



Value-Aktien

Inhalte

- Unternehmen mit Qualität
- Bewertungen
- Die Zyklizität von Erträgen
- Vermögenswertverlust
- M&A Märkte (Fusionen und Übernahmen)
- Zurück zum Wesentlichen

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

das Jahr 2009 begann mehr oder weniger so, wie das Jahr 2008 endete: mit nur sehr wenig Vertrauen in die Zukunft des Finanzsystems und einer weltweiten Rezession, die sich wie Wellen im Wasser ausbreitet. Die Unternehmen korrigierten ihre Prognosen nach unten und meldeten Bedenken hinsichtlich ihrer kurzfristigen Gewinne. Wie uns die Aktienmärkte bereits seit einiger Zeit wissen lassen, befindet sich die Welt in einer schweren Rezession. Die große Frage lautet: „Wie lange wird sie andauern?“ Wir werden nicht versuchen, hierauf eine Antwort zu geben. Wir denken jedoch, dass es in Zeiten wie diesen, wenn die meisten Nachrichten über die Realwirtschaft sehr bedrückend sind, wichtig ist, sich daran zu erinnern, dass bei den letzten Rezessionen in den Vereinigten Staaten die Aktienmärkte weit früher aus dem Tal herauskamen, als die Daten der Realwirtschaft wieder positiv wurden.

Mit Blick auf unsere Portfolios vertreten wir die Auffassung, dass eine tiefe Rezession bereits größtenteils eingepreist ist. Die Preise zyklischer Aktien wurden in den vergangenen Wochen so weit nach unten gedrückt, dass man meinen könnte es gäbe kein Morgen. Wir sahen zaghafte Hinweise darauf, dass der Markt aufwacht und die meisten zyklischen Unternehmen den morgigen Tag erleben werden. Allerdings sind wir keine allzu großen Optimisten und unser Anlagestil ist nicht darauf ausgerichtet, Wendepunkte im Markt zu suchen. Wir ziehen es vor, uns mit langfristigem Blickwinkel auf die grundlegenden Qualitäten und Bewertungen unserer Anlagen zu konzentrieren.

Unternehmen mit Qualität

Wir sprechen häufig über Bilanzstärke. Viele der besonderen Themen, auf die wir uns konzentrieren, erhalten nun stärkere Aufmerksamkeit: nämlich das Risiko von Abschreibungen des Goodwill und anderer

immaterieller Vermögenswerte oder Verpflichtungen wie Pensionsverpflichtungen oder Leasingkosten, die für die Unternehmensfinanzen eine ähnliche Last bedeuten wie Schulden. Die Bilanzen der in unseren Portfolios befindlichen Titel sind, im Vergleich mit den breiter gefassten Aktienindizes, sehr konservativ. Unsere Unternehmen haben geringere Verschuldung, Pensionsverpflichtungen und Leasingkosten, und einen wesentlich geringeren Anteil ihrer Vermögenswerte im immateriellen Bereich, wie etwa dem Goodwill. Ironischer Weise kann es in einem derart negativen Umfeld für Aktienanlagen schwer sein zu sehen, wie die Unternehmen mit guten Bilanzen tatsächlich profitieren. Tatsache ist, dass diese Unternehmen nicht nur die größten Chancen haben, diese Krise zu überleben, sondern unter den Überlebenden auch die größte Kapitalstärke haben werden, um sich zu behaupten und Chancen wahrzunehmen.

Bewertungen

Unterdessen werden unsere Portfolios zu extrem niedrigen Bewertungen gehandelt. Die durchschnittlichen Bewertungen für unsere Fonds können den einzelnen Fonds-Updates entnommen werden. Wenn wir aber den Sparinvest Global Value als Beispiel heranziehen, die Daten für jeden einzelnen Bestand in diesem Fonds kumulieren und ihn praktisch als einen Aktienwert darstellen, erhalten wir ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,6 und ein EV/EBITDA (Kennzahl für die Ertragskraft) von nur 2,8. Bei dem MSCI World-Index erhält man mit derselben Methode ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,5 und ein EV/EBITDA von 5,6.

Wir wissen, dass wir Gefahr laufen, wie eine Endlosschleife zu klingen, wenn wir von niedrigen Bewertungen sprechen. Man muss vorsichtig sein. Momentan sieht alles billig aus. Die Aktienindizes scheinen zur Hälfte ihrer durchschnittlichen in der Vergangenheit erreichten Ertragskennzahlen gehandelt zu werden, unabhängig davon, ob man den 12-Monats-Verlauf oder die Ertragserwartungen betrachtet.

Selbstverständlich sind Bewertungskennzahlen immer mit Vorsicht zu genießen. Ein Unternehmen, das billig aussieht, kann rasch seinen Glanz verlieren. Die Ertragsschätzungen können herabgesetzt werden – wie dies soeben passiert – und die Vermögenswerte können fallen. Rechnungslegungspraktiken können Unternehmen noch billiger erscheinen lassen als sie tatsächlich sind, indem Vermögenswerte oder Ertragsniveaus geschönt werden. Man spricht von „Botox-Erträgen“ – dem kosmetisch „verbesserten“ Nettoertrag, der Unternehmen bezüglich des KGV billig aussehen lässt. Darauf achten wir, da es bei unserem qualitativen Prozess einzig um die Durchforstung der Eckdaten und die Suche nach Anlagen geht, die einen wirklich guten Wert darstellen. Wir beobachten die Erträge, die Vermögenswerte, die Cashflows

(und Cashflow-Näherungswerte) und die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Bei all diesen Daten berücksichtigen wir die Langfristigkeit und nehmen konservative Schätzungen vor.

Trotzdem sehen wir uns als Value-Investor mit einer Konzentration auf preisgünstige Vermögenswerte und langfristig gute Erträge zwei Problemen gegenüber: der Zyklizität von Erträgen und dem Risiko des Vermögenswertverlusts.

Die Zyklizität von Erträgen

Derzeit rechnen wir damit, dass die deutliche Schwäche der Erträge und Cashflows über einen längeren Zeitraum anhalten wird. Dies ist aber nicht unbedingt ein Grund dafür, pessimistisch zu sein. Wir sind der Ansicht, dass Ertragsschätzungen für ein bis zwei Jahre nicht der beste Maßstab für den Wert eines Unternehmens sind. Wir sind immer bemüht, die langfristige und nachhaltige Ertragskraft eines Unternehmens zu ermitteln, und wir suchen nach Unternehmen, die niedrige Bewertungen und hohe Ertragsrenditen bieten, welche sich nicht auf Schätzungen für die nächsten ein bis zwei Jahre sondern auf der langfristigen Ertragskraft begründen.

Dieser Ansatz ermöglicht zyklischen Unternehmen die Aufnahme in das Portfolio, und wenn eine Zeit des Wirtschaftswachstums von einer Zeit der Stagnation oder des Rückgangs abgelöst wird, dauert es natürlich eine Weile, bis diese Unternehmen zu den langfristigen Ertragsniveaus zurückkehren. Für kurzfristige Marktteilnehmer sind zyklische Unternehmen momentan unpopulär, da niemand die Dauer und die Tiefe der Rezession voraussagen kann. Und genau in Zeiten wie diesen kommt die Bilanzstärke, auf die wir uns konzentrieren, ins Spiel: denn durch sie können stärkere Unternehmen auf bessere Zeiten warten. In ausgereiften Branchen, von Banken über Fluggesellschaften bis hin zu Automobilen, sollten jene Unternehmen, die die nächsten paar Jahre überleben, zu den langfristigen Erträgen zurückkehren und eventuell von der geringeren Konkurrenz profitieren, sobald die Rezession vorüber ist.

Was auch immer der Grund sein mag – ob es einfach an der Existenz von Geschäftszyklen und Wirtschaftsflektuationen liegt, oder an einer statistischen „Rückkehr zum Mittelmaß“ oder einer Unternehmensumstrukturierung – dieser Ansatz der Konzentration auf langfristige Ertragsniveaus scheint in der Vergangenheit funktioniert zu haben.

Vermögenswertverlust

Für Value-Investoren, die in Unternehmen investieren, die reich an Vermögenswerten sind, ist ein Vermögenswertverlust toxisch. Der klassische Value-Ansatz bedeutet, einfach ausgedrückt, dass

Vermögenswerte unter dem Buchwert gekauft werden: Man bezahlt fünfzig Cent für Vermögenswerte – etwa Immobilien oder Bodenschätze – mit einem Buchwert von einem Dollar. Gleichmaßen haben wir häufig attraktive Anlagen in Unternehmen gefunden, die „verborgene Vermögenswerte“ besaßen, welche in den Bilanzen deutlich unter ihrem tatsächlichen Liquidationswert geführt wurden. In Zeiten einer Inflation steigt der Liquidationswert von Vermögenswerten. In einem deflationären Umfeld fällt der Wert von Vermögenswerten jedoch und es ist offenkundig, dass Immobilien, Rohstoffe, Maschinen oder Finanzvermögen in letzter Zeit stark an Wert verloren haben. Zwei Faktoren beruhigen uns jedoch. Erstens versuchen wir immer, wenn wir Unternehmen kaufen, die reich an Vermögenswerten sind, dies zu einem deutlichen Abschlag von ihrem Liquidationswert zu tun. Damit haben wir eine große Sicherheitsspanne, sollte der Wert fallen. Zweitens sind wir langfristige Investoren, und so wie der Wert von Vermögenswerten nun sank, wird er auch wieder steigen, wenn die Unternehmen die derzeitige Krise überleben. Dies trifft besonders auf produktive Vermögenswerte zu, deren Marktwert dazu tendiert, entsprechend den kurzfristigen Erträgen zu fluktuieren.

Zusätzlich zu der direkten Deflation bei den Vermögenswerten wirft die aktuelle Krise weitere kurzfristige Nachteile für Unternehmen auf, die reich an Vermögenswerten sind. So kann beispielsweise in einem normalisierten Kreditumfeld ein Unternehmen mit kurzfristigem Liquiditätsbedarf seine Vermögenswerte als Sicherheit für Bankkredite nutzen, oder diese tatsächlich verkaufen, um Bargeld zu erhalten. Das momentane Umfeld lässt diesen Unternehmen nicht viel Raum – egal, wie hoch der Vermögenswert in ihren Büchern ist. Damit kommen wir zurück zur Bedeutung starker Bilanzen – wir meinen, dass Unternehmen mit begrenzten Finanzverbindlichkeiten am wenigsten davon bedroht sind, in die Ecke gedrängt zu werden. Sie werden die Überlebenden sein.

