

Asian Growth – Aktualisierung

**„Freiheit ist immer die Freiheit der Andersdenkenden.“
Rosa Luxemburg**

Überblick

Anlässlich unserer letzten Aktualisierung, die wir inmitten der schlimmsten Phase der COVID-Krise durchführten, konnten wir beobachten, dass Realität und Märkte selten derart eng miteinander verflochten waren. Die Märkte setzten angesichts zunehmender Panik zu einem rasanten Abschwung an. Allerdings war schon damals offensichtlich, dass diese Entwicklungen eher von kurzfristiger Angst als von konkreten Einschätzungen zu den langfristigen Aussichten auf Wertsteigerungen an Asiens Märkten angetrieben wurden.

Wie wir alle wissen, weisen die Märkte äußerst effiziente Preisabschlagsmechanismen auf. Wenn überall Angst vorherrscht und die negativen Schlagzeilen einfach nicht abreißen wollen, stehen die Chancen nicht schlecht, dass ein Großteil des Abwärtspotenzials bereits eingepreist ist. In der Rückschau erscheint alles so einfach, aber genau so war es letztlich im Jahr 2020. In der Tat scheint derzeit angesichts des aktuell vorherrschenden Marktenthusiasmus das Gegenteil wieder das größere Risiko zu sein.

Schon zu einem früheren Zeitpunkt argumentierten wir, dass sich die Welt allein in den vergangenen zehn Monaten scheinbar um zehn Jahre in die Zukunft katapultiert hat. In vielerlei Hinsicht trifft das offenbar zu. Der Siegeszug der Technologiebranche sowie das „New Normal“ sind diesbezüglich geläufige Binsenweisheiten. In der Rückschau handelt es sich dabei aber lediglich um die jüngsten Manifestationen eines modernen Zeitalters der beschleunigten Disruption. Immerhin stand die Region Asiens in letzter Zeit eindeutig an der Spitze dieses Wandels.

Laut Meinung derjenigen, die weiterhin im Kaffeesatz lesen, sowie den meisten gewichtigen und Expertenanalysen nach zu schließen ist das Umfeld derzeit zweifellos sehr schwierig. Wir alle haben schon einmal dystopische Zombie-Filme gesehen. Fortlaufende Lockdowns, eine verschwenderische Geldpolitik, steigende Defizite, eine beispiellose Schuldenlast, soziale Verwerfungen und ein vermeintlich neuer kalter Krieg bieten wahrlich keine rosigen Zukunftsaussichten. Ebenfalls zu erwähnen sind höhere Bewertungen in einem Umfeld hartnäckig niedriger (Null-)Zinsen.

Risikofaktoren

Bei diesem Dokument handelt es sich um Finanzwerbung in Bezug auf FSSA Asia Pacific ex-Japan Strategy. Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger innerhalb des EWR und andernorts, wo dies gesetzlich zulässig ist. Eine Anlage geht mit bestimmten Risiken einher, unter anderen mit den folgenden:

- **Der Wert von Anlagen und daraus erzielte Erträge können sowohl sinken als auch steigen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten unter Umständen einen wesentlich geringeren als den ursprünglich investierten Betrag zurück.**
- **Währungsrisiko:** Der Fonds investiert in Vermögenswerte, die auf andere Währungen lauten; Änderungen an Wechselkursen haben Auswirkungen auf den Wert des Fonds und könnten zu Verlusten führen. Regierungsentscheidungen zu Devisenkontrollen könnten den Wert der Fondsanlagen beeinflussen und den Fonds dazu veranlassen, die Rücknahme seiner Anteile aufzuschieben oder auszusetzen.
- **Länderrisiko / Spezifisches Regionenrisiko:** Anlagen in einem einzelnen Land oder einer spezifischen Region können riskanter sein als Anlagen in verschiedenen Ländern oder Regionen. Anlagen in einer höheren Anzahl von Ländern oder Regionen helfen, das Risiko zu streuen.
- **Risiko der Kapitalminderung durch Kosten:** Die Gebühren und Kosten können aus dem Kapital der Anlage bestritten werden. Werden Kosten aus dem Kapital bestritten, reduziert sich dadurch das Potenzial auf Kapitalzuwachs.
- **Schwellenländerrisiko:** Die Märkte in Schwellenländern reagieren in der Regel empfindlicher auf politische und wirtschaftliche Bedingungen als in den Industrieländern. Ebenfalls von Bedeutung sind ein erhöhtes Liquiditätsrisiko, Beschränkungen bei Investitionen oder der Übertragung von Vermögenswerten, eine fehlgeschlagene/verzögerte Abwicklung und Schwierigkeiten bei der Bewertung von Wertpapieren.
- **Risiken im Zusammenhang mit kleineren Unternehmen:** Anlagen in kleineren Unternehmen können riskanter sein und schwieriger zu erwerben oder veräußern sein als Anlagen in größeren Unternehmen.

Eine vollständige Beschreibung der Bedingungen einer Anlage und ihrer Risiken entnehmen Sie bitte dem Prospekt und den Wesentlichen Informationen für den Anleger (KIID) für jeden Fonds.

Sollten Sie Zweifel über die Eignung unserer Fonds für Ihre Anlagebedürfnisse haben, wenden Sie sich bitte an einen Anlageberater.



Wir hegen keine makroökonomischen Perspektiven und glauben einfach nur, dass es wahrscheinlich vernünftig ist, sich in einem derart unsicheren Umfeld gegen einen überbordenden Optimismus zu wappnen. Weltweit befinden sich die Bewertungen derzeit eindeutig auf Blasen terrain. Zugleich wissen wir alle, dass eine solche Situation von Dauer sein kann. Insbesondere die gegenwärtige Produktionslücke bedeutet, dass die Inflation vorerst verhalten bleiben könnte, obgleich das aktuelle Umfeld in wirtschaftlicher und geldpolitischer Hinsicht in der jüngeren Geschichte seinesgleichen sucht.

