



## Value-Aktien

### Inhalte

- Volkswirtschaftliche Analyse und Bottom Up-Ansatz
- Wertentwicklung
- Neue Fonds und neue Mitarbeiter-Ressourcen
- Ertragskraft ist preiswert
- Fazit

### Unsere Value-Equity-Fonds

Fonds	ISIN
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

beim Value Investing geht es um Beständigkeit: Ruhe bewahren und die langfristigen Ziele im Blick behalten – und zwar unabhängig davon, ob die Stimmungslage weltweit gerade eher positiv oder eher negativ ist. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2011 ist zweifelsohne viel passiert, und zwar hauptsächlich im negativen Sinne: So haben Schuldenkrisen, soziale Unruhen und Naturkatastrophen die Schlagzeilen bestimmt.

Wirft man einen Blick zurück auf das letzte Jahr, so sind viele der aktuellen volkswirtschaftlichen Probleme und Besorgnisse, deren Ursprung in der extrem hohen Verschuldung Griechenlands, Portugals, Irlands, Spaniens und Italiens liegt, noch immer dieselben. In den Industriestaaten ist der Schuldenabbau derzeit das alles dominierende Thema und wird es wohl auch noch eine Weile bleiben. Momentan verstärken sich außerdem die Unsicherheit und die Sorgen um die Zukunft des Euro sowie um die unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen eines möglichen Zusammenbruchs dieser Währung – ein vor allem für die europäischen Aktienmärkte äußerst gefährliches Gedankenspiel. Wir haben bereits in früheren Ausgaben betont, dass wir den Ernst der aktuellen Lage keinesfalls unterschätzen möchten. Allerdings betrachten wir die momentane Krisensituation als einen unvermeidlichen Schritt, um die Kreditkrise zu verarbeiten. Auf kurze Sicht handelt es sich dabei zwar um einen schwierigen Prozess, der jedoch langfristig zur Folge haben wird, dass die am höchsten verschuldeten Länder ihre Kreditaufnahme reduzieren müssen. Dies wiederum wird sowohl auf nationalstaatlicher als auch auf europäischer Ebene beträchtliche politische und volkswirtschaftliche Veränderungen mit sich bringen. Tag für Tag spekulieren die Volkswirte in den Medien über die möglichen Ergebnisse und den zeitlichen Ablauf dieses Prozesses, und diese Spekulationen möchten wir nicht noch zusätzlich anheizen. Klar ist jedoch, dass der Schuldenstand gesenkt werden muss.

Deshalb müssen die politischen Entscheidungsträger in Europa hart daran arbeiten, eine langfristig tragfähige Lösung für die aktuellen Probleme zu finden.

Unsere Fonds wurden in diesem Jahr wesentlich stärker durch volkswirtschaftliche Entwicklungen und Naturkatastrophen bestimmt als durch die tatsächliche Lage unserer einzelnen Investments. Wir haben unseren Ansatz im Hinblick auf volkswirtschaftliche Trends zwar bereits in früheren Ausgaben unserer „Informationen für Anleger“ erläutert, möchten darauf aber angesichts des letzten Quartals noch einmal kurz eingehen.

### **Volkswirtschaftliche Analyse und Bottom Up-Ansatz**

Wir bei Sparinvest agieren seit jeher nach dem Bottom Up-Prinzip: Der Ausgangspunkt ist immer das einzelne Unternehmen. Doch was bedeutet das in diesen unsicheren Zeiten in der Praxis? Einfach gesagt: Wir nehmen auf Portfolioebene nur wegen allgemeiner volkswirtschaftlicher Entwicklungen keine Veränderungen vor. Unserer Meinung nach lassen sich die besten Erträge auf lange Sicht durch die Selektion erfolgreicher und deutlich unterbewerteter Unternehmen erzielen, und eben nicht durch den Versuch, die Märkte zu timen. Es gibt zwar regionale Unterschiede, doch die Einschätzung der Ertragskraft sowie des Wertes einer Firma ist im Wesentlichen ein allgemeingültiger Prozess. Deshalb konzentrieren wir uns stets auf eine gründliche und tiefeschürfende Analyse der einzelnen Unternehmen.

