972 erwarben, fast zwei Jahrzehnte warten, bis sie schwarze Zahlen auf diese Investition schrieben. Anleger in Microsoft erreichten die Gewinnschwelle nach 17 Jahren, selbst auf Basis ihres Einstiegspreises vom Dezember 1999. Die Aktie von Amazon fiel auf ähnliche Weise um unglaubliche 95 % von ihrem Höchststand im Dezember 1999; erst 2009 erreichten die Investoren bei dieser Investition den Break-Even. Beide Unternehmen rühmen sich phänomenaler Geschäftsmodelle und außergewöhnlicher Geschäftsleitungen; und doch *erreilte* auch sie ein derartiges Schicksal.

Die Managementteams der derzeit populären Unternehmen aus dem Sektor der digitalen Technologien befinden sich auf einer ständig schneller werdenden Treitmühle, deren Tempo sie nicht zu drosseln vermögen. Verlangsamten sie das Tempo doch, ist ihnen stets jemand dicht auf den Fersen, der bereit ist, sie abzulösen. Wachstum um jeden Preis ist zum neuen Mantra des Managements dieser Kohorte von Unternehmen geworden, wie wir kürzlich bei einem Treffen mit einem defizitären lateinamerikanischen E-Commerce-Riesen erfahren durften. Auf die Frage nach



der Fokussierung auf Margen und Rentabilität meinte das Management lapidar: „Wir sind uns durchaus bewusst, dass Investoren auf uns umsatzbasierte Bewertungskennzahlen anwenden.“ Dies legt nahe, dass Wachstum und Rentabilität sehr wohl gegeneinander in einen Zielkonflikt gestellt werden.

Genauso wie Value Traps nicht in der Lage sind, den zugrunde liegenden Wert ihrer Geschäftstätigkeit zu steigern, sind wir der Meinung, dass vielen der derzeit beliebten Anbieter von digitalen Technologien ein ähnliches Schicksal drohen wird. In Ermangelung bedeutender freier Cashflows lassen wir Vorsicht walten. Unseres Erachtens laufen Anleger, die von starken Wachstumsraten geblendet werden, Gefahr, in eine andere Art von Falle zu stolpern, die für langfristig orientierte Anleger allerdings ebenso unattraktive Merkmale aufweist.

## Aktuelles zum Portfolio

Anlässlich unserer letzten Aktualisierung im Mai 2020 erörterten wir die Gründe, weshalb wir trotz der kurzfristigen pandemiebedingten Probleme Finanz- und Reiseunternehmen nach wie vor positiv einschätzten. Zum Zeitpunkt, da wir diesen Bericht verfassen, waren viele hervorragende Unternehmen (die die Schuldenkrise der 1990er Jahre und die globale Finanzkrise vor etwas mehr als einem Jahrzehnt überlebten) auf Niveaus abgesackt, die beinahe deren Auslöschung signalisierten. Wie wir aber bereits damals argumentierten, dürfte sich für viele unserer Bestände in den kommenden Jahren die strukturelle Anlagethese verbessern. Bei Banken waren wir der Meinung, dass deren starke Kapitalposition und ein sich besseres Wettbewerbsumfeld (da sich schwächere Mitspieler weiterhin schwertun würden) sie auf eine schnellere Erholung und wahrscheinlich höhere Rentabilitätsniveaus am anderen Ende der Pandemie ausrichten würden. Bei Unternehmen rund um den Reisesektor lautete unsere Einschätzung, dass – abgesehen von dem verbesserten Wettbewerbsumfeld – eine starke Fokussierung auf Kosteneinsparungen einen wesentlich besseren operativen Hebel nach sich ziehen würde, sobald sich die Nachfrage erholt, weshalb eventuell von einer starken Erholung der Margen und Rentabilität auszugehen ist.

Eine weitere Branche, die vom operativen Hebel im Zuge einer festeren Nachfrage profitieren sollte, sind Restaurants. Wir haben unsere Beteiligungen an Yum China und Alsea in vorherigen Berichten bereits besprochen, und seit unserer letzten Aktualisierung haben wir einen weiteren Restaurantbetreiber, Jollibee Food Corporation, in das Portfolio aufgenommen.

