

Schlägt jetzt die Stunde Japans? Nippon is back!

Japan – ein vernachlässigter Markt

Seit dem Platzen der Immobilienblase in Japan Ende 1989 ist der Anteil japanischer Aktien in den globalen Aktienindizes von 40% auf aktuell etwa 10% gefallen. Das Interesse internationaler Investoren an Japan nahm im Zuge der Korrektur stark ab. Aktuell sind internationale Investoren sogar im Vergleich zu diesem niedrigen Wert noch deutlich untergewichtet. Japan spielt in den Portfolios vieler Investoren keine entscheidende Rolle mehr. Häufig, wenn überhaupt, wird der Japananteil nur noch in Form von Indexfonds (ETFs) abgebildet. Daher setzen sich globale Investoren nicht aktiv mit den Chancen auseinander, die der japanische Markt bietet. Japan ist daher ein vernachlässigter Markt.

Wertentwicklung des japanischen Marktes (fett) im Vergleich zu S&P 500 (orange) und Europa (normal)



Dabei bietet Japan große Chancen und ein attraktives Ertragspotential. Das sollte eigentlich nicht überraschen, da Japan nach den USA und China immer noch die drittgrößte Volkswirtschaft und der zweitgrößte Kapitalmarkt der Welt ist. Und es gibt schlagkräftige Argumente dafür, dass japanische Aktien schon bald wieder im Fokus der internationalen Investoren stehen könnten.

Japans Performance verdient mehr Aufmerksamkeit

Der wichtigste Grund ist schlichtweg die sehr überzeugende Performance in den vergangenen Jahren. Vielen Investoren ist nicht bewusst, dass die Wertentwicklung japanischer Aktien in den vergangenen fünf Jahren mit +134% (+19% p.a.) nicht nur höher war als bei europäischen, sondern auch deutlich über jener von amerikanischen Aktien lag (+16% bzw. +10% p.a.). Der japanische Topix Index hat sich damit um 3% pro Jahr besser entwickelt als der amerikanischen S&P 500 Index und um 9% p.a. besser als der MSCI Europe Index. Über die gesamte Fünfjahresperiode liegt der Performancevorsprung bei beeindruckenden 22% gegenüber US-Aktien und 72% gegenüber europäischen Titeln.

Gute Gründe für eine nachhaltig positive Kurs- und Bewertungsentwicklung?

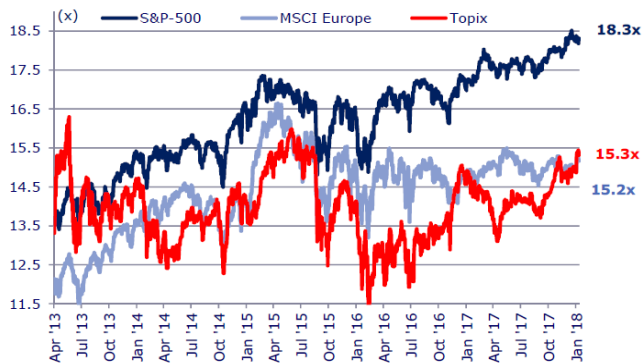
Viele Entwicklungen in Japan sind deutlich nachhaltiger als in den vermeintlich sichereren Märkten Europas und Amerikas. Man könnte hier beispielsweise den Faktor „politische Stabilität“ anführen, die mit der Regierung von Shinzo Abo zweifelsfrei ungleich höher ist als die derzeitige Situation in den USA mit US-Präsident Trump. Aber auch verglichen mit vielen europäischen Ländern erscheint Japan ein Hort der Stabilität. Aus Sicht eines Investors steht darüber hinaus die Frage im Vordergrund, ob japanische Aktien Potential für nachhaltige weitere Kurssteigerungen bieten. Die folgenden Gründe sprechen dafür:

1. Tiefe Bewertungsniveaus im globalen Vergleich

Während im oben genannten Zeitraum die Bewertungen (etwa anhand des KGV's) europäischer und amerikanischer Aktien stark angestiegen sind, liegen die Bewertungen japanischer Aktien heute sogar niedriger als vor einigen Jahren. Dies heißt nichts anderes als dass die Kurse in Europa und den USA der fundamentalen Entwicklung der Unternehmen weit vorausgelaufen sind. Im Gegensatz dazu sind die Gewinne in

Japan stärker gestiegen als die Kurse, sodass die Bewertungen trotz der starken Kursanstiege sogar zurückgegangen sind.