Bedeutet dies dann, dass wir volkswirtschaftliche Faktoren bei unserem Investmentprozess außer Acht lassen? Natürlich nicht. Vielmehr beobachten wir sie sehr aufmerksam und berücksichtigen sie bei der allgemeinen Analyse jeder einzelnen Firma. Ein Investment in ein Unternehmen erfordert nämlich eine Bewertung und eine Einschätzung der Ertragskraft sowie der Stabilität der Vermögenswerte eines Unternehmens. Dabei gehen wir gemäß unserer Grundprinzipien stets konservativ vor und denken auch über kurzfristige Markttrends und Indikatoren hinaus. So basieren unsere Einschätzungen weder auf den Entwicklungen der letzten zwei Jahre noch auf den Prognosen für die nächsten beiden Jahre. Stattdessen betrachten wir bei unseren Analysen längere Zeiträume, um so herauszufinden, wie sich das entsprechende Unternehmen seit seiner Gründung entwickelt hat. Außerdem können wir dann seine Erfolgsbilanz über mehrere Konjunkturzyklen hinweg bewerten. Natürlich existieren Firmen aber nicht im luftleeren Raum. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, auch die Auswirkungen volkswirtschaftlicher Faktoren auf die Ertragskraft und die Qualität der Vermögenswerte zu berücksichtigen.

Bei der Einschätzung des inneren Wertes eines Investmentkandidaten sind wir – unabhängig davon, ob diese Analyse nun auf Basis seiner Vermögenswerte, seiner Ertragskraft oder einem Mix aus beiden Kriterien erfolgt – bestrebt, eher konservative Prognosen zu erstellen und dabei möglichst alle relevanten externen Faktoren mit einzubeziehen. Wir investieren nur dann, wenn das entsprechende Unternehmen im Vergleich zu unserem konservativ geschätzten inneren Wert deutlich unterbewertet ist. Darüber hinaus ist es für uns erforderlich, dass unsere Investments über die entsprechende Finanzstärke verfügen, um auch schwierige Phasen zu überstehen. Aus diesem Prozess geht dann letztlich ein Portfolio von stark unterbewerteten Unternehmen hervor, welche über langfristig hoch qualitative Gewinne und Vermögenswerte verfügen und deren Ertragspotenzial nicht von positiven Konjunkturaussichten für die Länder oder die Regionen, in denen diese Unternehmen ansässig sind, abhängig ist.

### **Wertentwicklung**

Wie wir zuvor bereits erwähnt haben, verlief die Wertentwicklung unserer Fonds seit Anfang 2011 eher negativ. Zu Beginn des Jahres kamen zunächst die negativen Auswirkungen der Unruhen in Nordafrika sowie im Mittleren Osten zum Tragen. Dann folgten die tragischen Ereignisse in Japan, bevor schließlich ein neues Kapitel der Schuldenkrise im Euroraum aufgeschlagen wurde. Detaillierte Informationen zur Wertentwicklung jedes einzelnen Fonds finden Sie in den entsprechenden Fonds-Updates. Zwangsläufig am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wurden zwar unsere Engagements in Japan, doch zuletzt gerieten auch unsere Positionen in Europa und Nordamerika etwas unter Druck. Wir möchten jedoch darauf hinweisen, dass die zurzeit negative Top Down-Stimmung die zugrunde liegenden, fundamentalen Entwicklungen auf Einzeltitelebene nicht widerspiegelt. Diese waren in letzter Zeit nämlich im Allgemeinen erfreulich – und zwar selbst bei den von uns gehaltenen japanischen Unternehmen, nachdem diese anfänglich noch Probleme infolge des Erdbebens gehabt hatten. Man muss sich außerdem vor Augen halten, dass es bei unseren Positionen immer mehr Anzeichen dafür gibt, dass sich das operative Umfeld wieder verbessert, was ein Gewinnwachstum und eine höhere Finanzstärke zur Folge hat. Diese Erholungstendenz verläuft vielleicht schleppender als in den Jahren 2009 und 2010, als sich die Firmen ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau wieder erholten, aber nichtsdestotrotz haben wir es mit einem stetigen Aufwärtstrend zu tun.

