

## European Value Investor

Investmentstrategien jenseits des Mainstreams



### JOCHEN WERMUTH

ist Gründer und Chief Investment Officer der **Wermuth Asset Management GmbH (WAM)**. Bis heute hat er über den von ihm 1998 gegründeten **Greater Europe Fund** und andere Fonds mehr als 1 Mrd. Dollar in russische Aktien investiert. Für den im September 2010 aufgelegten **Go East for Value Fund** fungiert Sergey Ezimov als Portfolioberater, der seit 2006 im Unternehmen ist. Wermuth lebt seit 1993 in Russland. Er war Mitbegründer und Leiter der Economic Expert Group im russischen Finanzministerium. Als Mitglied des Management Committee der **Deutschen Bank** Moskau war er mitverantwortlich für den Aufbau der Bank in Russland.



Zentrum für  
Value-Investing e.V.  
[www.value-investing.net](http://www.value-investing.net)

Der European Value Investor wird vom Zentrum für Value-Investing e. V. zusammengestellt. Geschäftsführender Direktor ist Prof. Max Otte. Mitglieder sind unter anderem Acatis Investment GmbH, FPM Frankfurt Performance Management AG und Starcapital AG.

## „Klar unterbewertet“

Russland-Pionier Jochen Wermuth über den Moskauer Aktienmarkt, die Chancen bei regionalen Energieversorgern in dem riesigen Land, seine Investmentfavoriten und warum er Gazprom meidet

### Herr Wermuth, woher kommt Ihre Faszination für den russischen Aktienmarkt?

Während meiner Zeit als Berater der russischen Regierung Anfang der 1990er-Jahre begann ich, die wirtschaftliche Situation des Landes zu verstehen, aber auch das Potenzial für Unternehmer und Anleger. Ich habe mich intensiv mit dem russischen Aktienmarkt beschäftigt. Er ist nach wie vor extrem unterbewertet – da schlägt das Herz eines Value-Investors höher.

### Waren Sie schon immer ein Value-Investor?

Nachdem ich in jungen Jahren mitbekam, wie schlecht meine Großmutter durch Banken beraten wurde, stand für mich fest, dass ich meine Anlageentscheidungen immer selbst treffen würde. Und einer meiner Gelegenheitsjobs als Student war, Benjamin Grahams Klassiker „Intelligent Investor“ zu übersetzen. Seitdem hat mich Value-Investing fasziniert.

### Aber ausgerechnet Russland? Viele Investoren sehen dort große Risiken und scheuen vor dem Markt zurück.

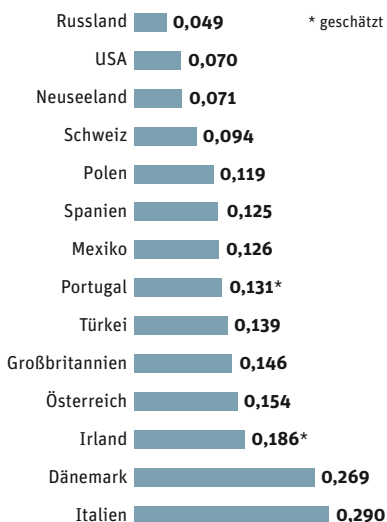
Russlands Ruf ist wesentlich schlechter als die Wirklichkeit. Natürlich ist Korruption ein Problem. Doch das Bild, das deutsche Medien überwiegend vermitteln, ist sehr verzerrt. Im Finanzministerium habe ich viele ehrliche und hart arbeitende Kollegen kennengelernt, die unablässig die Korruption bekämpften und sich für die Einführung einer freien Marktwirtschaft einsetzten. Zudem ist Russlands Budget-Situation ausgezeichnet. Die Staatsschulden liegen bei etwa einem Drittel des Sozialprodukts. Auch die Schulden der privaten Haushalte sind im internationalen Vergleich sehr gering. Das größte Problem ist in meinen Augen derzeit, dass die russische Wirtschaft sehr stark von Öl und Gas abhängt. Diese Branche schafft mehr als 40 Prozent des

# European Value Investor

Investmentstrategien jenseits des Mainstreams

## PREISWERTES RUSSLAND

Elektrizitätspreise für die Industrie  
in Dollar je kWh, ausgewählte Länder



Quelle: IEA, WAM-Berechnungen

Die russische Industrie profitiert von niedrigen Strompreisen, dänische Unternehmen zahlen mehr als das Fünffache für ihre Elektrizität

gesamten Steueraufkommens. Doch das Problem hat die Regierung erkannt und geht es an.

