August 2023

Kahler & Kurz

Was können wir aus Buffetts Investitionen in Japan lernen?

Warren Buffett hat 2020 in mehrere japanische Unternehmen investiert. Die Rendite war bisher hervorragend und brachte Berkshire eine jährliche Rendite von 48% ein. Der magische Dreiklang vieler großer Investitionen führte zum Erfolg: steigende Unternehmensgewinne, steigende Bewertungen und verbesserte Kapitalrenditen. Die Investitionen von Warren Buffett in Japan zeigen Wege auf, mit welchen Titeln man als Anleger in Zukunft auch außerhalb des Technologiesektors am Aktienmarkt Geld verdienen kann.

Zur Einleitung: Japanische Unternehmen zum 90. Geburtstag

Weitgehend unbeachtet von der Öffentlichkeit machte sich Warren Buffett zu seinem 90. Geburtstag ein Geschenk der besonderen Art. Über das Berkshire-Tochterunternehmen National Indemnity erwarb er Aktien an den japanischen Unternehmen Itochu, Marubeni, Mitsubishi, Mitsui und Sumitomo. An seinem Geburtstag am 30. August 2020 wurde die Meldeschwelle von jeweils 5% Anteilsbesitz überschritten.

Buffett ließ sich zitieren, man wolle „langfristig investiert sein“ und strebe einen Anteilsbesitz von bis zu 9,9% an den Gesellschaften an. Ein Großteil des Kaufpreises von rund 6 Mrd. USD wurde durch eine herausgegebene Yen-Anleihe (umgerechnet 4,4 Mrd. USD Volumen) mit einer Laufzeit bis 2060 und einer Rendite von 0,7% bei gleichzeitigem Hedge der Währungsrisiken abgesichert. Im Folgejahr gab Berkshire weitere Yen-Anleihen heraus, so dass davon auszugehen ist, dass der Kauf der Beteiligungen vollständig fremdfinanziert wurde.

Begründung für den Kauf fiel gewohnt zurückhaltend aus

Die Begründung für den Kauf lieferte Buffett im Mai 2023 auf der Hauptversammlung von Berkshire in Omaha:

„Die Sache mit den Japanern war einfach. Ich schaue mir gerne Zahlen von Unternehmen an. Und das waren diese fünf sehr, sehr bedeutende Unternehmen, verständliche Unternehmen. Mit den meisten von ihnen, vielleicht sogar mit allen, haben wir schon auf dutzende verschiedene Arten Geschäfte gemacht. So wurde unser letztes Kohlekraftwerk von einem dieser Unternehmen gebaut.

Und so standen sie als Aktiengruppe da und verdienten, rund 14% (Anmerkung: vermutlich ist hier die Rendite der freien Cash Flows gemeint, diese entspräche einem Kurs-Cash-Flow-Verhältnis von 7,1) von dem, was wir für den Kauf zahlen würden. Sie zahlten anständige Dividenden. In einigen Fällen kauften sie Aktien zurück. Sie besaßen eine ganze Reihe von Geschäften, die wir verstehen konnten, auch wenn wir nicht meinten, dass wir in jedem ein tiefes Verständnis hatten, aber wir haben sie in allen Bereichen arbeiten sehen. Da war nichts dabei.