Allen Weltuntergangsmeldungen dieses Jahres zum Trotz sehen wir eine Vielzahl von Gründen, für unsere Positionen zuversichtlich zu sein. Unsere Unternehmen haben das volkswirtschaftliche Umfeld als Chance genutzt, sich zu restrukturieren und Kosten zu senken. Wir glauben daher, dass viele unserer Firmen aus dieser Phase mit noch erfolgreicherer Geschäftsmodellen hervorgehen werden. Die von uns gehaltenen Unternehmen sind ferner günstig positioniert, um von einer möglichen Verbesserung des externen Umfelds zu profitieren. Darüber hinaus bieten kurzfristige Schwächephasen in einigen der Sektoren oder Regionen, in die wir investieren, häufig günstige Gelegenheiten, um vielversprechende, neue Anlagechancen zu identifizieren oder in bereits bestehenden Positionen zuzukaufen. Informationen zu Veränderungen innerhalb unserer Portfolios finden Sie in den einzelnen Fonds-Updates.

### **Neue Fonds und neue Mitarbeiter-Ressourcen**

Sparinvest hat in Dänemark kürzlich vier neue Value-Fonds aufgelegt, die seit Ende Juni für den Handel geöffnet sind. Dazu zählen drei regionale Fonds – Sparinvest Value USA, Japan und Europa. Diese Fonds weisen zweifellos Schnittmengen zu unseren bereits bestehenden Strategien auf und investieren vielfach in dieselben Anlageideen wie unsere schon existierenden globalen Fonds. Der vierte neue Fonds ist der Sparinvest Value Emerging Markets, bei dem es sich um ein neu entwickeltes Produkt handelt. Natürlich haben wir uns vor der Fondsauflegung Zeit genommen, um die richtigen Unternehmen auszuwählen – Firmen, die unterbewertet und solide genug sind, um als Value-Titel eingestuft zu werden.

Im Rahmen der SICAV-Fondspalette bietet Sparinvest bereits den Sparinvest European Value Fonds an. Deshalb besteht natürlich die Möglichkeit, auch für den Sparinvest Value USA, den Sparinvest Value Japan und den Sparinvest Value Emerging Markets zukünftig SICAV-Varianten aufzulegen.

Die oben genannten Fonds sind zwar neu, deren Auflegung war jedoch einfach für uns, weil wir einen bereits erprobten Ansatz umsetzen können: Wir nutzen unseren bewährten und disziplinierten Investmentprozess bei Value-Titeln. Dadurch ist natürlich auch das Arbeitspensum gestiegen. Um die Ressourcen des Teams also nicht überzustrapazieren, haben wir die Kapazitäten erhöht, indem wir das Value-Team um drei neue Mitglieder erweitert haben. Das Team besteht nun also aus 10 Mitarbeitern, die an den Märkten nach vielversprechenden Value-Anlagechancen Ausschau halten.

### **Ertragskraft ist preiswert**

Betrachtet man das Bewertungsniveau unserer Fonds im historischen Vergleich im Hinblick darauf, was für die Ertragskraft eines Unternehmens gezahlt werden muss, so liegen die Bewertungen derzeit zweifelsohne unter ihren langfristigen Durchschnitten. Auf Basis der für 2011 und 2012 erwarteten Gewinne (Prognosen von IBES) macht aber auch der Aktienmarkt insgesamt momentan einen preiswerten Eindruck. Legt man die Kennzahlen zugrunde, die in unserer Datenbank mit mehr als 850.000 tatsächlich erfolgten Unternehmensübernahmen enthalten sind, so liegt das Bewertungsniveau des Aktienmarktes derzeit nämlich deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt.

