



## Informationen für Anleger – Value-Aktien

3. Quartal 2014

### Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!

In den letzten Informationen haben wir auf die aufkeimende Konjunkturerholung in Europa und deren Auswirkung auf Value-Aktien hingewiesen. Während des Quartals änderte sich die Lage. Aus Europa kamen schwächere Zahlen und im Gegensatz hierzu entwickelt sich die US-Wirtschaft weiterhin gut. Diese Abweichung der gesamtwirtschaftlichen Zahlen konnte auch schon seit geraumer Zeit an den Unternehmensgewinnen beobachtet werden. Im Sommer erlebten US-Aktien fast keine negativen Gewinnkorrekturen und waren daher in der Lage, die bereits hohen Erwartungen zu erfüllen. Europäische Unternehmen mussten jedoch vergleichsweise häufiger und umfangreichere Gewinnkorrekturen nach unten hinnehmen. Der Rückgang der Erwartungen resultiert aus den europäischen Exporteuren, insbesondere dem Automobilsektor sowie Unternehmen in den Energie- und Rohstoffsektoren.

Diese regionalen Abweichungen spiegelten sich an den Renditen am Aktienmarkt wider. Gleichzeitig erwiesen sich die zunehmenden politischen Spannungen an der Grenze Europas als besonders schädlich für europäische Aktien. So entwickelte sich der US-Markt vor dem Hintergrund eines aufwertenden US-Dollar stark, während europäische Aktienindizes mehr oder weniger seitwärts tendierten.

### Kam die europäische Erholung vom Kurs ab?

Zugegebenermaßen steht Europa vor einigen Herausforderungen. Diese Herausforderungen scheinen in den gegenwärtig niedrigen Bewertungen innerhalb der Region jedoch mehr als berücksichtigt zu sein und wir erkennen vier Gründe, weshalb nicht alles schlecht ist.

#### Inhalt

- Kam die europäische Erholung vom Kurs ab?
- Ein schwieriges Quartal – Erinnerungen an 2011
- Technologieaktien
- Starke positive Gewinnkorrekturen in Japan
- Fazit

Erstes denken wir, dass wir das Ende der negativen Gewinnkorrekturen in Europa fast erreicht haben. Die Erwartungen geben nun schon seit über zwei Jahren nach, was aus historischer Sicht ein langer Zeitraum ist. Überdies korrelieren europäische Unternehmensgewinne in der Regel stärker mit der globalen Wirtschaft, die sich gegenwärtig in einer besseren Verfassung als die europäische Wirtschaft zu befinden scheint.

Zweitens hat die EZB die „langsame Korrektur“ in Europa erkannt und ist bereit, ihre Bilanz wieder auszuweiten. Vor zwei Jahren war die EZB im Unterschied hierzu die einzige bedeutende Zentralbank weltweit, deren Bilanz schrumpfte. In anderen Worten befinden wir uns vor einer neuen geldpolitischen Lockerung in Europa, während in den USA eher eine Straffung bevorsteht. Jüngste Äußerungen von Mario Draghi über die Politik der Zentralbanken ernteten Kritik, weil weder das Timing noch das Ausmaß der Lockerung klar sind. Aus unserer Sicht ist es wichtiger, dass die EZB bereit ist, die Kreditbedingungen in Europa weiter zu verbessern. Dies ist

eine Grundvoraussetzung, um die Wirtschaft der Region anzukurbeln.

Ein dritter wichtiger Faktor, der das Vertrauen und die Kreditvergabe in Europa weiter steigern dürfte, ist das Ergebnis der Überprüfung der Aktivaqualität europäischer Banken, das Ende Oktober ansteht. Obwohl wir im Ergebnis nicht viel Neues erwarten, denken wir, dass diese Aufgabe die Banken während des letzten Jahres stark beansprucht und von ihrem Kerngeschäft, der Kreditvergabe, abgelenkt hat. Die jüngsten Zahlen der EZB zur Bankenkreditvergabe (Juli) zeigten eine Lockerung der Kreditbedingungen für Unternehmensausleihungen erstmals seit 2007, während die Kreditnachfrage zunahm. Trotzdem muss es zu weiteren Verbesserungen kommen, insbesondere da die Kreditnachfrage für Investitionen zwar positiv, aber noch immer verhalten ist.

