

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS



Eric Voravong, CFA
ESG Analyst & Portfoliomanager

Nach unseren Beobachtungen begreifen Kapitalmarktteilnehmer die Bewertung von Aktien häufig nicht als Film, sondern in erster Linie als Foto: Sie konzentrieren sich auf Momentaufnahmen statt auf Prozesse und schränken damit ihre Perspektive ein. Der Wert eines Unternehmens entspricht aus ihrer Sicht zu jedem gegebenen Zeitpunkt einer bestimmten, festen Größe, während der sich verändernde Charakter verkannt wird. Dabei übersehen sie sowohl die Dynamik der Wertsteigerung als auch die Dynamik der logischen Kursentwicklung. Die Folge sind Fehltritte und Widersprüchlichkeiten.

Beispielsweise behaupten viele Marktteilnehmer von sich, langfristige Anleger zu sein – obwohl sie de facto Trader sind. Sie verfolgen eine Strategie, bei der Wertpapiere, deren Kurs unter dem so genannten inneren Wert liegt, gekauft werden in der Erwartung, dass sich der Kurs später diesem definierten Wert nähert. Die Konsequenz dieser Logik: Sobald die Marktwahrnehmung des Wertpapiers (d. h. der Kurs) wieder im Einklang mit dem Wert steht, gibt es für den Anleger keinen Grund mehr, das Wertpapier zu halten (zumindest wenn er die durchschnittliche Marktrendite übertreffen möchte). Das Grundprinzip lautet „Kaufen unter dem inneren Wert und warten, bis Kurs und Wert gleichauf liegen“. Dies ist nichts anderes als eine Buy-and-Sell-Strategie oder, anders ausgedrückt, eine Trading-Strategie. Natürlich kann es eine gewisse Zeit dauern, bis Kurs und innerer Wert sich entsprechen. Entscheidend bleibt jedoch, dass diese Strategie objektiv auf einen raschen Umschlag abzielt, da sich die Mehrrendite umgekehrt proportional zur Zeitspanne verhält, die vergeht, bis der Markt den Kurs am Wert ausrichtet. Nehmen wir beispielsweise an, der innere Wert eines Wertpapiers liegt bei 100, es wird bei 50 gekauft und ein Jahr später zum angemessenen aktuellen Wert (bei einem Diskontierungssatz von 8% = 108) verkauft. Die Rendite des Anlegers beträgt in diesem Fall 116%. Vergehen jedoch drei Jahre, bis der Markt den wirklichen Wert honoriert (dann 126), sinkt diese Rendite bereits auf 26,5%. Wie dieses Beispiel zeigt, hängt der Erfolg dieser Strategie davon ab, dass Positionen rasch wieder verkauft und durch neue ersetzt werden können – genau wie bei einem Trading-Ansatz.

Das Interesse des echten langfristigen Investors liegt hingegen im Halten der Wertpapiere auf lange Sicht. Doch für welche Art von Anleger lohnt sich eine wirkliche Buy-and-Hold-Strategie? Für Qualitätswachstumsinvestoren! Daran schließt sich die Frage nach dem Warum an – was ist das Besondere am Qualitätswachstumsansatz? Wieso tritt das Phänomen der sinkenden Rendite nicht

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

auch bei allen Wachstumswerten ein? Ist es nicht eine allgemeine Wahrheit, die für alle fundierten Investitionen¹ (unabhängig von der Form oder Besonderheit der Finanztransaktion) gilt, dass die Rendite die Kapitalkosten – oder den Diskontierungssatz – nur dann übersteigen kann, wenn der Kauf unter Wert und der Verkauf näher am oder zum fairen Wert erfolgen? Müssten Anlagen in Wachstumsunternehmen demnach nicht auch von einem raschen Umschlag profitieren? Aber aus welchem Grund sollte der Qualitätswachstumsinvestor dann stärker zu einer Buy-and-Hold-Strategie neigen?

Dieses Mysterium – wir nennen es das „Rätsel des langfristigen Wachstums“ – lohnt einen genaueren Blick. Wer es enträtseln will, muss sich von der statischen Betrachtungsweise lösen und dynamisch denken: Der Wert ist manchmal keine feste Größe, sondern kann variieren und im Zeitverlauf steigen. Natürlich setzt eine Outperformance immer eine Differenz zwischen Kurs und Wert voraus. Erfolgt eine Anlage zu einem Kurs, der dem Wert, d. h. der Summe der diskontierten Cashflows, entspricht, und diese Cashflows treffen prognosegemäß ein, beschränkt sich die Rendite wachstumsunabhängig auf den Diskontierungssatz. Deshalb kann ein Anleger den Diskontierungssatz nur übertreffen, wenn eine der zwei folgenden Bedingungen oder beide erfüllt werden: Die tatsächlichen Cashflows übersteigen die ursprünglich prognostizierten Cashflows, oder der Kaufpreis lag unter dem Wert der korrekt prognostizierten Cashflows. Logischerweise kann ein langfristig im Portfolio gehaltenes Wertpapier nicht allein auf Basis eines niedrigen historischen Einstiegskurses eine nachhaltige Outperformance liefern. In diesem Fall muss der generierte Cashflow kontinuierlich höher ausfallen als prognostiziert.

Deshalb ist die Frage zum Rätsel des langfristigen Wachstums anders zu formulieren: Welcher langfristige Outperformance-Mechanismus könnte es ermöglichen, dass bestimmte Kategorien von Wachstumsaktien die Markterwartungen immer wieder übertreffen und der Wert dieser Aktien langfristig ansteigt? Wir veranschaulichen die Funktionsweise dieses Mechanismus exemplarisch anhand des Investment Case der Coca-Cola Company und ihrer historischen Entwicklung seit dem Börsengang 1919. Der Fall Coca-Cola ist sicherlich einzigartig. Wir möchten an diesem Beispiel einen Prozess analysieren und eine mögliche Variante

¹ Der Begriff „fundierte Investition“ (sound investment) schließt spekulative Strategien aus, bei denen ein Wertpapier völlig unabhängig vom zugrunde liegenden Wert – und damit möglicherweise über dem Wert – gekauft und mit Gewinn zu einem noch höheren Preis weiterverkauft wird.

ERIC VORAVONG, CFA

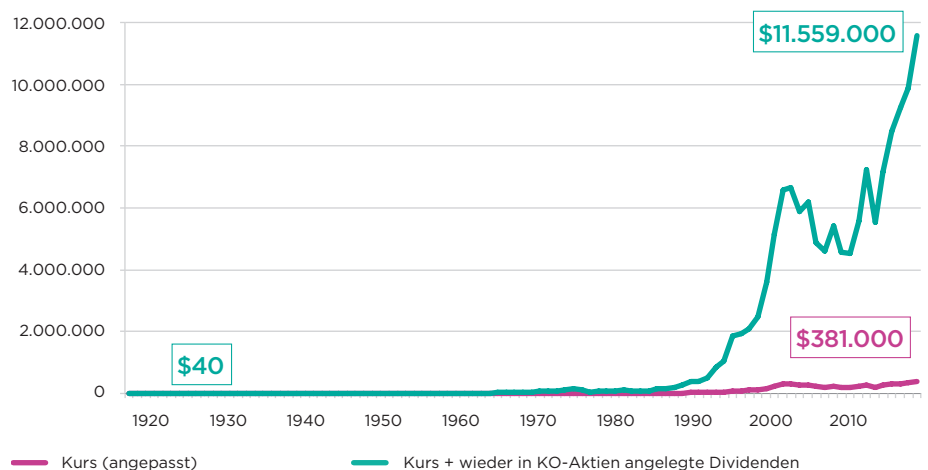
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

vorstellen, jedoch nicht die Herausforderungen und Chancen für die Identifikation ähnlich erfolgreicher Unternehmen in Zukunft beleuchten – auch wenn Comgest in der Vergangenheit seine Fähigkeit bewiesen hat, sein Portfolio mit verschiedenen Qualitätswachstumsunternehmen (Unternehmen mit langfristigem Wachstum) zu bestücken.