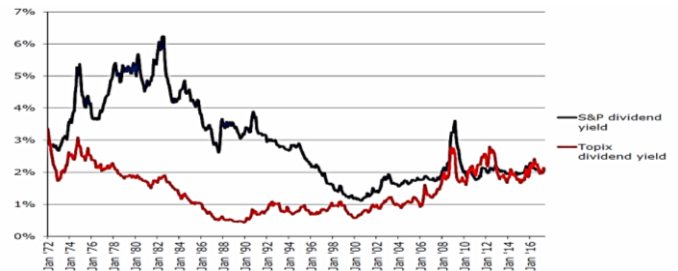
Japan ist niedrig bewertet: Die KGV's im Vergleich mit USA sind deutlich niedriger



Quellen: CLSA, Bloomberg

Die Ausschüttungsquote gibt an, welcher Anteil der Gewinne in Form von Dividenden ausgeschüttet wird. US-Unternehmen schütten bereits mehr als 50% ihrer Gewinne als Dividenden aus, japanische bisher nur etwa ein Drittel.

Dividendenrendite für japanische (Topix) und amerikanische (S&P) Aktien

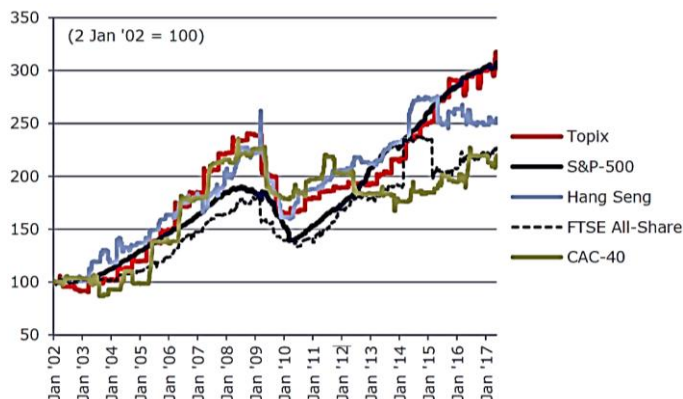


Quellen: CLSA, Bloomberg

2. Toyota & Co finanzieren ihre Dividenden- und Aktienrückkäufe aus ihren operativen Cash Flows – US Unternehmen betreiben Bilanzakrobatik mittels „Financial Engineering“!

Viele Investoren erinnern sich noch, dass japanische Unternehmen bei Dividenden immer sehr knausrig waren. Dies ist heute nicht mehr so. Japanische Unternehmen hatten in den vergangenen fünf Jahren ein deutlich höheres Dividendenwachstum als amerikanische und europäische Unternehmen, mit dem Ergebnis, dass die erwartete Dividendenrendite in Japan mit 1,9% nun um 0,1% über jener amerikanischer Aktien liegt.

Wachstum der Dividenden pro Aktie: Japan liegt weit vorne



Quellen: CLSA, Bloomberg

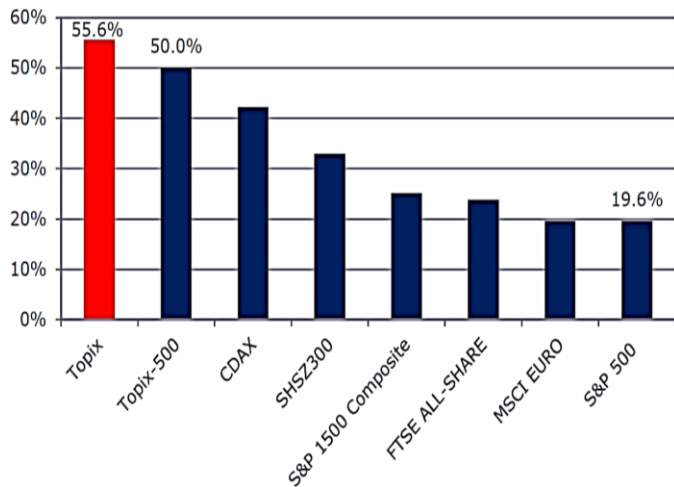
Bei der Frage der Nachhaltigkeit von weiteren Dividendensteigerungen sind zwei wesentliche Faktoren zu betrachten: die Ausschüttungsquote sowie die Liquidität der Unternehmen.

Damit haben japanische Unternehmen einen viel höheren Spielraum, ihre Dividenden noch deutlich stärker zu erhöhen. Um Dividenden tatsächlich auch ausschütten zu können, müssen auch die entsprechenden liquiden Mittel zur Verfügung stehen. Gesund und nachhaltig ist es, wenn Dividendenzahlungen (das gleiche gilt für Aktienrückkäufe) aus den freien Cash Flows finanziert werden, wie dies in Japan der Fall ist. Weniger nachhaltig (oder vielmehr extrem bedenklich) ist die Situation bei vielen amerikanischen Unternehmen, die Kredite aufnehmen (müssen), um ihre Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe zu finanzieren.