### Wie bewerten Sie aktuell den russischen Aktienmarkt?

Der Markt ist sehr preiswert. Die Risikoprämie ist von vier Prozentpunkten im Mai 2008 auf elf Punkte im Juni 2011 gestiegen. Diese Kennzahl ist die Differenz zwischen der Gewinnrendite, also dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), und der Rendite von zehnjährigen russischen Staatsanleihen. Anders ausgedrückt: Die Anleger trauen dem Markt nicht, daher ist er zurzeit so klar unterbewertet.

### Wie sieht die Bewertung im Vergleich zu anderen Schwellenländern aus?

Russische Aktien sind im Vergleich zu denen anderer Schwellenländer eher billig: Der Kursabschlag liegt derzeit bei 30 bis 40 Prozent. Das durchschnittliche KGV beträgt etwa 6. In den vergangenen Jahren lag es meist bei etwa 8.

### Also sind viele Branchen momentan stark unterbewertet?

Wir haben sehr viel Ineffizienz im Markt. Russische Ölwerte notieren mit einem gewaltigen Abschlag gegenüber vergleichbaren Aktien aus anderen Ländern. Die Blue Chips unter ihnen erwirtschaften den gleichen freien Cashflow wie **Exxon Mobil**,

## MRSK URAL ISIN: RU 000 A0JPPT 1

### Geschäftsmodell:

Russischer Stromversorger in der Ural-Region

### Finanzkennzahlen 2010:

Umsatz: 2038 Mio. Dollar  
Ebit: 144,9 Mio. Dollar  
Ebit-Marge: 7,1 Prozent

### Aktieninformation: 52-Wochen-Hoch/Tief:

0,01165 Dollar/0,00687 Dollar  
Dividendenrendite: 1,25 Prozent  
Marktkapitalisierung: 750 Mio. Dollar

### Kennzahlen und Bewertung:

KGV (2010): 9,3  
EV/Ebit (2010): 6,5  
EV/RAB: (2010): 0,4  
Innerer Wert je Aktie: 0,02 Dollar

RAB: Regulated Asset Base; Quelle: Geschäftsberichte, WAM



Im Zuge der jüngsten Korrektur kam die Notiz von **MRSK Ural** bis an das Niveau von Mitte 2010 zurück. Zuletzt ging es aber wieder bergauf

ihre Marktkapitalisierung liegt aber nur bei einem Drittel des US-Riesen. Auf der anderen Seite sind russische Einzelhandelswerte extrem teuer. **Magnit**, Russlands führende Lebensmittelkette, wird mit einem 2011er-EV/Ebitda-Multiplikator (Anmerkung: EV = Enterprise Value: Unternehmenswert plus Schulden) von 14 gehandelt. Ein weiteres Beispiel für unplausible Bewertungen sind Stromversorger wie **MRSK Ural** oder **MRSK Volga**. Viele Energieunternehmen notieren derzeit auf demselben Kursniveau wie im Juni 2010, als die Regulierungsreform noch unklarer war.

### Was sind Gründe für die Unterbewertung?

Wegen der bevorstehenden Wahlen setzen sich viele Politiker für das langsamere Anheben der Strompreise ein. Dabei sind diese im internationalen Vergleich unglaublich niedrig. Aus diesen Gründen liegt die Marktkapitalisierung der Stromversorger gerade einmal bei 40 Prozent ihres Kapitalstocks, obwohl sich ihre Gewinne im ersten Quartal 2011 gegenüber dem Vorjahr verdreifacht hatten. Denn die neuen Regulierungen garantieren den Stromversorgern eine Rendite von elf Prozent auf ihr Anlagevermögen. Das ist, als ob Sie eine russische Staatsanleihe mit einem Kupon von elf Prozent zu 40 Prozent ihres Nennwerts kaufen könnten. Ein Traum. >

Quelle: Bloomberg

# European Value Investor

Investmentstrategien jenseits des Mainstreams

## Wie reagieren Sie bei WAM darauf?

Zurzeit sind wir mit 60 Prozent unseres Vermögens bei russischen Versorgungsunternehmen investiert. Im Herbst vergangenen Jahres haben wir eigens den **Go East for Value Fund** aufgelegt – er investiert schwerpunktmäßig in Stromversorger.