Mit Beginn der Impfkampagnen ist es wohl angemessen, davon auszugehen, dass die Welt im Laufe der Zeit (in sechs Monaten?) weniger anormal sein wird. In diesem Sinne wäre auch niemand sonderlich überrascht, wenn die Märkte einen Abverkauf erleben würden, sobald sich tatsächlich wieder bessere Zeiten einstellen, anstatt weiterhin lediglich mit Hoffnungen auf eine bessere Zukunft beschäftigt zu sein. Wie immer gibt es viel Anlass zur Sorge.

In der Zwischenzeit folgen wir einfach unserem bewährten Ansatz, d. h. wir konzentrieren uns stark auf die Qualität der Geschäftsleitungsteams und Geschäftsmodelle der von uns gehaltenen Unternehmen sowie auf deren Bilanzen. So wie wir im März 2020 nicht in Pessimismus verfallen sind, müssen wir aktuell darauf bedacht sein, uns nicht zu sehr vom Optimismus mitreißen zu lassen und weiterhin vernünftige Bewertungen abzugeben.

Portfolioaktivität

Obschon wir unsere Portfolios schon immer als „vielschichtig“ charakterisiert haben (d. h. unabhängig von der Marktsaison sollte immer etwas „blühen“), war die Portfolioaktivität in der ersten Hälfte des Jahres 2020 ungewöhnlich hoch. Da die COVID-19-Pandemie an den Märkten ihr Unwesen trieb und die Unternehmen beinahe ausnahmslos abstrafte, konnten wir einige unsere Bestände auf effektive Weise umschichten.

Aus Top-down-Sicht wechselten wir von Unternehmen, die sich als robuster und defensiver erwiesen hatten, in die von der Krise gebeutelten und konjunktursensibleren Anlagekandidaten des Universums. Dies geschah über das gesamte Portfolio hinweg: In sämtlichen Positionen stockten wir auf breiter Ebene auf oder verringerten unser Engagement. In der Rückschau war dies den Renditen in der zweiten Jahreshälfte zuträglich. Seitdem ist die Portfolioaktivität allerdings wieder recht verhalten.

Insbesondere fügten wir einige Internetaktien wie JD.com, Tencent und Seek hinzu, neben einer Reihe von eher zyklisch ausgerichteten Unternehmen wie Fanuc in Japan und Voltas in Indien. Wir verfolgen all diese Unternehmen seit geraumer Zeit, und der wahllose Abverkauf bot attraktive Einstiegspunkte.

Im Detail äußerten wir uns zur Anlagethese für diese Internetunternehmen in unserem letzten, auf Juni datierten Bericht. Ihr seither starkes Gewinnwachstum hat die Renditen gesteigert, während die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) als Reaktion auf ihre Marktanteilsgewinne expandierten. Diese Zugewinne, die der Tatsache geschuldet sind, dass die Kunden gezwungenermaßen von der physischen auf die virtuelle Welt ausweichen mussten, werden wohl nachhaltiger Natur sein, denn dieses Konsumverhalten ist, wie wir es alle erlebt haben, mittlerweile zur Norm geworden.

Bei unseren anderen Portfoliobeständen haben wir im Zuge der pandemiebedingten Panik etwa einen robusten Versorger wie Hongkong & China Gas oder den taiwanesischen Verbraucherkonzern Uni-President verkauft, indische Banken hingegen im Allgemeinen aufgestockt. Wir nutzten die Gelegenheit und nahmen ferner einige in Mitleidenschaft gezogene Titel rund um den Reisesektor, namentlich Shiseido und Shanghai International Airport (SIA), in das Portfolio auf.

Neue Positionen

In gewisser Hinsicht sind die Unternehmen aus dem Reisesektor als Ausreißer zu betrachten, da ihre Geschäftsmodelle derzeit in Trümmern liegen und diese Titel angeschlagen bleiben. Bei einer Anlage in diesen Unternehmen gibt man zwangsläufig eine Einschätzung über den Grad der makroökonomisch bedingten Erholung in der Reisebranche ab. Andererseits verfügen Shiseido und Shanghai International Airport (SIA) über eine gute Kapitalausstattung und sie werden auf konservative Art geleitet; ihre Erholung wird größtenteils durch China und den chinesischen Tourismus geprägt sein.

Wir sind diesbezüglich zuversichtlich. Ein rasanter Aufschwung sowie ein anhaltendes und langfristiges Wachstum bei Freizeitreisen in China erscheinen uns als Prognose angemessen. Dafür sind sowohl Shiseido als auch SIA gut positioniert. Als wir Shiseido in das Portfolio aufnahmen, trennten wir uns zugleich von AmorePacific Group.

Letzteres Unternehmen war relativ gesehen geringfügig vertreten. Shiseido ist wiederum eine wesentlich bessere und stärker etablierte Marke. Unseres Erachtens wird sich Shiseido schneller erholen. Zugleich sind wir arg frustriert, kein effektives Engagement in AmorePacific aufrechterhalten zu können. In Gesprächen und in formelleren Schreiben äußerten wir eine Reihe von Bedenken über die Kapitaldisziplin und die Notwendigkeit einer stärkeren Fokussierung auf den Bereich E-Commerce. Das Unternehmen zeigte sich unterdessen wie zu erwarten kaum interessiert, was in Korea aber eher typisch ist. Unlängst gab es allerdings doch Spekulationen, dass nun Reformen in Angriff genommen werden könnten.



Shiseido

Auch Shiseido bedarf einer Reform und diese wurde bereits eingeläutet. Shiseido ist Japans führendes Kosmetikunternehmen mit einer globalen Präsenz, einem größtenteils jedoch schwierigen Geschäftsverlauf außerhalb des Heimatlandes (abgesehen von China). In der Tat wurde das Unternehmen trotz seiner hohen Bruttomarge (ca. 80 %) von der Pandemie hart getroffen, was auf die recht hohen Fixkosten zurückzuführen ist. Auch wenn die Erholung schon eingesetzt hat, ist davon auszugehen, dass das Geschäft im Jahr 2020 kumulativ verlustbringend war.

Das China-Geschäft bleibt indes sehr robust und hat angesichts von 30 % des gesamten Konzernumsatzes im Geschäftsjahr 2020 mittlerweile einen noch höheren Anteil an den Unternehmensaktivitäten. Chinesische Touristen machen gewöhnlich einen beträchtlichen Teil des Japan-Umsatzes von Shiseido und der Reiseverkäufe aus; einiges davon hat sich auf den Duty-Free-Bereich in Festland-China verlagert. Auf normalisierter Basis und zusammengenommen macht China wahrscheinlich bereits mehr als 40 % des Konzernumsatzes aus.

Unglücklicherweise sind sowohl das US-amerikanische als auch das europäische Geschäft momentan defizitär, und die Betriebsmarge des Gesamtkonzerns beträgt auf normalisierter Basis lediglich 10 %. Im Vergleich dazu haben Konkurrenten wie L'Oréal und Estée Lauder Margen von fast 20 % vorzuweisen und selbst LG Household & Health Care (LG H&H) in Korea kann für sich 15 % in Anspruch nehmen. Fairerweise sei angemerkt, dass Shiseido auf dem japanischen Markt ebenso rentabel ist, die Marge in China jedoch im niedrigen Zehnerbereich liegt.

Mit der Ernennung eines neuen Finanzchefs (vormals Coca-Cola), der zu dem ebenfalls von Coca-Cola stammenden CEO hinzustößt, bestehen Chancen auf eine erneute und weitaus stärkere Fokussierung zugunsten einer besseren operativen Marge. Der neue CFO konzentriert sich, neben einer Überprüfung des Bestandsgeschäfts unter dem Gesichtspunkt des Return on Investment (ROI), vor allem auf mehr Effizienz und leistungsstärkere IT-Systeme.

Gemessen an den Forward-KGVs erscheint Shiseido mit einem historischen Multiple von 37 (GJ19) überteuert. Allerdings stimmen uns die Verjüngungskur in der Chefetage sowie der Schwerpunkt auf den Margen und eine wahrscheinliche Erholung des China-Geschäfts zuversichtlich. Obschon sich die Aktien des Unternehmens von ihren Tiefstständen im März bereits erholt haben, gehen wir davon aus, dass ein normaleres Umfeld für einen weiteren Aufschwung sorgen wird.

Shanghai International Airport (SIA)

Wir haben Shanghai International Airport (SIA) bereits zu einem früheren Zeitpunkt gehalten, den Titel damals,

als er zum Liebling ausländischer Investoren wurde und eine beträchtliche Neubewertung erfuhr, jedoch letztlich veräußert. Wie bei Shiseido hat COVID-19 für das GJ20 zu operativen Verlusten geführt, und das Gesamtgeschäft, einschließlich der verbundenen Unternehmen, wird wohl kaum die Gewinnzone erreichen, auch wenn Inlandsreisen einen gewissen Ausgleich schufen.

SIA ist ein chinesisches Unternehmen in staatlicher Hand (State-Owned-Enterprise, SOE), was unserer Erfahrung nach gewöhnlich Ineffizienz, Interessenkonflikte und politikgesteuerte Managemententscheidungen nach sich zieht, aber auch den Rückhalt der Regierung in Zeiten von Not gewährleistet. Wie dem auch sei, SIA hat ungeachtet der Mitte 2019 erfolgten erheblichen Kapazitätsausweitung eine robuste Bilanz mit hoher Netto-Cash-Position vorzuweisen.

Das neue Satellitenterminal hat eine Verdoppelung der Verkaufsfläche zur Folge. Überraschenderweise wurde das Projekt pünktlich und im Rahmen des Budgets fertiggestellt. Am Flughafen Pudong können nun pro Jahr 80 Millionen Passagiere abgefertigt werden. Andererseits wird angesichts des staatlichen Charakters des Anlagewerts regelmäßig über die Erbringung von Kapitalspritzen rund um den alten Flughafen von Shanghai (Hongqiao) sowie die Start- und Landebahnen spekuliert, die von einem anderen Investor gehalten werden.

SIA wird von einer Wiederbelebung des internationalen Reiseverkehrs profitieren, ein Segment, das 50 % des Unternehmensumsatzes ausmacht. Dank neuer Kapazitäten und revidierter Bedingungen für die Umsatzaufteilung unter Duty-Free-Betreibern gehen wir davon aus, dass die Gewinne über das historische Niveau des GJ19 hinaus ansteigen werden. Das Markt-KGV basierend auf GJ22-Prognosen liegt mit 25 in etwa auf dem vorherigen Durchschnitt.

Voltas

In Indien nahmen wir Voltas, das größte Unternehmen des Landes im Segment Klimaanlage, in das Portfolio auf. Wir bewerten die Aussichten für das langfristige Wirtschaftswachstum Indiens weiterhin positiv. Voltas befindet sich im Besitz der Tata Group und ist gemeinsam mit Tata Consultancy Services (TCS) nach wie vor eine der größten Positionen in der Strategie. Selbst wenn das Forward-KGV recht anspruchsvoll erscheint (KGV von 35 basierend auf der prognostizierten Ertragslage per Ende 2022), ist das Potenzial für Wachstum und Unternehmensreformen recht hoch.

