



Dynamisches Bewertungsmodell für aktive Infrastruktur Portfolios



SPEZIALTHEMA

Dynamisches Bewertungsmodell für aktive Infrastruktur Portfolios

Andreas Borer und Andreas Schaller

AC Partners AG Infrastructure Investments | 7. September 2017

1. EINLEITUNG

Mit dieser Studie wollen wir die Erfolgchancen eines dynamischen Bewertungsmodells im Infrastruktursektor aufzeigen. Wie erzielen wir mit einem aktiven Investmentansatz für börsennotierte Aktien im Infrastruktursektor einen Mehrwert für unsere Investoren? Wie funktioniert ein dynamisches und wertorientiertes Bewertungsmodell? Wie können wir unsere langjährige Erfahrung als Investment Analysten bei AC Partners für unsere Kunden nachhaltig und erfolgreich einsetzen, insbesondere gegenüber passiven Marktstrategien?

«Value investing is simple, but not easy»

Warren Buffet

2. INFRASTRUKTUR EINE LANGFRISTIGE ERFOLGSSTORY

Die langfristige Wertsteigerung und die Attraktivität des Infrastruktursektors lässt sich am Beispiel des US Wasserversorgungsunternehmens York Water aufzeigen: York Water hat seit der Unternehmensgründung 1816 ohne Unterbruch Dividenden bezahlt. Angenommen jemand hätte vor 200 Jahren einen Aktienanteil von York Water für USD 25 gezeichnet, auf welchen Wert wäre heute diese Beteiligung angewachsen, vorausgesetzt die Dividenden wären stetig reinvestiert worden?

Was wird aus einem Investment von USD 25 über die Zeit von 200 Jahren im Wasserversorgungssektor?

Die Antwort lautet, dass aus dem Investment von USD 25 ein Vermögen von mehr als USD 26 Mio. geworden ist! Mit dieser simplen «buy & hold» Strategie hat der Anleger also eine Rendite von rund 7% p.a. erzielt. Werden Infrastruktur Assets folglich konstruktiv und langfristig zum Wohl der Konsumenten, der operativen Ge-

sellschaft sowie deren Kapitalgeber reguliert, resultiert daraus diese nachhaltige und «natürliche» Rendite bzw. dieses «simple» Kapitalwachstum.

Können wir mit den marktbedingten Kursschwankungen noch mehr Renditepotential erzielen? Wir haben die Erfahrung gemacht, dass ein aktiver und wertorientierter Investmentansatz insbesondere gegenüber einem passiven Investieren in Indexfonds zusätzlich zur Mehrrendite auch mehr Stabilität bringt. Während das indexierte Investieren per Definition auch in überbewertete Titel investiert, möchten wir das mit unserem wertorientierten Investmentansatz vermeiden, um eine aktive Mehrrendite gegenüber «buy & hold» zu generieren.

Im Grunde ist das wertorientierte Investieren simpel: Kaufe, wenn die Aktie günstig, verkaufe, wenn sie teuer ist. In Abbildung 1 wird deutlich, dass der Aktienkurs eines Unternehmens bedingt durch Marktstimmungen stärker als dessen faire Wert schwankt und sich dadurch Kauf- bzw. Verkaufsgelegenheiten ergeben. Nur, wie wird der faire Wert einer Aktie bzw. eines Unternehmens bestimmt? «It's not easy!»