## Welche Wachstumschancen haben russische Stromversorger aus Ihrer Sicht?

In Russland hapert es vor allem an der effizienten Nutzung der Energie. Etwa 40 Prozent der Elektrizität gehen buchstäblich zum Fenster hinaus, weil es keine Wärmedämmung gibt und weil Strom extrem billig ist. Nach den neuen Regeln werden die Strompreise in den nächsten vier bis fünf Jahren allerdings jeweils um etwa 15 Prozent steigen, also deutlich rascher als das allgemeine Preisniveau.

## Wirkt sich eine Erhöhung der Strompreise nicht negativ auf die Nachfrage aus?

Die Russen zahlen gerade einmal ein Drittel dessen, was deutsche Stromverbraucher zahlen. Die russischen Konsumenten können deutlich höhere Preise verkraften, erst recht die gewerbliche Wirtschaft.

## Eine Ihrer größten Positionen derzeit ist MRSK Ural. Was ist das für ein Unternehmen?

MRSK Ural ist ein Stromnetzbetreiber im Ural. Und es ist nach wie vor eines der billigsten Unternehmen seiner Branche. Der Abschlag gegenüber dem inneren Wert beträgt mindestens 40 Prozent. MRSK Ural verfügt über interessante Beteiligungen. Einige davon können ihre Outputpreise inzwischen auf Basis ihres Kapitalstocks festsetzen. Dies ermöglicht Stromversorgern eine attraktive Verzinsung ihres Anlagevermögens. Daher ist bei MRSK Ural mit einem deutlichen Anstieg des Umsatzes zu rechnen. Wir sind schon seit einigen Jahren an dem Unternehmen beteiligt. Inzwischen sind wir auch im Aufsichtsrat vertreten und haben in der Regel die Unterstützung vieler Kleinanleger.

## Wo sehen Sie den fairen Wert der Aktie?

Die Marktkapitalisierung beträgt gegenwärtig 750 Mio. Dollar. Wir erwarten, dass sie sich bis Ende 2011 auf 1,75 Mrd. Dollar erhöhen wird.

## Schüttet das Unternehmen eine Dividende aus?

Die Hauptversammlung hat dieses Jahr erstmals eine Dividende beschlossen. Die Ausschüttungsquote liegt zwar erst bei etwa 15 Prozent der Nettogewinne, soll aber stetig steigen, um die Aktie auch für Pensionsfonds attraktiver zu machen.



Privat

**Sergey Ezimov:** Der gebürtige Russe arbeitet seit 2006 für Wermuth Asset Management und ist Spezialist für die Versorgerbranche

**T G K - 1** ISIN: RU 000 A0JNUD 0

### Geschäftsmodell:

Produzent von Elektrizität und thermischer Energie im Nordwesten Russlands

### Finanzkennzahlen 2010:

Umsatz: 1110,8 Mio. Dollar  
Ebit: 328,8 Mio. Dollar  
Ebit-Marge: 29,6 Prozent

### Aktieninformation: 52-Wochen-Hoch/Tief:

0,00077 Dollar/0,00051 Dollar  
Marktkapitalisierung: 2027,1 Mio. Dollar

### Kennzahlen und Bewertung:

KGV (2010): 7,9  
EV/Ebit (2010): 8,7  
Innerer Wert je Aktie: 0,0014 Dollar

Quelle: Geschäftsberichte, WAM



Quelle: Bloomberg

Auf den 2008er-Absturz folgte eine ausgeprägte Erholungsphase. Zuletzt büßte der Aktienkurs von **TGK-1** allerdings wieder an Wert ein

## Gibt es weitere spannende Stromaktien?

Wir sind unter anderem in **TGK-1** investiert, einen Stromerzeuger aus dem Nordwesten Russlands. Er versorgt die Regionen Murmansk, Karelien und Sankt Petersburg.

## Was spricht für einen Kauf dieser Aktie?

Der Wiederbeschaffungswert des Unternehmens beträgt 5,2 Mrd. Dollar; das entspricht 860 Dollar je Kilowatt. Der aktuelle Unternehmenswert liegt aber nur bei 2,0 Mrd. Dollar. Die Hälfte der Kapazität, nämlich drei Gigawatt, besteht aus Wasserkraft. 60 Prozent der Erlöse werden auf dem unregulierten Spotmarkt erzielt, der Rest entfällt auf regulierte Preise durch Verzinsung des Kapitalstocks.

## Welche Vorteile bietet der hohe Anteil von Wasserkraft?

Im europäischen Teil Russlands werden etwa 60 Prozent der Anlagen mit Gas betrieben. Da die Gaspreise zunehmend liberalisiert werden, sollten sich die Preise auf Dauer dem Niveau in Westeuropa annähern. In den nächsten fünf Jahren wird mit einer Verdoppelung gerechnet. Dann hat TGK-1 Vorteile, da die Wasserkraftwerke kaum laufende Kosten verursachen.