Der vierte positive Faktor ist eine Nebenwirkung der erneuten geldpolitischen Lockerung durch die EZB, also die jüngste Abwertung des Euro seit Ende August. Die Auswirkungen hieraus werden sich in den kommenden Quartalen in den Gewinnen europäischer Exporteure bemerkbar machen. Zusammen mit dem hohen betrieblichen Hebel vieler zyklischer europäischer Unternehmen erkennen wir für die Zukunft einen sehr Spielraum für drastische Gewinnsteigerungen.

### Ein schwieriges Quartal – Erinnerungen an 2011

Nach zehn Quartalen mit einer guten Performance von Value-Aktien war dieses 3. Quartal 2014 für unseren Anlagestil besonders schwer und erinnerte an das 3. Quartal 2011. Damals waren die Märkte ebenso wie gegenwärtig sehr stark gefühlsgesteuert und US-Aktien entwickelten sich ebenfalls deutlich besser als europäische Aktien. 2011 dachten die Anleger, dass eine Aufspaltung der Eurozone bevorstünde. Diesmal hängt der Rückgang jedoch stärker mit einer Eskalation der Unsicherheit zusammen, die sich aus mehreren Faktoren ergibt: schwache Wirtschaftszahlen aus Europa, der Ukraine-Konflikt, Krieg in Syrien, den Nachbarstaaten und der Islamische Staat, das Ebola-Virus in Westafrika, der Zustand der chinesischen Wirtschaft und die Auswirkungen all dieser Faktoren auf das künftige globale Wirtschaftswachstum. Wie auch vor drei Jahren führt die gestiegene Unsicherheit dazu, dass Anleger vor Aktien mit hohem Beta, Small Caps und Value-Aktien zurückschrecken. Dies hatte beträchtlich negative Auswirkungen auf die Performance der meisten unserer Fonds.

Wir haben in den vergangenen Jahren immer wieder betont, dass es beim Value-Investment allein auf Kontinuität ankommt: bei Ihrer Strategie zu bleiben, wenn Ihre Überzeugung auf die Probe gestellt wird. Das war sicherlich der Fall in den vergangenen fünf Jahren, als die anhaltenden wirtschaftlichen Turbulenzen oft von den Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen abgelenkt hatten und man eher auf makroökonomische und politische Ereignisse reagierte. Eine Auswirkung bestand darin, dass die Finanzmärkte noch stärker als üblich durch Konsensfindungsaktivitäten bestimmt wurden, weil sich die Anleger enger an die Benchmarks hielten, um nicht hervorstechen: Auf jeden Fall erkennen wir einen rückläufigen Anteil an Active Share-Ratios einiger Investoren in unserem Universum. Eine zweite Auswirkung ist, dass viele Anleger Zuflucht in vermeintlich sicheren Marktsegmenten suchen, wie beispielsweise traditionell defensiven Sektoren.

Zufluchts- und Momentumstrategien, also Käufe von Aktien, in die andere Anleger ebenfalls strömen, können sich in Zeiten dominierender Unsicherheit und Volatilität oftmals auszahlen. Sie sorgen jedoch auch dafür, dass Teile des Marktes gegenwärtig sehr überfüllt erscheinen und die Bewertungen dort übertrieben sind. Wie schon gesagt, sich an die Benchmark zu klammern, zahlt sich aus, solange es fast jeder tut. Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass solche Phasen niemals von Dauer sind. Gehen sie zu Ende, können Value-Anleger plötzlich reichlich belohnt werden, wenn die Bewertungsdiskrepanzen zwischen unterschiedlichen Marktbereichen wieder auf ein normaleres Niveau nachgeben. Beim Value-Investment liegt der Schwerpunkt auf mit Abschlag gehandelten Unternehmen, da dies die stärksten langfristigen Renditen bringt.

