



Inhalt

- 2013 - Erst der Beginn der Normalisierung?
- Wo befinden wir uns im Bewertungszyklus?
- Höhere Bewertungen in den USA
- Chancen bei breiten Bewertungsabständen
- Value-Kristallisation
- Schwellenländer
- Sehr positiver Ausblick für Value-Titel

Unsere Value-Aktienfonds

Fonds	ISIN-Code
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen finden Sie auf sparinvest.eu

- sparinvest.eu

Value-Aktien

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!

2013 war letzten Endes ein sehr gutes Jahr für uns und für Aktienanleger im Allgemeinen, denn die meisten unserer Fonds lagen zum Jahresende deutlich vor ihren Benchmarks. Das vierte Quartal brachte allgemein solide absolute Renditen. Im Jahr 2013 richteten die Aktienmärkte ihr Augenmerk wieder auf die Fundamentaldaten und das langfristige Potenzial von Unternehmen. Darauf hatten wir als fundamentale Value-Anleger in einem der längsten historischen Zeiträume, in denen sich klassische Value-Faktoren unterdurchschnittlich entwickelten, lange gewartet. Nun sehen wir wieder ein günstiges Umfeld für unsere wertorientierte Anlagestrategie mit Bottom-up-Ansatz, und folglich fiel die Wertentwicklung unserer Fonds im Jahr 2013 vielversprechend aus.

2013 - Erst der Beginn der Normalisierung?

Die Korrelation zwischen den Titeln am Aktienmarkt hat sich im Laufe des vergangenen Jahres erheblich verringert, was bedeutet, dass die Aktienkurse wieder mehr auf individuelle Nachrichten reagieren. Es sei daran erinnert, dass diese Differenzierung genau das ist, was der Aktienmarkt auf lange Sicht macht, und einen wesentlichen Grund dafür darstellt, dass eine wertorientierte Anlagestrategie mit Bottom-up-Ansatz funktioniert. Gestützt durch die Renditen einer positiven Selektion übertrafen im Jahr 2013 die Positionen unserer globalen Fonds in den USA, Japan und Europa ihre regionalen Benchmarks, was bedeutet, dass unsere spezifische Titelauswahl erfolgreich war. Das ist „Stockpicking“, und 2013 war seit langer Zeit wieder ein ausgesprochen gutes Jahr für „Stockpicker“. In mehreren

vorhergehenden Jahren hatten die Finanzmärkte ein extremes Verhalten an den Tag gelegt, wobei sich die meisten Titel im Einklang mit dem Rest ihres Sektors, ihres Landes oder ihrer Region bewegten, zum größten Teil getrieben von Angst und Zweifeln. Dies war nicht normal und zeigt, dass man tunlichst nicht mit Erwartungen operieren sollte, die sich lediglich auf die Erfahrung des „laufenden historischen 3-Jahres-Zeitraums“ stützen.

Wo befinden wir uns im Bewertungszyklus?

Wo also stehen wir jetzt? Die wichtigsten US-Indizes haben ihre vor der weltweiten Finanzkrise erreichten Höchststände übertroffen. Der Nasdaq notiert sogar höher als kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Dezember 1999. Dagegen liegen die europäischen und japanischen Indizes noch 10 bis 30% unter ihren Höchstständen von Mitte 2007. Also wo befinden wir uns im Bewertungszyklus?

Angesichts der Tatsache, dass das Wirtschaftswachstum anzieht und die Zinssätze allgemein niedrig bleiben - trotz eines leichten Anstiegs der Anleiherenditen - wäre ein Schrumpfen der Aktienrisikoprämien und eine Zunahme der Bewertungen keine Überraschung. Genau dies war nämlich 2013 der Fall. In den USA und in Europa war der Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse und nicht das tatsächliche Gewinnwachstum der wesentliche Kursgewinntreiber. Auch in Japan legten die KGVs etwas zu, aber tatsächlich waren die erheblichen Kursgewinne der japanischen Aktien vor allem einem signifikanten Gewinnwachstum zuzuschreiben, gestützt auf den schwächeren Yen. Alles in allem bedeutet dies nicht, dass Aktien nun teuer wären. Vergessen wir nicht, dass die Bewertungsniveaus vor einem Jahr extrem niedrig waren, daher haben wir einfach eine Rückkehr zu normalen Niveaus erlebt. Hinzu kommt, dass sich der Anstieg des weltweiten Wachstums bislang vorwiegend in Konjunkturindikatoren manifestiert hat, jedoch fortan zunehmend auf die Unternehmensgewinne durchschlagen dürfte.

