

Zeitenwende bei japanischen Aktien

Nach einem Jahrzehnt beharrlicher Reformanstrengungen ist Japan wieder zurück auf Erfolgskurs. Dennoch sind internationale Investoren in der drittgrössten Volkswirtschaft der Welt noch immer kaum investiert. Lohnt es sich, das Renditepotential des japanischen Aktienmarkts neu zu beurteilen?

Globale Entwicklungen beeinflussen die Topix-Unternehmen stärker als der japanische Binnenmarkt

Japan ist eine hochentwickelte, alternde Industrienation mit Herausforderungen, welche auch in vielen europäischen Ländern typisch sind. In Japan aber ist es nicht gerechtfertigt, die demographischen, binnenwirtschaftlichen und haushaltspolitischen Schwierigkeiten des Landes auf die börsennotierten Unternehmen zu übertragen. Die Probleme Japans sind nicht die Probleme der Topix-Unternehmen. Deren Performance hängt weniger von der binnenwirtschaftlichen Entwicklung als viel mehr von ihrem Erfolg auf den globalen Märkten ab. Dies verdeutlichen die Gewinne der Topix-Unternehmen, welche historische Höchststände erreicht haben und zu zwei Dritteln nicht in Japan, sondern im Ausland erwirtschaftet werden.

Japans historischer Wirtschaftsboom erstreckte sich über vier Jahrzehnte und endete zu Beginn der 90er Jahre mit dem Platzen einer beispiellosen Bewertungsblase. Japan kämpfte in den darauffolgenden zwei Jahrzehnten gegen eine Vielzahl tiefgreifender struktureller Probleme. Während dieser Zeit verblasste Japans internationale Bedeutung und japanische Anlagen erhielten ein immer kleiner werdendes Gewicht in der Vermögensallokation internationaler Investoren. Erst mit dem Sieg von Shinzo Abe bei den Parlamentswahlen 2012 konnte Japan wieder Tritt fassen. Dieser initiierte ein ausserordentliches Reformprogramm (Abenomics), das noch heute die Entwicklungen des Landes prägt.

Investoren übersehen die Qualität und Performance japanischer Aktien

Obwohl die japanischen Unternehmen mittlerweile wieder sehr gut positioniert sind, niedrige Bewertungen aufweisen, zweistellige jährliche Aktienkurssteigerungen erreichen und durch investitionsfördernde Reformen unterstützt werden, blieben die Vorbehalte der internationalen Investoren gegenüber japanischen Aktien bestehen.

Dabei sind viele Unternehmen technologisch hervorragend aufgestellt: Bei Automatisierung, Werkzeugmaschinen, Batterie- und Wasserstofftechnologie, Maschinen und Materialien für die Halbleiterindustrie und in vielen anderen

Bereichen sind diese international führend. Japan hat weltweit das drittgrösste Forschungs- und Entwicklungsbudget nach den Weltmächten USA und China, in deren Märkten viele japanische Unternehmen exzellent positioniert sind. Da japanische Unternehmen allgemein in den asiatischen Märkten eine starke Präsenz haben, erhalten Investoren Zugang zum asiatischen Wachstum bei zugleich deutlich reduziertem politischem Risiko.

Auch die Kursentwicklung japanischer Aktien ist deutlich besser als viele Investoren vermuten. Der japanische Aktienmarkt schaffte in den letzten 10 Jahren (Stichtag 30. Juni 2021) unter Berücksichtigung von Dividendenzahlungen eine durchschnittliche jährliche Performance in Schweizer Franken von 11%, was zwar hinter der Rekordentwicklung amerikanischer Aktien, jedoch knapp vor der Performance von Schweizer Aktien (10.3%) liegt, während europäische Aktien mit einer jährlichen Wertentwicklung von 8.5% deutlich hinterherhinken.

Während amerikanische Aktien aufgrund der starken Kursanstiege hohe Bewertungen aufweisen, handeln japanische Aktien noch immer auf historisch niedrigen Niveaus, da sich die Fundamentaldaten der japanischen Unternehmen im gleichen Ausmass wie die Aktienkurse verbessert haben. Ihre durchschnittliche Eigenkapitalrendite hat sich seit Beginn der „Abenomics“ von rund 4% auf über 8% verdoppelt.

Japanische Aktien werden derzeit mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14x bewertet, das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den US-Markt liegt hingegen bei 22x. Beim Kurs-Buchwert-Verhältnis ist der Unterschied noch deutlicher: Bei japanischen Aktien liegt der Börsenwert beim 1.1-fachen des Buchwerts des Eigenkapitals, bei amerikanischen dagegen beim 4.4-fachen.

Reformen führen zu Aufwertungspotential

Die aktuellen Bewertungsabschlüsse sind aufgrund der Entwicklungen der vergangenen Jahre nicht mehr gerechtfertigt. Viele japanische Unternehmen sind schuldenfrei, manche besitzen sogar Cash und liquide Mittel von bis zu 100% ihres Börsenwerts. Das Horten von liquiden Mittel in den Unternehmensbilanzen sowie Börsenkurse, die den inneren Wert nicht einmal ansatzweise widerspiegeln, sind volkswirtschaftlich problematisch und für die Aktionäre unbefriedigend.