### Technologieaktien

Einige der „Favoriten“ im letzten Quartal waren Technologieaktien: Biotechnologie und Informationstechnologie. Die Sektoren mit der besten Performance waren das Gesundheitswesen und die Informationstechnologie. Im Gesundheitswesen waren nicht große Pharmawerte führend, sondern Biotechnologieaktien. Ohne zu sehr ins Detail zu gehen, können wir sagen, dass es uns schwerfällt, solchen Unternehmen einen Wert beizumessen, da sie auf Basis von traditionellen Kennzahlen wie der Gewinnrendite oder dem Kurs-Gewinn-Wachstum immer teuer erscheinen. Innerhalb der Informationstechnologie haben sich Facebook, LinkedIn und Twitter, die allesamt in den letzten Jahren an die Börse gingen,

während des Quartals am besten entwickelt. Viele Aktien innerhalb dieses Universums überzeugen uns schlichtweg nicht. Konventionelle Bewertungsmethoden sind hier schwierig anwendbar. Twitter hat bisher noch immer kein positives Quartalsergebnis erzielt und der Break-even-Punkt des Unternehmens wird nicht vor 2017 erwartet. Wir stimmen mit vielen anderen Marktteilnehmern überein, wenn sie sagen, dass sich diese Sektoren im Blasenbereich befinden. Im geldpolitischen Bericht der Fed vom 15. Juli wies sogar Janet Yellen auf die überreizten Bewertungskennzahlen innerhalb der sozialen Medien und der Biotechnologie hin.

Der Begriff „Informationstechnologie“ deckt jedoch mehr ab als nur soziale Medien und oft werden wir nach unserer Einschätzung von IT-Favoriten des Aktienmarkts wie Apple gefragt. Obwohl wir nicht vorgeben, einen besonderen Einblick zu haben, halten wir den Track Record des Unternehmens für sehr beeindruckend. Dies geht jedoch mit einem gewissen Preis einher, der für uns als Value-Anleger bisher nicht reizvoll war. Uns fällt besonders die Einschätzung schwer, wie lange es Apple gelingen wird, sein Wachstum fortzusetzen, ohne seine Margen zu beeinträchtigen, die deutlich über dem Branchenschnitt liegen.

Das Leben von Value-Anlegern wird nicht einfacher, wenn die Kurse von Unternehmen wie Apple oder die oben angesprochenen Aktien im sozialen Medienbereich stark steigen – wie es in den letzten Jahren der Fall war. Der Druck und die Versuchung, an dieser Rally teilzuhaben, wächst beständig und man fühlt sich wie der dümmste Schüler der Klasse. In solchen Situationen erinnern wir uns jedoch selbst daran, dass wir an unserem Stil festhalten müssen. Überdies gibt es für uns eine ausreichende Anzahl von Chancen, um ähnliche Ideen zu Preisen zu finden, die für uns wesentlich attraktiver sind. Der Festplattenhersteller Western Digital ist hierfür ein hervorragendes Beispiel.

Der Investment-Fall von Western Digital ist in gewisser Weise mit Apple verbunden. Anfang 2010 kündigte Apple die Markteinführung des iPad an. Die Menschen waren von diesem neuen Produkt begeistert und dachten, dass es den PC-Markt ebenso verändern würde, wie es das iPhone im Handymarkt bewerkstelligt hatte. Wegen der deutlich gesenkten Wachstumserwartungen für PCs und Notebooks wurden auch die Aussichten für den Festplattenabsatz gesenkt, denn man war schon bereit, den PC für tot zu erklären. Der Aktienkurs von Western Digital gab von USD 40 im Januar 2010 auf USD 25 im September deutlich nach. Als wir erstmals im September 2010 Aktien kauften, wurde Western Digital zu einem EV/EBITDA von 2,3 sowie einem KGV

von 4,3 gehandelt und hielt liquide Mittel im Umfang von 40% seiner Marktkapitalisierung. Mit anderen Worten war das Unternehmen bewertet, als ob es keine Zukunft mehr gäbe.