### Jollibee Food Corporation

Jollibee ist eine führende Schnellrestaurant-Marke (Quick Service Restaurant – QSR) und in dem attraktiven, schnell wachsenden philippinischen Markt tätig. Abgesehen von der Jollibee-Marke betreibt das Unternehmen einige andere Marken auf den Philippinen, darunter Mang Inasal, Chowking, Greenwich, Red Ribbon und Burger King. Auf internationaler Ebene betreibt Jollibee unter anderem die

Marken Highland Coffee in Vietnam, Yonghe King in China, Smashburger in den USA und Coffee Bean & Tea Leaf in Asien und den USA.

Wir kennen und verfolgen Jollibee schon seit einigen Jahren und waren stets von den operativen Fähigkeiten des Senior Management beeindruckt, das derzeit von dem 2014 ernannten CEO Ernesto Tanmantiong angeführt wird. Das Unternehmen datiert auf das Jahr 1975 zurück, als Tony Tan Caktiong und seine Familie in Cubao, Quezon den Vorläufer Magnolia Ice Cream, eine Eisdienkette, gründeten. Kurz danach begann es damit, warme Mahlzeiten und Sandwiches zu servieren, die so beliebt wurden, dass die Familie beschloss, die Eisdien in Schnellrestaurants umzuwandeln und sie in Jollibee umzubenennen. Seitdem konnte die Jollibee-Marke beträchtlich expandieren. Aktuell handelt es sich um die größte Restaurantkette auf den Philippinen. Mit mehr als 3.000 Restaurants und einem Marktanteil von 55 % (etwa doppelt so hoch wie der Marktanteil der drei größten Konkurrenten zusammengenommen) ist Jollibee der unangefochtene Marktführer in diesem Bereich.

Wie bei unseren beiden anderen Restaurantbeteiligungen Yum China und Alsea, verschafft die Größe des Betriebs im Vergleich zu anderen Unternehmen einen erheblichen Wettbewerbsvorteil (der sich in Form von Einfluss auf Lieferanten und Vermieter niederschlägt), abgesehen von dem erheblichen Infrastrukturvorteil. Noch wichtiger ist, dass Jollibee die Mehrheit seiner Filialen besitzt und betreibt. Dies ermöglicht die Sicherstellung eines konsistenteren Angebots und bessere Qualitätskontrollen, etwa in Bezug auf Benutzerfreundlichkeit und Lebensmittelsicherheit, was für die fortlaufende Kundenbindung in dieser Branche entscheidend ist. Als Pionier im philippinischen Restaurantsektor hat Jollibee über Jahrzehnte einen robusten wirtschaftlichen „Burggraben“ geschaffen, den kaum ein Rivale überwinden kann.

Daher überrascht es nicht, dass sich diese Vorteile auch in den Margen und der Rentabilität des Unternehmens widerspiegeln. Die Margen, die Jollibee auf die Gewinne vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf den Philippinen auf Restaurantebene erwirtschaftet, zählen mit 16 % zu den höchsten weltweit. Und in Anbetracht des vorteilhaften Betriebskapitalzyklus (das Unternehmen erhält Bargeld im Voraus von seinen Kunden, bezahlt die Lieferanten jedoch mit einer Verzögerung) war Jollibee bislang in der Lage, den größten Teil seiner Investitionsausgaben und seines Expansionsprogramms aus intern generierten Barmitteln zu bestreiten. Angesichts der Auswirkungen der Pandemie zu Beginn des Jahres und des anschließenden Kursrückgangs sahen wir eine Gelegenheit, in dem Unternehmen eine Position zu eröffnen. Während das Unternehmen im zweiten Quartal auf Cash-Ebene Verluste verbuchte, konnte es im dritten Quartal dieses Jahres wieder Gewinne einfahren. Außerdem hat die Geschäftsleitung in einem Meeting unlängst ein erhebliches Kostensenkungsprogramm vorgestellt, mit dem der nachhaltige Gewinn pro Filiale um 15 % – 20 % im Vergleich zum Niveau vor der Pandemie gesteigert werden soll. Darin noch nicht einmal enthalten ist



ein Turnaround bei einigen der kürzlich erworbenen Marken in Übersee (Smashburger und Coffee Bean & Tea Leaf), deren Investitionen/Restrukturierungskosten vorverlagert wurden und in den kommenden Jahren wohl sinken werden.

