

Nebenwerte in Lauerstellung

Der Zauber einiger sehr großer Börsenwerte und der Gegenwind steigender Zinsen setzte Nebenwerten seit 2022 ziemlich zu. Langsam beginnt der Wind sich aber zu drehen.



Björn Jesch
Global Chief
Investment Officer

IN A NUTSHELL

- Europäische Nebenwerte hatten es gegenüber Standardwerten ungewohnt schwer. Denn letztere boten Kursrallies, die sonst Nebenwerten vorbehalten waren.
- Die größte Belastung stellte aber die Zinsrally 2022 dar. Die erwartete größere Gewinndynamik, der rekordhohe Bewertungsabstand zu Standardwerten und die Stabilisierung bei Zinsen und Wachstum sprechen aber mittelfristig für Nebenwerte.
- Zinssenkungen oder eine stärkere Wirtschaftsbelebung gäben zusätzliche Impulse.

Warum Nebenwerte relativ attraktiv sind und es noch etwas länger bleiben könnten

Seit bald zwei Jahren werden Nebenwerte vor allem von den Zinssorgen getrieben – zu Recht?

Über die vergangenen 25 Jahre haben die Kurse europäischer Nebenwerte um knapp 170 Prozent zugelegt, die Standardwerte aber nur um rund 25 Prozent². Umso frustrierender war für Nebenwerteanleger die Periode ab September 2021, als ihre Aktien den Standardwerten fast 550 Tage hinterherhinkten – der längsten Periode seit der Jahrtausendwende: sie verloren knapp ein Fünftel an Wert, die Standardwerte legten rund ein Fünftel zu. Wie der Chart zeigt, haben sie sich über die vergangenen zwölf Monate immerhin wieder stabilisiert. Wir rechnen mittelfristig mit einem Comeback der Nebenwerte.

Die Nebenwertestory in einem Chart: sie kleben an den Zinsen, nicht an den Gewinnerwartungen



*Prognose nächsten 12 Monate
Quellen: LSEG Data und Analytics, DWS Investment GmbH; Stand: 15.03.2024

² Stoxx Europe Mid 200 und Stoxx Europe 50; Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand 27.02/2024

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Die obere Grafik zeigt im Grunde zu einem großen Teil, warum es Nebenwerte seit der Zinswende so schwer hatten, was sie jetzt noch bremst, und warum wir eine positive Sicht auf sie haben. Betonen wollen wir hier, dass wir die relative Betrachtung, also die Entwicklung der Nebenwerte im Vergleich zu den Standardwerten in den Vordergrund stellen. Absolut gesehen, sehen wir ohnehin keinen Grund, warum die Nebenwerte in einem insgesamt positiven Börsenumfeld sich nicht ebenfalls positiv entwickeln sollten. Innerhalb unseres Aktienuniversums haben wir Nebenwerte kürzlich aus taktischer Sicht von „Strong Outperform“ auf „Outperform“ zurückgenommen; unsere strategische Sicht bleibt ohnehin sehr positiv. Sollte sich die Wirtschaft, oder zumindest die Frühindikatoren besser entwickeln als erwartet, oder aber die Zentralbanken ihren Zinssenkungszyklus tatsächlich einleiten, würde dies auch unsere taktische Sicht wieder verbessern. Zurück zur Grafik, die sich in drei Perioden unterteilen lässt:

1. Bis Mitte 2021 orientierte sich die relative Wertentwicklung der Nebenwerte gegenüber Standardwerten vor allem an den Gewinnschätzungen der beiden Indizes.
2. Von Mitte 2021 bis Herbst 2022 ging es im Dreiklang bergab: die relative Kursentwicklung der Nebenwerte, die relative Gewinnschätzungen und die Zinsen (die zwar stiegen, in der Grafik aber invers dargestellt werden).
3. Seit Herbst 2022 hängt die Nebenwerteentwicklung nur noch an der Zinsentwicklung.

