

## Investment View Februar 2024

### China – Gemieden, unbeliebt, abgeschrieben. Ein Paradis für Value Investoren?

#### Ein verlorenes Jahrzehnt für Anleger

Als ich im Jahr 2007 gegen Ende meiner Bankausbildung überlegte, wie ich das ersparte Geld am boomenden Aktienmarkt anlegen könnte, kam ich auf die glorreiche Idee, in chinesische Aktien zu investieren. Jeden Morgen um 07:15 Uhr berichtete der Asienkorrespondent der ntv-Telebörse über die wachsende chinesische Wirtschaft und die hohen Renditen der Aktien im Reich der Mitte - der Hang Seng Index verzeichnete seit dem Jahr 2003 ein Plus von etwa 175%. Natürlich sind 175% wenig, wenn Sie planen in wenigen Jahren reich zu werden, also kaufte ich langlaufende Call Optionen auf den Hang Seng Index. Mit meinem Investment erwischte ich punktgenau einen historischen Zeitpunkt - das Allzeithoch, welches der Index auch 16 Jahre später nicht mehr erreichen sollte. Meine Lektionen? Erstens: „China wächst weiter“ ist ein dürrtiger Investmentcase, zweitens: 2 ½ Jahre Bankausbildung machen Sie zu keinem Aktienexperten, auch nicht in China und drittens: Gier frisst Hirn...

Seit der Finanzkrise hat sich die Haltung zu China grundlegenden geändert. Mit den zweistelligen BIP-Wachstumsraten verschwand auch die Begeisterung vieler Investoren. Seit Januar 2008 erzielte der Hang Seng Index ein Minus von mehr als 41% (in HKD) (siehe Grafik 1). Zum Vergleich: Der S&P500 Index stieg im selben Zeitraum um mehr als 270% (in USD).



Grafik 1: Hang Seng Index, 02. Januar 2008 bis 05. März 2024; Quelle: Yahoo! Finance

#### Die Gründe sind vielfältig

Über die Probleme des Landes und des Aktienmarktes wurden in den vergangenen Monaten häufig und ausführlich in den Medien berichtet. Das zentrale Problem dürfte das sinkende Wirtschaftswachstum Chinas sein. Wuchs das Bruttoinlandsprodukt zu Beginn der 2000er Jahre noch mit über oder nahe 10%, sind es heute nur noch ca. 5%. In den kommenden Jahren soll das Wachstum kontinuierlich bis auf ca. 3,4% im Jahr 2028 fallen (siehe Grafik 2 auf Seite 2).

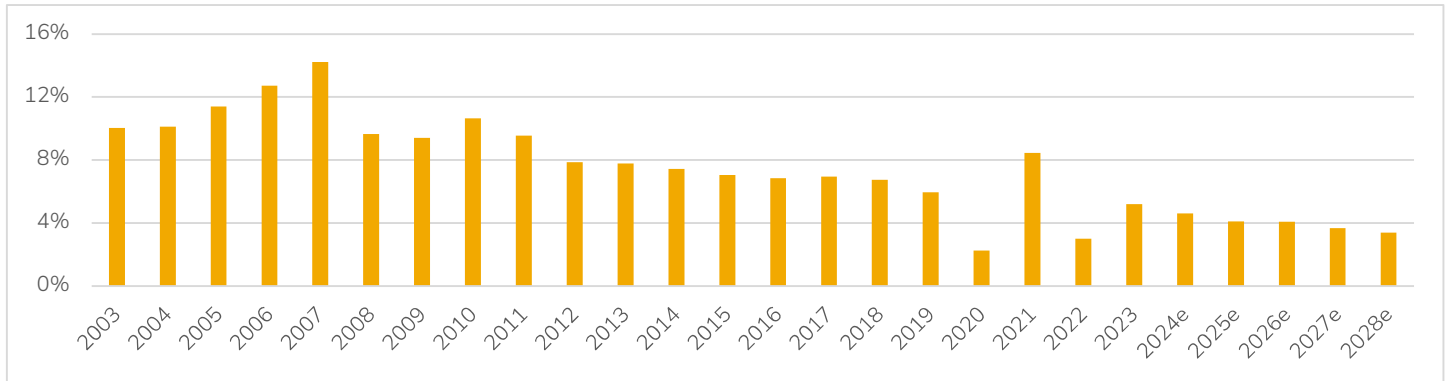
Nun sind solche Wachstumsraten für so manche Industrienation wie Deutschland oder Frankreich ein Wunschtraum, für China dessen BIP pro Kopf jedoch nur ca. 13.000USD beträgt (USA ca. 70.000USD) eine Enttäuschung. Zwar ist die Argumentation der chinesischen Regierung, niedrigeres, aber nachhaltigeres und qualitativ hochwertigeres Wachstum zu erzielen, nicht von der Hand zu weisen, das Land hat dabei jedoch ein entscheidendes Problem mit seinem „Geschäftsmodell“. Das vergangene hohe Wachstum führte zu einer breiteren Mittelschicht mit höherem Einkommen. Dadurch ging dem Land der Produktionsvorteil durch billige Löhne in Teilen verloren. Während nun Indien als „Werkbank der Welt“ gehandelt wird, haben chinesische Produkte die technologische Qualität westlicher Produkte jedoch noch nicht erreicht. Für den Strukturwandel und weitere Wohlstandsgewinne ist dies jedoch