Im Ergebnis bedeuten all diese Änderungen, dass die Rentabilität nach einer Lockerung der Kontaktbeschränkungen dank eines verbesserten operativen Hebels erheblich steigen dürfte. Aufgrund der geringen Marktdurchdringung dürfte das Wachstumspotenzial außerdem auf lange Zeit bestehen. So ist Jollibee in lediglich 11 % der Städte auf den Philippinen vertreten (das Management glaubt, in 20 % rentabel wirtschaften zu können); und in Vietnam hat der größte Restaurantbetreiber nur 350 Filialen im Vergleich zu den 1.100 Jollibee-Markenniederlassungen auf den Philippinen. Mit anderen Worten befindet sich Jollibee in seinen Kernmärkten immer noch in der Anfangsphase seiner Expansion, was über viele Jahre für ein solides Wachstum der Cashflows sorgen dürfte.

## Allgemeinversicherung

Ein weiterer Bereich, in dem der Markt unseres Erachtens die Auswirkungen der Pandemie übermäßig negativ einschätzt, ist derjenige der Allgemeinversicherung. Dies hat uns dazu veranlasst, den Sektor in den letzten acht Monaten genauer unter die Lupe zu nehmen, woraufhin wir zwei Anlagepositionen eröffneten, eine in ICICI Lombard General Insurance (Indien) und die andere vor jüngerer Zeit in Qualitas Controladora (Mexiko). Unserer Ansicht nach stellt die Kombination aus starken Managementteams und attraktiven Marktpositionen in Ländern mit erheblichen langfristigen Wachstumschancen eine besonders starke Kombination dar.

Unternehmen mit erfolgreichen Geschäftsmodellen in dieser Branche zeichnen sich unseren Analysen zufolge in der Regel durch einige gemeinsame Merkmale aus. Erstens sind sie in einer oder in mehreren Sparten (gewöhnlich Kfz- oder Krankenversicherungen) führend. Zweitens geht ihr Wettbewerbsvorteil darauf zurück, dass sie von bestimmten Geschäften die Finger lassen und ihre Risiken sehr sorgfältig auswählen. Fast immer haben wir die Erfahrung gemacht, dass erfolgreiche Unternehmen von klugen Geschäftsleitungsteams gemanagt werden, die antizyklisch denken und bereit sind, auf versicherungstechnische Risiken zu verzichten, die kurzfristige zwar Gewinne bringen mögen, längerfristig aber zu einem unverhältnismäßig großen Verlust führen. Schließlich investieren sie die Prämienzahlungen ihrer Versicherten in der Regel umsichtig. Diese Mittel sind in Ländern mit – in nominaler und realer Hinsicht – nach wie vor attraktiven Zinsen (woran sich in absehbarer Zeit wohl kaum etwas ändern wird) wertvoll. Die Unternehmen mit den besten Geschäftsmodellen entscheiden sich dafür, das Wunder des Zinseszineffekts für sich arbeiten zu lassen, anstatt zu versuchen, höhere Risiken einzugehen, indem sie in Anlagewerte von geringerer Qualität investieren oder

auf das Market-Timing setzen.

## ICICI Lombard General Insurance

Das 2001 gegründete Versicherungsunternehmen ICICI Lombard General Insurance ist noch relativ jung. Es nahm seinen Anfang als Joint Venture zwischen der ICICI Bank (eine weitere unserer Beteiligungen in der GEM-Strategie) und Fairfax Financial Holdings und wurde schnell zum größten privaten Akteur, nachdem sich die Versicherungsbranche im Jahr 2000 dem privatwirtschaftlichen Sektor öffnete. Mit Starthilfe der Marke ICICI gelang es dem Unternehmen schon früh, Beziehungen zu Auto-Erstausrüstern (Auto OEMs) und deren Händlernetzen aufzubauen, um seine Versicherungspolice zu verkaufen. Das Unternehmen wurde weniger abhängig von der ICICI Bank (heute nur noch 7 % des Umsatzes) und Fairfax zog sich seitdem aus dem Geschäft zurück. Dank seiner etablierten Beziehungen, seiner Vertriebsreichweite und seiner Marke bleibt das Geschäftsmodell jedoch so erfolgreich und rentabel wie eh und je. Diese Burggräben haben ICICI Lombard geholfen, seine führende Position als größter privater Mitspieler in der Versicherungsbranche mit einem aktuellen Marktanteil von 7 % zu verteidigen.