Fangen wir mit den Zinsen an, denn diese Entwicklung ist wohl für viele die Überraschendste gewesen. Nebenwerte gelten gemeinhin als zyklischer als Standardwerte. Steigende Zinsen, so diese denn das Spiegelbild einer gut laufenden Konjunktur sind, sollten daher kein Nachteil für Nebenwerte sein. Warum sie es diesmal dennoch waren, könnte zwei Gründe haben: 1. Die Zinserhöhungen der EZB waren weniger einer heiß-laufenden Konjunktur als hohen Inflationsraten geschuldet, die sich aus den Verzerrungen der vergangenen Jahre (Corona, Ukraine) ergeben haben. 2. Der Markt befürchtet, dass die Nebenwerte sensibler auf höhere Refinanzierungskosten reagieren als Standardwerte. Woran könnte das liegen? Zum einen am Verschuldungsgrad. Nach jüngsten Zahlen von Morgan Stanley³ gibt es zwar wenige Unterschiede beim Verhältnis Nettoverschuldung zu Eigenkapital (0,35 für Standardwerte, 0,36 für Nebenwerte), doch beim unmittelbar ergebnisrelevanteren Verhältnis Nettoverschuldung zu EBITDA sieht es mit 0,99 zu 1,2 besser für die Standardwerte aus. Darüber hinaus kann man wohl davon ausgehen, dass sich die größeren Firmen zu einem deutlich höheren Anteil über Anleihen refinanzieren als die Nebenwerte, bei denen Bankkredite im Vordergrund stehen dürften. Die Duration ihrer Finanzschulden dürfte damit niedriger sein, womit sich Zinserhöhungen bei den Nebenwerten schneller auf die Gewinne niederschlagen sollten als bei Standardwerten.

Nebenwerte dürften im Schnitt kurzfristiger finanziert sein

Laut Daten der EZB⁴ sind die Refinanzierungskosten für den nicht-finanziellen Unternehmenssektor in diesem Zyklus deutlich schneller dem Zinserhöhungspfad der EZB gefolgt als sonst. Mitte 2022 ging es mit den Kreditkosten sprunghaft nach oben, erst im Oktober 2023 wurde die Spitze erreicht. Nach Angaben der EZB haben 80 Prozent der Unternehmenskredite eine Laufzeit von unter einem Jahr, entsprechend schnell sollten sich die steigenden Zinsen also in den Gewinn- und Verlustrechnungen niederschlagen. Und zwar überproportional bei den Nebenwerten, da die Standardwerte in weit höherem Maße über Anleihen finanziert sind, die im Schnitt eine Laufzeit von fünf Jahren haben (UK: 9 Jahre). In Summe rechnet die HSBC⁵ damit, dass die Zinsbelastung der Unternehmen erst Mitte 2025 ihren Höhepunkt erreicht haben wird. Interessanter Vergleich: Während alle von der EZB erfassten Unternehmen der Eurozone sich zu fast 90 Prozent über Bankkredite refinanzieren, sind dies in den USA nur zehn Prozent. Der Anteil der Finanzierung über Anleihen dürfte im Einklang mit der Unternehmensgröße und Reife des Geschäftsmodells zunehmen.

Was bedeutet das für Europas börsennotierte Nebenwerte? Kommt auf die Perspektive an. Wir rechnen über die kommenden zwölf Monate damit, dass die 10-jährigen Bundrenditen noch leicht ansteigen werden. Damit gibt es von der Zinsseite weiterhin keinen Rückenwind, allerdings lässt der Gegenwind spürbar nach. Jetzt bereits auf wieder sinkende Zinsen längerfristig zu setzen, könnte etwas verfrüht sein. Fraglich ist allerdings, ob die wahrscheinlich noch steigende Zinsbelastung der Unternehmen in den Gewinnschätzungen der Analysten für Nebenwerte hinreichend berücksichtigt worden ist.

³ European Data Gallery, „Strategy Data Gallery“; Quelle: Morgan Stanley Research; Stand: 01.03.2024

⁴ <https://data.ecb.europa.eu/publications/financial-markets-and-interest-rates/3030664>

⁵ Siehe HSCB Global Research, Stand: 05.09.2023: „Counting the cost (of capital)“

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Zweistelliges Gewinnwachstum für Nebenwerte erwartet – für 2024 und 2025

Womit wir bei der relativen Gewinnentwicklung der Grafik wären (also die Gewinnschätzungen jeweils für die kommenden 12 Monate für die Nebenwerte relativ zu denen für die Standardwerte). Gesetzt den Fall, sie würden die steigenden Zinskosten richtig antizipieren, macht die Grafik Mut für die Nebenwerte. Denn seit über einem Jahr werden ihre Gewinnschätzungen kontinuierlich nach oben revidiert, während sie für Standardwerte bestenfalls seitwärts gelaufen sind. In konkreten Zahlen heißt dies: während die Gewinne des Stoxx Midcaps 2023 mit -7,9 Prozent stärker gefallen sind als die des Stoxx 50 (-3,5 Prozent), erwartet der Konsens, dass die Nebenwerte dieses Jahr mit einem Gewinnwachstum von 10,2 Prozent deutlich schneller wieder an Fahrt gewinnen sollte als die Standardwerte mit nur 3,8 Prozent, während für beide Indizes für 2025 ein Gewinnwachstum von knapp über zehn Prozent erwartet wird. Gemessen an der relativen Gewinnentwicklung hat sich damit eine ziemliche Lücke zwischen der Kursentwicklung der Standard- und Nebenwerte aufgetan, wie die erste Grafik zeigt.

