

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 26, 2. Juni 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Luxus: was steckt hinter dem Boom dieses Sektors?**
- **Savoir vivre: die Aktien von Hermès, Kering und LVMH im Vergleich**
- **Langfristige Trends bei Nahrungsmittelrohstoffen**

In den letzten 20 Jahren ist der Luxusgütersektor zu einem der erfolgreichsten Wirtschaftszweige der Welt aufgestiegen. Weit überdurchschnittliches Wachstum in Aufschwungphasen, nur geringe Anfälligkeit in Krisenzeiten sowie eine außerordentlich hohe Profitabilität zeichnen ihn aus. Den Gründen und Konsequenzen geht „**Klartext: Die traumhafte Welt des Luxus**“ nach.

Hinter dem Erfolg der Luxusgüter stehen viele Faktoren. Zum einen gab es den wirtschaftlichen Aufstieg der Schwellenländer, deren neue Funktionseliten sich gerne mit Statussymbolen schmücken. Zum anderen erfolgte eine Veränderung des Lebensstils in den entwickelten Ländern, der auf einem Wertewandel weg von der protestantischen Leistungsethik hin zu mehr status- und genussorientierten Lebensauffassungen basierte. Nicht zuletzt hat es aber auch eine Professionalisierung der Anbieterseite gegeben: Luxusgüterkonzerne sind entstanden, welche die handwerklichen Produktionsmethoden auf Effizienz getrimmt haben und Marken global vermarkten.

In „**Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 1**“ werden die Aktien von Hermès International, Kering und LVMH vorgestellt. Diese Gesellschaften verkörpern unterschiedliche Geschäftsmodelle in der Branche: Während Hermès noch die traditionellen Werte des Sektors verkörpert, setzt Kering auf die Kombination von Luxusgütern mit Lifestyle-Produkten. LVMH hingegen ist ein durch Akquisitionen gewachsenes Konglomerat, das verschiedenste Marken und Produktgruppen vereint.

In „**Langfristige Rohstofftrends – Teil 2: Nahrungsmittel**“ werden die Preis-Entwicklungen an den Märkten für Nahrungsmittelrohstoffe analysiert. Dieser Sektor stand in den letzten Jahren im Blickpunkt der Öffentlichkeit, weil der Nahrungsmittelspekulation vielfach vorgeworfen wird, dass sie Preise in die Höhe treibt und damit den Hunger in armen Ländern verstärkt.

Die Analyse zeigt, dass die Nahrungsmittelpreise seit 2002 zwar deutlich gestiegen sind, aber nachdem sie im 20. Jahrhundert inflationsbereinigt stark gefallen waren. Hierfür gab es vor allem fundamentale Gründe, Finanzmarktströme haben allerdings kurzfristig zu Verknappungen beigetragen.

Zyklische Angebotsschwankungen durch Wetteränderungen oder sich ändernde Nachfragepräferenzen sind weit wichtiger. So konzentrierten sich die Preissteigerungen vor allem auf höherwertige Nahrungsmittel wie Fisch oder Fleisch sowie auf Futtermittel wie Mais. Hier kann es auch in Zukunft zu weiteren Erhöhungen kommen. Speziell Reis als Grundnahrungsmittel armer Länder verliert jedoch immer mehr an Beliebtheit, hier hat sich ein Abwärtstrend bei den Preisen herauskristallisiert.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die traumhafte Welt des Luxus

Liebe Langfristanleger,

eines der bemerkenswertesten Phänomene der letzten 20 Jahre ist der Aufstieg des Luxusgütersektors zu einem der erfolgreichsten Wirtschaftszweige der Welt. Weit überdurchschnittliches Wachstum in Aufschwungphasen, nur geringe Anfälligkeit in Krisenzeiten sowie eine außerordentlich hohe Profitabilität zeichnen diesen Bereich aus. Der Erfolg spiegelt sich z. B. in der Performance des Dow Jones Luxury Total Return Index wider, der seit seinem Start im 31. Dezember 2005 einen Zuwachs von 136% zeigte.



Inhalt:

Seite 6: Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 1

Seite 10: Langfristige Rohstofftrends – Teil 2: Nahrungsmittel

Seite 19: Impressum, Anhang

Seite 22: Disclaimer

Für die hervorragende Entwicklung des Luxussegments wird zumeist der Aufstieg der Schwellenländer in den vergangenen Jahren verantwortlich gemacht. Das Entstehen neuer wohlhabender Funktionseliten habe die Nachfrage nach Luxusgütern überdurchschnittlich angeregt.