Für uns als wertorientierte Anleger mit Stock-picking-Ansatz kann jedoch jegliche Diskussion über Aktienbewertungen insgesamt als übermäßig verallgemeinernd erscheinen. Was uns mehr interessiert, sind Bewertungsunterschiede und

deren Ursachen. Ein Vergleich der Entwicklung der Kurs-Buchwert-Verhältnisse von US-amerikanischen, europäischen und japanischen Unternehmen mit Marktkapitalisierungen von über einer Milliarde USD zeigt, dass die Bewertungszahlen 2006-2007 ihren Höhepunkt erreichten, im Zuge der Finanzkrise drastisch zurückgingen und sich dann wieder erholten. Darüber hinaus sind zwei interessante Trends zu erkennen.

Höhere Bewertungen in den USA

Zum einen war die Erholung in den USA am kräftigsten: Das mittlere Kurs-Buchwert-Verhältnis von 3,6x liegt nun etwa 20% über dem Höchststand von 2006. Dagegen sind Europa und Japan nach wie vor günstiger im Vergleich zu ihren Vorkrisen-Höchstständen. Das mittlere KBV in Europa beträgt 2,6x und liegt somit 14% unter dem Höchststand, während es in Japan mit 1,5x 28% unter dem Höchststand liegt. Wie ist dies zu erklären? Die USA haben sich rascher von der weltweiten Finanzkrise erholt, während Europa unter der Staatsschuldenkrise und Japan unter einem Erdbeben und einer anhaltend starken Währung litt. Die Gewinne erholten sich bei den US-Unternehmen seit der Krise stärker. Überdies wurden die US-Aktienmärkte durch Änderungen der Kapitalstruktur gestützt: Viele US-Unternehmen haben in den letzten Jahren Anteile zurückgekauft. In diesem Kontext betrachtet ist die stärkere Erholung bei den Bewertungskennzahlen in den USA verständlich. Aber wir zögern, diesen Trend zu weit hochzurechnen, insbesondere da europäische und japanische Unternehmen eine Phase verlassen, in der sie daran gehindert wurden, ihr volles Potenzial auszuschöpfen.

Die EU kämpft immer noch mit der fragilen Balance zwischen den Wünschen der Kern- und der Peripherieländer. Wir sehen jedoch grundsätzlich positive Bewegungen in einzelnen Ländern (in der letzten Ausgabe erläuterten wir die Reformen in Frankreich) und einige ermutigende Daten. Japan tritt in das zweite Jahr der Abenomics ein. Zwei entscheidende Fragen lauten, wie schnell und wirksam Ministerpräsident Abe seinen dritten Pfeil - Reform - einsetzen kann und ob die Unternehmen Lohnerhöhungen vornehmen werden. Zu den bisherigen positiven Ergebnissen zählen die gestiegene Inflation und der schwächere Yen, der den Exporteuren Luft zum Atmen gibt. So lässt der

wirtschaftliche Gegenwind in beiden Regionen allmählich nach und nach Jahren der Kosteneinsparungen könnten Gewinnhebel (Operating Leverage) für ein beeindruckendes Gewinnwachstum sorgen. Aber nicht nur US-Unternehmen können positive Änderungen in der Unternehmens- und Kapitalstruktur berichten. 2013 erläuterten wir vor dem Hintergrund anziehender weltweiter Märkte für Fusionen und Übernahmen die Value-Kristallisation durch Veräußerung von Vermögenswerten bei Canadian Tire, Oil States International und Nokia. Nun veräußert Maersk seine Supermarkt-Sparte (siehe unten). In Japan beobachten wir verschiedene Impulse für eine stärkere Konzentration auf Kapitaleffizienz: von einem neuen Nikkei/Tokio-Börsenindex, dessen Komponenten auf Basis von ROE (Eigenkapitalrentabilität) und Faktoren der Unternehmensführung ausgewählt wurden, bis zu einem neuen Verhaltenskodex, der bei notierten Unternehmen größeres Engagement in puncto Kapitalstruktur und Dividendenausschüttungen verlangt. Überdies bestanden in einem deflationären Umfeld für die Unternehmen keine Anreize, Kapital einzusetzen: Wenn es zu Inflation und negativen Realzinsen kommt, werden die Unternehmen einem wachsenden Druck ausgesetzt, Barvermögen effizient zu nutzen oder an die Aktionäre auszuzahlen.