Perspektive Asset Management AG  
Feringastrasse 7A  
85774 Unterföhring



Patrick Petermeier, CIIA  
Fondsmanager  
p.petermeier@perspektive-ag.com

entscheidend. So verwundert es kaum, dass die chinesische Regierung Rekordsummen in die Bildung investiert (ein zweischneidiges Schwert, wie wir gleich sehen werden).



Grafik 2: Hang Seng Index, 02. Januar 2008 bis 05. März 2024; Quelle: Yahoo! Finance

Im Zuge des langsameren Wachstums entstand auch ein neues Problem für Investoren und Unternehmen: Die chinesische Zentralverwaltung versucht Kapitalinvestitionen, Konsumausgaben und Marktstellungen (noch stärker) mittels Regulierung zu lenken. Leidvoll mussten dies Unternehmen aus der Gaming Branche, dem Technologiesektor und der privaten Bildungsbranche erfahren. Zwar sind die Ziele der Regierung häufig plausibel, für Unternehmen und Investoren kann dies jedoch bedeuten, dass Geschäftsmodelle von heute auf morgen nicht mehr existent sind. Beispielsweise darf Kindern (bis zur 9. Schulklasse), Nachhilfe nur noch gemeinnützig angeboten werden. Der private Nachhilfeanbieter TAL Education verlor durch dieses neue Gesetz fast 80% seines Umsatzes.

Eingriffe der Regierung haben natürlich meist positive Absichten, jedoch werden die Krankheiten des „staatlich kontrollierten Kapitalismus“ zunehmend sichtbar. Banken und Kommunen haben sich durch Infrastrukturprojekte massiv überschuldet, zeitgleich rutscht die wichtige, aber aufgeblähte Immobilienbranche in die Krise. Unter anderem führten staatliche Kapitalverkehrskontrollen dazu, dass Chinas Bürger rund 70% ihrer Ersparnisse in Immobilien investierten, wodurch Wohnraum entstand, der nicht benötigt wird. Etwa 90 Millionen Wohnungen sollen derzeit leer stehen. Die Immobilienpreise fallen, was sich wiederum negativ auf die Konsumlaune auswirkt und dem Ziel, die Binnennachfrage zu stärken, entgegenwirkt.

Auch die Zukunft wirkt wenig viel versprechend. Durch die Ein-Kind-Politik der 1970er Jahre und die hohen Lebenshaltungskosten steckt China in der Demographie-Falle. Während das Durchschnittsalter immer höher wird, schrumpft die Bevölkerung. Um diese stabil zu halten, müsste die Geburtenrate bei etwa 2,1 liegen, derzeit bekommen Chinesinnen im Schnitt nur noch ein Kind. Man fragt sich zu Recht, ob China schneller alt wird, als es Wohlstand erreichen kann. Und auch bei den jungen Erwachsenen macht sich die Fehlsteuerung der Regierung bemerkbar. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt bei über 20% (Experten gehen von tatsächlichen Raten von etwa 40% aus). Etwa 70% der jungen Arbeitssuchenden sind Akademiker. China benötigt jedoch Facharbeiter, deren Ausbildung man aber in den vergangenen Jahrzehnten versäumte. Im Gegenteil, Peking baute viele Jahre lang Hochschulen aus und förderte den akademischen Bildungsweg.

### Finger weg von Investments in China?

Alle oben genannten Probleme sprechen nicht gerade für ein Engagement auf dem chinesischen Aktienmarkt und doch sehen wir attraktive Gelegenheiten. Warum?