1. DER INVESTMENT CASE DER COCA-COLA COMPANY

Am 15. Oktober 1998 rechnete Warren Buffett Studenten der University of Florida vor, welches beachtliche Vermögen ein langfristiger Anleger hätte zusammentragen können, der die Coca-Cola-Aktie zum Emissionszeitpunkt kaufte. Aus dem Erstausgabekurs von 40 USD bei der Börseneinführung 1919 hat sich nach Buffetts Kalkulation ein Marktwert von 5 Mio. USD entwickelt. Dieses Fallbeispiel und besonders der bei diesem Qualitätswachstumsunternehmen wirkende Wertschöpfungsmechanismus erschienen uns aufschlussreich, weshalb wir alle zwischen 1920 und 2013 veröffentlichten Jahresberichte untersucht haben. Die von Warren Buffett ermittelten 5 Mio. USD entsprechen tatsächlich dem Wert, den eine einzige Originalaktie der Coca-Cola Company (Kürzel: KO (Stock Ticker Symbol der New Yorker Stock Exchange)) bei Wiederranlage aller Dividenden bis Ende 1996 erreicht hätte. Ende 1998 näherte sich der Betrag bereits 6,7 Mio. USD, und Ende 2013 sogar 11,5 Mio. USD.

Abbildung 1: Kurs und Gesamttrendite 1919–2013 (Dividenden wiederangelegt)



Quelle: Comgest

ERIC VORAVONG, CFA
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

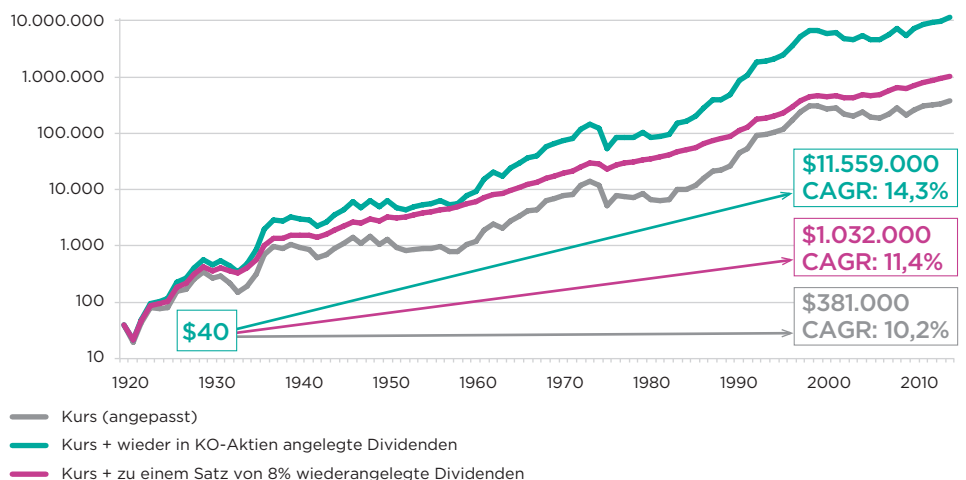
Der Prozess der finanziellen Wertschöpfung für Aktionäre

Aus der Untersuchung dieses Wertschöpfungsphänomens lassen sich drei Beobachtungen ableiten.

- **Die Bedeutung des Zinseszins**

Aus bescheidenen 40 USD wurden 11,5 Mio. USD: Dies ist die Folge des exponentiellen Effekts des langfristigen Wachstums, das – abgesehen von kleineren, unvermeidbaren Zwischenfällen – im Wesentlichen solide, dauerhaft und stetig verlief. Während der fast einhundertjährigen Geschichte als börsennotiertes Unternehmen wies KO nur Gewinne aus, und der Buchwert je Aktie wuchs stetig. Obwohl es gelegentlich zu Gewinnrückgängen gegenüber dem Vorjahr kam (in 18 von 94 Jahren, d. h. in weniger als 20% aller Fälle), blieb das Unternehmen mit einem durchschnittlichen jährlichen Gewinnwachstum von 12,7% immer im schwarzen Bereich. Zur Messung der langfristigen Performance ist jedoch nicht das arithmetische Mittel, sondern das geometrische Mittel entscheidend, d. h. die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR). Für den Zeitraum 1919 bis 2013 beträgt die CAGR des Gewinns je Aktie 10,0%. Die Gesamtrendite einschließlich Dividenden beträgt 14,3% – dies ist die CAGR eines Aktionärs, der alle Dividenden 94 Jahre lang wieder in KO-Aktien angelegt hat.

Abbildung 2: Die Macht des Zinseszins



Quelle: Comgest

Auf Basis der sogenannten 72er-Regel, die angibt nach wie vielen Jahren sich eine verzinsliche Kapitalanlage im Nennwert je nach Wachstumsrate in etwa verdoppelt, hat diese Verdopplung im

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Übrigen beim Marktwert der KO-Anlage praktisch im Fünfjahresrhythmus stattgefunden.²

- **Die Bedeutung der Wiederanlage von Dividenden**

Das Wachstum des um Aktiensplits angepassten Aktienkurses selbst beläuft sich auf 10,2%. In der Firmengeschichte wurden bislang elf Aktiensplits durchgeführt, und die ursprüngliche Aktie von 1919 entspricht im Jahr 2013 9.216 Aktien. Auf Basis des Kurses von 41,31 USD per Ende 2013 betrug der Wert der ursprünglichen 40 USD-Aktie ohne Dividenden somit 380.713 USD, was einer CAGR von 10,2% entspricht.

Die ursprüngliche Aktie selbst steht also nur für 3,3% der 11,5 Mio. USD von Ende 2013 – 96,7% des theoretischen Ertrags stammen aus der Wiederanlage der Dividenden.³

An dieser Stelle ist allerdings anzumerken, dass es zwar für einzelne Anleger möglich gewesen wäre, regelmäßig Aktien am Markt zuzukaufen und die ganze ursprüngliche KO-Kapitalanlage wieder in dieses Unternehmen anzulegen, nicht jedoch für alle: Der Zukauf weiterer Aktien vom selben Unternehmen bedeutet per definitionem, dass andere Aktionäre im Gegenzug verkaufen müssen. Ein Anleger, der 1919 1.000 KO-Aktien bzw. 0,2% des Kapitals besaß, hätte bei Wiederanlage aller Dividenden in KO-Aktien 2013 einen Kapitalanteil von 6,4% gehalten. Dies macht deutlich, dass das Unternehmen Coca-Cola als Ganzes nicht die ganze Zeit über mit einer CAGR von 14,3% hätte wachsen können. Wäre dies geschehen, hätte die Marktkapitalisierung Ende 2013 knapp 6.000 Mrd. USD statt 182 Mrd. USD betragen. (Diese erhebliche, auf dem Unterschied zwischen einer CAGR von 10,2% und von 14,3% beruhende Diskrepanz verdeutlicht ebenfalls die Macht des Zinseszins.)