Da die indische Bevölkerung immer wohlhabender wird, dürfte die Nachfrage nach Klimaanlage stark zunehmen. (Wie immer verdeutlicht das Beispiel Chinas, welches hohes Potenzial hier besteht.) Darüber hinaus haben auf kürzere Sicht die geopolitischen Auseinandersetzungen zwischen Indien und China (im Himalaya) aufgrund von Restriktionen



für chinesische Importe den Umsatz bei diesem indischen Unternehmen angekurbelt. Das Unternehmen ist der Ansicht, dass es sein Wachstum in den kommenden Jahren um 12–15 % steigern kann.

In Indien beläuft sich die Marktpenetration im Bereich der Klimaanlage mit 6 % lediglich auf ein Zehntel der Durchdringungsrate Chinas (65 %). Der Wettbewerb hat zugenommen, aber die drohende Konkurrenz durch die Produktion in Festland-China wurde deutlich zurückgedrängt. Das Geschäft mit Klimaanlage ist händler-, service- und reputationsorientiert, was einige Eintrittsbarrieren mit sich bringt. Darüber hinaus steigt das Unternehmen in den Bereich der Weißware (Waschmaschinen und Kühlschränke) ein und gründete Ende 2018 diesbezüglich ein Joint Venture mit Arcelik (Türkei).

In Anbetracht der starken Markenreputation sowie bestehender Vertriebskanäle sehen wir darin eine vernünftige Diversifizierung des Geschäfts. Mittlerweile stellt das Unternehmen auch ein besseres Kapitalmanagement unter Beweis: Unlängst beschloss es, seine Projektparten (Maschinenbau/Installation im Nahen Osten) auszugliedern. Wie bei den Konkurrenten sind die Renditen und Erfolgsbilanz dieses Geschäfts schwach ausgefallen. Ansonsten verfügt das Unternehmen über eine Netto-Cash-Position und in den kommenden Jahren könnte bei den Renditen und dem Wachstum eine Erholung zu verzeichnen sein.

Käufe & Verkäufe

Während wir die Positionen in indischen Banken im Allgemeinen erheblich aufgestockt haben, da dieses Segment insgesamt zu einem 15-Jahres-Tief gehandelt wird, haben wir uns von der Oversea-Chinese Banking Corporation (OCBC) aus Singapur getrennt. OCBC ist ohne Zweifel eine gut geführte Bank. Selbst derzeit werden ihre Aktien bei einer Eigenkapitalrendite (ROE) von 10–12 % nur knapp über dem Buchwert gehandelt. Wir glauben jedoch, dass indische Banken wesentlich bessere Wachstumsperspektiven aufweisen. Obschon die Mehrheit der indischen Bevölkerung mittlerweile über ein Bankkonto verfügt, bleiben die sich in öffentlicher Hand befindenden Institute in Sachen Kapital eingeschränkt. Zugleich hat die Konkurrenz stark nachgelassen.

Einige der aggressiveren indischen Privatbanken (insbesondere die Yes Bank) mussten beträchtliche Kursverluste hinnehmen, denn mit Beginn des jüngsten Abschwungs wiesen sie etwas überzogene Bewertungen auf. Darüber hinaus sind die Nicht-Bank-Finanzgesellschaften (NBFCs) mittlerweile weniger aggressiv, was das Wachstum und die Margen der verbleibenden Privatbanken stützen sollte. HDFC Bank, Housing Development Corporation, Kotak Mahindra Bank und Axis Bank befinden sich unvermindert unter unseren

größten Beständen.

Nachdem wir Zhejiang Supor aus China vor weniger als einem Jahr aufgenommen hatten, trennten wir uns von dieser Position. Wir begründen diesen Schritt mit zunehmenden Wettbewerbsbedenken durch den E-Commerce. Da China das Zukunftspotenzial von E-Commerce begeistert zu nutzen weiß, gerät die Macht und Widerstandsfähigkeit von Marken zusehends unter Druck, denn die Konkurrenz kann sich nun direkt an die Kunden wenden. Mit der Zunahme unseres Engagements im Bereich E-Commerce und angesichts des Feedbacks aus Gesprächen mit Unternehmen dieser Art wurden wir weniger zuversichtlich, was die Aussichten für das verarbeitende Gewerbe betrifft. Wir konnten uns von der Position zu einem moderaten Gewinn trennen.

Taiwan Semiconductor (TSMC) bleibt ungeachtet einer moderaten Reduzierung unsere größte Position, da dieses Unternehmen nach wie vor eine makellose Geschäftsausführung vorweist. Niemand macht es derzeit offensichtlich besser, wobei Samsung Electronics (SEC) in Bezug auf die Technologie TSMC am dichtesten auf den Fersen ist, aber stets ein Konkurrent für jeden externen Kunden ist. Wir erachten TSMC nach wie vor als eines der weltweit besten Unternehmen. Wie TCS bietet es uns ein breites Engagement bezogen auf die zunehmende Technologisierung unseres Alltagslebens. Obgleich das Unternehmen nicht ohne Grund als zyklisch zu erachten ist, beläuft sich sein KGV (mit Beginn des Smartphone-Modernisierungszyklus) nach wie vor auf 25 (GJ21).

Die wirtschaftliche Erholung in China hat außerdem die Kursentwicklung des in Japan notierten Herstellers von Investitionsgütern Fanuc beflügelt. Wir stockten unseren Bestand nach pandemiebedingten Kursverlusten deutlich auf und stützten dafür unsere Position in dem defensiven Konsumunternehmen Unicharm (Japan). Insgesamt konnten sich unsere Konsumunternehmen, darunter Uni-President und Unicharm, im Großen und Ganzen und wie zu erwarten gut behaupten.