Nehmen wir als Beispiel einmal das Verhältnis von Unternehmenswert zu EBITDA (EV/EBITDA). Dabei handelt es sich um einen aussagekräftigen Indikator für den Kurswert einer Firma im Vergleich zu ihrer reinen Ertragskraft. Bei der Analyse der Preise, die bei Unternehmensübernahmen gezahlt wurden, bevorzugen wir eine konservative Vorgehensweise. Deshalb ziehen wir anstelle der Durchschnittskennzahlen lieber das 40. Perzentil heran. In den letzten 15 Jahren lag diese Kennzahl für das Verhältnis EV/EBITDA in allen Sektoren bei 8,0 (der Median liegt bei 9,5). Im Vergleich dazu erscheint der MSCI World-Index mit einem für 2011 erwarteten Verhältnis EV/EBITDA von 7,0 und einer entsprechenden Kennzahl von 6,6 für das Jahr 2012 wirklich preiswert. Allerdings wird der Sparinvest Global Value Fonds momentan sogar zu einem noch günstigeren Bewertungsniveau gehandelt: So beträgt das für 2011 erwartete Verhältnis EV/EBITDA derzeit lediglich 5,2 und liegt für 2012 bei nur 4,7.

Trotz der derzeitigen weltweiten volkswirtschaftlichen Entwicklungen halten wir Aktien zurzeit für preiswert. Und im Vergleich zum breiten Aktienmarkt erscheinen unsere Portfolios momentan äußerst interessant. Das Ergebnis unseres konservativen Value-Prozesses sind seit jeher Portfolios mit einer hohen Ertragskraft, einer soliden Bilanz und einem günstigen Bewertungsniveau. Wie immer sind wir auch aktuell der Meinung, dass ein Blick auf die Bewertungskennzahlen und die Finanzindikatoren der zugrunde liegenden Unternehmen einen guten Einblick in die Qualität des Portfolios insgesamt vermittelt. Als Beispiel ziehen wir den Sparinvest Global Value Fonds heran und bilden aus den einzelnen Positionen ein einziges, fiktives Unternehmen, auf dessen Ertragskraft wir bereits im letzten Abschnitt eingegangen sind. Dieses hypothetische Unternehmen würde derzeit zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 1,02 gehandelt, während das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI

World-Index aktuell 2,16 beträgt. Die Bilanz eines solchen Unternehmens wäre mit einer Nettoverschuldungsquote im Verhältnis zum Eigenkapital von lediglich 24% solide, während der MSCI World-Index momentan einen Nettoverschuldungsgrad von 45% aufweist. Gleichzeitig wäre das Risiko von Abschreibungen aufgrund des niedrigen Anteils immaterieller Vermögenswerte relativ gering (das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/Eigenkapital läge bei lediglich 18% im Vergleich zu 51% beim Index).

Die Tatsache, dass der Faktor Ertragskraft an den Aktienmärkten derzeit so preiswert ist, hat ein viel versprechendes Potenzial für M&A-Aktivitäten zur Folge. Die genauen Auswirkungen von M&A-Aktivitäten auf die Portfolios lassen sich zwar nur schwer quantifizieren, sind aber zweifellos positiv. Solche Aktivitäten können sich zum einen unmittelbar auf das Portfolio auswirken, falls etwa Portfoliopositionen zu einem Aufgeld übernommen werden, es gibt aber auch indirekte Folgewirkungen. So können beispielsweise verstärkte M&A-Aktivitäten dazu führen, dass die Aktienmarkt-Bewertungen eines bestimmten Sektors insgesamt steigen. Außerdem können Erwartungen auf eine mögliche Übernahme die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf eine Firma ziehen, deren Aktienkurs dann bereits vorab nach oben klettert – und zwar unabhängig davon, ob nun tatsächlich ein konkretes Übernahmeangebot abgegeben wird oder nicht. Mit anderen Worten: Auch wenn letztlich keine Übernahme erfolgt, kann man M&A-Aktivitäten eindeutig als positive Katalysatoren für den Aktienkurs betrachten. Im Hinblick auf die Ertragskraft, die Stärke und das Bewertungsniveau unserer Positionen sehen wir die von uns gehaltenen Firmen als günstig positioniert an, um von diesem Potenzial zu profitieren. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass viele dieser Unternehmen in den nächsten Jahren in M&A-Aktivitäten involviert sein werden.

