



ASPOMA Due Diligence Meeting mit Toshiba und Nuflare; Bild: ASPOMA Asset Management

„Fette Weihnachtsgänse“ in Japan: Gaumenfreuden für Investoren

Gastkommentar von Clemens Kustner, Harald Staudinger und Koya Tabata, ASPOMA Asset Management

Viele japanische Aktien sind unglaublich tief bewertet; eine interessante Gruppe von Unternehmen sind extrem niedrig bewertete Tochterunternehmen von größeren Unternehmen wie Hitachi oder Toshiba. Die gestrige Ankündigung (13.11.2019) Toshibas, zwei unserer 45 Hidden Values Unternehmen im ASPOMA Japan Opportunities Fund aufkaufen zu wollen, nehmen wir zum Anlass, Ihnen deren Investment Case etwas genauer vorzustellen.

Eine besonders interessante Gruppe von Unternehmen in Japan sind extrem tief bewertete Tochtergesellschaften größerer Unternehmen. Die Anzahl dieser Unternehmen liegt im dreistelligen Bereich.

Die «Mütter» besitzen häufig zwischen 40% und 60% der Aktien der Tochtergesellschaften. Diese **Töchter sind häufig sehr tief bewertet und stark überkapitalisiert**, besitzen also enormes Finanzvermögen, welches sie nicht benötigen.

Die Logik, deren Wert zu heben, ist mehr als einleuchtend: Entweder dadurch, dass die Mutter die mit flüssigen Mitteln vollgestopfte Tochter mit einer deutlichen Prämie von der Börse nimmt. Alternativ kämpfen Finanzinvestoren wie KKR und Bain Capital darum, diese Unternehmen kaufen zu können. In beiden Fällen profitieren die Minderheitsaktionäre, da ein Übernahmeangebot mit einer Prämie gestellt werden muss.

Nachdem derartige Wertrealisierungen in Japan in der Vergangenheit undenkbar waren, werden sie seit ein bis zwei Jahren immer häufiger. Der von der Regierung Abe eingeführte Corporate Governance Code zeigt Wirkung. Investoren (v.a. Aktivisten und Private Equity Unternehmen) können nun stärkeren Druck auf die Unternehmen ausüben, effizienter und renditestärker zu werden.

Toshiba Plant Systems & Services ist eine solche fette Gans

Toshiba Plant ist ein großartiges Unternehmen. Das Anlagenbau- und Wartungsgeschäft von Toshiba ist in den letzten zehn Jahren jedes Jahr gewachsen und hat immer eine operative Marge von über 8% erzielt.

Die Bilanz von Toshiba Plant ist mit Cash und anderen frei verfügbaren finanziellen

Vermögenswerten «vollgestopft»: Ein Eigenkapital von umgerechnet 1,4 Milliarden US-Dollar finanziert ein fürs operative Geschäft benötigtes Vermögen von 557 Millionen US-Dollar und frei verfügbare flüssige Mittel und Finanzanlagen von 883 Millionen US-Dollar.

Auf das operative Vermögen erzielt Toshiba Plant eine Rendite nach Steuern (!) von 22%, auf das Finanzvermögen eine Rendite nach Steuern von nur 1%. Die Rendite des Eigenkapitals nach Steuern von 9% spiegelt aufgrund der niedrigen Rendite des Finanzvermögens die Leistungsfähigkeit des operativen Geschäfts nicht annähernd wider.

An der Börse wurde Toshiba Plant per Ende Oktober mit umgerechnet 1,9 Milliarden US-Dollar bewertet. Das entspricht einem Kurs-Buchwert-Multiplikator von 1.3x und einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14.5x.

Das Wertpotential ist unmittelbar ersichtlich

Entnimmt man beim gegenwärtigen Kurswert das nicht benötigte Finanzvermögen, dann hat man ein Unternehmen, das mit seinem operativen Geschäft eine Rendite von 22% nach Steuern erzielt und dann mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 8.5x und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von knapp 1.9x bewertet ist.