China hat sicherlich Probleme, einige kleiner, andere größer. Doch daran ist nichts ungewöhnlich. Die Entwicklung eines Frontier Markets zu einem Schwellenland und vom Schwellenland zur Industrienation kann nicht reibungslos verlaufen. Maßnahmen die früher passend waren und das Wachstum und den Wohlstand förderten, sind heute unter Umständen falsch, haben vielleicht sogar einen gegenteiligen Effekt. Wichtig ist, dass die chinesische Regierung ihre Eingriffe der veränderten Gesamtsituation anpasst.

Dasselbe gilt jedoch auch für das Wirtschaftsmodell im Allgemeinen. Dass zu viel staatliche Lenkungen zur einer Fehlallokation des Kapitals führen kann, zeigen die vergangenen Jahre. Vielleicht wäre die Regierung demnach gut beraten, das Land weiter zu öffnen und dem Kapitalismus mehr Raum zu geben. Zwar steht auch dieser immer wieder in der Kritik, Länder wie Nordkorea, und Kuba lassen jedoch an der Planwirtschaft als Alternative zweifeln. Mit 1,4 Milliarden Einwohnern, die nach Wohlstand streben, hat China gute Voraussetzungen, die Herausforderungen zu meistern. Vieles hängt jedoch am Willen des politischen Systems (vielleicht auch an der Leidensfähigkeit der Bevölkerung) und an einer rationalen Allokation des verfügbaren Kapitals.

Für unsere Fonds spielen makroökonomische Überlegungen nur eine untergeordnete Rolle. Beispiele wie China oder auch Südafrika zeigen, dass Aktienrenditen und Wirtschaftswachstum nicht korrelieren. Unser Fokus sind die Unternehmen, welche über Wettbewerbsvorteil verfügen, stabile Geschäfte betreiben, gefragte Produkte verkaufen und Marktanteile gewinnen. Können wir die Aktien dieser Unternehmen zu Value Preisen kaufen, versprechen wir uns überdurchschnittliche Renditen in der Zukunft. In der aktuellen Marktlage ist es nicht einfach hochwertige Unternehmen zu günstigen Preisen zu finden, in China bzw. an der Börse in Hong Kong werden wir derzeit jedoch fündig. Lag das KGV den Hang Seng Index 2007 noch bei etwa 24, beträgt es heute weniger als 8 - erheblich günstiger als beispielsweise der S&P500, der etwa zum 28-fachen seiner Gewinne notiert. Hier zeigt sich die schlechte Stimmung am chinesischen Aktienmarkt mehr als deutlich.

#### Unsere Fondslösungen:

[Perspektive OVID Equity ESG Fonds](#)  
DE000A2DHTY3  
DE 000A2ATBG9

[Sustainable Smaller Companies ESG Fund](#)  
DE000A2QDRX0  
DE000A2QDRY8

Aus diesem Grund haben wir uns zu Beginn des Jahres für ein antizyklisches Investment in China entschieden. Wichtig dabei waren für uns a) eine gute Unternehmensqualität, b) eine hohe Sicherheitsmarge (Abschlag zum fairen Wert des Unternehmens) und c) breit gestreute Investments mit geringen Einzeltitelgewichtungen. Grafik 3 zeigt Ihnen die Unternehmen, welche wir in den Perspektive OVID Equity ESG Fonds und in den Sustainable Smaller Companies ESG Fund aufgenommen haben. In Klammern finden Sie die jeweilige aktuelle Gewichtung des Titels (Stand 06.03.2024).

| Perspektive OVID Equity ESG Fonds (POET)                                                            | Sustainable Smaller Companies ESG Fund (SSC)                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>BYD (1,64%)</li> <li>Yadea Group Holdings (1,56%)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yadea Group Holdings (1,43%)</li> <li>CIMC Enric Holdings (1,06%)</li> <li>Uni-President China Holdings (1,08%)</li> <li>China Overseas Property Holdings (0,69%)</li> <li>Sinopharm Group (1,50%)</li> </ul> |

Grafik 3: China Titel im Perspektive OVID Equity ESG Fonds und im Sustainable Smaller Companies ESG Fund

Der POET hat damit derzeit etwa 3,2% eines Fondsvermögens in China allokiert, der SSC etwa 5,8% des Fondsvermögens. Dass wir bei der Unternehmensqualität, trotz günstiger Bewertung keine Abstriche machen mussten, zeigen die Beispiele Yadea Group und Sinopharm Group.