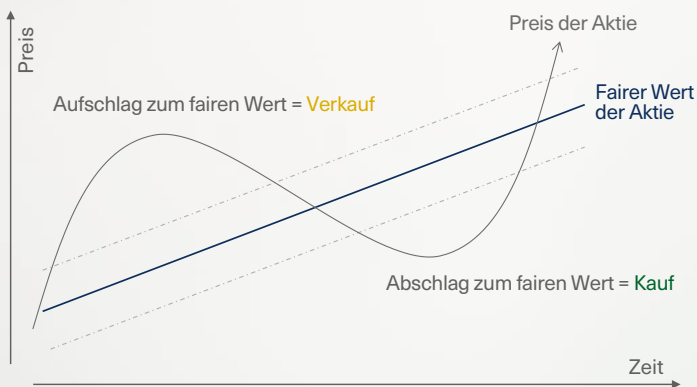


Abbildung 1: Vergleich Preis der Aktie / fairer Wert / AC Partners AG

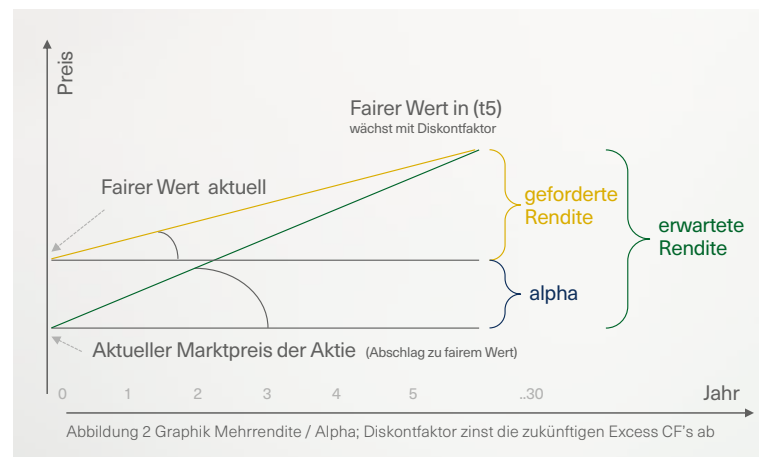
3. DYNAMISCHE BEWERTUNG MIT UNSEREM «EXCESS CASH FLOW MODEL»

Ein Bewertungsmodell sollte dynamisch sein, d.h. die Zukunft des Unternehmens und nicht nur den jetzigen Zeitpunkt abbilden. Vorteilhaft ist es zudem, wenn die Bewertung unabhängig vom Entwicklungsstadium der Unternehmung erfolgt und vor allem die Eigenkapitalquote der Gesellschaft berücksichtigt wird. Zusätzlich sollten die wichtigsten Inputfaktoren robust und den wahren operativen Unternehmenserfolg reflektieren. All diese Kriterien erfüllt unser eigens weiterentwickeltes Bewertungsmodell, das wir «Excess Cash Flow Model» nennen. Die makroökonomischen Faktoren wie z.B. das Zinsniveau fließen ebenfalls in unser Bewertungsmodell ein, das sich für die Errechnung des fairen Wertes im stabilen Infrastruktursektor besonders gut eignet.

Dynamisches Bewertungsmodell ist Basis für aktive Mehrrendite (Alpha)

Konkret wird der überschüssige («excess») Cash Flow, den das Unternehmen für das zukünftige Wachstum nicht benötigt, in einem Dreiphasenmodell auf den heutigen Wert diskontiert. Dieser ermittelte faire Wert wird dann mit dem aktuellen Aktienkurs verglichen, um die Unter- oder

Überbewertung festzustellen. Anhand der Abweichung zum fairen Wert lässt sich dann die über der geforderten Rendite liegende Mehrrendite berechnen, in der Fachsprache «Alpha» genannt (siehe Abbildung 2). Die Mehrrendite Alpha ist die Differenz zwischen erwarteter Rendite (grüne Linie) und geforderter Rendite (gelbe Linie).



Unser Bewertungsmodell weist drei Phasen auf. In der ersten Phase, welches die nächsten fünf Jahre umfasst, wird dafür gesorgt, dass sich u.a. der Verschuldungs- bzw. der Eigenkapitalgrad normalisiert. Dabei gilt: Je verschuldeter die Unternehmung ist, desto weniger kann sie an die Aktionäre ausschütten, d.h. auch umso weniger wert ist sie für den Aktionär. Als weitere wichtige Inputs werden das zukünftige Wachstum und die firmen- und länderspezifischen Risikofaktoren eingegeben.

Die zweite Phase geht über fünfzehn Jahre und besteht in einem automatischen Angleichungsprozess an die Werte der dritten und letzten Phase unseres Bewertungsmodells. Wiederum werden die längerfristig nachhaltigen Inputs für die Ausschüttungsquote, das Wachstum und das Risiko eingegeben. Mit all diesen Werten wird nun der faire Wert des Unternehmens als Summe der diskontierten Cash Flows berechnet. Damit lässt sich im Vergleich zum Marktkurs ermitteln, ob eine Kauf- oder Verkaufsgelegenheit vorliegt.