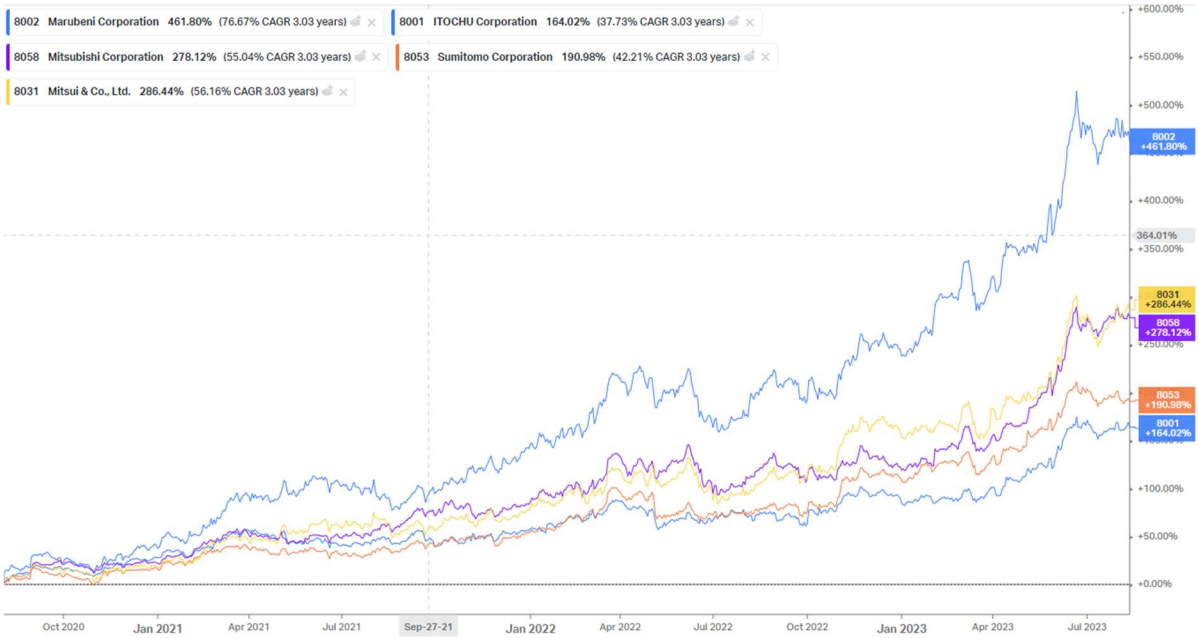
Und gleichzeitig konnten wir das Währungsrisiko durch eine Finanzierung ausschalten, was uns 0,5% kosten würde. Nun, wenn man 14% auf der einen Seite bekommt und 0,5% auf der anderen Seite zahlt, verdient man viel Geld. Und die Unternehmen machen intelligente Dinge, also haben wir einfach angefangen, die Aktien zu kaufen.“

Tatsächlich war die Investition in japanische Aktien also eine klassische Buffett-Investition, die dem Geheimrezept Berkshires entsprach, welches Todd Combs vor kurzem auf einer Konferenz offenlegte: *„Which names trade at less 15x earnings, will earn more in five years (with a confidence interval of 90%) and will compound at 7% or more (with a 50% confidence interval)?“*

Beeindruckende Erträge

Buffetts Investitionen in Japan entwickelten sich bisher mehr als erfreulich. Nach unseren Berechnungen hat sich jede Aktie mehr als verdoppelt, eine sogar verfünffacht. Der Wert der ursprünglichen Korbinvestition ist um über 220% gestiegen. Eine Verdreifachung des Kapitals in drei Jahren entspricht einer annualisierten Rendite von 48% auf den ursprüngliche Kapitaleinsatz. Seit der Erstinvestition wurde der Korb aufgestockt, und auch diese Zukäufe haben sich gut entwickelt.

Buffetts Korbinvestition in Japan wird hohe Gewinne ab



Quelle: Koyfin

Faktisch wirkt der Erfolg kaum auf die Berkshire Bilanz

Buffett dürfte mit den Investments in Japan bisher einen Gewinn von 13 Mrd. US-Dollar vor Steuern erzielt haben. Die absolute Auswirkung des Gewinns für den Berkshire Hathaway mit einem Eigenkapital von rund 500 Mrd. US-Dollar hält sich in Grenzen, Charly Munger brachte es auf der diesjährigen BRK-Hauptversammlung wie folgt auf den Punkt: *„Eigentlich können wir nun als Helden leben. Aber die Milliarden werden einfach als alter Blindgänger in den Berichten von Berkshire verschwinden.“*

Munger wollte damit sagen, dass diese Investitionen keinen entscheidenden Einfluss auf den Gesamterfolg von Berkshire Hathaway haben würden, wie es beispielsweise beim Kauf von Apple-Aktien durch Berkshire der Fall war. Tatsächlich gehören Buffetts Investitionen in Japan inzwischen zu seinen fünf größten Aktieninvestments.

Merkmale guter Unternehmen am Beispiel von Apple

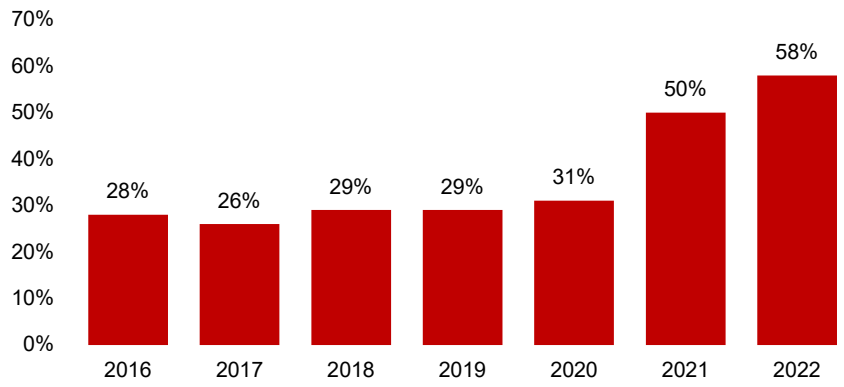
Unser Ziel ist es nicht, Investitionen in japanische Aktien per se zu befürworten oder in Frage zu stellen. Vielmehr geht es darum, Warren Buffets jüngste Investments in Japan (und anderen Sektoren) zu analysieren und mögliche Lehren für Anleger daraus zu ziehen. Zunächst zu den Grundlagen:

Ein gutes Unternehmen erwirtschaftet im Verhältnis zum eingesetzten Kapital hohe Gewinne, weist also eine hohe Kapitalrendite auf. Noch wertvoller sind Unternehmen, deren Kapitalrendite kontinuierlich steigt.

Eine Gemeinsamkeit der Investitionen von Buffett in Japan, aber auch seiner Investitionen in den Energiesektor und die Eisenbahn BNSF seit 2008 ist, dass die Kapitalrendite der Unternehmen kontinuierlich gestiegen ist. Dies wird in der Öffentlichkeit oft übersehen.

Auch die Investition in Apple (wir sind investiert), die Buffett 2016 begann, weist diese Merkmale auf. Die Kapitalrendite (ROCE, Return on Capital Employed) des iPhone-Herstellers ist seither von 28% auf 58% gestiegen. Apple-CEO Tim Cook dürfte bei seinen kolportierten regelmäßigen Besuchen bei Warren Buffett in Omaha entsprechend „bekehrt“ worden sein, die Kapitalallokation des Unternehmens im Interesse der Aktionäre nachhaltig zu schärfen.

Apple – Entwicklung der Kapitalrenditen seit Einstieg von Berkshire Hathaway



Quelle: Morningstar

Obwohl Buffett die Qualität von Unternehmen schätzt, ist er im Gegensatz zu Charlie Munger immer ein wertorientierter Investor geblieben, der beim Einstieg in neue Aktienpositionen eine niedrige Bewertung erwartet. Buffett hat stets betont, dass ein niedriger Einstiegskurs zu seiner Sorgfaltspflicht als CEO von Berkshire gehört.