Chancen bei breiten Bewertungsabständen zwischen „Günstig“ und „Teuer“

Der zweite bemerkenswerte Trend bei der Entwicklung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses seit der globalen Finanzkrise besteht darin, dass die stärksten Zugewinne in den Quintilen erfolgten, die bereits zuvor am teuersten waren. Teure Aktien wurden im Vergleich zu günstigen noch teurer. Dies belegt unsere frühere Einschätzung: In den letzten, turbulenten Jahren drängten Anleger in Bereiche des Marktes, die als „sicher“ galten, wie defensive Werte, Titel mit niedrigem Beta und Aktien mit hoher Dividende. Sie gehen in aller Regel mit hohen Preisen einher, die durch den Andrang noch stiegen. Wir wissen um den Reiz dieser Titel, müssen als Value-Anleger jedoch stets den Preis beachten.

Überdies glauben wir nicht, dass niedriges Beta oder Volatilität alleine ein angemessener Maßstab für das langfristige Anlagerisiko sind. BofA Merrill Lynch führte vor kurzem eine Studie zu zehn

Sektoren des S&P durch, bei der Aktienkurs-Beta und fundamentales Risiko verglichen wurden - ein Maß für die Ergebnisqualität basierend auf Stabilität und Wachstum des Ergebnisses in einem Zehnjahreszeitraum. Interessanterweise war Telekommunikation der Sektor mit dem geringsten Anteil an Unternehmen mit stabilem Ergebnis: ein Sektor, der in der Regel als defensiv gilt und das zweitniedrigste Kurs-Beta aller Sektoren aufweist. Dagegen waren Industrierwerte, die gemeinhin als sehr zyklisch und auf jeden Fall als Werte mit hohem Beta gelten, der Sektor mit dem höchsten Anteil an Titeln mit stabilem Ergebnis. Wie von uns in den letzten Jahren häufig dargelegt, ist dies eine Phase, in der sich die Kurse in eng korrelierten Gruppen auf Basis sektorieller oder regionaler Einteilungen bewegten: in gewissem Maße entkoppelt von Fundamentaldaten der Unternehmen und mit Fehlbewertung des langfristigen Anlagerisikos.

In dieser Phase war der Bewertungsabstand zwischen „günstig“ und „teuer“, „zyklisch“ und „defensiv“ und niedrigem und hohem Beta nichts weniger als eine extreme Polarisierung. Wie wir wissen, war dies für das klassische wertorientierte Investieren schwierig. Wir waren jedoch zuversichtlich, dass dies nicht lange andauern würde, und trösteten uns damit, dass die breite Bewertungsstreuung hohe potenzielle Renditen für Value-Anleger bietet. 2013 war hierfür ein Beleg. Insgesamt lieferten Value- und Wachstumstitel in etwa die gleichen Renditen. Einige zyklische Sektoren, insbesondere in Europa, schnitten jedoch stark überdurchschnittlich ab. Unser globaler Fonds übertraf den MSCI World mit absoluten Renditen von 26-30% in allen wichtigen Regionen. Noch ermutigender ist der nach wie vor große Bewertungsabstand. Der Spread zwischen den Quintilen mit dem höchsten und niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnis ist global und regional betrachtet immer noch so groß wie seit vielen Jahren nicht mehr. Langfristig gesehen scheinen die zyklischeren gegenüber den defensiven Sektoren immer noch hohe Abschläge aufzuweisen. Und unsere Fonds sind im Vergleich zu den Aktienindizes gemessen an vermögens- oder ergebnisbasierten Bewertungskennzahlen nach wie vor bemerkenswert günstig. Dies verspricht einiges für die Zukunft.