Auch gemessen an der Entwicklung der Risikoprämien der Unternehmensanleihen hinken Nebenwerte hinterher

Eine ähnliche Lücke tut sich bei der relativen Kursentwicklung der Nebenwerte und der Entwicklung der Risikoaufschläge (Spreads) der Hochzinsanleihen⁶ auf. Seit einem zwischenzeitlichen Höhepunkt Mitte 2022 bei 575 Basispunkten (BP) haben sie sich bis heute kontinuierlich eingeengt, auf zuletzt 300BP. Die ansonsten enge Korrelation mit den Kursen der Nebenwerte war in dieser gesamten Periode nicht zu beobachten.

Die Bewertung war schon letztes Jahr historisch günstig geworden. Sie ist noch günstiger geworden

Die untere Grafik zeigt, wie billig die Nebenwerte, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, basierend auf den geschätzten Gewinnen der folgenden zwölf Monate, in den vergangenen 20 Monaten geworden sind. Nebenwerte handelten über fast die gesamten vergangenen 15 Jahre mit einer Prämie zu Standardwerten. Durchaus zu Recht wuchsen Umsatz und Gewinn in dieser Zeit im Schnitt doch deutlich stärker als bei Standardwerten⁷. Doch jetzt notieren sie mit einem Abschlag von bald zehn Prozent. Auf eine Rückkehr zu alten Durchschnittswerten muss man dabei nicht unbedingt hoffen, dafür haben sich auch die Sektorgewichte und -charakteristika innerhalb der Indizes zu sehr verschoben. Aber schon eine Rückkehr auf ein Niveau ohne Auf- oder Abschlag würde den Nebenwert schon (relativen) Auftrieb bescheren.

Der Bewertungsabschlag liegt jetzt über eine Standardabweichung unter dem 15-Jahresschnitt



*KGV basierend auf den Gewinnen der kommenden 12 Monate
Quellen: LSEG Data und Analytics, DWS Investment GmbH; Stand: 15.03.2024

⁶ Gegenüber Bundesanleihen

⁷ Von 2004-2022 lag das Umsatz-/Gewinnwachstum im Schnitt beim Stoxx Europe Small 200 bei 4,1% / 5,9% bzw. im Stoxx Europe Mid 200 bei 4,5% / 5,7%. Das vergleicht sich mit 1,6% / 3,7% für den Stoxx Europe Large 200. Quelle: LSEG, Stand: 10.01.2024

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Wie sind die verschiedenen Meinungen unter einen Hut zu bekommen?

Auf Basis der oben gemachten Beobachtungen kann man konstatieren: Es müssten sich sowohl die Aktienanalysten bei ihren Gewinnschätzungen, oder aber die Anleiheinvestoren bei ihren geforderten Renditen (welche ja auch Annahmen zu künftigen Ausfallraten berücksichtigen) stark getäuscht haben, damit sich die Performance-Lücke zwischen Neben- und Standardwerten mittelfristig nicht wieder schließt. Oder gibt es noch andere Gründe, aus denen Nebenwerte es in letzter Zeit so schwer haben?

Womit Nebenwerte derzeit noch zu kämpfen haben

An dem übergeordneten Börsenthema der vergangenen paar Monate sind auch Nebenwerte nicht vorbeigekommen: den rapiden Aufstieg einiger Schwergewichte sowohl in den USA (Technologie) als auch in Europa (Luxus, Pharma, Konsumgüter, Technologie). Man könnte auch von einem „winner takes it all“ Anlageumfeld sprechen, in welchem die Großen immer größer werden, teils in atemberaubendem Tempo. Im Umkehrschluss hieß das, dass man in den vergangenen paar Jahren nicht zwangsläufig auf Nebenwerte setzen musste, um überdurchschnittliches Wachstum, oder salopp gesagt, einen potenziellen „Verdoppler“ im Depot zu haben. Diese Dynamik zeigt sich nicht nur daran, dass die 5 größten Werte innerhalb des S&P 500 heute das höchste Gewicht innerhalb des Index haben. Sondern auch, wie viele Firmen es in kurzer Zeit in die Top Ten des jeweiligen Index geschafft haben: Im Stoxx 50 Europe (SX5P) wurden zwischen 2018 und heute die Hälfte der Mitglieder ausgetauscht. Im S&P 500 ersetzen immerhin vier Neue vorige Platzhirsche. Eine andere Sichtweise ist der Blick auf die größten Gewinner und Verlierer über die vergangenen zwölf Monate. Bei den Gewinnern verzeichneten beide Indizes ähnliche Kurssteigerungen, doch bei den größten Verlierern verzeichneten die kleineren Werte deutlich höhere Verluste als die Großen.