Wir sahen jedoch ein Unternehmen, das bereits erfolgreich verschiedene Technologiezyklen durchlaufen hatte und einer stark konzentrierten Branche mit einer stärkeren Preisdisziplin als beispielsweise der Handymarkt angehörte. Anfang der Neunzigerjahre kämpften noch über 20 Unternehmen um Marktanteile, während 2010 die drei größten Hersteller 80% des Marktes für sich beansprucht hatten. Auch waren wir nicht der Ansicht, dass der PC-Markt verschwinden würde, während das Wachstum der iCloud möglicherweise neue Chancen eröffnen könnte.

Innerhalb eines Jahres nach unserer Anlage entschied sich Western Digital, seinen engsten Konkurrenten Hitachi Storage zu kaufen, um dadurch der weltweit größte Hersteller von Datenspeicherlösungen mit einem globalen Marktanteil von 50% zu werden. Ab 2012 wurden die Synergievorteile aus diesem Deal für die Anleger klar erkennbar und gleichzeitig begann man zu verstehen, dass das iPad kein Ersatz für den PC ist. Während unserer Anlagedauer konnte Western Digital seine Erlöse um 50% und sein EBITDA um 80% steigern. Dies spiegelte sich auch im Aktienkurs wider und die Bewertungen normalisierten sich aus unserer Sicht. Wir verkauften unsere Aktien im Januar 2014 zu USD 89 und erzielten auf Euro-Basis eine Gesamtertragsrendite von 235%.

Was geschah mit Apple während desselben Zeitraums? Die Einführung des iPad war sicherlich ein großer Erfolg und veränderte die Branche. Apple konnte dadurch seine Erlöse und Gewinne während desselben Zeitraums verdreifachen und der Aktienkurs verdoppelte sich.

Warum wurde Apple also durch Western Digital im Rennen um die beste Kursperformance geschlagen? Wenn wir die Renditen der beiden Aktien genauer aufschlüsseln, erkennen wir eindeutig, dass sich die Rendite im Fall von Western Digital aus höheren Gewinnen und steigenden finanziellen Kennzahlen ergab. Mit anderen Worten, die Anleger hatten niedrige Erwartungen und waren daher nur zur Zahlung niedriger Finanzkennzahlen für Western Digital bereit. Apples Rendite ergab sich jedoch aus den sehr starken Gewinnsteigerungen, während die finanziellen Kennzahlen nachgaben. Viele Anleger waren also anscheinend bereits zur Zahlung hoher Finanzkennzahlen in Erwartung einer erfolgreichen Markteinführung des iPad bereit gewesen.

Zusammenfassend: Falls die Anleger ein Marktsegment euphorisch einschätzen, könnten einem echten Value-Anleger

einige interessante Chancen entgehen. Das bedeutet jedoch nicht, dass keine anderen Möglichkeiten in seinen Marktbereichen existieren.

### Starke positive Gewinnkorrekturen in Japan

Wenn wir uns Chancen anschauen, müssen wir auch Japan erwähnen. Trotz der sehr starken Kursentwicklung japanischer Aktien seit November 2012 erkennen wir in Japan noch immer viele Gelegenheiten. Ein Grund hierfür ist, dass sich die Gewinne schneller verbesserten als die Aktienkurse. Das Gewinnwachstum bleibt in Japan höher als in den USA und in Europa. Die Tatsache, dass japanische Unternehmen weiterhin positive Gewinnkorrekturen im Sommer ankündigten, obwohl die Währungskurse fast unverändert waren, deutet auf eine strukturelle Gewinnverbesserung japanischer Betriebe hin. Einige Beispiele für fundamentale Verbesserungen innerhalb unserer Portfoliobestände sind Yamaha Motor und Fujifilm.