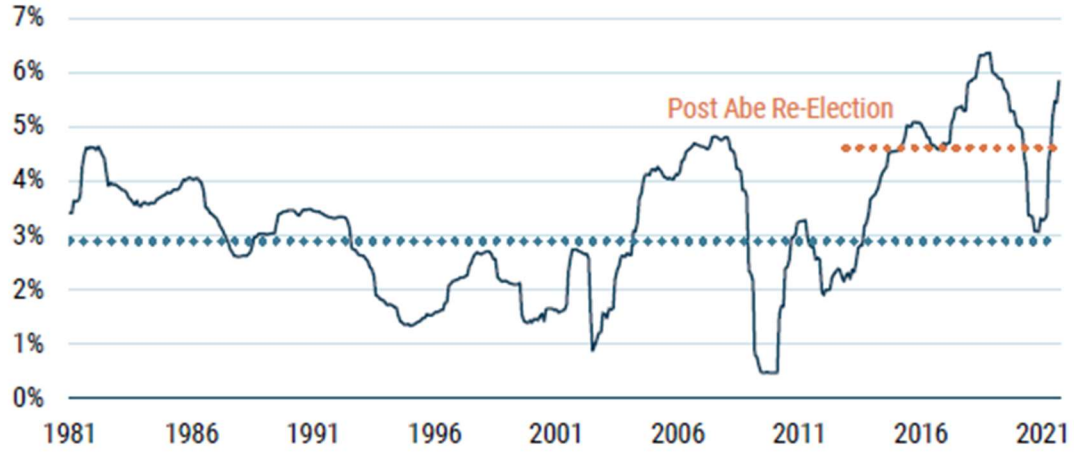
Wir sehen drei Aspekte, die Buffett in Japan (und bei anderen Investitionen wie Apple) erkannt haben könnte:

- attraktive Bewertungen
- steigende Unternehmensgewinne
- wesentliche Veränderungen in der Kapitalallokationsstrategie

Die Rolle der Kapitalallokation

Bei seinen japanischen Investitionen hat Buffett vor allem eine Veränderung in der Kapitalallokationsstrategie festgestellt. Viele japanische Unternehmen haben sich in letzter Zeit stärker auf die Steigerung der Eigenkapitalrendite durch Aktienrückkäufe und Dividenden konzentriert. So sind die Eigenkapitalrenditen seiner japanischen Beteiligungen in den letzten Jahren deutlich gestiegen und haben den langjährigen Pfad niedriger historischer Eigenkapitalrenditen verlassen. Tatsächlich war der japanische Aktienmarkt viele Jahre lang günstig bewertet, aber für Qualitätsanleger unattraktiv, weil die Manager wenig auf eine geschickte Kapitalallokation achteten. Heute liest man in den Geschäftsberichten immer häufiger, dass sich dieser Trend umkehrt.

Japan – Entwicklung der Kapitalrenditen: Mehr als nur ein zyklischer Aufschwung?



Sektoren Finanzdienstleistungen und Grundstoffe wurden ausgeschlossen
Quelle: GMO

Verursacht wurde die steigenden Kapitalrenditen durch Aktienrückkäufe, die den Kapitaleinsatz reduzierten (der Nenner der Eigenkapitalrendite), aber auch durch höhere Unternehmensgewinne (der Zähler der Eigenkapitalrendite).

Entwicklung der Eigenkapitalrenditen der Buffettschen-Beteiligungen

	2020	**2021**	**2022**	**2023**
Itochu	14%	10%	18%	15%
Marubeni	-11%	13%	19%	19%
Mitsubishi	9%	9%	3%	13%
Mitsui	9%	8%	17%	17%
Sumitomo	6%	-6%	15%	15%
Mittelwert	**5%**	**7%**	**14%**	**16%**

Quelle: QuickFS.com

Buffetts japanische Unternehmen selbst wachsen nicht sehr stark. Da Berkshire jedoch nur das Siebenfache des freien Cashflows für eine Aktie zahlte, die den gesamten FCF über Rückkäufe und Dividenden zurückgab, erzielte Buffett eine jährliche Rendite von 14%, selbst wenn es kein Wachstum und keinen Anstieg des Multiplikators gab. Berücksichtigt man zusätzlich den Anstieg der Bewertungskennzahlen, so fällt die Rendite für Buffett sogar noch höher aus.