Das „winner-takes-it-all“ Syndrom zeigt sich auch in der Dominanz des Investmentstils „Momentum“, der seit letztem Sommer den Gesamtmarkt hinter sich lässt. Allein in diesem Jahr haben „Momentum“-Aktien um 18 Prozent zugelegt, gegenüber 7 Prozent für den Gesamtmarkt⁸. Sich gegen den Trend zu stellen im Sinne eines „Contrarians“ war somit eine äußerst undankbare Anlagestrategie über die vergangenen Monate. Das letzte Mal, dass „Momentum“ sich so viel besser als der Gesamtmarkt entwickelte war Ende 1999 – also kurz bevor die Dotcom Blase platzte. Mit jedem weiteren Tag, den diese Entwicklung andauert, dürfte sich jedoch die Anzahl der Anleger, die sich gegen die Gefahren einer solchen Konzentration innerhalb ihres Anlageuniversums schützen wollen, steigen.

2 / Was sonst noch für Nebenwerte spricht

1.1 Wirtschaftliches Umfeld

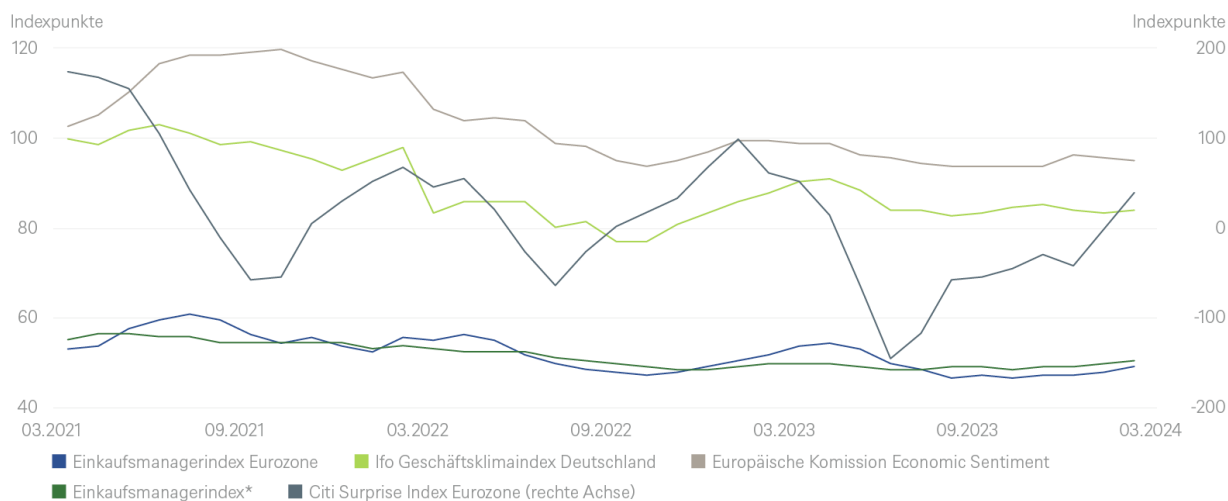
Konjunkturzyklus könnte langsam etwas Rückenwind liefern

Nebenwerte gelten gemeinhin im Vergleich zu Standardwerten als das zyklischere Segment. Bei Anlegern gelten sie neben ihren teils jüngeren Geschäftsmodellen allein aufgrund ihrer geringeren Liquidität an der Börse als die riskantere Alternative. In Krisenzeiten leiden sie daher regelmäßig stärker als die Standardwerte, dafür entwickeln sie sich am Anfang eines neuen Zyklus besser. Mit dem Wirtschaftszyklus ist das post-Covid und aufgrund jahrelanger ultralockerer Geldpolitik so eine Sache. Die jüngsten Zyklen scheinen jedenfalls weit weniger ausgeprägt als frühere zu sein. Und ob wir uns derzeit am Ende eines langen Zyklus oder am Anfang eines neuen befinden, ist alles andere als eindeutig, zumal die USA und Europa (von einigen Schwellenländern ganz abgesehen) nicht ganz synchron laufen. Die untere Grafik konzentriert sich auf europäische Frühindikatoren. Doch da auch die Nebenwerte einen erheblichen Anteil ihrer Umsätze im Ausland machen, zeigen wir auch den globalen Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe. Berauschend kann man die Zahlen kaum nennen, womit sie unsere These stützen, dass einem schwachen Abschwung in Europa und den USA ein ebenso schwacher Aufschwung folgt. Kein weiterer Gegenwind, aber auch nur ein schwacher Rückenwind für die Nebenwerte.