Auch die Anleiherenditen steigen, hauptsächlich aufgrund des stärkeren globalen Wachstums und der Drosselung durch die Fed. Dies kann ein stützendes Umfeld für Value-Titel sein. Das

stärkere Wachstum dürfte an sich positiv sein: Gewinne in der gesamten Wirtschaft, vermehrter Kapitaleinsatz und Möglichkeit für die Nutzung von Gewinnhebeln (Operating Leverage), wie oben dargelegt wurde. Aber höhere risikofreie Zinssätze verringern auch den Wert der weiter in der Zukunft liegenden Cashflows im Vergleich zum Wert der Gewinne von heute. Bei Wachstumstiteln mit hohem KGV liegen die erwarteten Cashflows in aller Regel eher in ferner Zukunft und sie werden daher, weil die Anleiherenditen steigen, relativ weniger attraktiv, während Value-Titel relativ attraktiver werden.

Value-Kristallisation

Eines der Themen 2013 war die Freisetzung von Geldern durch die Veräußerung von Vermögenswerten. 2014 begann interessant, denn der dänische Riese Maersk kündigte den mehrheitlichen Verkauf seiner Beteiligung an Dänemarks größtem Einzelhändler, Dansk Supermarked, an. Dies wird Erlöse von rund DKK 17 Mrd. (EUR 2,3 Mrd.) und einen Gewinn von rund DKK 14 Mrd. (EUR 1,9 Mrd.) generieren. Dabei handelt es sich um die letzte und größte einer Reihe von Veräußerungen, durch die sich Maersk wieder mehr auf sein Kerngeschäft konzentriert: Containerschiffe, Häfen, Ölexploration und Bohrungen. Dies stärkt auch die Finanzkraft des Unternehmens und ermöglicht Investitionen in diesen Kernbereichen, lässt aber laut Finanzvorstand auch „einen Spielraum für erhöhte Dividendenkapazität“. Wir sind langfristig in Maersk investiert und wurden von niedrigen Bewertungen, der Finanzkraft und der langfristig ausgerichteten Denkweise des Managements angezogen. Wir sehen diesen letzten Schritt positiv. Auch der Aktienmarkt nahm dies auf jeden Fall gut auf.

Schwellenländer

In den Schwellenländern war die Drosselung der Anleihenankäufe durch die Fed 2013 das mit Abstand wichtigste Thema. Im Mai kamen Erwartungen im Hinblick auf einen frühen Beginn der Drosselung auf, und kurz darauf wurden zahlreiche Schwellenländeraktien und -währungen abverkauft. Es ging die Sorge um, dass die billige Liquidität, die diese Märkte in den letzten Jahren überschwemmt hatte, nun auf der Suche nach

Rendite wieder in die USA zurückfließen würde. Auf kurze Sicht wirken einige Schwellenländer für die Folgen solcher Kapitalabflüsse anfälliger als andere. Wir sind jedoch der Auffassung, dass die entscheidenden langfristigen strukturellen Antriebskräfte für die Volkswirtschaften und Aktienmärkte der Schwellenländer nach wie vor gelten: niedrige Verschuldung, insgesamt positive Leistungsbilanzen, wachsende Mittelklasse und wachsender Fremdkapital- und Infrastrukturbedarf. Dies sind natürlich Verallgemeinerungen und in den einzelnen Ländern ist die Lage vielschichtiger.

China ist ein interessantes Beispiel. Viele Analysten befürchteten eine harte Landung für China, aber 2013 ging es weniger um eine harte Landung als um eine harte Währung: Sowohl der Renminbi als auch die chinesischen Aktienmärkte bestachen durch ihre Stärke. Selbstverständlich halten die Sorgen weiter an. Die Reformagenda der chinesischen Regierung und der Wechsel von einem export- zu einem konsumorientierten Wachstumsmodell könnten die Wachstumsraten von ihren hohen Niveaus fast des gesamten letzten Jahrzehnts herunterholen. Wir verstehen diese Befürchtungen. Aber Reformen fordern meist Opfer und dieser Wechsel dürfte mittel- bis langfristig positiv wirken und China eine Basis für ein stetigeres und nachhaltigeres Wachstum bieten.