4. FUNDAMENTALES RESEARCH UND ERFAHRUNG IM SEKTOR INFRASTRUKTUR WERDEN BELOHNT

So simpel ist also «Value Investing». Leider aber doch nicht ganz so einfach. Um richtig gute verlässliche Eingabewerte für das Bewertungsmodell zu bekommen wird eine zeitintensive Fundamentalanalyse der Firma benötigt. Darin wird das Unternehmen in allen Details analysiert: Dies umfasst vor allem die Bilanzanalyse und die Einschätzung des überflüssigen Cash Flows sowie der Risikofaktoren.

Unser langfristig ausgerichtetes Bewertungsmodell ist insbesondere für den Wasserversorgungssektor mit realen Vermögenswerten sehr gut geeignet, da dieser langfristig stabile und damit berechenbare Cash Flows generiert. Der Wasserversorgungssektor ist für Investoren auch insofern attraktiv, als die Unternehmen normalerweise über ein natürliches Monopol verfügen und somit vor direkter Konkurrenz geschützt sind. Innerhalb einer konstruktiven Regulierung besteht deshalb ein Preissetzungsmechanismus, der dem operativen Infrastrukturbetreiber Inflationsschutz und Anreize für Erneuerungsinvestitionen bietet. Die Konzessionsverträge verfügen über lange Laufzeiten von mehreren Jahrzehnten, was die Berechenbarkeit des Geschäfts für das Unternehmen wie auch für Investoren erleichtert.

Die Nachfrage nach Wasser ist im Vergleich zu anderen Sektoren ausserdem relativ unabhängig von der Wirtschaftsentwicklung und weist somit eine hohe Stetigkeit auf. Die zunehmende Urbanisierung und das Bevölkerungswachstum führen zudem zu einer stabilen Zunahme des Wasserverbrauchs.

5. INVESTMENT CASE «SABESP»

Im Folgenden möchten wir das Vorgehen beim wertorientierten Investmentansatz anhand eines konkreten Beispiels veranschaulichen.

Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – kurz SABESP ist ein brasilianischer Wasserversorger, dessen Titel auch an der US Börse gehandelt werden. Im Grossraum Sao Paulo versorgt das Unternehmen rund 25 Millionen Einwohner mit Trinkwasser und entsorgt die Abwässer

von mehr als 21 Millionen Menschen. Mit mehreren Zehntausend Kilometer Wasser- und Abwasserleitungen ist SABESP die grösste Wasserversorgungsgesellschaft Lateinamerikas.

Mit ihrer natürlichen Monopolstellung, dem geringeren operativen Risiko, der diversifizierten Kundenbasis und dem bis mindestens 2040 laufenden Versorgungsvertrag scheint die Firma bis auf das Länderrisiko Brasilien auf den ersten Blick ein geringes Risiko aufzuweisen.

Sabesp Kursperformance USD ADR (Wasserversorger in Sao Paulo / BRA)



Abbildung 3: Sabesp USD ADR / Telekurs Daten

Mitte 2015 hatte der Aktienkurs (in USD) jedoch gegenüber dem Hoch vor mehr als zwei Jahren rund 70% an Wert verloren. Wie konnte dies geschehen? Bot dieser massive Kursrückgang eine attraktive Kaufgelegenheit?

SABESP litt Mitte 2015 unter einer Vielzahl negativer Faktoren:

- Steigendes Zinsniveau und hohe Inflation
- Wirtschaftlicher Abschwung zusammen mit Ende des Rohstoffbooms
- Politische Instabilität
- Sinkende brasilianische Währung
- Firmenspezifisch hohe Verschuldung in Fremdwährungen (USD)
- Anhaltende Dürre (Wasserrationierung)



Wir stellten neben einer volkswirtschaftlichen Analyse Brasiliens in einer ausführlichen Unternehmensanalyse fest, dass die Gesellschaft trotz allem positive Cash Flows generiert. Unsere Investment These beinhaltete auch, dass einige der negativen Faktoren in diesem Ausmass nicht längerfristig bestehen würden, wie z.B. die politische Instabilität, die Rezession oder die Dürre. Ebenso haben wir dank der konstruktiven und unabhängigen Regulierung gesehen, dass höhere Preise (Inflationsschutz) für die Wasserversorgung gewährt werden und damit der Umsatzrückgang teilweise kompensiert wird.