Zwischen 1919 und 2013 schüttete KO im Schnitt über 60% der Gewinne aus, und die durchschnittliche Dividendenrendite lag bei 3,5%. Die hohe Ausschüttungsquote beweist die Gesundheit des Unternehmens, dessen Thesaurierungsquote lediglich 40% betrug.⁴

² Bei der 72er-Regel wird 72 durch eine Wachstumsrate oder eine Anzahl von Jahren dividiert. Die Division durch Wachstumsraten unter 20% zeigt näherungsweise, nach wie vielen Jahren sich die Anlage im Nennwert verdoppelt. Umgekehrt ergibt sich bei der Division durch eine gegebene Anzahl an Jahren die für eine Verdoppelung des Nennwerts erforderliche Wachstumsrate. Für KO lautet die Rechnung wie folgt: $72 / 14,3 = 5$

³ Diese Berechnung basiert auf einer Wiederanlage der Dividenden zum Jahresende. In Wirklichkeit konnten sie jedoch nur zum Zahlungszeitpunkt wiederangelegt werden.

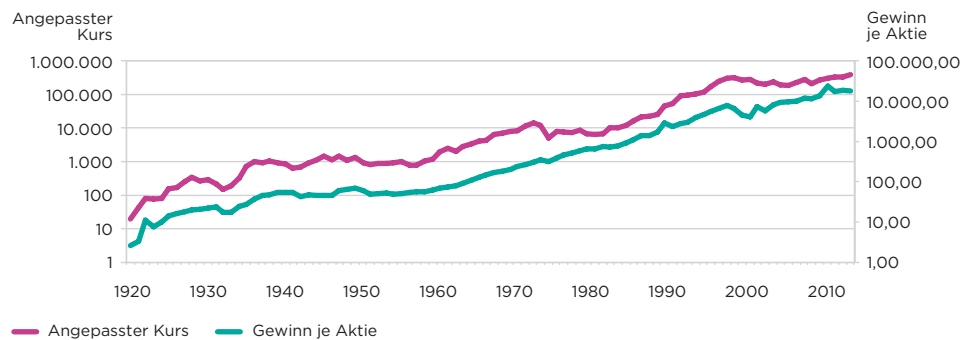
⁴ Nur eine hohe Eigenkapitalrendite (ROE) erlaubt solche Wachstumsraten. Wir schätzten KOs durchschnittliche ROE im Zeitraum 1919 bis 2013 auf 21,7%.

ERIC VORAVONG, CFA
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

- *Die Ausrichtung des Kurses an den Gewinnen*

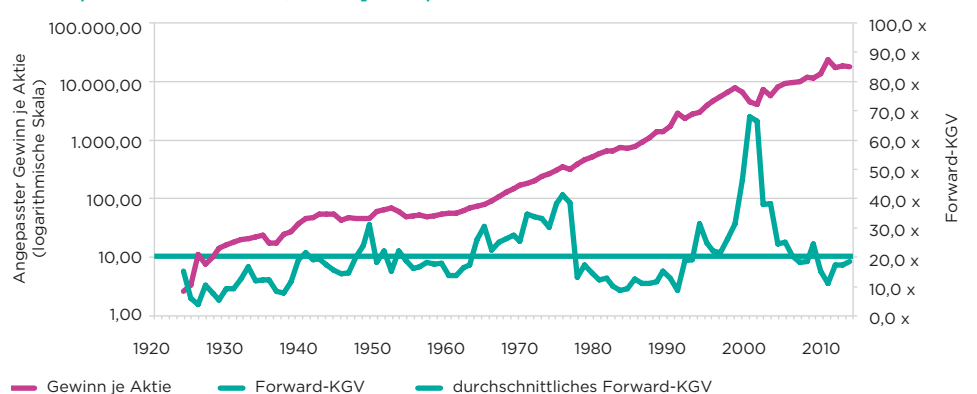
Die Kursentwicklung verlief zweifelsohne schwankungsintensiver, da in 28 Jahren (knapp ein Drittel der Zeit) ein Kursverlust verzeichnet wurde. Das durchschnittliche Kurs-Wachstum betrug 14,5%, die CAGR 10,2%. Ein Blick über die Volatilität hinaus zeigt, dass der KO-Kurs im Großen und Ganzen den Gewinnen folgte.

Abbildung 3: CAGR des Gewinns je Aktie 10,0%, CAGR des Kurses: 10,2%



Die relative Ausrichtung des Kurses an den Gewinnen im Laufe der Zeit führte zu einer gewissen Stabilität der Bewertungskennzahlen. Und tatsächlich lässt sich ein verhältnismäßig konstantes historisches KGV von ca. 20,3x für die retrospektiven durchschnittlichen Forward-Gewinne der nächsten zwölf Monate erkennen. Es kam nur zu wenigen deutlichen Abweichungen, besonders in den 1970er-Jahren und im Jahr 2000, auf die jedoch jeweils eine Rückkehr zum Mittelwert folgte.

Abbildung 4: Durchschnittliche KGV: 22,0x (letzte 12 Monate), 20,3x (nächste 12 Monate, retrospektiv)



ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Auf Basis dieser historischen Daten können wir uns nun die Frage stellen, ob der Markt KO im Zeitverlauf effizient bewertet hat.

- **Der Wert von KO im Rückblick**

Begeben wir uns in die Welt der Finanz-Fiktion und stellen wir uns einen Anleger vor, der 1919 in der Lage war, die Gewinnentwicklung von Coca-Cola bis 2013 exakt vorausszusehen. Wie hätte dieser Anleger die KO-Aktie zum Zeitpunkt der Emission bewertet? Es gibt zwei Ansätze – mit und ohne Wiederanlage der Dividenden in KO-Aktien.

- **Dividendendiskontierungsmodell**

Angenommen, eine risikolose Rendite von 8% würde diesem visionären Anleger ausreichen. Nach Diskontierung der Dividenden und des Endwerts mit 8% ergibt eine einfache Rechnung folgendes Ergebnis:

Barwert = 744,5 USD und gerechtfertigtes KGV = 285 x⁵

Der Anleger wäre bereit gewesen, die Aktie für 744 USD zu kaufen statt der 40 USD, zu der sie bei der Börseneinführung angeboten wurde. Bei einem Preis von 744 USD hätte er immer noch 94 Jahre lang eine jährliche Rendite von 8% erhalten. 1920 betrug der Gewinn je Aktie 2,61 USD. Hieraus ergibt sich für den tatsächlichen Emissionskurs von 40 USD ein KGV für die nächsten 12 Monate von 15,3x. Bei einem Erstausgabepreis von 744 USD hätte das Forward-KGV hingegen bei 285x gelegen.