Wir sollten jedoch nicht so tun, als seien China oder die „BRIC“-Staaten die einzigen wichtigen Länder. Aus unserer Sicht ist entscheidend, dass Schwellenländer ein facettenreiches Universum für Stockpicking bieten. Unsere Schwellenländer-Fonds tätigen - wie alle unsere Value-Aktienfonds - Anlagen vorwiegend auf Basis einer Auswahl von Einzeltiteln aus jenen Titeln, die uns aufgrund ihrer erheblichen Abschläge auf ihren langfristigen Wert auffallen. Denn in den Schwellenländern ebenso wie in den Industrieländern besteht bei Value-Aktien (günstigen Aktien) eindeutig der Trend, dass sie langfristig besser abschneiden als teurere Vergleichstitel. In der Tat befinden wir uns seit 2012 in einer Phase, in der Value-Titel in Schwellenländern eine unterdurchschnittliche relative Performance aufwiesen. Kurzfristige Phasen einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung sind jedoch zu erwarten und ändern nichts am langfristigen Bild. Dagegen werden wir dadurch ermutigt, dass unsere Schwellenländer-Aktienfonds 2013 trotz des rauen Umfelds für

wertorientierte Anlagen eigentlich relativ gut abschnitten. Unsere Schwellenländer-Fonds übertrafen den MSCI Emerging Markets um rund 1% bis 5% und den MSCI Emerging Markets Value in erheblich höherem Maße. Wir werden uns künftig weiterhin auf die Auswahl von Titeln konzentrieren, deren Bewertung durch den Markt unserer Auffassung nach ungerechtfertigt günstig ist.

Jens Moestrup Rasmussen
Leitender Portfoliomanager
09. Januar 2014

Sehr positiver Ausblick für Value-Titel

Wir sind für 2014 zuversichtlich. Auch nach der starken Performance von 2013 sind wir nach wie vor der Ansicht, dass Aktien die attraktivste Anlageklasse darstellen und dass sich die Rückflüsse in Aktien 2014 fortsetzen werden. Wir glauben zwar nicht, dass Aktien jetzt besonders günstig sind, ihre Kurse erscheinen aber auch nicht zu hoch.

Auslöser für eine neuerliche Eintrübung an den Finanzmärkten, wankende Volkswirtschaften oder auch neue politische Hürden in Europa und den USA sind ohne Weiteres vorstellbar. Die Märkte scheinen auf solche Hürden jedoch gelassener zu reagieren. Wir gehen zudem von einer langsamen Erholung der Weltwirtschaft aus, mit möglichen positiven Auswirkungen auf die Gewinne in den meisten Unternehmen. Die Gewinnerholung dürfte 2014 die globalen Märkte befeuern, und wir sehen in Europa und Japan sowie den eher zyklischen oder wirtschaftlich anfälligen Marktbereichen besonderes Potenzial. Dies dürfte sich auf viele unserer Anlagen positiv auswirken.

Die Aktienmärkte bieten uns weiterhin attraktive neue Anlagegelegenheiten, die für eine solide langfristige Wertentwicklung sorgen dürften. 2013 war ein gutes Jahr, aber wir glauben, dass die Normalisierung der Lage an den Aktienmärkten damit erst begonnen hat. Der Ausblick ist positiv und wir sind optimistisch, weil die Risikobereitschaft an den Aktienmärkten zurückkehrt. Die Korrelation zwischen den Aktien ist niedrig, die Bewertungen unserer Portfolios sind attraktiv und wir erwarten höhere Unternehmensgewinne. Dagegen suchen die Unternehmen verstärkt nach Möglichkeiten zur Freisetzung von Geldern. Dies sind ermutigende Zeiten für Value-Anleger.

Mit freundlichen Grüßen



Sparinvest Value Team

Obere Reihe, von links nach rechts:

David Orr
Senior Portfolio Manager
Lisbeth Søgaard Nielsen
Portfolio Manager
Jeroen Bresser
Portfolio Manager
Per Kronborg Jensen
Senior Portfolio Manager
Morten Rønnow Tandrup
Equity Analyst

Untere Reihe, von links nach rechts:

Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager
Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader / Leitender
Portfoliomanager
Trine Uggerhøj
Portfolio Manager
Kasper Billy Jacobsen

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

Signatory of:



Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts, der „Wesentlichen Informationen für Anleger“ 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 dem berechtigten Vertriebsstellen, Vertretungen bzw. Repräsentanzen 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 Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quellen (sofern nicht 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.