Ein angemessener Wert für ein Unternehmen mit einem Wachstum von 4%, einer operativen Gewinnmarge von über 8% und einer Kapitalrendite von 22% (nach Steuern) ist bei weitem höher.

Aus diesem Grund haben wir neben Toshiba Plant auch Nuflare Technology, ein weiteres Tochterunternehmen von Toshiba Corp., in unserem Japan Hidden Value Portfolio. Bereits im vergangenen Jahr führten wir einen Due Diligence Besuch bei Toshiba und Nuflare durch.

Die Gans wird nun geschlachtet

- Bereits am 1. Oktober hatte Toshibas CEO Nobuaki Kurumatani angekündigt, die erfolgreiche Strategie von Hitachi, börsennotierte Tochtergesellschaften entweder vollständig zu übernehmen oder sie an Finanzinvestoren zu verkaufen, ebenfalls anzuwenden.
- Am Montag (11.11.) berichtete Kyodo News unter Berufung auf eine "nicht identifizierte Person", dass "Toshiba erwägt, seine börsennotierten Einheiten wie Toshiba Plant Systems und Nishishiba Electric (6591) in hundertprozentige Tochtergesellschaften umzuwandeln.
- Am Dienstag (12.11.) stiegen die Kurse von Toshiba Plant daraufhin um 17%. Die Kurse der Tochtergesellschaften Nuflare bzw. Nishishiba stiegen um 18% bzw. 29%.
- Am Mittwoch (13.11.) kam die Bestätigung, dass Toshiba ihre drei Tochtergesellschaften vollständig übernehmen will. Die Kurse steigen nochmals um 10 bis 15%.

Durch diese Ankündigung hat nicht nur Toshiba Plant sondern auch ihr „Schwester“-Unternehmen Nuflare Technology, das wir bereits im vergangenen Jahr im Rahmen unserer Due Diligence besucht hatten, eine deutliche Neubewertung erfahren. Der Wertzuwachs bei Nuflare liegt seit Jahresanfang bei +130%. Es gibt in Japan noch eine große Anzahl von Tochterunternehmen, bei denen wir ähnliche Entwicklungen erwarten. Angesichts der tiefen Bewertungen und der großen Anzahl an überkapitalisierten Tochtergesellschaften war Toshiba Plant sicher nicht die letzte „fette“ Gans, die geschlachtet und Investoren erfreuen wird.

Guten Appetit!

Dr. Harald Staudinger und Dr. Clemens Kustner sind Investmentexperten für die japanischen und chinesischen Kapitalmärkte sowie Mitbegründer und Geschäftsführer von ASPOMA Asset Management.

Koya Tabata ist Investmentanalyst für japanische Aktien in Tokio für ASPOMA Asset Management.

ASPOMA Asset Management ist ein auf Asien spezialisierter Asset Manager mit Sitz in Österreich und Analysten vor Ort in Japan und China. Die Investmentstrategie für Japan ist ähnlich wie bei Private Equity Buyout-Fonds darauf ausgelegt, kerngesunde aber stark überkapitalisierte und tief bewertete Unternehmen zu identifizieren, die aus der Kombination von hohen operativen Free Cashflows und einer effizienter gestalteten Kapitalstruktur attraktive Investmenterträge ermöglichen.

Investoren können mit dem ASPOMA Japan Opportunities Fund gezielt in ein Portfolio aus japanischen „Hidden Value“ – Unternehmen investieren.

Weitere Informationen:

Den aktuellsten Quartalsbericht finden Sie [hier](#).

Eine Kurzpräsentation zum Investment Case für Hidden Value Aktien finden Sie [hier](#).

Weitere Unternehmensbeispiele finden Sie für

- Hitachi High-Tech [hier](#) [ein weiteres Beispiel für ein tief bewertetes Tochterunternehmen]
- DeNA [hier](#)
- Tosei [hier](#)