- **Gesamtrendite (total shareholder value)**

Hätte der Anleger sämtliche Dividenden jedes Jahr wiederanlagen können, wäre sein KO-Investment Ende 2013 beachtliche 11,559 Mio. USD wert gewesen. Bei einem Diskontierungssatz von 8% entspricht dies einem Barwert von 8.338 USD im Jahr 1919.

Barwert = 8.338,2 USD und gerechtfertigtes KGV = 3.195 x⁶

Die Bewertung der KO-Aktie, wie sie ein visionärer Anleger hätte voraussehen können, bewegt sich demnach Lichtjahre über dem Marktpreis – nicht nur zum Zeitpunkt des Börsengangs, sondern noch viele Jahrzehnte danach. Allerdings wollen wir hiermit ausdrücklich nicht behaupten, dass Coca-Cola 1919 einen inneren

⁵ Siehe Anhang für Einzelheiten.

⁶ Siehe Anhang für Einzelheiten.

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Wert von 744 oder 8.300 USD hatte. Denn es gibt keinen festen, präzisen inneren Wert, wie auch Ben Graham und David Dodd unterstreichen: „Der springende Punkt liegt darin, dass Analysten keineswegs den Anspruch verfolgen, den exakten inneren Wert eines Wertpapiers berechnen zu wollen. Es ist völlig ausreichend zu bestimmen, ob der Wert adäquat ist – also hinreichend Schutz für eine Anleihe bietet oder einen Aktienkauf rechtfertigt – oder ob er bemerkenswert niedriger respektive höher als der gegenwärtige Marktwert ist.“⁷ Das einzige, was sich wirklich aus den rückblickend ermittelten Werten ableiten lässt, ist die Tatsache, dass über einen langen Zeitraum – mehrere Jahrzehnte – eine Differenz zwischen dem Kurs und dem Wert bestand, die „bemerksenswert höher als der gegenwärtige Marktwert“ war und langfristigen Anlegern einen Grund lieferte, an ihrer Position festzuhalten.

Diese Beobachtung bringt uns wieder auf die richtige Fährte, um den langfristigen Outperformance-Mechanismus zu verstehen, der sich hinter unserem Rätsel verbirgt. Der Mechanismus besteht aus zwei Komponenten, nämlich einer langfristigen Differenz zwischen Preis und Wert, und einem Translationseffekt. Dieser Translationseffekt sorgt dafür, dass der Kurs die Lücke zum Wert progressiv schließt und die Rendite sich ausgehend vom normalen Diskontierungssatz in Richtung der höheren Gesamrendite entwickelt, wobei diese Gesamrendite aus der Dividendenrendite und der tatsächlichen Gewinnwachstumsrate besteht.

2. DER MECHANISMUS DER LANGFRISTIGEN OUTPERFORMANCE

Zunächst ist es somit wichtig, sich den Exponentialeffekt vor Augen zu führen, den die Wachstumsgröße und vor allem die Wachstumsdauer auf den inneren Wert des langfristigen Wachstumswerts entfalten können. Diese auf der Macht des Zinseszins basierende „Exponentialität“ bildet das Fundament langfristiger Differenzen zwischen Preis und Wert.

Die Beständigkeit von Preis/Wert-Differenzen bei Unternehmen mit langfristigem Wachstum

- *Die exponentielle Wirkung der Wachstumsdauer*

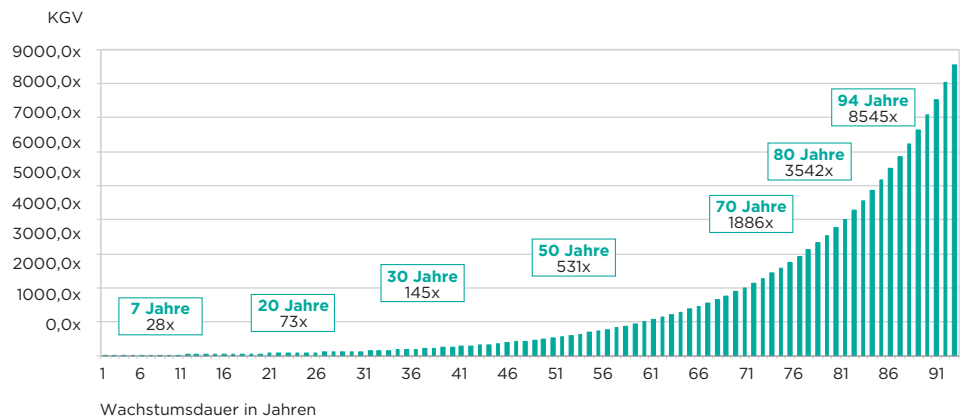
Wird bei einem Unternehmen mit einem Gewinnwachstum von

⁷ Benjamin Graham & David L. Dodd, Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse

ERIC VORAVONG, CFA
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

15 % das KGV in Abhängigkeit von der Wachstumsdauer errechnet, ergibt sich, dass bei dieser Wachstumsrate eine Dauer von sieben Jahren ein KGV von 28 x die Gewinne rechtfertigt (bei einer CAGR von 8%), eine Dauer von 20 Jahren würde ein KGV von über 70 x und eine Dauer von 30 Jahren ein KGV von knapp 150 x begründen. Wenn das Wachstum wie im Fall von Coca-Cola über mehrere Jahrzehnte anhält, schnellen die theoretischen KGV entsprechend in die Höhe.

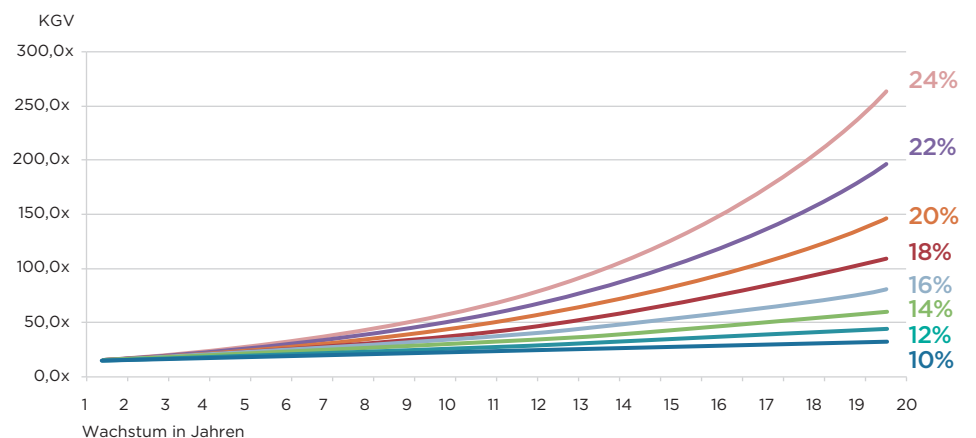
Abbildung 5: Entwicklung der inneren KGV in Abhängigkeit von der Wachstumsdauer. Jährliches Wachstum von 15 % über x Jahre, anschließend ewiges Wachstum von 2 % Ausschüttung 60%, Diskontierungssatz 8 %



Quelle: Comgest

Je größer das Wachstum, desto exponentieller ist der Effekt.