Fanuc

Im Grunde genommen bietet Fanuc ein Engagement in den Sektoren Automobil und Technologie und spezifisch in den Bereichen Smartphones und Computer. Das Umsatzwachstum und die Erholung fielen für dieses japanische Unternehmen – der größter Anbieter von Industrierobotern im chinesischen Markt – stark aus. Dieser Rückenwind dürfte angesichts des auf lange Sicht zu erwartenden Wachstums im Bereich Automatisierung anhalten, denn die Bevölkerung Chinas wird immer älter und wohlhabender. Fanuc erzielt schon jetzt 30 % seines Umsatzes direkt in China.

Bereits vor COVID befand sich das Unternehmen angesichts eines nachlassenden Investitionszyklus in China in einem Abschwung. Eine Wiederaufnahme des



Wachstums sowie eine Normalisierung nach der Pandemie dürften dazu führen, dass der Konzern in den kommenden Jahren von einer zusätzlichen zyklischen Expansion profitiert. In Anbetracht dessen haben sich die Aktien des Unternehmens gut entwickelt. Mittlerweile werden sie zu einem Forward-KGV, basierend auf den Gewinnprognosen für 2023, von 32 gehandelt.

In gleicher Weise konnten wir eine starke Erholung bei Mediatek beobachten. Dieser Konzern nähert sich aktuell früheren KGV-Höchstständen. Wie bei Fanuk besteht unseres Erachtens auch hier Potenzial für Korrekturen nach oben hin, da der Konzern im Begriff ist, in die Wachstumsphase des neuen Zyklus für 5G-Chips einzutreten. Die Nachfrage nach 5G-Chips dürfte sich im laufenden Jahr (mit 200 Mio. bis 400 Mio. Einheiten) verdoppeln, der Wettbewerbsdruck sollte jedoch überschaubar bleiben (SEC, Qualcomm und Mediatek machen den gesamten Markt aus).

In absoluter Hinsicht ist das Forward-KGV von Mediatek nicht unangemessen. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Unternehmensmission als Fast-Follower darin besteht, große Gewinnpools aufzuspüren und sie dann durch Partizipation trockenulegen. Der Konzern verfügt über eine Bastion von Bilanz, die indes auch erforderlich ist, um sich in schwierigeren Zeiten zu behaupten. Mediatek bleibt eine Top-Position im Fonds.

Smartphones & 5G

Weniger Glück hatten wir mit dem taiwanesischen Hersteller von Smartphone-Kameralinsen Largan, der die Gesamtperformance erheblich beeinträchtigt hat. Unseres Erachtens bestand das Problem hier in dem langwierigen Übergang von 4G- auf 5G-Mobiltelefone. Unterdessen kann das Unternehmen eine Bilanz mit einer Netto-Cash-Position vorweisen, und sein KGV basierend auf zukünftigen Gewinnen liegt nun unterhalb von 15. Wir stockten unseren Bestand auf, allerdings lassen etwaige Kursanstiege noch auf sich warten.

Wir besitzen auch geringfügige Positionen in dem Hersteller von Akustikkomponenten und Kameraobjektiven für Smartphones AAC Technologies und in dem Gerätehersteller ASM Pacific. Beide Positionen stützen wir zu Beginn des Jahres. Zusammen machen sie mittlerweile nur noch 1 % des Portfolios aus. Allerdings dürften sie von einer Erholung im Rahmen des 5G-Zyklus profitieren.

Nach einer starken Kurserholung verringerten wir am Rande unsere Position in Cognizant, wobei die Asian Growth Strategie ansonsten über TCS und Tech Mahindra ein angemessenes Engagement in IT-Dienstleistungen aufweist. Ferner wurden China Mengniu Dairy und Midea leicht aufgestockt. Mengniu liefert nach wie vor in Bezug auf höhere Margen, während die Bewertung von Midea immer noch bei einem sehr vernünftigen Forward-KGV von 21

(GJ22) liegt.

Aktuelles zu den Bewertungen

Nach dem Look-Through-Ansatz sind die Bewertungen im Allgemeinen stark gestiegen, denn am Markt wird davon ausgegangen, dass sich die Unternehmensgewinne in den kommenden beiden Jahren erholen werden. Vor der Pandemie, im Februar 2020, wies die Asian Growth Strategie ein KGV von ca. 23 auf und wurde zu einer Prämie von 20 % gegenüber der 10-jährigen mittleren Bewertung gehandelt.

Wir hatten zum damaligen Zeitpunkt den Eindruck, dass diese Bewertung angesichts eines mittleren ROE auf Portfolioebene von 17 % gerechtfertigt war. Im Vergleich hierzu wies der Gesamtmarkt der Asien-Pazifik-Region ein KGV von 13 bei einem ROE von lediglich 10 % auf. Wir sind seit jeher der Meinung, dass sich Qualität letztlich bezahlt macht.

Mit einer erwarteten jährlichen Gesamttrendite im Portfolio von 8-10 % (allerdings sei daran erinnert, dass dies nicht garantiert ist) und unter der Annahme eines Gewinnwachstums von 6-7 % und eines Kupons von 3 %, erschien uns Asien im Vergleich zu anderen globalen Anlageklassen vergleichsweise attraktiv. Wie wir ungeachtet dessen später feststellen mussten und es mittlerweile von den Schwellenländern in regelmäßigen Zeitabständen erwarten, war das Portfolio-KGV am Tiefpunkt des Marktes im März auf nur noch 17 eingebrochen.