Der Blick auf die nächsten Jahre des Investierens

Letztlich ist die Rendite einer Aktie das Produkt aus drei einfachen Faktoren: Wachstum, Veränderung des Bewertungsmultiplikators und Kapitalrendite.

In den letzten zehn bis zwölf Jahren haben sich viele Anleger nur auf die ersten beiden Faktoren verlassen. Das Wachstum der meisten Unternehmen war trotz zahlreicher Krisen und Belastungen ordentlich. Es wurde zusätzlich durch das Wachstum des Technologiesektors befeuert. Gleichzeitig sind die Bewertungsmultiples an den Aktienmärkten seit 2010 massiv gestiegen. Zum einen, weil das Bewertungsniveau nach der Finanzkrise zunächst sehr niedrig war, zum anderen, weil die Renditen an den Anleihemärkten immer weiter sanken und Aktien als Anlageklasse damit höher bewertet wurden.

So konnten Aktienanleger seit 2010 hohe Renditen erzielen. Aufgrund dieser Faktoren erscheint es unwahrscheinlich, dass sich die Hausse an den Aktienmärkten in den nächsten zehn Jahren wiederholen wird. Selbst wenn das Wirtschaftswachstum gut bleibt, besteht das Risiko, zu viel für die Bewertung bezahlt zu haben. Sollte die Bewertung von Aktien in den nächsten Jahren aufgrund eines dauerhaft höheren Zinsniveaus und damit vorhandener Anlagealternativen sogar sinken, was möglich erscheint, wird eine zu hohe Bewertung zum Hemmschuh. Auch die starke Fokussierung auf die US-Märkte, die bei vielen Aktienanlegern eine Gewichtung von bis zu 80% ausmacht, könnte sich in Zukunft umkehren.

Daher ist es besonders wichtig, darauf zu achten, wie hoch die Kapitalrenditen der Unternehmen sein werden. Unternehmen, die ihre Aktionäre durch die Ausgabe neuer Aktien verwässern, dürften langfristig ebenso ein Risiko darstellen wie Unternehmen, die nur eine geringe Kapitalrendite ausweisen. Dass es möglich ist, mit nur zwei der genannten Faktoren überdurchschnittliche Gewinne am Aktienmarkt zu erzielen, zeigen zahlreiche Beispiele aus der Vergangenheit. Dazu gehören in Europa Titel wie Novo Nordisk oder in den USA Unternehmen wie Texas Instruments oder die US-Hausbauer NVR und Pulte Homes (an denen sich Berkshire kürzlich beteiligt hat). In der Praxis zeigt die Erfahrung jedoch, dass zwei der drei Faktoren notwendig sind, um sehr gute Ergebnisse zu erzielen.

Ein Beispiel: Eine Aktie mit einem Gewinnwachstum von 5 %, deren Kurs-Gewinn-Verhältnis über einen Zeitraum von fünf Jahren von 8 auf 12 steigt und die ihre gesamten Gewinne in Form von Aktienrückkäufen und/oder Dividenden ausschüttet, bringt dem Anleger über diesen Zeitraum von fünf Jahren eine jährliche Gesamtrendite von rund 23 %. Der Wachstumsmotor bringt dem Anleger zwar nur 5 %, dafür aber einen jährlichen Rückenwind von 8,4 % durch die Ausweitung des KGV-Multiplikators und rund 10 % Zusatzrendite durch Aktienrückkäufe und Dividenden.

Diese einfache Rechnung zeigt, warum es so wichtig ist, neben der Qualität (ROCE und Wachstum) auch den Wert (Kurs-Gewinn-Verhältnis oder, wie wir es in unserem Ansatz bevorzugen, die Höhe der Free Cash Flow-Renditen) zu berücksichtigen.

Am wichtigsten scheint Buffett jedoch die Kapitalallokation zu sein. Bei japanischen Aktien erleben wir einen bedeutenden Strategiewechsel hin zu einer stärkeren Konzentration auf die Steigerung der Eigenkapitalrendite durch Aktienrückkäufe und Dividenden.

Wenn man sich die alten Hauptversammlungen von Berkhire Hathaway ansieht, so sagte Buffett noch Anfang der 2000er Jahre, dass er kein Interesse an Japan habe, obwohl es dort billige Aktien gebe. Die Eigenkapitalrendite sei zu niedrig. Der Unterschied zur heutigen Situation besteht darin,

dass sich die Kapitalallokationsstrategie der Unternehmen stark verändert hat. So lesen wir immer mehr Geschäftsberichte, in denen explizit eine völlig neue Kapitalphilosophie dargelegt wird.

Buffett lässt sich offensichtlich nicht von den Geschichten oder Wachstumsstorys vieler Investoren beeinflussen. Er ist nur daran interessiert, großartige Investitionen zu finden. Und großartige Investitionen kommen in der Regel von guten Unternehmen, die unterbewertet sind.

Und gute Unternehmen haben in der Regel zwei Dinge gemeinsam: hohe Kapitalrenditen und ein gutes, vertrauenswürdiges Management, das den freien Cashflow sinnvoll einsetzt. Viele dieser Punkte spiegeln sich auch in unserer Fondsstrategie wider, bei der wir unsere qualitativen Einschätzungen zusätzlich durch Unternehmensbesuche und -kontakte sowie weitere eigene Analysen untermauern.

Was gute Unternehmen auszeichnet

Unternehmen	Management	Wachstum
• Erkennbare, nachhaltige Wettbewerbsvorteile • Dauerhaft hohe, vorhersehbare Kapitalrenditen und freie Cash-Flows • Preissetzungsmacht, Inflationsschutz • Geringe Komplexität • Starke Bilanzen • Vermeidung renditestarker, regulierter Branchen	• Management mit außergewöhnlicher Kompetenz, Integrität und Leidenschaft • Behandlung der Interessen von Aktionären und Mitarbeitern • Auf langfristigen Erfolg ausgerichtet • Unternehmenskultur fördert Unabhängigkeit und Verantwortlichkeit	• Stetiges Wachstum bei freien Cash-Flows • Möglichkeit, die freien Cash Flows zu reinvestieren • Diszipliniertes Reinvestitionsverhalten

Quelle: Kahler & Kurz Capital

Eines der vielen Dinge, die Buffett zu einem besonderen Investor gemacht haben, ist, dass er sich die Fakten ansieht und die Erzählungen ignoriert. Ich denke, dass diese Methode es ihm ermöglicht, offen und empfänglich für gute Investitionsideen zu sein, wo immer sie auch sein mögen.

Christian Kahler

Kahler & Kurz Capital GmbH

Bei diesen Inhalten handelt es sich grundsätzlich um Marketingmitteilungen und nicht um Finanzanalysen. Sie stellen weder eine Anlageberatung bzw. Anlageempfehlung, noch ein Angebot bzw. eine Empfehlung oder Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf bzw. Verkauf der genannten Finanzprodukte dar. Sofern wir in den vorgenannten Informationen Wertentwicklungen und/oder Beispielrechnungen dargestellt haben, lassen diese keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft, zudem wird auf das Risiko bei Geschäften in Finanzprodukte hingewiesen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir als verlässlich und vollständig ansehen. Wir haben sie sehr sorgfältig recherchiert und nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt, die Weitergabe erfolgt jedoch ohne Gewähr. Wir übernehmen weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit des Inhalts der angeführten Informationen. Ferner haften wir nicht für Verluste oder Schäden gleich welcher Art, die durch oder in Zusammenhang mit dem Zugriff auf unsere Webseite bzw. derer Nutzung oder im Vertrauen auf den Inhalt der angeführten Informationen entstehen.

Änderungen ohne vorherige Ankündigung sind jederzeit vorbehalten.