## Was versprechen Sie sich von der Aktie?

Bisher ist die Aktie noch sehr preiswert, sie wird mit einem 2011er-KGV von gerade einmal 8 bewertet. Wir erwarten, dass sich die Gewinne je Aktie in den kommenden vier Jahren verdoppeln werden.

## Und das Ganze ohne Risiken?

Es besteht Unsicherheit über die Weiterentwicklung des regulatorischen Umfelds. Wir hoffen, dass wir mit unserer Erwartung recht behalten, dass sowohl die Strom- als auch die Gaspreise weiter liberalisiert werden. Andere Risiken betreffen die Strategie von **Gazprom Energo Holding**, dem Hauptaktionär von TGK-1, einer 100-prozentigen Tochter von **Gazprom**. Der russische Gasgigant könnte versuchen, seine Strom produzierenden Töchter unter einem Dach zu versammeln und die Wasserkraftkapazitäten von TGK-1 zu verkaufen. Das Umtauschangebot an die jetzigen TGK-1-Aktionäre könnte ungünstig ausfallen. Doch das Risiko dürfte überschaubar bleiben: Der finnische Versorger **Fortum**, der eine Sperrminorität von 25 Prozent an TGK-1 hält, wird darauf achten, dass die Minderheitenrechte gewahrt bleiben.

## Wäre Gazprom nicht auch ein interessantes Investment?

Bei einem Kurs von 7,30 Dollar und einem 2011er-KGV von 4 ist Gazprom natürlich

# European Value Investor

Investmentstrategien jenseits des Mainstreams

sehr attraktiv. Doch wir haben bisher nicht investiert, da das Unternehmen einfach nicht durchschaubar ist. Solange nicht geklärt werden kann, ob Gazprom auch andere als wirtschaftliche Ziele verfolgt, sehen wir von einem Kauf ab, auch wenn die Aktie durchaus Potenzial bieten mag.

## **Und das wäre?**

Vermutlich werden die Gewinne in diesem Jahr höher ausfallen als von Analysten erwartet. Der Gaspreis erreicht einen Höchststand nach dem anderen, nicht zuletzt weil sich Deutschland von der Kernenergie verabschiedet. Doch wir können nicht einschätzen, was das für die Kursentwicklung der Gazprom-Aktie bedeutet. Denn die Corporate-Governance-Standards lassen sehr zu wünschen übrig. Es ist völlig unklar, wofür der freie Cashflow verwendet werden soll. Gazprom investiert aus politischen Gründen gewaltige Summen in Pipelines und andere Infrastruktur, obwohl es unterausgelastete Kapazitäten gibt.

## **Wäre es nicht ein Ansatz, aktiv auf die Strategie des Unternehmens einzuwirken?**

Im Prinzip ja. Denn als Aktionär ist man Mitinhaber eines Unternehmens. Das bedeutet Rechte und auch Pflichten. Wir nehmen unser Mitbestimmungsrecht wahr, weil

wir aktiv zur Weiterentwicklung des Unternehmens beitragen möchten. Wenn Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, versuchen, Aktionärsrechte zu umgehen oder einzuschränken, wehren wir uns im eigenen Interesse und im Interesse der Anleger, die uns ihr Geld anvertraut haben. Das war beispielsweise der Fall bei **Lafarge**, auch in Russland einer der führenden Zementhersteller: Im März 2008 konnten wir für einen unserer Fonds eine Entschädigungszahlung in Höhe von 10 Mio. Dollar erstreiten. Auch gegenüber **Holcim** und **Severstal Resources** haben wir den Kampf nicht gescheut. Doch bei Gazprom sehe ich wenig Chancen.

## **Warum verkaufen Sie nicht einfach, wenn die Aktien sich nicht Ihren Erwartungen gemäß entwickeln?**

Wir sehen uns als Langfristinvestoren. Daher schichten wir unsere Bestände nur vorsichtig um, zwischen eineinhalb- und dreimal im Jahr. Normalerweise betreiben wir keine Kurssicherung, wir kaufen und halten. Unsere Kaufentscheidungen treffen wir auf Basis hausinterner Analysen, vor allem des inneren Wertes. Wir verkaufen, wenn unser Zielkurs erreicht ist oder wenn wir Alternativen mit höherem Renditepotenzial finden. KERSTIN FRANZISI