Vor dem Beginn der globalen Finanzkrise unterhielt Yamaha Motor zwölf Produktionsstätten in Japan. Es kam bereits zu einer Verringerung auf neun Fabriken und das Unternehmen schließt gegenwärtig drei weitere Standorte innerhalb des Landes. Sonstige ergriffene Kostensenkungsmaßnahmen beinhalten eine bessere Beschaffung von Gütern und neue Plattformstrategien. Darüber hinaus verbessert das Unternehmen seine Produktdifferenzierung, wodurch die Preisgestaltungsmacht gesteigert wird. Wegen dieser Maßnahmen befindet sich Yamaha Motor kurz davor, 2015 einen Rekordgewinn zu erreichen, obwohl der Motorradumsatz in den Industrieländern noch immer 50% unter dem Vorkrisenstand liegt und der Yen um 10% aufgewertet hat.

Fujifilm ist ein weiteres Unternehmen, das wir bereits viele Jahre halten. Das Unternehmen erkannte vor rund 15-20 Jahren, dass es sich in der digitalen Ära nicht länger auf Fotofilme (Bestandteil des Segments Bildtechnik) verlassen kann. Der Übergang auf einen gut diversifizierten Mischkonzern im Chemiesektor erwies sich als langwierig und manchmal schmerzhaft. Man muss sich jedoch vor Augen führen, dass ehemals mächtige Konkurrenten wie Kodak und Polaroid in diesen Jahren ihren Betrieb einstellten. Vor rund zehn Jahren begann Fujifilm, beträchtliche Summen in den Aufbau seines Gesundheitsgeschäfts (Bestandteil des Segments Informationslösungen) zu stecken, weil das Gesundheitswesen ein strukturell höheres Wachstum, umfangreichere Einstiegsbarrieren und eine bessere Rentabilität aufwies. Bevor Ergebnisse eingeholt werden

konnten, waren jedoch auch Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen notwendig. Seit 2003 halbierte Fujifilm seine Vermögenswerte in der Bildtechnik und verdoppelte sie im Gesundheitswesen. Diese strategische Veränderung führte in der Bildtechnik zu beständigen Verlusten, während Fujifilm seine Ertragskraft im Gesundheitswesen ausbaute. Nun haben wir ein Stadium erreicht, in dem die Bildtechnik wieder rentabel ist, während das Gesundheitswesen sein Umsatzwachstum durch Produkteinführungen beschleunigt. Im Vergleich zu anderen globalen Gesundheitsunternehmen ist Fujifilm noch immer ein Zwerg, erzielte jedoch in diesem Sommer große Aufmerksamkeit wegen einer möglichen Behandlung von Ebola. Die erfolgreiche Einführung eines neuen Ebola-Medikaments steht nicht im Mittelpunkt unserer Anlagebeurteilung von Fujifilm. Die Möglichkeit eines solchen Ereignisses könnte jedoch sicherlich eine Neubewertung des Unternehmens anhand von Kennzahlen auslösen, die näher der Bewertung anderer Unternehmen im Gesundheitsbereich sind.

### Fazit

Uns ist bewusst, dass die globale Konjunkturerholung unter Druck steht und die jüngsten Konjunkturzahlen aus der Eurozone schwach sind. Unseres Erachtens kam die europäische Erholung nicht vom Kurs ab, wir müssen allerdings auch zugeben, dass wir hinsichtlich unserer Wirtschaftsprognosen bereits zuvor falsch gelegen haben. Positiv ist aber, dass die EZB trotz der vermeintlich fehlenden Klarheit hinsichtlich Zeitpunkt und Ausmaß der geldpolitischen Lockerung mit einer breiten Auswahl an Vorschlägen reagiert hat, wie beispielsweise kombinierten haushalts- und geldpolitischen Impulsen durch Strukturreformen, so genannten „Draghinomics“. Genau der gleiche Kurs scheint im Fall von Japan erfolgreich zu sein.