Nach der anschließenden Erholung glauben wir, dass das KGV des Portfolios laut unseren besten Schätzungen heute eher bei 28 liegt. Das mag in absoluten Zahlen und sicherlich im historischen Vergleich überteuert erscheinen, aber die Gewinne wurden arg in Mitleidenschaft gezogen, wohingegen die Kurse im Zuge der Erholung wahllos in die Höhe schnellten. Im Vergleich dazu wurde das KGV des Marktindex mit derzeit 17 basierend auf den Gewinnprognosen für die nächsten 12 Monate auf ähnliche Weise beflügelt, während der ROE unvermindert bei 10 % liegt. Die Differenz zugunsten unseres Portfolios bleibt sehr hoch und hat eventuell sogar noch zugenommen.

Obgleich die nachhaltige Wachstumsrate des Marktes etwas niedriger sein dürfte, konnten wir den ROE des Portfolios, der nun ca. 18 % beträgt, dank unserer Änderungen verbessern. Der ROE der Top 10 unter den Portfoliobeständen, die rund 43 % des Portfolios ausmachen, ist mit 21 % sogar noch etwas höher.

In einer Welt, in der sich die Regierungen überall dazu verpflichten, „alles Erforderliche zu tun“, um Nullzinsen beizubehalten und dem System Liquidität zuzuführen, erscheint diese höhere Portfoliobewertung nicht unangemessen. In der Tat könnte man dies im Gegensatz zu den Alternativen sogar als verhältnismäßig attraktiv erachten.



Die höhere Eigenkapitalrendite hebt die inhärente Qualität des Portfolios hervor, und unserer Erfahrung nach handelt es sich hierbei in Zeiten, in denen die Märkte hohe Bewertungsniveaus aufweisen, stets bei weitem um den wichtigsten Faktor in puncto Kapitalschutz. Auch während des Abverkaufs aufgrund von COVID-19 war dies offensichtlich, weil sich das Portfolio schließlich stark erholen konnte. Zugleich gab es in unserem Portfolio keine Notfälle, bei denen dringend Liquidität benötigt wurde, oder gar Schreckensmomente in Bezug auf die zugrunde liegende Widerstandsfähigkeit unserer Bestände.

Aktuelles auf Unternehmensebene

JD.com wies einmal mehr eine gute Geschäftsausführung vor. Obwohl die Wachstumsrate von einem hohen Niveau aus allmählich nachlässt, ist der Konzern überzeugt, dass nach wie vor genügend Potenzial besteht. Als wir JD.com in das Portfolio aufnahmen und das letzte Mal über das Unternehmen berichteten, erachteten wir seine Asset-Heavy-Strategie und den Amazon nicht unähnlichen Direktvertriebsansatz als attraktiv, ganz im Gegensatz zu Alibaba, dessen Plattformmodell mehr Abhängigkeit von Dritten bedeutet.

Wie wir an früherer Stelle bereits erörtert haben, ist China dem Rest der Welt in vielerlei Hinsicht um einiges voraus, und während die Durchdringungsrate des Landes im E-Commerce inzwischen zu den höchsten weltweit gehört, ist das Wettbewerbsumfeld insgesamt günstig. Der Offline-Einzelhandel gestaltet sich wesentlich schwächer, da im Gegensatz zu den aussterbenden Vertretern des stationären Einzelhandels des Westens chinesische E-Commerce-Unternehmen als einzige eine landesweite Retail-Präsenz für sich beanspruchen können. China ist damit direkt in der Zukunft angekommen.

Vielmehr haben die dortigen E-Commerce-Akteure damit begonnen, ihren Aktivitäten physische Einzelhandelsgeschäfte hinzuzufügen (Omni-Channel-Modell), vor allem im Lebensmittelbereich, wohingegen es in den westlichen Industrieländern ja genau andersherum abläuft. Dies ist ein Grund, weshalb in China mehr Innovation vorherrscht. Andererseits sind die regulatorischen Risiken (siehe z. B. Alibaba) unter Umständen auch größer. Letzteres Unternehmen ist nach wie vor nicht in unserem Portfolio vertreten.

JD.com hat sich stark entwickelt, denn der Aktienkurs konnte sich in den vergangenen 12 Monaten fast verdoppeln. Als wir das Unternehmen erstmals in unser Portfolio aufnahmen, lag das KGV bei ca. 20; aktuell liegt es auf Sicht des GJ22 eher bei 30. Zugleich wird das Geschäft professioneller, der Unternehmensgründer hat sich zurückgezogen und der Konzern hat die Kapitalmärkte erfolgreich und zum Vorteil seiner Aktionäre genutzt. Anfang 2020 kaufte das Unternehmen Aktien zurück (2 Mrd. USD) und unlängst wurden Tochtergesellschaften (JD Health) zu

hohen Bewertungen ausgegliedert.

Der Konzern zielt auf eine Gewinnmarge im mittleren bis hohen einstelligen Bereich ab, wobei die Nettomarge in den letzten Jahren von 0,7 % auf 2,2 % gestiegen ist. Das erscheint recht angemessen. Das Unternehmen weist nach wie vor eine Netto-Cash-Position auf; lediglich 10 % der Gewinne entfallen auf die Variable Interest Entity (VIE)-Struktur. Bei Tencent beziffert sich das Exposure in Sachen VIE dagegen auf 40–50 %. In diesem Unternehmen sind wir jedoch zu lediglich 1–2 % vertreten.

Seek

Wie wir in unserem letzten Bericht vermerkten, gingen wir außerdem eine Position in dem in Australien börsennotierten Online-Personalunternehmen Seek ein. Seek ist im Bereich Personalvermittlung Marktführer in Australien, Hongkong, Singapur und Malaysia. Abgesehen davon ist das Unternehmen Mehrheitseigner bei Zhaopin (61 %), einem der führenden Online-Rekrutierungsdienste in China. Asien macht kumulativ rund 40 % des Unternehmensgewinns aus, wobei China 10–15 % des Konzerngewinns erwirtschaftet.