⁸ MSCI World Momentum versus MSCI World; Bloomberg Finance L.P.; Stand: 11.03.2024.

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Stabilisierung, aber kein Aufschwung, der einer Zinssenkung im Wege stünde



* für das globale verarbeitende Gewerbe

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 15.03.2024

Steigende M&A-Tätigkeit könnte Nebenwerten zusätzlichen Rückenwind bescheren

Aus nachvollziehbaren Gründen sind Nebenwerte häufiger Übernahmeziele als die Standardwerte – wobei entsprechende Übernahmeprämien für die Aktionäre winken. Im Zuge der schnellen Zinserhöhungen ist das globale Übernahmegeschäft regelrecht eingebrochen. Wurden im Rekordjahr 2021 fast 75,000 Transaktionen im Wert von insgesamt USD 6,7 Billionen durchgeführt, sanken die Zahlen 2023 laut Bloomberg Finance L.P. auf 52,000 und USD 3,6 Billionen. Dieses Jahr wird mit einer deutlichen Belebung des Geschäfts gerechnet, da die Kriegskassen voll, das Kapitalmarktumfeld positiv und die konjunkturellen Aussichten stabil sind. Morgan Stanley etwa geht von einem Wachstum von 50 Prozent im Jahresvergleich aus⁹.

1.2 Was man noch zu Nebenwerteindizes wissen sollte

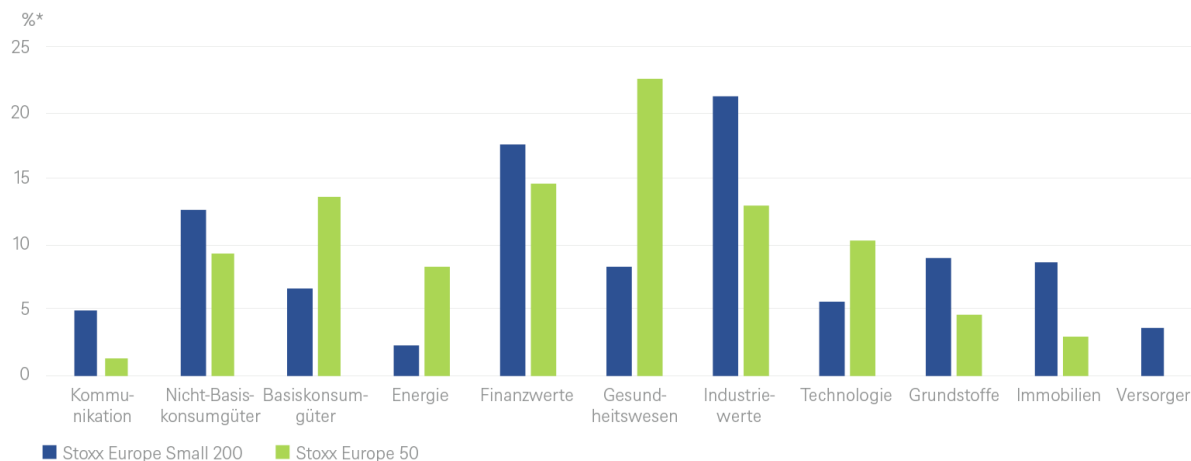
Unterschiedliche Sektorengewichtung kann schon zu Differenzen zu den Leitindizes führen

Kleinere Firmen sind meist zyklischer, sind tendenziell höher verschuldet, haben jüngere Geschäftsmodelle, leiden unter weniger liquiden Aktienmärkten und höheren Betas. Ein weiterer Unterschied zwischen Neben- und Standardwerten ist eher zufälliger Natur, kann aber trotzdem viel zu temporärer Out- oder Underperformance oder unterschiedlicher Bewertung beitragen: die Sektorengewichtung der Indizes. Unten exemplarisch am Stoxx 600 Midcap versus dem Stoxx 50 gezeigt.

⁹ Morgan Stanley Global Macro Forum: "The Return of M&A"; Stand: 11.03.2024

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Einer von vielen Unterschieden zwischen Europas Stamm- und Nebenwerten: die Sektorengewichtung