Gemessen an der Combined Ratio<sup>1</sup> (derzeit 99 %) konnte das Unternehmen in den letzten zehn Jahren die Branche um beinahe 1.000 Basispunkte (Bp.) hinter sich lassen, was auf starke Fähigkeiten bei der Auswahl der Risiken und eine stringente Kontrolle im Underwriting hindeutet. Für Schadenversicherer ist dies ausschlaggebend, da die Dienstleistung selbst in gewisser Weise eine Massenware ist – die meisten Kunden wählen gleichgültig zwischen einer Reihe von Anbietern aus und werden sich in der Regel rein aus Preisgründen für einen von ihnen entscheiden. Das Management muss seine Risiken also sehr sorgfältig auswählen, und wir denken, dass ICICI Lombard dies sehr gut macht. Es gibt eine klare Linie, nach der das Unternehmen entscheidet und handelt:

- In all den Jahren (insgesamt 20 bisher), in denen die Versicherungsgesellschaft die Versicherungsprämien seiner Kunden mittlerweile anlegt, ist es zu keinem einzigen Fall von verzögerten Zinszahlungen aus dem festverzinslichen Portfolio (geschweige denn Zahlungsausfällen) gekommen. Sie nahm keinerlei Schaden an den verschiedenen Unternehmensleiten der jüngeren Zeit (z. B. IL&FS, DHFL, Cox & Kings und viele andere). Die meisten Wettbewerber mussten auf diese Anlagen hingegen Verluste geltend machen. In ihrem Aktienportfolio konnte die Versicherungsgesellschaft auf ähnlich erfolgreiche Weise ein jährliches Gesamtwachstum (CAGR) von mehr als 22 % erzielen, indem sie überwiegend in hochwertige Geschäftsmodelle investierte und Fehler mied.
- In den Anfangsjahren musste das Management mit einer chaotischen Auflösung des regulierten Preisumfelds (Tarifliberalisierung) fertigwerden. Seine Reaktion bestand darin, das Wachstum zu drosseln und sich auf die

<sup>1</sup> Bei der Combined Ratio handelt es sich um eine Rentabilitätskennzahl basierend auf dem Tagesgeschäft einer Versicherungsgesellschaft (und nicht auf den Anlageerträgen).



Rentabilität zu konzentrieren. Viele der Konkurrenten wuchsen indes weiter und kämpften um Marktanteile, um letztlich Verluste auszuweisen. Uns fiel die konträre Herangehensweise eines damals gerade mal sechs Jahre alten Unternehmens auf. Von 2002 bis 2007 war ICICI Lombard um kaum zu glaubende 154 % (CAGR) gewachsen, aber in den kommenden drei Jahren belief sich das Wachstum auf lediglich 7 % (CAGR)!

- Bei der Bildung von Rücklagen war das Unternehmen anderen schon immer einen Tick voraus, da es diesbezüglich als Erstes seinen Prozess und seine Zahlen auf transparente Weise offenlegte. Mittlerweile hat das Unternehmen das neunte Jahr in Folge leicht überschüssige Rücklagen ausgewiesen.
- Die Versicherungsgesellschaft hat unter Beweis gestellt, dass sie in der Lage ist, sich von großen Branchensegmenten ohne Rücksicht auf seinen Gesamtmarktanteil zu verabschieden. Unlängst wurde etwa beschlossen, keine Versicherungen mehr für Ernteauffälle anzubieten. Mit bis zu 17% der Umsätze im Geschäftsjahr 2020 war das eine mutige Entscheidung.

Die Pro-Kopf-Prämien für Sachversicherungen in Indien zählen mit 18 USD zu den niedrigsten in der Schwellenländerregion, verglichen mit 185 USD in China, ganz zu schweigen von 2.000 USD und mehr in den meisten Industrieländern. Anders gesagt dürfte der Rückenwind für die Branche in Indien über mehrere Jahrzehnte bestehen. Mit einem der stärksten Managementteams, das wir kennen, einem soliden langfristigen Branchenausblick und einer dank des Zinseszins-effekts wachsenden Investitionsbasis für die Versicherungsprämien zur Stärkung des zugrunde liegenden Geschäfts dürfte ICICI Lombard für die Aktionäre auf lange Sicht attraktive Renditen erwirtschaften.