In jüngster Zeit gab es einige Kontroversen rund um Zhaopin. So hob ein Short-Seller in einem Bericht das branchenweite Problem von betrügerischen Stellenausschreibungen hervor. Für uns ähnelt diese Praxis etwas der Inflationierung des Brutto-Warenwerts (Gross Merchandise Value – GMV) im E-Commerce. Wir beschäftigten uns eingehend mit diesen Anschuldigungen und suchten das Gespräch mit dem Unternehmen. Dessen Antworten stimmten uns zuversichtlich und erschienen uns nicht als Versuch, etwas verschleiern zu wollen. Bei unserer Zusammenarbeit mit der Geschäftsleitung gewannen wir den Eindruck, dass die Ausrichtung des Unternehmens wie auch die langfristige Mentalität generell sehr gut sind.

Die Aktien haben gut abgeschnitten, wenngleich auch hier die Ertragslage infolge der schwächeren Konjunktur gelitten hat. Ungeachtet dessen liegt das KGV (GJ19) aktuell bei 51, die zugrunde liegende Nettoertragsmarge betrug damals jedoch 16 % verglichen mit den ausgewiesenen 12 % nach Abschreibungen und Verlusten. Darüber hinaus hat es sich der Konzern langfristig zum Ziel gesetzt, den Umsatz in den nächsten fünf Jahren mehr als zu verdoppeln. Mit einem Wirtschaftsaufschwung und einer Margennormalisierung dürfte das Wachstum robust ausfallen. Allerdings ist ein KGV von 32 basierend auf den Prognosen für das GJ24 nach wie vor hoch.

Fehler & Dairy Farm

Dairy Farm bleibt ein Nachzügler und eine der stärksten Belastungen für die Performance. Wir haben uns mit dem Unternehmen sowie mit seinem größten und nicht börsennotierten Partner in den vergangenen 12 Monaten



mehrmals getroffen. Die Anlagethese bleibt unverändert. Der bislang problematischste Geschäftsbereich (südostasiatischer Lebensmittelhandel) konnte sich zum Teil mit Hilfe von COVID zum Besseren wenden. Darüber hinaus gab es eine grundlegende geschäftliche Transformation.

Wir erachten dies als ermutigend. Allerdings haben die anderen Hauptgeschäftsparten (7-11, die Drogeriekette Mannings, die Restaurantkette Maxim's) nach wie vor mit sich in die Länge ziehenden Lockdown-Maßnahmen zu kämpfen. 7-11 hat knapp die Gewinnschwelle erreicht. Mannings musste hingegen einen Gewinneinbruch verzeichnen und bei Maxim's sind die Verluste erheblich. Die Gruppe erhält Rückendeckung von Jardine Matheson. Mit bilanziellen Risiken ist daher nicht zu rechnen. Wir glauben vielmehr, dass das Unternehmen einer der größten Nutznießer des sich normalisierenden Wirtschaftsumfelds sein wird.

Auf Look-Through-Basis ist die Bewertung angesichts eines KGV von 13 u. E. attraktiv. Allerdings mangelt es den Aktien an Liquidität. Solange sich also keine bedeutende Verbesserung bei den Gewinnen abzeichnet, gehen wir von keinem Kurssprung aus. Allem Anschein könnte das erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 der Fall sein, und so dürfte dieser Titel vorerst noch eine Belastung bleiben. Ungeachtet dessen sind wir aufgrund der Unternehmensstrategie, des Managements und des Geschäftsmodells sowie der letztlich zu erwartenden Erholung zuversichtlich.

Ausblick & Schlussfolgerungen

„Der konträrste Ansatz besteht nicht darin, sich der Mehrheit zu widersetzen, sondern eigenständig zu denken.“ Peter Thiel

Das größte Risiko mit Blick auf die Zukunft ist ohne Zweifel die Selbstgefälligkeit. In weniger als neun Monaten bewegten sich die Märkte von extremer Angst bis hin zu überbordendem Enthusiasmus. Das ist besorgniserregend, und es gibt mittlerweile zahlreiche Anzeichen für Überheblichkeit, Exzesse und eine prozyklische Mentalität, von Akquisitionszweckunternehmen bis hin zur absoluten Überzeugung, dass die Zentralbanken uns schon weiter den Rücken freihalten werden. Ferner ist die Toleranz unter den Kunden für eine relative Underperformance trotz starker

absoluter Gewinne zurückgegangen. Unserer Erfahrung nach sind dies allgemeine Anzeichen dafür, Vorsicht walten zu lassen.

Ungeachtet all dieser Probleme und der hohen Aktienkurse können die meisten Anleger keinen Abstand nehmen, während die Argumente für Asien und die attraktiven relativen Bewertungen bei weitem kein Geheimnis mehr sind. In der Zwischenzeit bleibt uns nichts anderes, als uns gegen den vorherrschenden Enthusiasmus zu stemmen, darauf zu achten, dass wir nicht unvorsichtig werden, und sicherzustellen, dass das Portfolio wenigstens gut diversifiziert („vielschichtig“) ist, bevor sich das Marktklima ändert.

Für uns bleiben Bilanzen wichtig, was im ersten Quartal im Zuge des Markteinbruchs hilfreich war. Obwohl die Baisse absolut angsteinflößend war, mussten wir uns nie Gedanken über die Solvenz der zugrundeliegenden Unternehmen machen, weshalb wir einige der größten Verlierer auf breiter Basis aufstocken konnten. Das ist nie einfach, aber so gut wie unmöglich, wenn man sich darum Sorgen machen muss, ob ein Unternehmen überlebensfähig ist.