Die Hauptinputs in unser Bewertungsmodell bestanden deshalb aus einem «excess» Cash Flow pro Aktie von USD 0.19, einer Wachstumsrate von 11.8% p.a. in den ersten fünf Jahren u.a. dank deutlicher Margenverbesserung. Wir rechneten mit einer zu anfangs unterdurchschnittlichen Ausschüttungsquote von 35% und da ein sehr hohes Risiko herrschte, betrug unsere geforderte Rendite zu Beginn 21.3% pro Jahr. Selbst mit diesen vorsichtigen Annahmen zeigte das Bewertungsmodell an, dass die erwartete Rendite sich auf 29.6% und die Mehrrendite Alpha somit auf 8.3% (29.6% minus 21.3%) pro Jahr belief. Der Titel war daher um rund 40% unterbewertet. Dies bildete die fundamentale Basis für den Entscheid, in SABESP zu investieren.

Die fundamentale Bewertung basiert auf Erfahrung in der Investmentanalyse über mehrere Marktzyklen

Im Frühling 2016 und nach einem Kursanstieg von +40% hatte die ausführliche Analyse der Jahreszahlen 2016 unsere Investment These bestätigt: Die Unternehmung nahm einerseits Preisanpassungen von über +15% vor und damit war der von uns erwartete Margenturnaround bereits voll im Gange. Andererseits war ebenso erfreulich, dass die jahrelange Dürre geendet hatte, die Trinkwasserreservoirs deshalb wieder gut gefüllt und damit auch der Umsatz- und der Margenausblick positiv waren. Zudem erstarkte gleichzeitig die brasilianische Währung, so dass die Verschuldung in Fremdwährungen die Unternehmung weniger belastete. Wie in Abbildung 3 ersichtlich ist, hat SABESP seit unserer ausführlichen Fundamentalanalyse Mitte 2015 bis heute um rund 100% zugelegt!

6. VON DER ALPHA BERECHNUNG ZUM PORTFOLIO

Nach der Berechnung der Alphas von allen relevanten Einzeltiteln im Infrastrukturbereich lässt sich ein optimiertes Portfolio konstruieren. Je höher die risikoadjustierte Mehrrendite Alpha einer Unternehmung, desto höheres Gewicht wird tendenziell diese im Portfolio erhalten. Im September 2017 beispielsweise betrug die

geforderte Portfoliorendite 7.0% pro Jahr. Die erwartete jährliche Portfoliorendite belief sich auf 8.9%, was somit einem Alpha von 1.9% pro Jahr entspricht.

Um einen Mehrwert in Form von Alpha für unsere Kunden zu generieren, ist es nicht nötig in allen Einschätzungen richtig zu liegen. Dazu genügt bereits eine Mehrheit der zu bewertenden Unternehmen. Unsere Aufgabe besteht darin, basierend auf unserem Bewertungsmodell solide Unternehmen mit einem Bewertungsabschlag ins Portfolio aufzunehmen, permanent zu überwachen und aktiv zu bewirtschaften. Zusätzlichen Mehrwert lässt sich durch das Risikomanagement mit einer Absicherungs-Strategie der Marktrisiken erzielen.

7. ZUSAMMENFASSUNG

Die Erfolgchancen eines dynamischen Bewertungsmodells sind im Infrastruktursektor hoch. Mit dem aktiven und systematischen Investmentansatz können wir einen Mehrwert für unsere Investoren generieren. Unsere langjährige Erfahrung als Investmentanalysten hilft uns dabei, diese analytischen Hilfsmittel für unsere Kunden nachhaltig und erfolgreich einzusetzen.