Abbildung 6: KGV und Wachstumsgröße



Quelle: Comgest

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Sobald überdurchschnittliches Wachstum nachhaltig ist, sorgt der Exponentialeffekt der Wertschöpfung für ein immenses „Wertreservoir“. Dieses Reservoir stützt wiederum eine nachhaltige Differenz zwischen Preis und Wert, die auf lange Sicht Kursanstiege bewirkt. Um den Unterschied zwischen den Marktpreisen und den rückblickend ermittelten Werten besser zu erfassen, versuchen wir herauszufinden, wie der Markt KO historisch bewertete.

- **Historische Bewertung von Coca-Cola durch den Markt**

Durch eine Sensitivitätsanalyse für das KGV können wir annähernd bestimmen, welche Wachstumsgröße und welche Wachstumsdauer der Markt im Zeitraum 1920 bis 2013 implizit im Kurs berücksichtigt hat.

Unsere Annahmen: KO wurde mittels eines klassischen, zweistufigen Discounted Cash Flow-Modells mit einer ewigen Wachstumsrate von 2% bewertet. Die Grundlage bilden folgende Daten:

- Im Schnitt bewertete der Markt KO mit dem 20,3x der künftigen Gewinne.
- Das arithmetische bzw. geometrische Mittel des Wachstums des Gewinns je Aktie betrug 12,7% bzw. 10,0%.
- Das arithmetische bzw. geometrische Mittel beim Dividendenwachstum lag bei 13,7% bzw. 9,5%.
- Die durchschnittliche Ausschüttungsquote belief sich auf 60,6%.
- Die Rendite des S&P-500 wird für diesen Zeitraum auf ca. 8,5% beziffert, sie kann als Diskontierungssatz verwendet werden.

Tabelle 1 – Beispiele für Größe/Dauer-Kombinationen, die ein KGV von 20x rechtfertigen

Größe (Wachstumsrate)	16%	14%	12%	11%	10%	9%	8%
Dauer (Jahre Wachstumsrate)	5	6	7	8	10	12	15
Forward-KGV	20,2x	20,4x	20,0x	20,1x	20,6x	20,5x	20,2x

Die Größe/Dauer-Kombinationen der Tabelle verdeutlichen, dass der Markt die Dauer des Wachstums in der Firmengeschichte augenscheinlich mit fünf bis 15 Jahren im Preis berücksichtigt hat. Der Zeithorizont des Marktes ging kaum über 15 Jahre hinaus, und das Potenzial für darüber hinausgehendes langfristiges Wachstum wurde nicht einkalkuliert. Dies erklärt die bei langfristigen

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Wachstumswerten wie Coca-Cola im Nachhinein häufig sichtbare Differenz zwischen Kurs und Wert. Diese Differenz wächst mit dem steigenden Gewicht des Langfristaspekts in Abhängigkeit von Wachstumshöhe und -dauer. Bei Coca-Colas rückblickend ermitteltem, durch das Dividendendiskontierungsmodell aufgegliederten Gesamtwert wird ersichtlich, dass die ersten 20 Jahre nach dem Börsengang unter 20% zur Gesamtrendite beitrugen, aber alle Jahre nach 2000, d. h. mindestens 80 Jahre nach dem Börsengang, die Hälfte der Gesamtrendite beisteuerten.

Tabelle 2 – Aufgliederung des KO-Werts durch ein Dividendendiskontierungsmodell

1. Zeitraum: 11 Jahre von 1920 bis 1930	51,0	6,9%
2. Zeitraum: 10 Jahre von 1931 bis 1940	85,8	11,5%
3. Zeitraum: 10 Jahre von 1941 bis 1950	65,6	8,8%
4. Zeitraum: 10 Jahre von 1951 bis 1960	26,0	3,5%
5. Zeitraum: 10 Jahre von 1961 bis 1970	24,1	3,2%
6. Zeitraum: 10 Jahre von 1971 bis 1980	31,7	4,3%
7. Zeitraum: 10 Jahre von 1981 bis 1990	38,1	5,1%
8. Zeitraum: 10 Jahre von 1991 bis 2000	57,0	7,7%
9. Zeitraum: 12 Jahre von 2001 bis 2013	90,6	12,2%
Barwert des Endwerts zum Jahresende 2013	274,6	36,9%
Summe	744,5	100,0%

Die Nichtberücksichtigung des langfristigen Wachstums bei der Bewertung liefert den Grund für die Differenz zwischen den Marktpreisen und dem Wert a posteriori. Der exponentielle Charakter der Differenzen zwischen Preis und Wert ist der erste Fakt, der erklärt, wie diese Differenzen über lange Zeiträume hinweg bestehen können. Während Analysten gelegentlich durchaus sehr hohe Wachstumsraten prognostizieren, werden nur äußerst selten Zeiträume mit hohem Wachstum von über zehn Jahren diskontiert und 15 Jahre praktisch nie. Eine lange Wachstumsdauer berücksichtigt der Markt schlichtweg nicht im Preis. Häufig geschieht dies aus gutem Grund: Alles hat bekanntlich irgendwann ein Ende. So sind Anlagen in KO-Aktien seit 1997 weniger ertragreich als in den vorangegangenen Jahrzehnten. Dennoch zeigt der Fall, dass der Markthorizont bisweilen wesentlich kürzer ist als die tatsächliche Wachstumsdauer. Wir wollen in diesem Text nicht die zugrunde liegenden Prinzipien und Risiken diskutieren, die bei der

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

Beurteilung der Wachstumsdauer zu berücksichtigen sind. Es sei jedoch am Rande bemerkt, dass dies an das Konzept der Competitive Advantage Period (Zeitraum, in dem ein Unternehmen über Wettbewerbsvorteile verfügt) anknüpft, das Thema einer künftigen Publikation von Comgest sein wird.

TRANSLATIONSEFFEKT

- *Die exponentielle Auswirkung der Wachstumsdauer*

Im Laufe der Zeit müssen die Preise zum Wert aufschließen. Reale Cashflows und Gewinne werden – Quartal auf Quartal, Jahr auf Jahr – schrittweise veröffentlicht, und tatsächliche Zahlen lösen Vorhersagen ab. Im Fall von KO basiert der Unterschied zwischen den tatsächlichen und den prognostizierten Ergebnissen nicht auf der Wachstumsrate, sondern auf der Wachstumsdauer: Die nach einigen Jahren erwartete Wachstumsverlangsamung tritt nicht ein. Während die Wachstumserschöpfung in der Theorie zu sinkenden Kennzahlen führt, bleiben diese in der Realität aufgrund der Wachstumsfortsetzung relativ stabil. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital (return on investment), die dem Diskontierungssatz entsprochen hätte, wenn alles wie ursprünglich prognostiziert verlaufen wäre, erhöht sich somit durch das Hinzukommen der Mehrrendite aus der Neubewertung der Wachstumsdauer im Zeitverlauf.

Was im Falle Coca-Cola über viele Jahrzehnte geschah, ist bei vielen langfristigen Wachstumswerten zu beobachten: Die Bewertungen der Aktienanalysten basieren auf der Annahme, dass auf eine Wachstumsphase eine Reifephase folgt. In Wirklichkeit geht das Wachstum jedoch weiter, und das Ende der Wachstumsphase verschiebt sich weiter in die Zukunft. Mit jedem weiteren Jahr Wachstum rückt das Ende des Wachstumshorizonts um ein Jahr nach hinten.