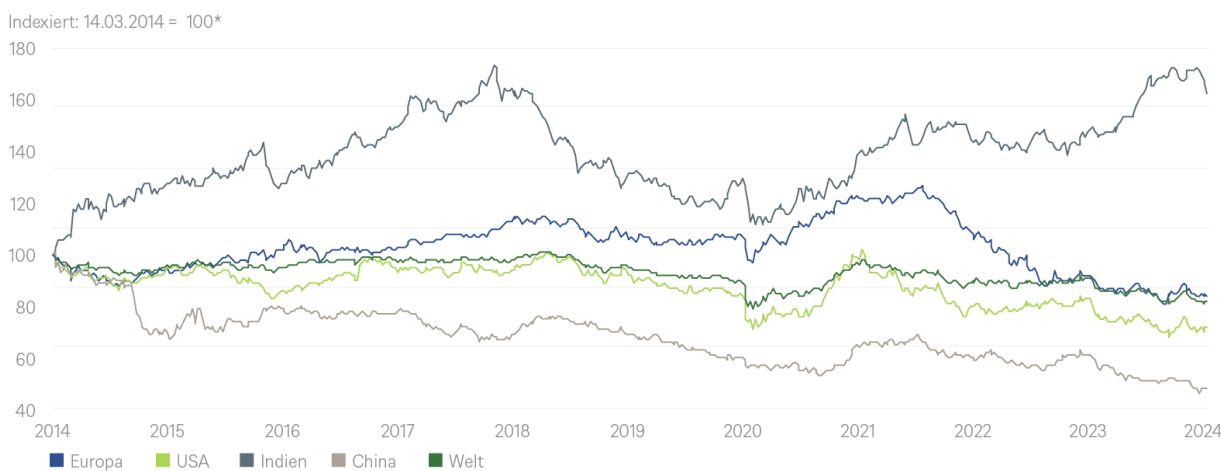


*Marktkapitalisierung der Sektoren in % des Gesamtindex
 Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 15.03.2024

Die relative Performance der Nebenwerte ist von Land zu Land verschieden

Allein die oben beschriebene unterschiedliche Sektorengewichtung kann auch ein Grund dafür sein, warum sich die Nebenwerte in jeder Region unterschiedlich relativ zu den Standardwerten entwickeln.

Extreme regionale Unterschiede bei der relativen Entwicklung der Nebenwerte versus Standardwerten



*Small Cap Index/Large Cap Index
 Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 15.03.2024

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions and hypothetical models that may prove to be incorrect. Alternative investments may be speculative and involve significant risks including illiquidity, heightened potential for loss and lack of transparency. Alternatives are not suitable for all clients. Source: DWS Investment GmbH.

Glossar

Ausfallraten Anteil der Kredite, die ihren Zins- oder Tilgungsverpflichtungen nicht nachkommen.

Basispunkt 1/100 Prozent

Beta Volatilitätsmaß, welches das systematische Risiko eines Wertpapiers nach dem Capital Asset Pricing Model wiedergibt

Dotcom Blase Es handelt sich um einen raschen Anstieg der Bewertungen von US-Technologieaktien, der durch Investitionen in internetbasierte Unternehmen während der Hausse in den späten 1990er Jahren angeheizt wurde. Der Wert der Aktienmärkte stieg in diesem Zeitraum exponentiell an. Die Blase platzte zwischen 2001 und 2002, als die Aktien in einen Bärenmarkt eintraten.

Duration In Jahren ausgedrückte Kennzahl für festverzinsliche Wertpapiere, welche die Zeitpunkte aller Zahlungseingänge zeitlich gewichtet aufaddiert. Mit ihr wird die Sensitivität des Anleihepreises gegenüber einer Zinsänderung berechnet

EBITDA Earnings before interest, tax, depreciation and amortization; Englisch für Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (inkl. auf den Geschäftswert)

Euro Stoxx 50 Index, welcher die Entwicklung von 50 Standardaktien in der Eurozone abbildet

Europäische Zentralbank (EZB) Zentralbank der Eurozone

Eurozone Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Inflationsrate Inflationsrate ist der prozentuale Anstieg des allgemeinen Preisniveaus innerhalb eines bestimmten Zeitraums, gemessen an der Veränderung eines Preisindex

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) Aktienkurs dividiert durch den Gewinn pro Aktie; bei Aktienindizes: Marktkapitalisierung des Index dividiert durch die Summe der Unternehmensgewinne

Nebenwerte Aktien von mittleren und kleineren börsennotierten Gesellschaften (Small- and Mid-Cap)

Risikoprämie / Risikoaufschlag Erwartete Rendite einer Anlage minus risikofreiem Zins

S&P 500 Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Schwellenländer (Schwellenmärkte) Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Standardwerte Standardwerte ist die Bezeichnung für Aktien von Großunternehmen, die aufgrund ihres Handelsvolumens oder ihrer Marktkapitalisierung zu den bevorzugten Titeln gehören

Stoxx Midcap Der Stoxx 600 Europe ist unterteilt in drei Kategorien, „large“, „mid“ und „small“. Diese nehmen Bezug auf die unterschiedlich großen Marktkapitalisierungen der Unternehmen, die im jeweiligen Index notiert sind. Der Stoxx Midcap bezieht sich auf den Mid Cap Anteil im Stoxx 600 Europe.