3. Japanische Unternehmen sind kerngesund und strotzen vor Liquidität

Japanische Unternehmen hatten in Folge des Immobilien- und Aktienmarkt-Crashes Anfang der 1990er Jahre enorm überschuldete Bilanzen. Die binnenwirtschaftliche Schwäche in Japan seit damals ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen im vergangenen Vierteljahrhundert ihre operativen Gewinne weniger für Investitionen und Gewinnausschüttungen, sondern primär zur Rückführung ihrer Schulden verwendet hatten. Dieser Prozess ist nun abgeschlossen und 56% der Unternehmen (Nicht-Banken) im Topix Index haben keine (Netto-) Verschuldung mehr, worin sie sich diametral insbesondere von US Unternehmen unterscheiden, die durchschnittlich sehr hohe Verschuldungsniveaus aufweisen. Eine hohe Verschuldung stellt aus der Sicht von Investoren immer auch ein zusätzliches Risiko dar, das angesichts der hohen Bewertungen in den USA jedoch kaum mehr adäquat kompensiert wird.

**Anteil der Unternehmen im Index ohne Nettoverschuldung:
Japans Unternehmen sind größtenteils schuldenfrei**



Quellen: CLSA, Bloomberg

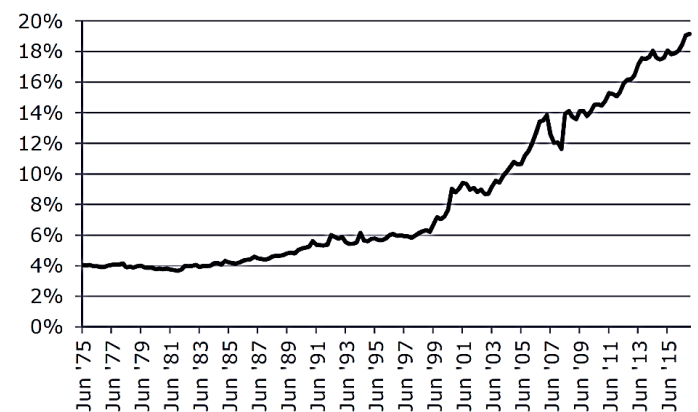
Darüber hinaus liegt bei 42% der japanischen Unternehmen der aktuelle Börsenwert unterhalb des bilanziellen Wertes; deren Preis-Buchwert-Multiplikator ist somit kleiner als eins. In Europa ist dies nur bei 10-20% der Unternehmen der Fall, in den USA gar nur bei 5%. Die deutlich tiefere Bewertung japanischer Unternehmen dürfte also keinesfalls auf ein höheres Risikoniveau zurückzuführen sein. Sie ist vielmehr ein Indikator für eine enorme relative und absolute Fehlbewertung.

Darauf deuten auch die Eigenkapitalrenditen relativ zum Preis-Buchwert-Multiplikator hin: Im Durchschnitt handeln japanische Unternehmen nur beim 1,5fachen ihres Bilanzwertes, europäische beim 2-fachen und amerikanische beim 3,4-fachen, und das, obwohl die Eigenkapitalrentabilität in Japan deutlich gestiegen ist (wohlgermerkt aufgrund einer operativen Stärke und nicht wegen „Financial Engineering“ mit billigem Leverage). Der Bewertungsunterschied hat sich daher zuletzt sogar noch vergrößert.

4. Die Bilanzen japanischer Unternehmen sind „rock solid“

Hinzukommt, dass die Bilanzen japanischer Unternehmen „rock solid“ sind, während diejenigen amerikanischer Unternehmen viel heiße Luft enthalten: Japanische Unternehmen weisen neben ihrer Anlageninvestitionen vor allem Beteiligungen an anderen börsennotierten Unternehmen (1/5 der Bilanzen) und Immobilienbesitz (1/10 der Bilanzen) aus. All dies ist verhältnismäßig leicht zu bewerten, zu veräußern und zu liquidieren. Immaterielle Vermögensgegenstände spielen in Japan kaum eine Rolle.

In Japan macht der Anteil der Beteiligungen an anderen Unternehmen bereits ein Fünftel der Bilanzwerte aus



Quellen: CLSA, MoF

Vollkommen anders wiederum ist die Situation in den USA. Amerikanische Bilanzen weisen sehr häufig einen extrem hohen Anteil an immateriellen Vermögenswerten aus. Darin enthalten ist der sogenannte Goodwill (Firmenwert), der z.B. bei einer Unternehmensübernahme eingebucht werden muss, wenn ein Aufschlag auf die übernommenen Vermögenswerte bezahlt wurde. Die Werthaltigkeit dieser immateriellen Vermögenswerte ist sehr schwer zu beurteilen. Sie sind jedenfalls sehr risikoreich, denn letztlich ist der Goodwill nichts anderes als die vorausgezahlten Gewinne und Rendite, die erst noch erwirtschaftet werden müssen. Die Zukunft muss also erst noch halten, was da versprochen wurde (früher musste dieser Goodwill aus guten Gründen abgeschrieben werden, man wollte nicht, dass bereits in der Bilanz „spekuliert“ wurde).