Man darf nicht vergessen, dass sich unsere Portfoliozusammensetzung daraus ergibt, wo wir die besten langfristigen Anlageideen finden können. Es fällt uns tatsächlich schwer zuzusehen, wie bereits hoch bewertete Aktien weiterhin eine Outperformance erzielen, obwohl ihre Leugnung der Schwerkraft durch keine konventionelle Bewertungsmethode gerechtfertigt werden kann. Gleichzeitig werden solide Unternehmen mit einer starken Cashflow-Erwirtschaftung über Konjunkturzyklen hinweg aufgrund ihres geografischen Ursprungs, der Größe oder ihrer Konjunkturabhängigkeit abgewertet. In solchen Zeiten könnte man sich fragen, ob dies das Ende des fundamentalen Value-

Investing sein könnte. Wir glauben, dass dies nicht der Fall ist. Falls überhaupt, so erinnern uns Biotechnologiewerte und Aktien der sozialen Medien an die späten Neunzigerjahre, als Bewertungen für viele Anleger unwichtig waren. Sie spielten einfach keine Rolle, bis sie einige Jahre später jedoch wirklich wichtig wurden. Die Tatsache, dass so hohe

Bewertungsunterschiede bestehen (europäische gegenüber US-amerikanischen Titeln, defensive gegenüber zyklischen Aktien oder Small Caps gegenüber Large Caps), sorgt dafür, dass wir von dem langfristigen Potenzial unserer Anlagen überzeugt bleiben.

## 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***Leitender Portfoliomanager*

Sparinvest ist Unterzeichner der UN-Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN-PRI) und Mitglied des Eurosif und des Dansif.

UN PRI ist eine durch die Vereinten Nationen unterstützte Initiative internationaler Anleger, die auf den sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment basiert. Es wird angestrebt, Anlegern aktiv zu helfen, ökologische, soziale und Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Unterzeichner der



Principles for  
Responsible  
Investment

Dieser Newsletter ist weder eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Engagement in etwaigen anderen Transaktionen, noch eine Anlageberatung oder andere Finanz- oder Bankdienstleistung und darf nicht als solche(s) ausgelegt werden. Materialien und zum Ausdruck gebrachte Meinungen sind als Ausblick und allgemeine Informationen von Sparinvest im Rahmen des Marketings von Sparinvest und den von Sparinvest verwalteten Fonds zu betrachten. Alle hier enthaltenen Informationen stammen von Sparinvest, sofern nicht auf andere Quellen verwiesen wird. Informationen aus externen Quellen werden ohne Prüfung verwendet, und Sparinvest übernimmt keine Verantwortung für ihre Richtigkeit. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

Die angegebenen Fonds sind Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Für weitere Informationen verweisen wir auf den Verkaufsprospekt, die „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie den aktuellen Jahresbericht bzw. Halbjahresbericht von Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung kostenlos in den Geschäftsräumen von Sparinvest oder bei den bestellten Vertriebsstellen erhältlich sind. Anlegern wird empfohlen, den Verkaufsprospekt, die Satzung und andere maßgebliche Informationen zum jeweiligen Teilfonds vor einer Anlage sorgfältig zu lesen. Wir weisen darauf hin, dass Renditen und die Wertentwicklung der Vergangenheit nicht als Garantie für die zukünftige Wertentwicklung und zukünftige Renditen zu betrachten sind. Insbesondere sind Fonds, die in ausländische Märkte investieren, Wechselkursschwankungen ausgesetzt, die den Wert der Fonds steigern oder schmälern können. Die vollständige Rückzahlung des angelegten Kapitals wird nicht garantiert. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Investor Services Bank S.A., Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.