Zyklisch Das Adjektiv zyklisch bedeutet regelmäßig wiederkehrend, sich wiederholend

Important information – EMEA, APAC & LATAM

DWS is the brand name of DWS Group GmbH & Co. KGaA and its subsidiaries under which they do business. The DWS legal entities offering products or services are specified in the relevant documentation. DWS, through DWS Group GmbH & Co. KGaA, its affiliated companies and its officers and employees (collectively "DWS") are communicating this document in good faith and on the following basis.

This document is for information/discussion purposes only and does not constitute an offer, recommendation or solicitation to conclude a transaction and should not be treated as investment advice.

This document is intended to be a marketing communication, not a financial analysis. Accordingly, it may not comply with legal obligations requiring the impartiality of financial analysis or prohibiting trading prior to the publication of a financial analysis.

This document contains forward looking statements. Forward looking statements include, but are not limited to assumptions, estimates, projections, opinions, models and hypothetical performance analysis. No representation or warranty is made by DWS as to the reasonableness or completeness of such forward looking statements. Past performance is no guarantee of future results.

The information contained in this document is obtained from sources believed to be reliable. DWS does not guarantee the accuracy, completeness or fairness of such information. All third party data is copyrighted by and proprietary to the provider. DWS has no obligation to update, modify or amend this document or to otherwise notify the recipient in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

Investments are subject to various risks. Detailed information on risks is contained in the relevant offering documents.

No liability for any error or omission is accepted by DWS. Opinions and estimates may be changed without notice and involve a number of assumptions which may not prove valid. DWS does not give taxation or legal advice.

This document may not be reproduced or circulated without DWS's written authority.

This document is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction, including the United States, where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject DWS to any registration or licensing requirement within such jurisdiction not currently met within such jurisdiction. Persons into whose possession this document may come are required to inform themselves of, and to observe, such restrictions.

For institutional / professional investors in Taiwan:

This document is distributed to professional investors only and not others. Investing involves risk. The value of an investment and the income from it will fluctuate and investors may not get back the principal invested. Past performance is not indicative of future performance. This is a marketing communication. It is for informational purposes only. This document does not constitute investment advice or a recommendation to buy, sell or hold any security and shall not be deemed an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security. The views and opinions expressed herein, which are subject to change without notice, are those of the issuer or its affiliated companies at the time of publication. Certain data used are derived from various sources believed to be reliable, but the accuracy or completeness of the data is not guaranteed and no liability is assumed for any direct or consequential losses arising from their use. The duplication, publication, extraction or transmission of the contents, irrespective of the form, is not permitted.

© 2024 DWS Investment GmbH

Issued in the UK by DWS Investments UK Limited which is authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority.

© 2024 DWS Investments UK Limited

In Hong Kong, this document is issued by DWS Investments Hong Kong Limited. The content of this document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.

© 2024 DWS Investments Hong Kong Limited

In Singapore, this document is issued by DWS Investments Singapore Limited. The content of this document has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.

© 2024 DWS Investments Singapore Limited

In Australia, this document is issued by DWS Investments Australia Limited (ABN: 52 074 599 401) (AFSL 499640). The content of this document has not been reviewed by the Australian Securities and Investments Commission.

© 2024 DWS Investments Australia Limited

as of 3/15/24; 100311_1 (03/2024)

Important information – North America

The brand DWS represents DWS Group GmbH & Co. KGaA and any of its subsidiaries, such as DWS Distributors, Inc., which offers investment products, or DWS Investment Management Americas Inc. and RREEF America L.L.C., which offer advisory services.

This document has been prepared without consideration of the investment needs, objectives or financial circumstances of any investor. Before making an investment decision, investors need to consider, with or without the assistance of an investment adviser, whether the investments and strategies described or provided by DWS, are appropriate, in light of their particular investment needs, objectives and financial circumstances. Furthermore, this document is for information/discussion purposes only and does not and is not intended to constitute an offer, recommendation or solicitation to conclude a transaction or the basis for any contract to purchase or sell any security, or other instrument, or for DWS to enter into or arrange any type of transaction as a consequence of any information contained herein and should not be treated as giving investment advice. DWS, including its subsidiaries and affiliates, does not provide legal, tax or accounting advice. This communication was prepared solely in connection with the promotion or marketing, to the extent permitted by applicable law, of the transaction or matter addressed herein, and was not intended or written to be used, and cannot be relied upon, by any taxpayer for the purposes of avoiding any U.S. federal tax penalties. The recipient of this communication should seek advice from an independent tax advisor regarding any tax matters addressed herein based on its particular circumstances. Investments with DWS are not guaranteed, unless specified. Although information in this document has been obtained from sources believed to be reliable, we do not guarantee its accuracy, completeness or fairness, and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates herein, including forecast returns, reflect our judgment on the date of this report, are subject to change without notice and involve a number of assumptions which may not prove valid.