**Yadea** entwickelt, produziert und verkauft E-Bikes und E-Scooter und stellt hierfür auch die notwendigen Batterien her. Mit einem Marktanteil von mehr als 25% ist Yadea mit Abstand der Marktführer bei Zwei-Rädern in China. Betrachtet man das E-Scooter Segment isoliert, sollte der Marktanteil bei mehr als 50% liegen. In China profitiert das Unternehmen von seiner bekannten Marke, aber auch von der Skalierung des Unternehmens. Dieser Wettbewerbsvorteil verschafft Yadea einen ROIC von mehr als 30%. Das 2001 gegründete Unternehmen wird von den Gründern, welche immer noch ca. 62% der Anteile halten, geführt. Trotz einer beeindruckenden Erfolgsbilanz, Umsatz und Nettogewinn wuchsen in den vergangenen 10 Jahren um 21% bzw. 30% pro Jahr, büßte der Aktienkurs des Unternehmens fast 50% von seinem Hoch ein (siehe Grafik 4). Wir nutzten die Gelegenheit und kauften zu einem Forward KGV von 11 bzw. einer Free Cash Flow Yield von 12%. Yadea ist auf Grund seiner hohen Cash Position netto schuldenfrei, was Spielraum für Aktienrückkäufe bzw. eine weitere Internationalisierung des operativen Geschäftes schafft. Zwar sind Yadeas Produkte bereits in Europa und den USA (zum Beispiel über Amazon) erhältlich, durch fehlenden Händler Support, Wartung und

Ersatzteile spielt das Geschäft außerhalb Chinas jedoch keine Rolle. Derzeit fokussiert man sich auf die Expansion nach Vietnam, wo man im Januar 2024 eine zweite Fabrik eröffnete.



Grafik 4: Kursverlauf Yadea Group Holdings, Hong Kong, 02. Januar 2018 bis 05. März 2024

Das Unternehmen **Sinopharm** könnte dem einen oder anderen aus der COVID-19 Pandemie ein Begriff sein. Das chinesische Pharmaunternehmen entwickelte damals einen zugelassenen Impfstoff gegen das Virus. Die Entwicklung und Herstellung von Medikamenten (Sinopharm stellt auch traditionelle chinesische Medizin her) ist jedoch nur für einen Bruchteil der Unternehmensumsätze verantwortlich. Sinopharm ist der Marktführer in der Pharma Distribution, einer Branche die (nicht nur in China) stark reguliert wird, jedoch auch über hohe Eintrittsbarrieren verfügt. Auf Grund der niedrigen Margen ist Größe für die Distributoren entscheidend. Dass das Unternehmen weiter zu Lasten der Wettbewerber wachsen kann, hat es in der Vergangenheit eindrucksvoll bewiesen. Seit dem Jahr 2006 stieg der Marktanteil von 7% auf mehr als 20% im Jahr 2023. Auch die Sinopharm Aktie notiert weiter unter ihrem Allzeithoch – etwa 45%. Wir konnten unsere Position zu einem Forward KGV von etwa 6 unter einer Free cash Flow Yield von ca. 11% erwerben. Eine wachsende Mittelschicht in China, sollte langfristig zu weiter steigenden Gewinnen führen.



Grafik 5: Kursverlauf Sinopharm Group, Hong Kong, 04. Januar 2010 bis 05. März 2024

Sie sehen, in China lassen sich derzeit einige interessante Unternehmen finden, die zu günstigen Bewertungen gehandelt werden. Dabei sollten die beschriebenen politischen und makroökonomischen Risiken jedoch nicht vergessen werden. Das Wohl ausländischer Investoren ist nicht gerade im Fokus der kommunistischen Parteiführung. Auch eine mögliche Wiederwahl Donald Trumps kann zu weiterer Volatilität führen. Mit einer breiten Streuung und einem geringen Portfoliogewicht versuchen wir, diesen Risiken zu begegnen.

Aus Platzgründen haben wir Ihnen nur zwei unserer Investments kurz vorgestellt. Sollten Sie auch Interesse an den anderen Unternehmen haben oder möchten Sie gerne mehr Details erfahren, sprechen Sie uns gerne an.

### *Disclaimer*

*Dies ist eine Werbemitteilung im Sinne des WpHG. In diesem Dokument enthaltene Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wesentlichen Anlegerinformationen sind abrufbar unter: [www.hansainvest.de](http://www.hansainvest.de). Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt und gilt nicht als Angebot für den Kauf oder Verkauf des Fonds. Der Fonds darf weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.*