Deshalb muss ein Unternehmen nicht im herkömmlichen Sinne die Erwartungen übertreffen, um eine Outperformance zu erzielen. Anders ausgedrückt: Eine Aktie kann auch outperformen, ohne dass die tatsächlichen Ergebnisse den für das nächste Quartal, das nächste Jahr, die nächsten drei oder fünf Jahre prognostizierten Gewinn je Aktie übertreffen. Es kann den Markt bereits schlagen, indem es nur den Wachstumshorizont beibehält. Werden beispielsweise im Jahr n implizit zehn Jahre Wachstum im Kurs berücksichtigt, und beträgt der Wachstumshorizont im Jahr $n + 1$

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

unverändert weiter zehn Jahre, dürften die KGV stabil bleiben und die Kursentwicklung im Einklang mit der Gewinnwachstumsrate stehen. Es gibt also einen Translationseffekt, der die allgemeine Stabilität der Kurs/Gewinn-Kennzahlen sowie die Tatsache, dass der Kurs – wie bei Coca-Cola (siehe Abbildung 3) – den Gewinnen folgt, erklärt. Der Translationseffekt verursacht eine Verlagerung der natürlichen Anlagerendite vom Diskontierungssatz in Richtung Gesamtanlagerendite (total investment return). Vereinfacht ausgedrückt entspricht diese Gesamtanlagerendite der Dividendenrendite plus die tatsächliche Wachstumsrate der Gewinne. Theoretisch kann die über den Diskontierungssatz hinausgehende Mehrrendite als Effekt der Neubewertung des Endwerts aufgefasst werden.⁸

FAZIT

Aus unserer Sicht setzt langfristiges Investieren beim Anleger eine dynamische Denkweise voraus. „Wert“ ist ein Film, kein Standbild.

Der Ansatz, die Bewertung nicht als dynamischen Prozess, sondern als Momentaufnahme zu sehen, erinnert an den Parallaxenfehler. Wir wissen, dass wir die Position eines Objekts aus einem Winkel möglicherweise anders wahrnehmen als aus einem anderen und so die wirkliche Position verkannt wird. Mehrere Winkel erlauben uns hingegen einen perspektivischen Blick, sodass wir die wirkliche Position des Objekts besser einschätzen können. Im menschlichen Sehsystem sorgt das binokulare Sehen, d. h. die Tatsache, dass wir mit beiden Augen aus leicht unterschiedlichen Winkeln sehen, dafür, dass Bewegung und Tiefe korrekt wahrgenommen werden. Diese verbesserte Wahrnehmung heißt auch Stereopsis oder stereoskopisches Sehen. Einige Tiere, insbesondere Vögel wie Hühner und Tauben, können nicht binokular sehen. Erst durch ruckartige Bewegungen des Kopfs, die ihnen unterschiedliche Blickwinkel ermöglichen, erreichen sie eine Tiefenwahrnehmung.

Im vorliegenden Dokument haben wir Bewertungen gewissermaßen stereoskopisch betrachtet, indem sich unser Blick nicht auf die übliche ex ante Perspektive beschränkte, sondern auch die unüblichere ex post Perspektive einnahm, um die Tiefe und Bewegung des Werts einiger Wachstumsunternehmen besser zu erfassen. Dabei fanden wir auch die Antwort auf das Rätsel des

⁸ Theoretisch wird der Endwert nicht mehr auf Basis des finalen Cashflows, der mit einer ewigen Wachstumsrate (niedrig oder 0) wächst, sondern auf Basis der früheren (hohen) Gewinnwachstumsrate berechnet. Die Mehrrendite hängt vom Gewicht des Endwerts innerhalb des Gesamtwerts ab, d. h. der Wachstumsgröße und der Wachstumsdauer.

ERIC VORAVONG, CFA

DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

langfristigen Wachstums: Es gibt Aktien, die ein Anleger, der in Wachstumswerte investiert, kaufen und langfristig halten kann, weil ihr Wert über Entwicklungspotenzial verfügt, sodass langfristig Mehrrenditen geboten werden. Sobald eine Aktie eine Kapazität für Wachstum aufweist, das sich in Zukunft nicht verlangsamt, sondern fortbestehen dürfte, kann der Mechanismus der Verlängerung des Wachstumszeitraums über das Ende des zuvor vom Markt gesetzten Horizonts hinaus eine nachhaltige Outperformance unterstützen. Wird die Position hingegen rasch verkauft, verzichtet der Anleger darauf, die gesamte künftige Mehrrendite zu erhalten und seine langfristigen Erträge zu maximieren.

Eine der fundamentalsten Regeln des Investierens ist die Zinseszinsregel – und sie gilt unmittelbar für die Rechtfertigung langfristiger Anlagen in Wachstumswerte. Aufgrund des Zinseszins effekts wirkt sich die Wachstumsdauer nicht linear, sondern exponentiell auf die Bewertung aus. Diese „Exponentialität“ bedeutet wiederum, dass die späteren Jahre in der Gesamtbewertung ein überproportional starkes Gewicht einnehmen. Der potenzielle Unterschied zwischen Preis und Wert ist so riesig, dass ein langfristiges „Wertservoir“ entsteht, welches der Markt verständlicherweise nicht voll berücksichtigen kann.

Ein letzter Kernpunkt unserer Untersuchung: Eine langfristige Anlageperspektive heißt nicht, dass der Markt durch prophetische Wetten auf die Zukunft eines Wachstumsunternehmens in 15 oder 20 Jahren überlistet werden soll. Buy-and-Hold impliziert vielmehr, dass Anleger gut beraten sind, wirklich unternehmerisch zu denken, einen realen Produktionsprozess über längere Zeit zu begleiten und ein zu aktives Handeln von Positionen je nach täglichen Kursschwankungen vermeiden sollten. Dies alles unter der Voraussetzung, dass auf Basis einer Analyse verschiedener quantitativer (Umsatztrend, Margen, Marktanteile, ROCE usw.) und qualitativer Faktoren (Wettbewerbsvorteil, strategische Positionierung, ESG-Aspekte usw.) angenommen werden kann, dass ein gewisser Wachstumshorizont künftig beibehalten wird. Die Zeit arbeitet gegen den Value-Anleger, der auf Wachstum verzichtet, weil die Renditen ohne Wachstum in Richtung Diskontierungssatz konvergieren. Die Zeit arbeitet jedoch für den Wachstumsanleger, da die Exponentialität von langfristigem Wachstum den Weg für Mehrrenditen bereitet.

ERIC VORAVONG, CFA DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

„Gerechtfertigtes KGV“ Berechnungen⁹

KGV Berechnungen. „Aktien insgesamt“ beinhalten die Reinvestition aller Dividenden in KO Aktien.