M&A Märkte (Fusionen und Übernahmen)

Als die straffen Kreditmärkte die Verkaufs- bzw. Fremdfinanzierungsmöglichkeiten für Vermögenswerte einschränkten, schwächten sie auch den weltweiten M&A-Markt. Dies spiegelt sich in niedrigen Unternehmensmultiplikatoren wider: Wie oben erwähnt, beläuft sich der Gesamt-EV/EBITDA für den Sparinvest Global Value derzeit auf 2,8 – ein Niveau, auf dem kein vernünftiger Firmeninhaber den Verkauf seines Unternehmens erwägen würde.

Im Normalfall würden industrielle Käufer eine Rezession wie diese nutzen, um auf lange Sicht Schnäppchen zu erwerben. Doch diesmal führten die Schwierigkeiten in den Finanzmärkten dazu, dass auch relativ starke Unternehmen Zurückhaltung zeigen. Warum sollte

man sich in solch turbulenten Zeiten zu weit aus dem Fenster lehnen und Verbindlichkeiten übernehmen, um zu expandieren?

Erinnern wir uns an Japan in den 1990ern. Die Unternehmen litten am Platzen der Blase wie an einer Kriegsneurose und entschlossen sich zu einem konservativen Verhalten. Sie senkten ihre Schuldenlast und stellten Investitionen und Akquisitionen zurück. Zinsfreie Kredite und Regierungsausgaben waren für lange Zeit erforderlich, ehe die Unternehmensinvestitionen wieder einsetzten. Und wo sind wir jetzt? Die Zinssätze fielen und der jüngste G20-Gipfel zeigte, dass die meisten Regierungen Ausgaben gegenüber nicht abgeneigt sind. Doch eine Erholung von derartigen Bedingungen kommt nicht über Nacht.

Daher erwarten wir weder eine rasche Rückkehr zu normalisierten Kreditbedingungen noch ein plötzliches Aufflammen der M&A-Aktivitäten. Die Akquisitionen werden aber wieder zunehmen. Japan ist der Beweis dafür – im vergangenen Jahr waren es japanische Unternehmen, die als aktive Käufer hervortraten und ihre Bargeldbestände dazu nutzten, in Übersee auf Einkaufstour zu gehen. Die Käufer werden also allmählich auftreten, und die M&A-Märkte neu beleben. Bei unseren Fonds begründete sich mehr als ein Drittel aller Ausstiege aus Anlagen in M&A-Aktivitäten, und in unseren aktuellen Portfolios befindet sich eine Reihe reifer Zielobjekte.

Zurück zum Wesentlichen

In jüngster Zeit waren die Märkte nicht sehr freundlich: Zyklische Aktien wurden für ihre Ertragseinbrüche bestraft, Aktien von Unternehmen, die reich an Vermögenswerten sind, drohten Vermögensverluste und die Käufer, die üblicherweise einspringen, um von diesen Bedingungen zu profitieren, hielten sich ebenfalls zurück. Wir dürfen aber nicht vergessen, dass für wahre Value-Investoren schwierige Märkte kein Grund zur Sorge sind, sondern eigentlich eine Chance bedeuten. Benjamin Graham würde sagen, dass langfristige Anlagen dem Investor die Möglichkeit bieten, die Marktpreise zu nutzen, wenn es ihm passt, und sie zu ignorieren, wenn es ihm nicht passt.

In Zeiten fallender Märkte ist es wichtiger denn sonst, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren und an das simple Konzept von Graham und Dodd zu denken: Meistens ist der Anleger besser beraten, wenn er die Aktienkurse vergisst und sich auf das Unternehmen, seine Vermögenswerte und sein operatives Geschäft konzentriert. Wir sind nach wie vor von der Stärke und dem langfristigen Potenzial unserer Anlagen überzeugt. Wir vertrauen darauf, dass ihre Bilanzstärke und ihre guten Geschäftsmodelle es ihnen erlauben werden, als Überlebende aus dieser Rezession hervorzugehen und die

Belohnung dafür mitzunehmen. Wir sind sicher, dass Value Investments langfristig einen Renditeaufschlag bieten. Wir glauben, dass wir einen Punkt erreichen werden, an dem gesunder Menschenverstand und der Anteilsbesitz an real existierenden Unternehmen mit realen Vermögenswerten und Erträgen für alle Investoren wichtiger werden und zu guten Erträgen für Value-Anleger führen.

Mit besten Grüßen



Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio-Manager
8. April 2009

Sparinvest Value Team



Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager



David Orr
Equity Analyst



Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager



Jeroen Bresser
Equity Analyst



Per Kronborg Jensen
Portfolio Manager



Trine Uggerhøj
Equity Analyst

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkurschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.