Unser Schwerpunkt liegt unvermindert auf den absoluten Renditen, und wir sind erfreut, dass das Gesamtportfolio nicht allzu sehr hinter dem Markt zurückgeblieben ist, obwohl es sich in seiner Beschaffenheit stark vom maßgeblichen Asien-Index unterscheidet. Wir sind der Meinung, dass unsere Abweichung vom Index zunehmend an Bedeutung gewinnt, denn wenn die Ebbe einsetzt, könnte der Einfluss passiver Strategien die Indexbestände ziemlich in die Klemme geraten lassen. Das ist ein weiterer Grund, weshalb wir uns die Mühe machen, nach dem Bottom-up-Prinzip zu investieren und stets die besten Gelegenheiten auf Unternehmensebene zu identifizieren.

In unserem letzten Fazit äußerten wir uns unvermindert optimistisch. Allerdings bleiben wir vorsichtig und halten nach möglichen Stolpersteinen Ausschau. Wir wünschen Ihnen das Beste für Ihre Gesundheit und, ja wagen wir es zu sagen, viel Glück für das kommende Jahr.

Ihnen gilt unser Dank, und wie immer freuen wir uns über Ihre Kommentare und Rückmeldungen.



Quelle: Unternehmensdaten stammen aus Jahresberichten oder anderen Berichten der Unternehmen für Anleger. Stand: 31. Dezember 2020.

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und soll lediglich eine Zusammenfassung der abgedeckten Themen bieten, ohne vorzugeben, eine erschöpfende Übersicht zu sein. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind diejenigen des Verfassers zum Zeitpunkt der Herausgabe und können sich mit der Zeit ändern. Sie stellen keine Anlageberatung und/oder Empfehlung dar und sollten nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung herangezogen werden. Bei diesem Dokument handelt es sich nicht um Angebotsunterlagen und es stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung oder Anlageempfehlung zum Vertrieb oder Kauf von Wertpapieren, Aktien, Anteilen oder sonstigen Beteiligungen oder zum Abschluss eines Anlagevertrags dar. Niemand sollte sich auf den Inhalt in diesem Dokument verlassen und/oder auf dessen Basis handeln.

Dieses Dokument ist vertraulich und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung weder teilweise noch ganz, egal in welcher Form und auf welche Art, kopiert, reproduziert, weitergegeben oder übertragen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von Quellen erhalten, die wir zum Zeitpunkt der Herausgabe als zuverlässig und korrekt erachten. Allerdings wird keine ausdrückliche oder indirekte Zusicherung oder Gewährleistung in Bezug auf die Fairness, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet. Wir übernehmen keinerlei Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt aus der Verwendung dieser Informationen ergeben.

Bezugnahmen auf „wir“ oder „uns“ sind Bezugnahmen auf First Sentier Investors.

Herausgegeben in Großbritannien von First Sentier Investors (UK) Funds Limited, einem von der Financial Conduct Authority zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmen (Registrierungsnr. 143359). Eingetragener Sitz: Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, London, EC2M 7EB, Großbritannien. Registernr. 2294743. Herausgegeben im EWR von First Sentier Investors (Ireland) Limited, zugelassen und beaufsichtigt in Irland für die Entgegennahme und Übermittlung von Aufträgen von der Central Bank of Ireland (Registrierungsnr. C182306). Geschäftssitz: 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registernr. 629188. Herausgegeben außerhalb von Großbritannien und des EWR von First Sentier Investors International IM Limited, einem von der Financial Conduct Authority in Großbritannien zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmen (Registernr. 122512). Geschäftssitz: 23 St Andrew Square, Edinburgh, EH2 1BB, Schottland. Registernr. SC079063.

Bestimmte, in diesem Dokument genannte Fonds werden als Teilfonds von First Sentier Investors Global Umbrella Fund plc, einer als Umbrella-Fonds strukturierten, in Irland eingetragenen Investmentgesellschaft (Variable Capital Company „VCC“) aufgeführt. Weitere Informationen finden sich im Prospekt und in den Wesentlichen Informationen für den Anleger über die VCC, die auf schriftliche Anfrage kostenlos erhältlich sind von: Client Services, First Sentier Investors, 1 Grand Canal Square, Grand Canal Harbour, Dublin 2, Irland oder telefonisch Montag bis Freitag unter +353 1 635 6798 zwischen 9.00 Uhr und 15.00 Uhr (Dubliner Zeit) oder auf www.firstsentierinvestors.com. Telefonate können aufgezeichnet werden. Der Vertrieb oder Kauf von Anteilen an den Fonds oder der Abschluss eines Anlagevertrags mit First Sentier Investors können in bestimmten Ländern Beschränkungen unterliegen.

Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz: Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz ist BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zürich, Schweiz. Ort an dem die Angebotsunterlagen bezogen werden können: Der Prospekt, die wesentlichen Informationen für den Anleger (KIIDs), die Gründungsurkunde und der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos von der Vertretung in der Schweiz bezogen werden.

Die in diesem Dokument erwähnten Unternehmen von First Sentier Investors sind Teil von First Sentier Investors, einem Mitglied des globalen Finanzkonzerns MUFG. First Sentier Investors umfasst eine Reihe von Unternehmen in verschiedenen Ländern. MUFG und seine Tochtergesellschaften geben keine Garantie im Hinblick auf die Performance von in diesem Dokument aufgeführten Anlagen oder Unternehmen oder auf die Rückzahlung des Kapitals. Sämtliche Anlagen, auf die Bezug genommen wird, sind weder Einlagen noch sonstige Verbindlichkeiten von MUFG oder seinen Tochtergesellschaften und können Anlagerisiken, einschließlich des Verlusts von Erträgen und investiertem Kapital, ausgesetzt sein.

Copyright © (2021) First Sentier Investors
Alle Rechte vorbehalten.