Investments are subject to various risks, including market fluctuations, regulatory change, counterparty risk, possible delays in repayment and loss of income and principal invested. The value of investments can fall as well as rise and you may not recover the amount originally invested at any point in time. Furthermore, substantial fluctuations of the value of the investment are possible even over short periods of time. Further, investment in international markets can be affected by a host of factors, including political or social conditions, diplomatic relations, limitations or removal of funds or assets or imposition of (or change in) exchange control or tax regulations in such markets. Additionally, investments denominated in an alternative currency will be subject to currency risk, changes in exchange rates which may have an adverse effect on the value, price or income of the investment. This document does not identify all the risks (direct and indirect) or other considerations which might be material to you when entering into a transaction. The terms of an investment may be exclusively subject to the detailed provisions, including risk considerations, contained in the Offering Documents. When making an investment decision, you should rely on the final documentation relating to the investment and not the summary contained in this document.

This publication contains forward looking statements. Forward looking statements include, but are not limited to assumptions, estimates, projections, opinions, models and hypothetical performance analysis. The forward looking statements expressed constitute the author's judgment as of the date of this material. Forward looking statements involve significant elements of subjective judgments and analyses and changes thereto and/or consideration of different or additional factors could have a material impact on the results indicated. Therefore, actual results may vary, perhaps materially, from the results contained herein. No representation or warranty is made by DWS as to the reasonableness or completeness of such forward looking statements or to any other financial information contained herein. We assume no responsibility to advise the recipients of this document with regard to changes in our views.

No assurance can be given that any investment described herein would yield favorable investment results or that the investment objectives will be achieved. Any securities or financial instruments presented herein are not insured by the Federal Deposit Insurance Corporation ("FDIC") unless specifically noted, and are not guaranteed by or obligations of DWS or its affiliates. We or our affiliates or persons associated with us may act upon or use material in this report prior to publication. DB may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed herein. Opinions expressed herein may differ from the opinions expressed by departments or other divisions or affiliates of DWS. This document may not be reproduced or circulated without our written authority. The manner of circulation and distribution of this document may be restricted by law or regulation in certain countries. This document is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction, including the United

States, where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject DWS to any registration or licensing requirement within such jurisdiction not currently met within such jurisdiction. Persons into whose possession this document may come are required to inform themselves of, and to observe, such restrictions.

Past performance is no guarantee of future results; nothing contained herein shall constitute any representation or warranty as to future performance. Further information is available upon investor's request. All third party data (such as MSCI, S&P & Bloomberg) are copyrighted by and proprietary to the provider.

For Investors in Canada: No securities commission or similar authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this document or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. This document is intended for discussion purposes only and does not create any legally binding obligations on the part of DWS Group. Without limitation, this document does not constitute an offer, an invitation to offer or a recommendation to enter into any transaction. When making an investment decision, you should rely solely on the final documentation relating to the transaction you are considering, and not the [document – may need to identify] contained herein. DWS Group is not acting as your financial adviser or in any other fiduciary capacity with respect to any transaction presented to you. Any transaction(s) or product(s) mentioned herein may not be appropriate for all investors and before entering into any transaction you should take steps to ensure that you fully understand such transaction(s) and have made an independent assessment of the appropriateness of the transaction(s) in the light of your own objectives and circumstances, including the possible risks and benefits of entering into such transaction. You should also consider seeking advice from your own advisers in making this assessment. If you decide to enter into a transaction with DWS Group you do so in reliance on your own judgment. The information contained in this document is based on material we believe to be reliable; however, we do not represent that it is accurate, current, complete, or error free. Assumptions, estimates and opinions contained in this document constitute our judgment as of the date of the document and are subject to change without notice. Any projections are based on a number of assumptions as to market conditions and there can be no guarantee that any projected results will be achieved. Past performance is not a guarantee of future results. The distribution of this document and availability of these products and services in certain jurisdictions may be restricted by law. You may not distribute this document, in whole or in part, without our express written permission.

For investors in Bermuda: This is not an offering of securities or interests in any product. Such securities may be offered or sold in Bermuda only in compliance with the provisions of the Investment Business Act of 2003 of Bermuda which regulates the sale of securities in Bermuda. Additionally, non-Bermudian persons (including companies) may not carry on or engage in any trade or business in Bermuda unless such persons are permitted to do so under applicable Bermuda legislation.

© 2024 DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Germany.
All rights reserved.

as of 3/15/24; 100329_1 (03/2024)