## Fazit

Im ersten Halbjahr 2011 haben sich die Aktienmärkte sehr stark auf volkswirtschaftliche Ereignisse konzentriert – und das zu Recht. Doch das zugrunde liegende Unternehmensumfeld ist wesentlich positiver. In den letzten Ausgaben der „Informationen für Anleger“ haben wir angemerkt, dass die nächsten Jahre vor allem durch den Schuldenabbau geprägt sein werden – eine Einschätzung, die nun ohne Zweifel eingetreten ist. Die Wirtschaftslage (sei es nun die von Staaten, Unternehmen oder Privatpersonen) bekommt momentan die Konsequenzen dieses Schuldenabbaus zu spüren. Dies ist ein Grund, weshalb wir auch weiterhin Firmen mit soliden Bilanzen und nachhaltigen Geschäftsmodellen bevorzugen. Die von

uns gehaltenen Unternehmen können einer Eskalation der Probleme im Euroraum trotzen. Sie sind auch in der Lage, sich von dem Erdbeben in Japan wieder zu erholen. Wir gehen davon aus, dass die Erholungstendenz der Weltwirtschaft anhalten wird, wenn auch in einem moderateren Tempo verlaufen wird als man vielleicht gehofft hatte. In einer solchen Situation haben solide und finanzstarke Firmen eine Vielzahl von Optionen: So können sie das recht mäßige Wirtschaftswachstum nutzen, indem sie andere Unternehmen übernehmen oder aber ihre Betriebsstätten konsolidieren etc. – und dadurch wiederum ihre langfristige Ertragskraft noch steigern. Deshalb sind wir von der Stärke unseres Portfolios überzeugt und vertrauen auf dessen Potenzial, solide Investorerträge zu generieren.

An den Aktienmärkten konzentriert man sich immer mehr auf kurzfristige Entwicklungen. Gleichzeitig gibt es ein nicht enden wollendes Bestreben, auch immer eine gute Geschichte erzählen zu können. Aber das spielt für uns als langfristig agierende Investoren keine Rolle. Natürlich kann dieses kurzfristige Handeln an den Märkten auch Anlagechancen eröffnen, von denen langfristig ausgerichtete Anleger (und insbesondere Value-Investoren) profitieren können. Beim Value Investing geht es jedoch nicht darum, eine gute Story zu verkaufen oder im Einklang mit dem Marktkonsensus zu liegen oder der allgemeinen Nachrichtenlage zu entsprechen.

Im Gegenteil, denn Value Investing basiert auf realen Vermögenswerten und konkreten Bewertungen, auf dem „Einkauf“ von Ertragskraft, auf soliden Bilanzen sowie auf Unternehmen, die zu einem Abschlag gehandelt werden. Am schwierigsten ist es jedoch, Geduld zu bewahren. Natürlich darf man in Bezug auf seine Investments oder seinen Investmentprozess auch nicht zu emotional sein. Vielmehr muss man stets bestrebt sein, den Prozess immer weiter zu verbessern, und zwar nicht nur dann, wenn das Marktumfeld schwierig ist, sondern an jedem einzelnen Tag des Jahres. Investoren müssen neugierig und immer darauf aus sein, noch klüger zu agieren. Für uns als Value-Investoren ist es jedoch am wichtigsten, niemals unsere Grundprinzipien aus den Augen zu verlieren: in Unternehmen mit soliden Bilanzen und einem Abschlag von 40% auf ihren inneren Wert zu investieren.

*Mit freundlichen Grüßen*

**Jens Moestrup Rasmussen**

Chief Portfolio Manager

11. Juli 2011

## Sparinvest Value-Team



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Team Leader/Chief Portfolio Manager



**Kasper Billy Jacobsen**  
Chief Portfolio Manager



**Per Kronborg Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Karsten Løngaard**  
Senior Portfolio Manager



**David Orr**  
Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Portfolio Manager



**Trine Uggerhøj**  
Portfolio Manager



**Lisbeth Søgaard Nielsen**  
Portfolio Manager



**Morten Rønnow Tandrup**  
Equity Analyst



**Mikael Søgaard**  
Equity Analyst



Sparinvest hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN PRI) unterzeichnet und ist Mitglied von Eurosif und Dansif.

Die UN PRI basieren auf sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment, die auf Initiative einer internationalen Anlegergruppe entwickelt und von der UN protegiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

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 SICAV jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen 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. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, Feri, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.