	Aktien- preis	Gewinn je Aktie	Divi- denden	Ursprüng- liche Aktien	Aktien insge- samt	Anlage- wert		Aktien- preis	Gewinn je Aktie	Divi- denden	Ursprüng- liche Aktien	Aktien insge- samt	Anlage- wert
1919	40,00			1	1,00	40	1966	89,88	3,12	1,90	48	438	39.358
1920	19,50	2,61	2,00	1	1,10	22	1967	132,50	3,52	2,10	48	445	58.944
1921	43,25	3,29	1,00	1	1,10	49	1968	71,50	1,91	1,16	96	904	64.649
1922	79,63	11,14	5,50	1	1,20	96	1969	82,25	2,10	1,32	96	919	75.562
1923	77,88	7,66	7,25	1	1,30	103	1970	84,75	2,47	1,44	96	934	79.182
1924	80,00	10,00	7,00	1	1,40	115	1971	122,00	2,81	1,58	96	946	115.461
1925	153,63	14,47	7,00	1	1,50	230	1972	148,50	3,18	1,64	96	957	142.093
1926	172,25	16,50	7,00	1	1,60	269	1973	126,50	3,60	1,80	96	970	122.764
1927	127,88	9,16	5,00	2	3,20	415	1974	53,00	3,27	2,08	96	1.009	53.453
1928	171,50	10,19	5,75	2	3,40	575	1975	82,25	3,99	2,30	96	1.037	85.273
1929	133,75	10,25	4,00	2	3,50	472	1976	79,00	4,76	2,65	96	1.072	84.651
1930	146,00	11,15	6,00	2	3,70	546	1977	37,25	2,67	1,54	192	2.232	83.130
1931	107,00	11,82	8,00	2	4,10	440	1978	43,88	3,03	1,74	192	2.320	101.798
1932	75,00	8,68	7,75	2	4,70	350	1979	34,50	3,40	1,96	192	2.452	84.593
1933	96,00	8,82	6,25	2	5,10	488	1980	33,38	3,42	2,16	192	2.611	87.131
1934	161,50	12,49	7,00	2	5,40	866	1981	34,75	3,90	2,32	192	2.785	96.778
1935	88,75	3,48	2,25	8	22,10	1.962	1982	52,00	3,77	2,48	192	2.918	151.725
1936	123,75	4,66	4,00	8	22,90	2.835	1983	53,50	4,10	2,68	192	3.064	163.922
1937	114,00	5,73	4,50	8	23,90	2.724	1984	62,38	4,81	2,76	192	3.200	199.571
1938	132,25	5,95	4,50	8	24,80	3.278	1985	84,50	5,61	2,96	192	3.312	279.831
1939	117,50	6,82	5,00	8	25,90	3.047	1986	37,75	2,43	1,04	576	10.209	385.372
1940	105,75	6,77	5,00	8	27,20	2.882	1987	38,13	2,46	1,12	576	10.508	400.633
1941	78,00	6,78	5,00	8	29,10	2.272	1988	44,63	2,93	1,88	576	10.951	488.694
1942	87,50	5,37	4,00	8	30,60	2.675	1989	77,25	5,05	1,36	576	11.144	860.868
1943	113,50	5,94	4,00	8	31,70	3.602	1990	46,50	2,04	0,80	1.152	22.671	1.054.215
1944	136,00	5,65	4,00	8	32,70	4.453	1991	80,25	2,43	0,96	1.152	22.942	1.841.136
1945	179,50	5,68	4,00	8	33,50	6.019	1992	41,88	1,27	0,56	2.304	46.499	1.947.130
1946	140,00	5,74	4,00	8	34,60	4.838	1993	44,63	1,68	0,68	2.304	47.207	2.106.620
1947	182,00	7,60	5,00	8	35,60	6.473	1994	51,50	2,00	0,78	2.304	47.922	2.467.991
1948	134,25	8,22	5,00	8	37,00	4.962	1995	74,25	2,38	0,88	2.304	48.490	3.600.392
1949	166,00	8,76	6,00	8	38,40	6.368	1996	52,63	1,41	0,50	4.608	97.902	5.152.076
1950	116,00	7,44	5,00	8	41,60	4.822	1997	66,69	1,67	0,56	4.608	98.724	6.583.643
1951	102,50	6,11	5,00	8	43,60	4.469	1998	67,00	1,43	0,60	4.608	99.608	6.673.729
1952	109,75	6,38	5,00	8	45,60	5.003	1999	58,25	0,98	0,64	4.608	100.702	5.865.909
1953	111,00	6,60	5,00	8	47,60	5.288	2000	60,94	0,88	0,68	4.608	101.826	6.205.275
1954	113,25	6,08	5,00	8	49,70	5.634	2001	47,15	1,60	0,72	4.608	103.381	4.874.410
1955	124,75	6,44	5,00	8	51,70	6.454	2002	43,84	1,23	0,80	4.608	105.267	4.614.924
1956	98,50	6,89	5,00	8	54,40	5.355	2003	50,75	1,78	0,88	4.608	107.093	5.434.957
1957	98,00	7,07	5,00	8	57,10	5.600	2004	41,64	2,01	1,00	4.608	109.665	4.566.435
1958	130,50	7,10	5,00	8	59,30	7.742	2005	40,31	2,06	1,12	4.608	112.712	4.543.405
1959	150,00	7,87	6,50	8	61,90	9.285	2006	48,25	2,19	1,24	4.608	115.608	5.578.098
1960	80,38	2,86	2,40	24	191,20	15.371	2007	61,37	2,58	1,36	4.608	118.170	7.252.105
1961	103,50	3,07	2,40	24	195,70	20.252	2008	45,27	2,51	1,52	4.608	122.138	5.529.184
1962	85,25	3,38	2,40	24	201,20	17.151	2009	57,00	2,96	1,64	4.608	125.652	7.162.168
1963	115,63	3,77	2,70	24	205,90	23.805	2010	65,77	5,15	1,76	4.608	129.015	8.485.284
1964	140,75	4,60	3,00	24	210,30	29.595	2011	69,97	3,79	1,88	4.608	132.481	9.269.692
1965	86,00	2,66	1,70	48	428,90	36.881	2012	36,25	2,02	1,02	9.216	272.417	9.875.130
							2013	41,31	1,95	1,12	9.216	279.803	11.558.669

Quelle: The Coca-Cola company / Comgest.

⁹ Unsere Zahlen weichen gelegentlich geringfügig von den vom Unternehmen veröffentlichten Zahlen ab, was auf die Rundung der Zahlen und die Tatsache zurückzuführen ist, dass wir aus Gründen der Konsistenz für den gesamten Zeitraum 1919-2013 dieselben Berechnungsprinzipien angewandt haben.

ERIC VORAVONG, CFA
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS

- *Dividendendiskontierungsmodell*

$$\text{Barwert} = \sum_{i=0}^n \frac{\text{Dividende}_i}{(1+r)^i} + \frac{\text{Endwert}_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=0}^n \frac{\text{Dividende}_i}{(1,08)^i} + \frac{380,713}{(1,08)^{94}}$$

$$\text{Barwert} = 469,9 + 274,6 = \mathbf{744,5 \text{ USD}}$$

Das Ergebnis je Aktie war 2,61 USD in 1920. So war, zu einem Börsengang-Preis von 40 USD, das Forward-KGV 15.3 x.