## Qualitas Controladora

Der andere Neuzugang, Qualitas Controladora, ist ein führender mexikanischer Kfz-Versicherer mit einem Marktanteil von über 30 % (mehr als zwei Mal so groß wie der an zweiter Stelle rangierende Konkurrent). Das Unternehmen erzielte in den vergangenen zehn Jahren ein Gesamtwachstum von 32 % (CAGR) und eine durchschnittliche Kapitalrendite (ROE) von 27 %. In den letzten zehn Jahren belief sich die Combined Ratio auf 92 %, was auf ein äußerst rentables Geschäftsmodell hindeutet. Von den Einnahmen werden 92 % in Mexiko (Marktanteil von 30 %), 4,8 % in den USA (das Unternehmen zielt auf diesen Markt nicht ab, aber bedient Nutzfahrzeuge im Grenzverkehr) und der Rest mit Marktanteilen von 8 % in Costa Rica, 2,5 % in Peru und 8,5 % in El Salvador erzielt. Das Unternehmen ist über ein Netzwerk von 200 Dienstleistungsstellen und mehr als 260 Niederlassungen zur Geschäftsentwicklung in ganz Mexiko tätig. Diese sind im Besitz von Konzessionsnehmern und werden von ihnen gemanagt. Außerdem gibt es 16.3000 nicht-exklusive Versicherungsagenten, die den Hauptanteil am Geschäft haben (60 % der Einnahmen).

Wie im Falle von ICICI Lombard General Insurance ist das Geschäftsleitungsteam von Qualitas, das aus dem Gründer und Präsidenten Joaquin Brockman und CEO Antonia Correa besteht, äußerst risikobewusst und gewinnorientiert. Das Unternehmen ist lediglich im Segment der Kfz-Versicherungen tätig und dominiert hier auch. Es bestehen Vergütungsanreize über die gesamte Organisation hinweg, sogar für die Agenten, und zwar auf Basis der Schadenquoten anstelle des Prämienwachstums. Im Ergebnis ist dadurch jede Ebene des Managements darauf ausgerichtet, die richtige Art von Police zu einem guten Preis zu verkaufen, anstatt Marktanteile zu erobern.

Mit der Zeit beabsichtigt Qualitas in andere Segmente wie Krankenversicherungen zu diversifizieren. Unserer Meinung nach wird es dem Management gelingen, beträchtlich Marktanteile hinzu zu gewinnen, was dazu beitragen würde, das Wachstum mittelfristig aufrechtzuerhalten, zumal der mexikanische Nicht-Lebensversicherungsmarkt – ähnlich wie in Indien – mit Prämien von 116 USD pro Kopf nach wie vor kaum durchdrungen ist. Darüber hinaus hat das Unternehmen in den vergangenen zehn Jahre den Markt in den Nachbarländern studiert und ist nun zuversichtlich, das Wachstum dort (derzeit 8 % des Umsatzes) beschleunigen zu können. Unserer Ansicht nach macht diese Kombination aus hervorragender Leitung, einem starken Geschäftsmodell und guten Wachstumsaussichten Qualitas zu einer attraktiven langfristigen Anlagegelegenheit.

## Ausblick

Das Jahr 2020 war für die Strategie eine Herausforderung. Wir bleiben jedoch zuversichtlich, was die langfristigen Aussichten der von uns gehaltenen Unternehmen betrifft. Unsere Bestände sind Marktführer in attraktiven Kategorien mit beeindruckenden Wettbewerbsvorteilen. Dadurch sind diese Unternehmen in der Lage, starke Cashflows zu generieren. Außerdem verfügen sie über ausreichend Spielraum, um in den kommenden 3 – 5 Jahren zu wachsen, und werden von erstklassigen Geschäftsleitungsteams geführt, so dass sie ideal positioniert sind, um eine Krise zu überstehen. Ob sich diese ermutigenden Fundamentaldaten in den nächsten Jahren in der Kursentwicklung niederschlagen werden, bleibt abzuwarten. Wir sind allerdings nach wie vor davon überzeugt, dass die von uns gehaltenen Unternehmen langfristig solide Ergebnisse erzielen können.

In dieser Publikation waren wir bemüht, Punkte zu erörtern, von denen wir der Meinung waren, dass sie für die Anleger in der Strategie von Interesse sein könnten. Wenn Sie Fragen oder Feedback zur Strategie, zu unserer Vorgehensweise oder zum Betrieb haben, würden wir uns freuen, von Ihnen zu hören. Vielen Dank für Ihre Unterstützung.



Quelle: Unternehmensdaten stammen aus Jahresberichten oder anderen Berichten der Unternehmen für Anleger. Stand: 30. November 2020.

## Wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und soll lediglich eine Zusammenfassung der abgedeckten Themen bieten, ohne vorzugeben, eine erschöpfende Übersicht zu sein. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind diejenigen des Verfassers zum Zeitpunkt der Herausgabe und können sich mit der Zeit ändern. Sie stellen keine Anlageberatung und/oder Empfehlung dar und sollten nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung herangezogen werden. Bei diesem Dokument handelt es sich nicht um Angebotsunterlagen und es stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung oder Anlageempfehlung zum Vertrieb oder Kauf von Wertpapieren, Aktien, Anteilen oder sonstigen Beteiligungen oder zum Abschluss eines Anlagevertrags dar. Niemand sollte sich auf den Inhalt in diesem Dokument verlassen und/oder auf dessen Basis handeln.

Dieses Dokument ist vertraulich und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung weder teilweise noch ganz, egal in welcher Form und auf welche Art, kopiert, reproduziert, weitergegeben oder übertragen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von Quellen erhalten, die wir zum Zeitpunkt der Herausgabe als zuverlässig und korrekt erachten. Allerdings wird keine ausdrückliche oder indirekte Zusicherung oder Gewährleistung in Bezug auf die Fairness, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen erbracht. Wir übernehmen keinerlei Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt aus der Verwendung dieser Informationen ergeben.

Bezugnahmen auf „wir“ oder „uns“ sind Bezugnahmen auf First Sentier Investors.

Herausgegeben in Großbritannien von First Sentier Investors (UK) Funds Limited, einem von der Financial Conduct Authority zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmen (Registrierungsnr. 143359). Eingetragener Sitz: Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, London, EC2M 7EB, Registernr. 2294743. Herausgegeben im EWR von First Sentier Investors (Ireland) Limited, zugelassen und beaufsichtigt in Irland für die Entgegennahme und Übermittlung von Aufträgen von der Central Bank of Ireland (Registrierungsnr. C182306). Geschäftssitz: 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland Registernr. 629188. Herausgegeben außerhalb von Großbritannien und des EWR von First Sentier Investors International IM Limited, einem von der Financial Conduct Authority in Großbritannien zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmen (Registernr. 122512). Geschäftssitz: 23 St Andrew Square, Edinburgh, EH2 1BB, Schottland, Registernr. SC079063.

Bestimmte, in diesem Dokument genannte Fonds werden als Teilfonds von First Sentier Investors Global Umbrella Fund plc, einer als Umbrella-Fonds strukturierten, in Irland eingetragenen Investmentgesellschaft (Variable Capital Company „VCC“) aufgeführt. Weitere Informationen finden sich im Prospekt und in den Wesentlichen Informationen für den Anleger über die VCC, die auf schriftliche Anfrage kostenlos erhältlich sind von: Client Services, First Sentier Investors, 1 Grand Canal Square, Grand Canal Harbour, Dublin 2, Irland oder telefonisch Montag bis Freitag unter +353 1 635 6798 zwischen 9.00 Uhr und 15.00 Uhr (Dubliner Zeit) oder auf [www.firstsentierinvestors.com](http://www.firstsentierinvestors.com). Telefonate können aufgezeichnet werden. Der Vertrieb oder Kauf von Anteilen an den Fonds oder der Abschluss eines Anlagevertrags mit First Sentier Investors können in bestimmten Ländern Beschränkungen unterliegen.

Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz: Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz ist BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zürich, Schweiz. Orte, an denen die Angebotsunterlagen bezogen werden können: Dieser Prospekt, die wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID), die Gründungsurkunde und der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos von der Vertretung in der Schweiz bezogen werden.

Die in diesem Dokument erwähnten Unternehmen von First Sentier Investors sind Teil von First Sentier Investors, einem Mitglied des globalen Finanzkonzerns MUFG. First Sentier Investors umfasst eine Reihe von Unternehmen in verschiedenen Ländern. MUFG und seine Tochtergesellschaften geben keine Garantie im Hinblick auf die Performance von in diesem Dokument aufgeführten Anlagen oder Unternehmen oder auf die Rückzahlung des Kapitals. Sämtliche Anlagen, auf die Bezug genommen wird, sind weder Einlagen noch sonstige Verbindlichkeiten von MUFG oder seinen Tochtergesellschaften und können Anlagerisiken, einschließlich des Verlusts von Erträgen und investiertem Kapital, ausgesetzt sein.

Copyright © (2021) First Sentier Investors  
Alle Rechte vorbehalten.