Dank gestärkter Aktionärsrechte und erhöhter Transparenz- und Rechtfertigungsanforderungen an das Management

verbessert sich die Corporate Governance bei japanischen Unternehmen jedoch kontinuierlich. In den Aufsichtsgremien sitzen immer mehr unabhängige Mitglieder und die Konzerne haben begonnen, ihre Strukturen und Beteiligungsportfolios zu bereinigen. Insgesamt kam es bei der Kapitaleffizienz und der Shareholder Value-Orientierung sowie beim Schutz der Interessen von Minderheitsaktionären zu deutlichen Fortschritten. Aktieninvestoren profitieren seit Jahren von steigenden Aktienrückkäufen und Dividendensteigerungen.

Aktivistische Fonds, Private Equity Investoren und die Unternehmen selbst als Katalysatoren der Neubewertung
Japan zählt mittlerweile rund 50 aktivistische Fonds, denen es immer häufiger gelingt, ihre auf Wertsteigerungen gerichteten Forderungen erfolgreich durchzusetzen. Auch feindliche Übernahmeangebote sind kein Tabu mehr. Eine weitere treibende Kraft sind Private Equity Unternehmen, die sich in Japan darauf fokussieren, unterbewertete Unternehmen mit überkapitalisierten Bilanzen zu übernehmen. Derartige Übernahmeangebote bringen einen deutlichen Kursaufschlag für die Altaktionäre mit sich.

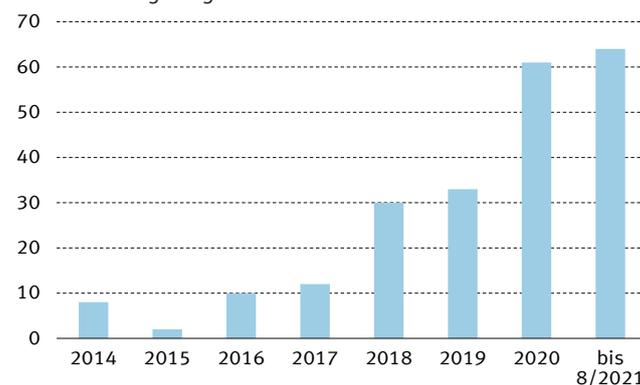
Übernahmeangebote kommen auch zunehmend von börsennotierten Muttergesellschaften, die ihre kotierten Tochtergesellschaften vollständig übernehmen wollen. Am japanischen Aktienmarkt gibt es rund 600 derartige Konstellationen. In den meisten Fällen bestehen für die Muttergesellschaften sowohl aus wirtschaftlicher als auch aus Sicht der Unternehmensführung immer zwingendere Gründe, die Minderheitsaktionäre der Tochtergesellschaften mit einer Prämie herauszukaufen. Diese Logik besteht insbesondere dann, wenn die Anteile der Tochtergesellschaft deutlich unter ihrem fairen Wert handeln und die Muttergesellschaft über hohe Liquiditätsreserven verfügt. All dies führt dazu, dass sich die in japanischen Unternehmen schlummernden Werte zunehmend in den Börsenbewertungen widerspiegeln.

Die Übernahme von Nuflare Technology Inc. dient hierfür als gutes Beispiel. Toshiba hielt eine Beteiligung von 57%, bevor sie im Vorjahr Nuflare vollständig erwarb. Nuflare ist der global führende Anbieter von Elektronenstrahlssystemen, die in der Halbleiterindustrie zur Herstellung von Chips benötigt werden. Operativ ist Nuflare mit durchschnittlichen Gewinnmargen von 20% äusserst erfolgreich. Anfang 2019 wurde Nuflare an der Börse mit gerade mal USD 650 Mio. bewertet. Die Gesellschaft war jedoch nicht nur schulden-

frei, sie verfügte darüber hinaus auch über flüssige Mittel von rund USD 520 Mio., der Marktwert wurde somit alleine durch die flüssigen Mittel zu 80% abgedeckt. Nach einer Übernahmeschlacht mit einem zweiten Bieter unterbreitete Toshiba Ende 2019 den Minderheitsaktionären ein Übernahmeangebot mit einer Bewertung von USD 1,3 Mrd., 100% über dem Wert zu Jahresbeginn.

Grafik:

Katalysator für Neubewertungen: Die Anzahl der Initiativen von Aktivisten ist deutlich gestiegen



Quelle: CLSA, IR Japan

Japan ist erneut einen genaueren Blick wert

Mit ihren soliden Bilanzen bieten japanische Aktien ein hohes Mass an Stabilität und Krisenresistenz (Margin of Safety). Die Kombination aus stetigen strukturellen Verbesserungen und einem beachtlichen Bewertungsabschlag ermöglicht ein attraktives mittel- und längerfristiges Ertragspotential. Durch die hervorragende Positionierung japanischer Konzerne in den globalen Schlüsselmärkten profitieren Investoren vom globalen Wachstum und halten gleichzeitig das politische Risiko in Grenzen.

Von **Dr. Clemens Kustner**,
Chief Investment Officer,
ASPOMA Asset Management GmbH

und **Domenico Cucè**,
verantwortlich für die Fondsselektion,
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers