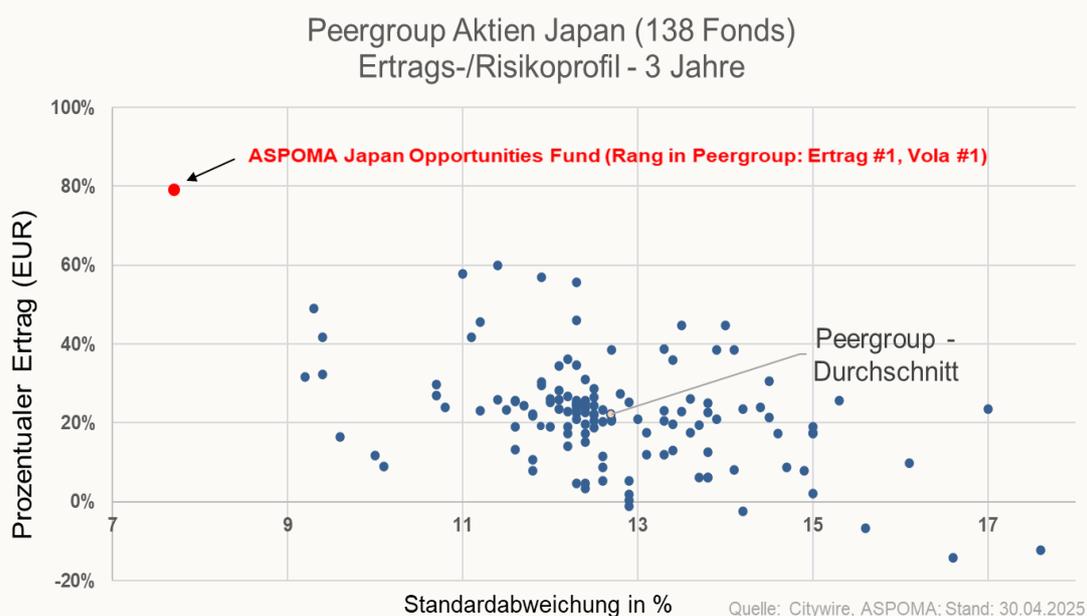


# ASPOMA

## Japan Opportunities Fund

- Nettowertentwicklung in H1 2025: +16,0% (Klasse A) – seit 5 Jahren 18% p.a.
- Starke Fundamentals in Japan: Margen und Gewinne im Aufwärtstrend
- Positive Effekte der Corporate Governance Reformen immer deutlicher: Rekordwerte bei Dividenden, Aktienrückkäufen und Übernahmen
- Positive Flows: Japan ist eine zentrale Investmentalternative für US-Aktien
- Tiefe Bewertung: Portfoliounternehmen bei Kurs-Buchwertverhältnis von 0,86x (Median)

Das Risiko- und Ertragsprofil des ASPOMA Japan Opportunities Fund (A) ist das Ergebnis unseres Selektionsprozesses mit starkem Fokus auf „Margin of Safety“.



*Hinweis: Bitte beachten Sie, dass Peer Group-Vergleiche, wie oben dargestellt, mangelhaft sind, weil darin häufig Fonds miteinander verglichen werden, die sehr unterschiedliche Eigenschaften aufweisen und daher nicht unmittelbar miteinander vergleichbar sind (Value/Growth, währungsgesichert/nicht währungsgesichert, Large Cap/Small Cap).*

## Halbjahresbericht ASPOMA Japan Opportunities Fund

Japan Hidden Value Strategie – Juli 2025

### Wesentliche Kennzahlen des Portfolios\*

Kurs-Buchwert-Verhältnis	Kurs/Buchwert-verhältnis ohne Nettoliquidität**	Netto-Liquidität zu Marktkapitalisierung	Rentabilität des Netto-Betriebsvermögens	Dividendenrendite	Dividendenwachstum p.a. ***
0,82x	0,63x	62%	23%	3,0%	14%

### Inhalt

### Seite

Wertentwicklung des Fonds	2
Veränderungen im Portfolio	3
Für Investoren relevante Entwicklungen in Japan	4
Fondspositionierung und Charakteristika	6
ASPOMA Investmentkonzept	8

## Wertentwicklung des Fonds im ersten Halbjahr

Die **Wertentwicklung des ASPOMA Japan Opportunities Fund<sup>1</sup>** lag im **ersten Halbjahr 2025** bei **+16,0%** und im **2. Quartal** bei **+8,4%**. **Seit Implementierung** der Hidden Value-Strategie Anfang 2019 liegt der Wertzuwachs bei 145,8% oder **14,8% pro Jahr**.

Das **Fondsvolumen** hat im ersten Halbjahr **65 Mio. Euro** überschritten.

### Nettowertentwicklung am Beispiel der Anteilsklasse A über unterschiedliche Zeiträume

30. Juni 2025	gesamt	p.a.
1 Monat	2,5	
Jahresbeginn (31.12.2024 - 30.06.2025)	16,0	
Auflage Strategie (31.12.2018 - 30.06.2025)	145,8	14,8
1 Jahr (30.06.2024 - 30.06.2025)	26,4	
3 Jahre (30.06.2022 - 30.06.2025)	96,6	25,2
5 Jahre (30.06.2020 - 30.06.2025)	129,2	18,0
<b>2019: 24,1% 2020: 1,4% 2021: 10,6% 2022: -7,9% 2023: 33,7% 2024: 23,5%</b>		

Quelle: Bloomberg; Frühere Wertentwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse.

### Wie haben sich die Sektoren im Fonds entwickelt?

Im **ersten Halbjahr 2025** waren es vor allem unsere Sektorportfolien **Healthcare** (+29%), **langlebige Konsumgüter** (+26%) und **Materialien** (+20%), die sich besonders stark entwickelten.

Lediglich unsere Beteiligungen in den Sektoren **Immobilien** (-2%) und **Technologie** (-9%) verzeichneten **Kursrückgänge**.

### Auf Einzeltitelebene gab es im Portfolio bei den folgenden Aktien größere Kursveränderungen:

Mit einem Kursanstieg von **131%** im ersten Halbjahr führt die **Nishikawa Rubber Company** das Performance Ranking klar an. Nishikawa Rubber stellt unter anderem Gummidichtungen für den Fahrzeugbau her und ist weltweit aktiv.

Die Gründe, wie es zu diesem starken Kursanstieg kam, sind überraschend unspektakulär und aufgrund der angewandten Selektionskriterien grundsätzlich bei allen unseren Portfoliounternehmen vorhanden:

**1) Vor dem Anstieg war Nishikawa Rubber stark unterbewertet** – der Börsenwert lag (umgerechnet) bei 267 Millionen Euro, das ausschüttbare Nettofinanzvermögen in der Bilanz bei 310 Millionen Euro. Für das gute operative Geschäft – das ja diesen hohen Bestand an Nettofinanzvermögen erwirtschaftet hat – implizierte dies sogar einen negativen Marktwert. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis betrug 0.5x.

**2) Konkreter Trigger vorhanden, der zu Neubewertung führen kann:** Im Februar veröffentlichte Nishikawa Rubber dann eine „Ergänzung zum Mittelfristplan“, die unter anderem die folgenden Punkte vorsah: **a) Anhebung der Dividende** auf 8% relativ zum Buchwert des Eigenkapitals – bei einem Kurs-Buchwert-

<sup>1</sup> Anteilsklasse A unter Berücksichtigung der Ausschüttung

\* bereinigtes Portfolio: 39 von 65 Titel; auf Netto-Basis

\*\* Erklärung siehe ab Seite 6; \*\*\* der letzten 5 Jahre p.a., bereinigtes Portfolio

Verhältnis von 0.5x bedeutete das eine **Dividendenrendite von 16%**. b) Die **Erhöhung der Anzahl unabhängiger Aufsichtsräte** und eine **stärkere Trennung zwischen operativer Führung und Überwachung**. c) Eine **Anhebung der operativen Ergebnisziele**. In diesem Fall war der auslösende Faktor die Entschlossenheit des Managements, eine aktionärs- bzw. eigentümerorientierte Unternehmenspolitik zu implementieren.

**3) Wie bereits angesprochen ein starkes und erfolgreiches operatives Geschäft**, auch wenn dieses in den letzten Jahren die weltweite Schwächephase der Automobilbranche meistern musste.

**Kursentwicklung von Nishikawa Rubber: Schon die Veröffentlichung eines aktionärsfreundlichen Managementplans kann bei den extremen Unterbewertungssituationen, wie wir sie in Japan häufig vorfinden, zu raschen Neubewertungen führen.**



Quelle: Bloomberg; Frühere Wertentwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse.

Erwähnenswert ist auch, dass dieser Kursanstieg nicht nur temporär erfolgte. Vielmehr hat sich der Kurs von Nishikawa Rubber nach einem sehr starken Anstieg im Februar stabil entwickelt bzw. sogar weiter nach oben bewegt.

Den zweitgrößten Kursanstieg mit **70%** im ersten Halbjahr erzielte **Nittetsu Mining**, ein auf Kalkstein und Kupfer spezialisiertes Bergbauunternehmen. Auslöser für die Neubewertung waren auch hier eine sehr deutliche Unterbewertung – zum Jahresbeginn wies Nittetsu Mining ein Nettofinanzvermögen einschließlich Immobilien auf, das alleine schon dem Börsenwert entsprach. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis lag bei 0,44. Das sehr profitable operative Geschäft wurde also auch in diesem Fall praktisch nicht bewertet. Im Februar kaufte Nittetsu Mining dann rund 5,5% der ausstehenden Aktien von einem Großaktionär zurück.

Darüber hinaus kam es bei vielen weiteren Portfoliobeteiligungen zu größeren Kursanstiegen.

Die **stärksten Kursrückgänge** im Portfolio verzeichneten das auf Funkgeräte spezialisierte Unternehmen **JVC Kenwood (- 33%)**, das Bauunternehmen **Subaru Enterprises (- 19%)** und das auf Gummi- und Hygieneprodukte spezialisierte Unternehmen **Okamoto Industries (- 15%)**.

**JVC Kenwood** hatte in den vergangenen Jahren eine spektakuläre Kursentwicklung erreicht, die wir zu einem schrittweisen Ausstieg nutzten. Schon zu Beginn von H1 2025 hatten die Gewichtung im Portfolio bereits auf unter 1% reduziert.

**Subaru Enterprises** ist ein kleines hochprofitables Unternehmen (EBIT-Marge > 15%), das sich auf den Bau und den Unterhalt von Autobahnen spezialisiert hat. Das Nettofinanzvermögen einschließlich Renditeimmobilien macht ca. 70% des Börsenwerts aus. Subaru Enterprises wird vom Medienunternehmen Toho mit einem Anteil von 51% kontrolliert. Subaru hat bereits eine gute Performance erzielt, besitzt unseres Erachtens aber weiter deutliches Aufwertungspotential. Ein offensichtlicher Grund für die Kurskorrektur ist nicht ersichtlich. Ein möglicher Auslöser für eine Neubewertung ist der in Japan immer stärker werdende Trend, dass „Mütter“ börsennotierte „Töchter“ voll übernehmen, insbesondere wenn sie operativ stark und sehr tief bewertet sind, oder sie mit einer Prämie an neue „bessere“ Eigentümer veräußern, falls sie nicht zum Kerngeschäft passen.

**Okamoto** zeigte im vergangenen Halbjahr ebenfalls eine schwache Kursentwicklung, was möglicherweise auf eine unter den Erwartungen liegende EBIT-Marge zurückzuführen ist. Bei Okamoto liegt das Nettofinanzvermögen einschließlich Renditeimmobilien bei 90% des Börsenwerts. Das operative Geschäft selbst ist hochprofitabel mit einer Rendite aufs operativ eingesetzte Kapital im hohen zweistelligen Bereich. Okamotos Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt bei 0,88x. Okamoto hat zaghafte begonnen, die Dividenden anzuheben und Aktien zurückzukaufen. Angesichts Japans Corporate Governance Revolution erwarten wir, dass Okamoto seine Aktionärsorientierung weiter verstärken wird.

## Veränderungen im Portfolio

Im Verlauf des ersten Halbjahres wurden neun neue Unternehmen ins Portfolio aufgenommen und gleichzeitig acht Positionen geschlossen bzw. sechs weitere teilweise reduziert:

Komplett oder maßgeblich reduziert wurden einerseits Unternehmen, für deren Aktien ein Übernahmeangebot unterbreitet wurde. Dazu gehören das Pharmaunternehmen **Torii Pharmaceutical**, deren Muttergesellschaft Japan Tobacco (55% Anteil) Anfang Mai ankündigte, seinen Anteil an Torii Pharmaceutical zu verkaufen, wobei gleichzeitig das Pharmaunternehmen Shionogi ein **Übernahmeangebot** für die nicht im Besitz von Japan Tobacco befindlichen Anteile unterbreitete. Diese Struktur ist in Japan üblich, weil sie es dem Verkäufer ermöglicht, Steuern auf den Veräußerungsgewinn zu minimieren. Shionogi zahlte dabei einen **Aufschlag von 46%** auf den von Übernahmegerüchten unbeeinflussten Kurs.

Bei **Toyota Industries**, einem Hersteller von Fördertechnik und Automobilteilen, unterbreitete ein Konsortium unter Beteiligung der Muttergesellschaft Toyota Motor Corp. den Minderheitsaktionären ein Übernahmeangebot mit einem Aufschlag von 23% gegenüber dem Schlusskurs vor Bekanntgabe der Transaktion.

Die Auflösung von Strukturen, bei denen eine Muttergesellschaft eine Mehrheit oder einen erheblichen Anteil an einer börsennotierten Tochtergesellschaft hält und diese Beteiligung dann entweder veräußert oder ein Übernahmeangebot für die Tochtergesellschaft unterbreitet, ist eine von mehreren möglichen Neubewertungstriggern, die bei allen Portfoliounternehmen ein zentraler Aspekt des Investment Cases sind.

Veräußert wurden andererseits aber auch Unternehmen, bei denen **Initiativen des Managements wie Aktienrückkäufe und die Verbesserung der Corporate Governance dazu geführt haben, dass sich deutliche Unterbewertungen auflösten**. Dazu gehören neben der oben bereits genannten Nishikawa Rubber auch Nippon Hume, bei dem sich der ASPOMA Japan Fund erstmals im Juli 2022 bei einem Kurs von rund Yen 650 beteiligte und die Beteiligung nach einem Unternehmensbesuch Anfang 2024 deutlich aufstockte. Die letzten Anteile an Nippon Hume wurden nun im Juni diesen Jahres zu einem Kurs von 2210 Yen veräußert.

**Neu aufgebaut** wurden Beteiligungen unter anderem am Bau- und Immobilienunternehmen **Nakano**, am Farbenhersteller **Nihon Tokushu Toryo**, am Kosmetikgroßhandelsunternehmen

**Paltac**, am Hafenlogistikunternehmen **Meiko Trans** sowie an **Maruichi Steel Tubes**, einem Hersteller von Stahlröhren.

Bei unserer jüngsten Research-Reise nach Japan im Februar besuchten wir gemeinsam mit Koya Tabata, unserem Analysten vor Ort in Japan, etwa 25 Unternehmen.



Foto: ASPOMA

Alle neuen Beteiligungsunternehmen erfüllen die oben bereits skizzierten Kriterien „starke Unterbewertung“, „hohe Bestände an Nettofinanzvermögen“, „operativ nachhaltig erfolgreich“ und „konkreter Trigger für Neubewertung“.

**Meiko Trans** beispielsweise ist einer der **führenden Anbieter von Logistikdienstleistungen am Hafen von Nagoya**, der traditionell das größte Handels- und Umschlagsvolumen in Japan aufweist. Meikos Dienstleistungsspektrum umfasst unter anderem das Be- und Entladen von Schiffen, die Abwicklung der Verzollungsprozesse, Lagerhaltung und Landtransport. Meiko weist ein **Nettofinanzvermögen einschließlich Renditeimmobilien in Höhe seines Börsenwerts** auf. Das operative Geschäft ist, mit einer Gewinnmarge von ca. 6% und einer operativen Rendite von ca. 10% sehr stabil. Meikos Kurs-Buchwertverhältnis liegt bei ca. 0.4x. **Mehrere Aktivisten drängen** das Management seit einiger Zeit, **entschiedene Maßnahmen** (höhere Ausschüttungen, Aktienrückkäufe, Verbesserung der Corporate Governance) **zu ergreifen, um das von der Tokyo Stock Exchange eingeforderte Kurs-Buchwert-Verhältnis von wenigstens 1x zu erreichen**. Meiko hat mit einer schrittweisen Anhebung der Ausschüttungsquote von 15% im Jahr 2021 auf heute 25% erste kleine Schritte gemacht. Die Ankündigung des von den Aktivisten eingeforderten Aktienrückkaufs – das letzte Mal kaufte Meiko Aktien im Jahr 2017 zurück – steht noch aus.

**NIHON TOKUSHU TORYO** ist ein unter anderem auf **schalldämmende Farben im Automobil- und Gebäudebereich** und auf speziellen Farben für die Flugzeugindustrie spezialisierter Farben- und Lackhersteller, der in den letzten Jahren auf

Umsatzebene ein Wachstum von ca. 5% erreicht und damit eine operative Gewinnmarge von knapp 7% bzw. eine operative Rendite von knapp 15% erzielt. Nihon Tokushu Toriyos **Nettofinanzvermögen macht fast 70% des Börsenwerts** aus, das **Kurs-Buchwert-Verhältnis** lag im Erwerbszeitpunkt bei **0.7x**. Gedrängt von Finanzinvestoren hat sich Nihon Tokushu Toriyos in seinem neuen Mittelfristplan nun dazu verpflichtet, mittelfristig 70% (statt bisher 30%) des Gewinns an die Aktionäre zu verteilen (höhere Dividenden und Aktienrückkäufe). Die Unternehmensleitung strebt außerdem an, durch ein Zurückführen der Überkapitalisierung der Bilanz und eine Verbesserung der operativen Gewinnmargen die Eigenkapitalrendite auf über 10% (von heute 8.9%) zu steigern.

## Für Investoren relevante Entwicklungen in Japan

### *Update zu den positiven Aspekten der japanischen Corporate Governance-Revolution*

Die **Corporate Governance-Reformen**, die unter anderem von der japanischen Regierung, der Tokyo Stock Exchange und einer Vielzahl aktivistischer und Private Equity Investoren vorangetrieben werden, **beginnen** in der Breite **zu wirken** und bringen fundamentale **Verbesserungen** für **Unternehmen** und **Aktionäre**.

### **Starke Fundamentals: Margen und Gewinne im Aufwärtstrend**

Im Ende März abgelaufenen Fiskaljahr 2024/25 sind die **Gewinnmargen der japanischen Unternehmen auf ein Rekordniveau gestiegen**. Dafür verantwortlich waren neben großen Fortschritten bei der Weitergabe von Kostensteigerungen der vergangenen Jahre an die Kunden auch die Effekten von besserer Corporate Governance. Die Unternehmen straffen und vereinfachen Strukturen, trennen sich von unprofitablen Aktivitäten, konsolidieren übermäßig fragmentierte Anbieterstrukturen mit positiven Synergieeffekten und legen bei Investitionsentscheidungen strengere Maßstäbe an.

Die zuletzt genannten Margentreiber stufen wir als strukturell ein, weshalb wir davon ausgehen, dass sich dieser Trend fortsetzen wird, auch wenn konjunkturelle Entwicklungen ebenfalls einen Einfluss haben.

**Die Nettogewinnmargen japanischer Unternehmen haben sich in den letzten 10 Jahren von 2% auf über 6% verdreifacht – ein sichtbarer Erfolg der Corporate-Governance-Reformen.**



Quelle: Bloomberg

### **Rekordwerte bei Dividenden, Aktienrückkäufen und Übernahmen**

Eine weitere Folge von Japans Corporate Governance-Revolution ist, dass Unternehmen bei der effizienteren Gestaltung ihrer Finanzierungsstrukturen weitere Fortschritte erzielen. Statt blind Cash und Finanzvermögen zu horten – wie erwähnt übersteigt das Nettofinanzvermögen (nach Abzug von Finanzschulden) trotz eines erstklassigen operativen Geschäfts oft die Börsenkapitalisierung – stellen Unternehmen zunehmend differenzierte Überlegungen an, welcher Anteil dieser Finanzmittel intern für Wachstum und Krisenvorsorge benötigt wird und welcher in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre ausgeschüttet werden kann.

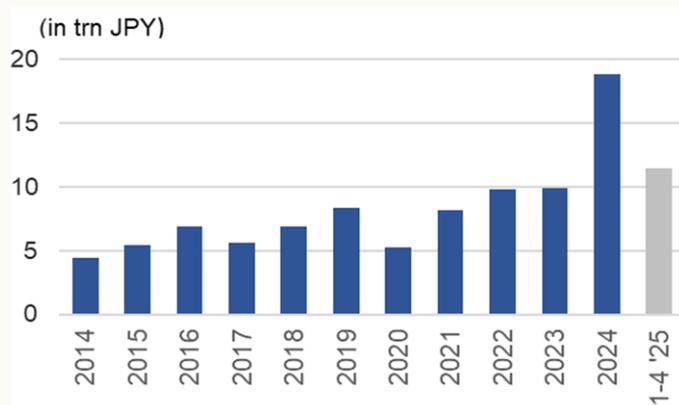
So **stieg die Ausschüttungsquote** (Dividenden + Aktienrückkäufe) **japanischer Unternehmen ist im Geschäftsjahr 2024 auf 60%** (von 50% im Vorjahr). In letzter Zeit gab es jedoch viele Fälle, in denen die Gesamtrendite 100% überstieg, was gleichzeitig ein Indiz für Übergangszeiten mit strukturellen Veränderungen ist. Der Prozentsatz der Unternehmen mit einer Ausschüttungsquote von mehr als 100% lag im GJ2024 bei den TOPIX-Unternehmen bei 16%, verglichen mit knapp über 10% im Vorjahr.

### **Rekordwerte bei Initiativen aktivistischer Investoren**

Ein Indiz für Japans Corporate Governance Revolution ist auch, dass **die Zahl der von Aktivisten auf den bis Juni abgehaltenen Hauptversammlungen gestellten Aktionärsanträge ein neues Allzeithoch** erreichte.

Die Vorschläge der Aktivisten betreffen dabei nicht nur die Kapitalpolitik, sondern auch Vorschläge zur Umstrukturierung von Unternehmen, den Wechsel von Directors (Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten) und der Verwendung operativ ungenutzter Vermögenswerte („idle assets“) wie Immobilien und Finanzbeteiligungen.

**Aktienrückkäufe in Japan steigen auf ein neues Rekordniveau.** Bis Ende April 2025 haben japanische Unternehmen Rückkäufe im Volumen von über 10 Billionen Yen angekündigt. Das entspricht bereits rund 60 % des Gesamtvolumens des bisherigen Rekordjahres 2024.



Quellen: Bloomberg, CLSA, ASPOMA

*Geopolitische Spannungen (USA-China-Konflikt), Zweifel am US-Exzeptionalismus und hohe US-Bewertungen machen Japan zu einer zentralen Investitionsalternative für US-Aktien*

Die oben skizzierten **Veränderungen** werden sowohl von **internationalen Investoren** als auch von **japanischen Investoren**, die in der Vergangenheit riesige Summen im Ausland und vor allem in den USA angelegt hatten, wahrgenommen.

### Internationale Investoren entdecken Japan zunehmend als attraktive Anlagealternative zum US-Markt

Japanische Aktien sind im globalen Vergleich gut positioniert, wenn es um internationale Kapitalströme geht. Vor allem im zweiten Quartal kam es zu Mittelzuflüssen zum japanischen Aktienmarkt. Wesentliche Treiber waren die hohen Bewertungen in den USA und zunehmende Zweifel am „US-Exzeptionalismus“, genährt durch die Herabstufung der US-Staatsanleihen und die potenziell massive Ausweitung der bereits hohen Staatsverschuldung im Zuge von Trumps „Big Beautiful Bill“. Internationale Investoren mit einer hohen US-Gewichtung haben

deshalb ihre Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten intensiviert.

Japan mit seinem stabilen politischen System, seiner geografischen Lage mitten im wirtschaftlich dynamischen Asien, seinen vielen Qualitätsunternehmen und den bereits erwähnten tiefgreifenden und erfolgreichen Reformen der letzten Jahrzehnte ist dabei eine attraktive Adresse.

Besonders drängend ist die Suche nach Alternativen zu den USA für chinesische Investoren. Viele Chinesen stufen US-Vermögenswerte aufgrund des sich verhärtenden Konflikts zwischen den USA und China als für sie nicht mehr sicher ein. Bei unserer jüngsten Japanreise im ersten Quartal dieses Jahres wurden wir mehrmals von unseren Gesprächspartnern auf sehr aggressiv vorgehende chinesische Investoren angesprochen, die hohe Summe in japanischen Vermögenswerten anlegen.

### Rekordwerte bei Initiativen aktivistischer Investoren

The largest number of shareholder proposals, major securities expands Strategic advice to companies

Major securities firms are expanding their advisory services to deal with corporate activists. Mizuho Securities will increase the number of specialized teams by the end of FY2025, and SMBC Nikko Securities will strengthen overseas shareholder information through its partnership with a U.S. investment bank.

The number of shareholder proposals by activists is at an all-time high, and the content is becoming more challenging. He is involved in advising on capital strategies from the early stages, leading to various transactions such as divestitures of unprofitable businesses and mergers and acquisitions (M&A).

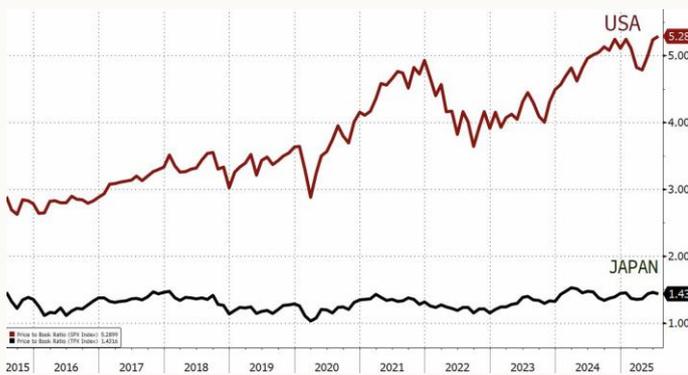
Quellen: Bloomberg, CLSA, ASPOMA

### Mittelfristig ist mit der Rückführung von Geldern der öffentlichen Rentenversicherung, von Banken und Privatanlegern zu rechnen

Seit den Abenomics und der geldpolitischen Lockerung Japans in den 2010er Jahren haben verschiedene japanische Investorengruppen in einem hohen Umfang Anlagegelder ins Ausland verlagert. In einem aktuellen Bericht schätzt der Broker JP Morgan, dass im Zeitraum Dezember 2012 bis Dezember 2024 die öffentlichen Rentenversicherungsanstalten, Regierungsstellen, Banken, Versicherer und Privatpersonen in Summe

umgerechnet etwa 1'800 Mrd. Euro in die USA und andere ausländische Märkte verlagerten. Angesichts der gesteigerten Attraktivität des japanischen Aktienmarktes einschließlich seiner tiefen Bewertungen (siehe nächster Abschnitt), ist zu erwarten, dass vor allem Rentenanstalten, Banken, Versicherungen und Private Kapital aus den USA nach Japan zurückführen werden, was eine strukturelle Unterstützung für japanische Aktien darstellen dürfte.

**Japan: Preis-/Buchwertverhältnisse weiterhin ca. auf dem Niveau von vor 10 Jahren**



## Niedrige Bewertungen trotz Kursanstiegen

Trotz der Kursanstiege der vergangenen Jahre liegt der Börsenwert von in etwa einem Drittel der japanischen Unternehmen immer noch unter dem (Buch-) Wert des Eigenkapitals. Vergleicht man die Kurs-Buchwerte – als Anzahl „Dollar“, die an der Börse für einen Dollar Eigenkapital gezahlt werden – zwischen Japan und den USA, dann sieht man, dass Japans Bewertung anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses praktisch unverändert ist, während sich die Bewertung in USA beinahe verdoppelt hat.

Und auch absolut sind japanische Aktien unverändert attraktiv bewertet. Das Kurs-Buchwertverhältnis bei den Unternehmen des ASPOMA Japan Opportunities Fund liegt im Mittel immer noch bei nur 0,82x.

## Fondspositionierung und Charakteristika

In Japan gibt es eine Gruppe von rund 300+ liquiden "Hidden Value"-Aktien mit einem kerngesunden operativen Geschäft, bei denen das Nettofinanzvermögen (Flüssige Mittel + liquide Investments und Beteiligungen - Finanzschulden) 40% bis 100% des Börsenwerts ausmacht. Aus diesen Unternehmen wählt ASPOMA rund 50 bis 80 Titel aus, bei denen wir die

Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem "Unlocking of Value", also einer Neubewertung kommt, als besonders hoch einstufen.

**Trotz der Kursanstiege der letzten 10 Jahre hat sich das Kurs-Buchwert-Verhältnis japanischer Aktien wenig verändert. Dank einbehaltener Gewinne stieg das Eigenkapital nahezu proportional zu den Aktienkursen.**



Quelle: ASPOMA, Bloomberg; Frühere Wertentwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse.

Dabei ist unsere Investmentstrategie, ähnlich wie bei Private Equity Buyout-Fonds, darauf ausgelegt, erfolgreiche und kerngesunde aber stark überkapitalisierte und tief bewertete Unternehmen zu identifizieren, die aus der Kombination von (i) hohen operativen Free Cashflows und (ii) einer effizient gestalteten Kapitalstruktur attraktive Investorträge über einen längeren Zeitraum ermöglichen. Ziel ist es, sowohl an steigenden Ausschüttungen als auch an Kurssteigerungen in Folge von höheren Bewertungen zu partizipieren.

**Das aktuelle „Hidden Value“-Portfolio** besteht aus circa 65 Titeln. Die wichtigsten Sektoren sind Industrieunternehmen, Technologie, Fahrzeugindustrie sowie Spezialmaterialien. Diese machen zusammen etwa 75% des Fonds aus. Die aktuell zu erwartende Dividendenrendite liegt aktuell bei 3,0%. Unsere Portfoliounternehmen (ohne v.a. Banken, Versicherungen, Immobilienunternehmen)<sup>2</sup> erwirtschaften bei Betrachtung einer Pro-forma-Bilanz eine Rendite auf ihr Nettobetriebsvermögen von 24% vor Steuern, ihre Bewertung an der Börse liegt allerdings um etwa 20% unter dem Wert ihres bilanziellen Eigenkapitals.

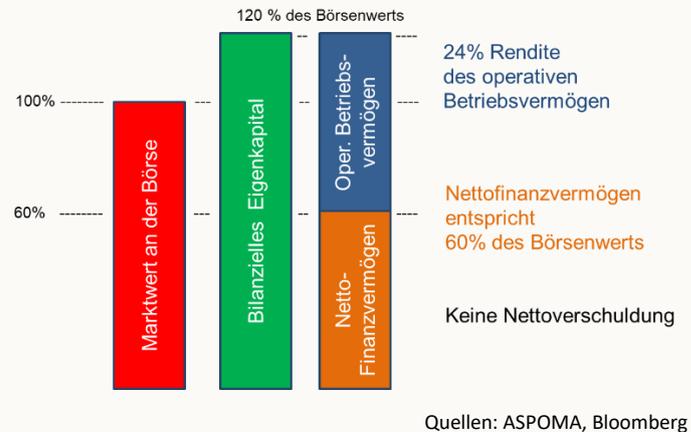
Wie in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich, bekommen wir im Schnitt für ein Investment von 100 Euro Eigenkapital im

<sup>2</sup> bereinigtes Portfolio: 39 von 65 Titel; auf Netto-Basis

Wert von 120 Euro. 60 Euro der 100 Euro sind Nettofinanzvermögen; flüssige Mittel und liquide Beteiligungen decken also bereits 60% unseres Investitionsbetrags ab.

Des Weiteren bekommen wir die 60 Euro an Nettobetriebsvermögen (Fabriken, Maschinen, usw.), welches eine Rendite vor Steuern von 24% erwirtschaftet. Implizit bezahlen müssen wir für dieses sehr profitables Betriebsvermögen mit einem Buchwert von 60 EUR aber lediglich 40 Euro (Marktwert 100 minus Nettofinanzvermögen von 60). Dies entspricht einem etwa 33%igen Abschlag auf die bilanziellen Buchwerte dieser operativen Assets. Wir kaufen das operative Nettobetriebsvermögen also zu einem Preis-Buch-Multiplikator von circa 0.66x, obwohl es eine Rendite von 24% vor und 17% nach Steuern erwirtschaftet.

Bei den Portfoliounternehmen im Fonds decken allein die liquiden Mittel und Beteiligungen im Schnitt bereits 60% des Börsenwerts ab



**Erklärung der Darstellung:** Wenn wir zu aktuellen Marktwerten investieren, können wir bilanzielles Eigenkapital im Wert von 120% unserer Investitionssumme erwerben. 60% unseres Investitionsbetrags sind durch Netto-Finanzvermögen gedeckt. Das sehr profitable betriebliche Nettobetriebsvermögen erhalten wir mit einem hohen Abschlag und in vielen Fällen sogar "kostenlos".

## Wichtiger Hinweis:

- Dies ist eine Marketingmitteilung, deren Inhalt weder ein Anbot noch eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung darstellt. Sie dient insbesondere nicht dazu, eine individuelle Anlageberatung zu ersetzen. Investitionen in Finanzinstrumente sind mit Risiken verbunden.
- Sofern dieser Bericht auf einzelne Titel bzw. Unternehmen eingeht, so wird darauf hingewiesen, dass diese Informationen nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegen.
- Sofern in dieser Bericht Entwicklungs- und oder Ertragspotentiale aufgezeigt werden, wird darauf hingewiesen, dass es keine wie immer geartete Garantie, Sicherheit oder Prognose gibt, dass sich diese Potenziale auch realisieren. Die dargestellten Potenziale können sich auch zum Negativen entwickeln.
- Copy Right: Jede Veröffentlichung oder Vervielfältigung dieses Berichts ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung von ASPOMA strengstens verboten.

## ASPOMA Investmentkonzept

### ASPOMA – Ihr Partner für Value-Opportunities in Japan

- **Japan bietet attraktive Investmentchancen für Value-Investoren.**  
Die *Kombination* aus *operativ hoch-profitablen Kerngeschäften*, *niedrigen Bewertungen*, *hohen*, nicht benötigten *Finanzmittelbeständen* und dem steigenden *Druck*, diese *Mittel den Aktionären zurückzugeben*, bietet deutliches *Ertragspotential* bei hoher *Margin of Safety*.
- Das **größte Ertragspotenzial** liegt i.d.R. bei Unternehmen im **Mid- und Small-Cap-Segment**, die nicht auf dem Radarschirm der großen Investmentgesellschaften sind.
- Der **ASPOMA Japan Opportunities Fund** ist ein **Anlageinstrument**, welches darauf ausgerichtet ist, diese speziellen **Investmentchancen** in Japan **wahrzunehmen**:
  - Klare, transparente und erprobte Investmentstrategie
  - Moderate Fondsgröße von Vorteil: Möglichkeit der Fokussierung auf die attraktivsten Value-Chancen, die im Mid- und Small-Cap-Segment am ausgeprägtesten sind
- Das **ASPOMA-Investmentteam in Japan und Europa verfügt über jahrzehntelange Erfahrung** in der Analyse und dem Management **japanischer Aktien**.
- Die **Fondsmanager** sind mit dem Großteil ihres liquiden Vermögens **in dieser Strategie investiert** und haben die **gleiche Interessenslage** wie die **Fondsanleger**.

Weitere Informationen sind online verfügbar: [www.aspoma.com](http://www.aspoma.com).

- Die aktuellen monatlichen Fondsdatenblätter finden Sie [hier](#).

Haben Sie Interesse an näheren Informationen zu Hidden Value-Aktien in Japan? Wir freuen uns auf Ihre Kontaktaufnahme!

### Kontakt

**ASPOMA Asset Management**  
Rudolfstraße 37 | 4040 Linz | Österreich  
Tel.: +43 732 9444 17  
Email: [office@aspoma.com](mailto:office@aspoma.com) | [www.aspoma.com](http://www.aspoma.com)

**Liechtensteinische Landesbank AG**  
Handel Investmentfonds  
Städtle 44 | 9490 Vaduz | Liechtenstein  
Tel: +423 236-8448 | e-mail: [fundsdealing@llb.li](mailto:fundsdealing@llb.li)

### Zusätzliche Informationen

Der Anlagefonds ASPOMA Japan Opportunities Fund (im Folgenden: OGAW) wurde am 27. Juli 2012 als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) nach dem Recht des Fürstentums Liechtenstein gegründet. Der OGAW ist ein rechtlich unselbständiger Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren des offenen Typs und untersteht dem Gesetz vom 28. Juni 2011 über bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (im Folgenden: UCITSG). Der Prospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der Treuhandvertrag und der Anhang A "Fonds im Überblick" sowie der neueste Jahres- und Halbjahresbericht, sofern deren Publikation bereits erfolgte, sind kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger bei der Verwaltungsgesellschaft, der Verwahrstelle, bei den Zahlstellen und bei allen Vertriebsberechtigten im In- und Ausland sowie auf der Web-Seite des LAFV Liechtensteinischer Anlagefondsverband unter [www.lafv.li](http://www.lafv.li) erhältlich. Die Anteile des OGAW sind nicht in allen Ländern der Welt zum Vertrieb zugelassen. Diese Informationen stellen kein Angebot und keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen des OGAW durch eine Person in einer Rechtsordnung dar, in der ein derartiges Angebot oder eine solche Aufforderung ungesetzlich ist oder in der die Person, die ein solches Angebot oder eine Aufforderung ausspricht, nicht dazu qualifiziert ist oder dies einer Person gegenüber geschieht, der gegenüber eine solche Angebotsabgabe oder Aufforderung ungesetzlich ist. Informationen, die nicht in dem Prospekt und Treuhandvertrag oder der Öffentlichkeit zugänglichen Dokumenten enthalten sind, gelten als nicht autorisiert und sind nicht verlässlich. Die Anteile wurden insbesondere in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) nicht gemäß dem United States Securities Act von 1933 registriert und können daher weder in den USA, noch an US-Bürger angeboten oder verkauft werden. Allgemein dürfen Anteile des OGAW nicht in Jurisdiktionen und an Personen angeboten werden, in denen oder denen gegenüber dies nicht zulässig ist. Potenzielle Anleger sollten sich über die mit einer Anlage in die Anteile verbundenen Risiken im Klaren sein und erst dann eine Anlageentscheidung treffen, wenn sie sich von ihren Rechts-, Steuer- und Finanzberatern, Wirtschaftsprüfern oder sonstigen Experten umfassend über die Eignung einer Anlage in Anteile des OGAW unter Berücksichtigung ihrer persönlichen Finanz- und Steuersituation und sonstiger Umstände, die im Prospekt und Treuhandvertrag enthaltenen Informationen und die Anlagepolitik des OGAW haben beraten lassen.