Japans Attraktivität zeigt sich deutlich am Verhältnis Kurs zu materiellen Vermögenswerten (Price to Tangible Book Value)



Quellen: CLSA, Bloomberg

Konservative Investoren klammern daher diese spekulativen Bilanzwerte aus und betrachten lediglich den „Tangible Book Value“, also nur die greifbaren Posten der Bilanz. Dabei zeigt sich die Attraktivität der japanischen Bewertungen noch deutlicher: während das Verhältnis Marktwert zu Tangible Book bei 1,7 liegt, ist dieser Wert in den USA in den vergangenen Jahren enorm angestiegen und liegt bei 10 - die Bewertung in den USA liegt somit beim 5-fachen Wert Japans.

Noch ein Beispiel, welche Möglichkeiten sich am japanischen Aktienmarkt aufgrund der dargestellten Rahmenbedingungen bieten: Toyota Industries, ein Automobilzulieferunternehmen, das u.a. Motoren und Klimaanlage herstellt, hat ein erfolgreiches operatives Geschäft. Darüber hinaus hält dieses Unternehmen Anteile an 61 börsennotierten Unternehmen. Darunter auch am weltgrößten Automobilhersteller Toyota Motors. Genaugenommen ist Toyota Industries mit einem Anteil von über 6% sogar sein größter Aktionär. Der Wert dieser Beteiligungen liegt bei EUR 19 Mrd. Das Unternehmen wird allerdings an der Börse derzeit nur mit einem Börsenwert von EUR 15 Mrd. bewertet. Das heißt, sogar ohne Berücksichtigung des Wertes des operativen Geschäftes liegt alleine schon der Wert der Beteiligungen um 25% darüber.

Zusammenfassung

Japanische Unternehmen stellen mit ihren beinahe schuldenfreien Bilanzen, die überwiegend reale Vermögenswerte und nur in einem geringen Umfang spekulativen Goodwill umfassen, und ihren im Vergleich viel niedrigeren Bewertungen eine bessere Investmentmöglichkeit als europäischen und amerikanischen Aktien dar.

Dies umso mehr, als japanische Unternehmen zu den Hauptprofiteuren der folgende großen Megatrends gehören: (1) Der Konsumwachstum der chinesischen Mittelschicht, die immer mehr High-End Elektronikgeräte nachfragt, (2) Internet of Things, Digitalisierung und Automatisierung und (3) Elektromobilität bringen für Unternehmen wie Japan Display (Elektronische Komponenten für Smartphones), Keyence (Sensoren), Fanc (Industrieroboter) oder Panasonic (Batterietechnologie) große Wachstumschancen und sind nur wenige Beispiele dafür, wie stark Japans Unternehmen von den aktuellen Entwicklungen profitieren.

Es deutet vieles darauf hin, dass es gut investierte Zeit ist, sich mit dem japanischen Aktienmarkt näher auseinanderzusetzen.

Kontakt

ASPOMA Asset Management GmbH

Rudolfstraße 37

4040 Linz

Österreich

Tel.: +43 732 9444 16

Email: office@aspoma.com

www.aspoma.com

ASPOMA Asset Management GmbH

ASPOMA Asset Management wurde in der Überzeugung gegründet, dass Asien als die in den kommenden Jahren global am stärksten wachsende Region viele attraktive Investmentmöglichkeiten bietet, deren Realisierung jedoch besondere Kenntnisse über die asiatischen Gegebenheiten und Märkte erfordert. ASPOMA Asset Management ist ein unabhängiges privates Investmentunternehmen, das auf die asiatischen Märkte, insbesondere China und Japan spezialisiert ist. Durch unseren spezialisierten Ansatz können wir Investoren optimale Investmentlösungen für ihren Investmentbedarf in Asien bieten.

DISCLAIMER:

Diese Publikation stammt von der ASPOMA Asset Management GmbH (kurz „ASPOMA“). Sie dient ausschließlich der Information und stellt kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder Vertrieb von Anlageprodukten dar; ein solches Angebot wird ausdrücklich ausgeschlossen. Der Inhalt der Publikation wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen übernimmt die ASPOMA keine Gewähr. Die in der Publikation enthaltenen Fakten und Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. ASPOMA lehnt jede Haftung ab, die sich aus der Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen ergeben kann. Die Reproduktion oder Modifikation ganz oder teilweise ohne vorherige schriftliche Zustimmung von ASPOMA ist untersagt. Alle Rechte für diese Publikation bleiben vorbehalten. Für weitergehende Informationen kontaktieren Sie uns bitte. Das vorliegende Dokument ersetzt keine qualifizierte Beratung.