Es wäre 285 x zu einem Preis von 744.5 USD gewesen.

$$\text{Gerechtfertigtes KGV} = 744.5 / 2.61 = \mathbf{285 \text{ x}}$$

- *Gesamtes Shareholder-Value*

$$\text{Barwert} = \frac{\text{Zukunftswert}_n}{(1+r)^{94}} = \frac{11.558.669}{(1,08)^{94}} = \mathbf{8.338,2 \text{ USD}}$$

Mit der jährlichen Reinvestition aller Dividenden, hätte der Anleger 279,803 Aktien im Wert von 11,558 Mio USD insgesamt am Ende von 2013 besessen.

Mit einem Diskontierungssatz von 8%, gleicht dies einem Barwert in 1919 von 8.338 USD.

$$\text{Gerechtfertigtes KGV} = 8.338,2 / 2,61 = \mathbf{3,195 \text{ x}}$$

ERIC VORAVONG, CFA
DAS RÄTSEL DES LANGFRISTIGEN WACHSTUMS



Eric Voravong, CFA
ESG Analyst & Portfoliomanager

Eric Voravong kam 2017 zu Comgest und ist als ESG-Analyst und Portfoliomanager für das ESG-Research für asiatische Unternehmen verantwortlich.

Er besucht zusammen mit den Investmentanalysten Unternehmen, tauscht sich mit dem Unternehmensmanagement aus und erstellt auf dieser Basis ausführliche ESG-Studien. In 2008, bevor er zu Comgest kam, gründete Eric Voravong eine unabhängige Investmentberatungsfirma und war an verschiedenen wichtigen Comgest-Projekten (hauptsächlich im Bereich ESG-Integration) beteiligt. Eric Voravong begann seine Karriere 1989 bei Banque Paribas (inzwischen BNP Paribas), wo er 15 Jahre lang arbeitete und zunächst als Risikoanalyst, später dann in verschiedenen Positionen wie Account Manager, Credit Officer und Portfoliomanager tätig war. Er arbeitete sowohl in Paris als auch in Los Angeles, bevor er nach London wechselte, wo er mit dem Schwerpunkt Telekom- und Technologie-Unternehmen das Aktien-Research-Team verstärkte. Eric Voravong trat im Anschluss als Senior Analyst dem Research-Team des in Paris ansässigen Unternehmens ADI Alternative Investments bei, bevor er seine oben genannte Investmentberatungsfirma aufbaute.

Er hat ein Diplom der EM Lyon Business School und ist CFA® Charterholder.

NUR FÜR PROFESSIONELLE ANLEGER

Soweit nicht anders angegeben, haben alle Daten in diesem Dokument den Stand 30. Juni 2014 .

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine „Finanzanalyse“ dar und sind gemäß MIFID II als „Marketingmitteilung“ eingestuft. Das bedeutet, dass diese Marketingmitteilung (a) nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und (b) keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.

Dieses Dokument wurde für professionelle/qualifizierte Anleger erstellt und darf ausschließlich von diesen Anlegern verwendet werden. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung durch Comgest nicht, auch nicht auszugsweise, vervielfältigt, an andere Personen verteilt oder weitergegeben werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus bzw. basieren auf Quellen, die von uns als zuverlässig angesehen werden. Ihre Richtigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Alle Meinungen und Schätzungen geben unsere Beurteilung zum Datum dieses Dokuments wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere sind möglicherweise zum Zeitpunkt, zu dem Sie dieses Dokument erhalten, nicht mehr Bestandteil des Portfolios. Der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Anlageberatung dar. Anlagen beinhalten Risiken, einschließlich der Möglichkeit des Kapitalverlusts.

Anlageergebnisse der Vergangenheit geben keinen Hinweis auf zukünftige Anlageergebnisse. Der Wert jeder Anlage und die daraus erzielten Erträge können sowohl sinken als auch steigen. Dies kann teilweise auf Wechselkursschwankungen bei Anlagen beruhen, die auf andere Währungen als der Basiswährung des Fonds lauten. In die Zukunft gerichtete Aussagen können sich von den tatsächlichen Ergebnissen unterscheiden. Die in diesem Dokument genannten Produktnamen, Unternehmensnamen und Logos sind Marken oder eingetragene Marken ihrer jeweiligen Eigentümer.

Die Bezugnahme auf Marktindizes oder andere Messungen der relativen Marktperformance über einen bestimmten Zeitraum erfolgen ausschließlich zu Ihrer Information. Die Bezugnahme auf einen Index bedeutet nicht, dass das Portfolio eine ähnliche Rendite, Volatilität oder anderweitig ähnliche Ergebnisse wie der Index erzielen wird. Die Zusammensetzung des Index spiegelt nicht die Konstruktionsweise eines Portfolios wider.

Comgest erbringt für seine Kunden keine Steuer- oder Rechtsberatung und allen Anlegern wird dringend empfohlen, zu möglichen Anlagen ihre eigenen Steuer- und Rechtsberater zu konsultieren.

Anlegern wird vor jeder Anlageentscheidung empfohlen, den Anlagehorizont und die Risikokategorie des Fonds in Bezug auf ihre möglichen eigenen Zielsetzungen oder Einschränkungen zu prüfen. Die für den Anteilserwerb allein maßgeblichen Verkaufsunterlagen (Wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, Finanzberichte und Satzung bzw. Vertragsbedingungen) sind bei den folgenden Zahl- und Informationsstellen kostenlos erhältlich: Deutschland: Marcard, Stein & Co AG, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Österreich: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Graben 21, 1010 Wien. Die vorgenannten Verkaufsunterlagen enthalten weitere ausführliche Risikohinweise.

www.comgest.com**COMGEST S.A.**

17 square Edouard VII, 75009 Paris,
Frankreich
Tel.: +33 1 44 94 19 00
info@comgest.com

COMGEST ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL LIMITED**Dublin Office**

46 St. Stephen's Green, Dublin 2,
Irland
Tel.: +353 1 631 0100
info.camil@comgest.com

UK Representative Office

Park House, 116 Park Street,
London, W1K 6SS
Vereinigtes Königreich
Tel.: +44 20 3871 4109
info.camil@comgest.com

COMGEST FAR EAST LIMITED

Level 10, 28 Hennessy Road,
Hongkong
Tel.: +852 3972 0200
info.asia@comgest.com

COMGEST ASSET MANAGEMENT**JAPAN LTD.**

1-8-2 Marunouchi, Chiyoda-ku
Tokio 100-0005,
Japan
Tel.: +81 3 4588 3640
info-jp@comgest.com

COMGEST SINGAPORE PTE. LTD.

8 Temasek Boulevard,
#20-01A Suntec Tower Three,
Singapur 038988
Tel.: +65 6672 7100
info.asia@comgest.com

COMGEST DEUTSCHLAND GMBH

Sky Office
Kennedydamm 24
40476 Düsseldorf
Deutschland
Tel.: +49 211 44 03 87 0
kontakt@comgest.com

COMGEST US LLC

101 Arch Street, 8th floor
Boston, MA 02110,
USA
Tel.: +1 857 304 0135
info.us@comgest.com

COMGEST BENELUX B.V.

Gustav Mahlerplein 3-115
1082 MS, Amsterdam
Niederlande
Tel.: +31 6 229 20 612
contactnl@comgest.com