Diese Begründung ist zwar nicht falsch, aber doch zu oberflächlich. Zwar spielen die aufstrebenden Schwellenländer wie China oder Russland eine nicht zu unterschätzende Rolle beim Nachfrageanstieg nach Luxusprodukten. Andererseits ist der Trend zu Luxusgütern ein globales Phänomen in verschiedenen Ländern mit unterschiedlichen Kulturen. Insbesondere zeigt die Erfahrung in Japan, das sich in den vergangenen Jahren trotz stagnierender Wirtschaft als einer der Hauptmärkte für Luxusgüter etabliert hat, dass hinter dem Trend zum Luxus mehr stecken muss als nur regional hohes Wirtschaftswachstum.

Das Wort „Luxus“ kommt aus dem Lateinischen und bedeutet „Üppigkeit“ bzw. „Ausschweifung“. Luxusgüter sind Produkte, die nicht dazu dienen, materielle Grundbedürfnisse zu befriedigen. Sie sind unnötig, wir wollen sie aber trotzdem gerne haben, um bestimmten Neigungen oder Eitelkeiten zu folgen. Sie sind kein neues Phänomen, ganz im Gegenteil. In grauer Vorzeit gehörten sie zu den allerersten Waren, die über größere Distanzen gehandelt wurden. Sehr lange war der Zugang zu Luxusgütern vor allem ein Herrschaftsprivileg. Nur Adelige und reiche Kaufleute hatten die Möglichkeit zum Besitz von repräsentativen Bauten, Kunsthandwerk, schönen Kleidern und edlen Speisen. Der Konsum von Luxus diente insbesondere dem Adel als Machtdemonstration, wovon heute noch viele prachtvolle Schlösser aus den Zeiten des Barock oder der Renaissance zeugen.

Parallel zur steigenden Prachtentfaltung entwickelte sich bei vielen Menschen aber auch eine tiefsitzende Zurückweisung des Luxus. Diese war einerseits religiös geprägt. Denn Luxus wurde als Ausdruck eines weltlichen, am Genuss orientierten Lebensstils empfunden, der in tiefen Widerspruch zu den Grundwerten stand, die den entstehenden Protestantismus prägten. Puritanismus, Calvinismus und andere Denkrichtungen bildeten sich, die Luxus zutiefst ablehnten. Gerade die Luxusfeinde wur-

Parallel zur steigenden Prachtentfaltung entwickelte sich bei vielen Menschen aber auch eine tiefsitzende Zurückweisung des Luxus. Diese war einerseits religiös geprägt. Denn Luxus wurde als Ausdruck eines weltlichen, am Genuss orientierten Lebensstils empfunden, der in tiefen Widerspruch zu den Grundwerten stand, die den entstehenden Protestantismus prägten. Puritanismus, Calvinismus und andere Denkrichtungen bildeten sich, die Luxus zutiefst ablehnten. Gerade die Luxusfeinde wur-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den zu den Haupttriebkraften der industriellen Revolution und des wirtschaftlichen Fortschritts. Motiviert durch ihre „protestantische Leistungsethik“ (so der Begriff, den Max Weber prägte), erwirtschafteten sie Überschusskapital, das nicht in repräsentativen Konsum, sondern in Investments und damit in die Bildung eines volkswirtschaftlichen Kapitalstocks floss.

Des Weiteren war die Ablehnung von Luxus eine Reaktion darauf, dass es zwischen den Adelsfamilien im 17. und 18. Jahrhundert zu einer Art Wettrüsten darum kam, wer die prachtvollste Hofhaltung führte. Im vorindustriellen Zeitalter – als die Volkseinkommen noch nicht durch Produktivitätsfortschritte kontinuierlich gesteigert werden konnten – führte der steigende Finanzbedarf durch die Prunksucht von Fürsten zu einer immer stärkeren Ausbeutung und Verelendung der breiten Bevölkerung. Revolutionen wie in Frankreich 1789 waren die Folge.

Die traditionelle Ansicht, dass Luxus als sündig abzulehnen ist bzw. in direkter Verbindung mit Ausbeutung steht, prägte speziell das nordeuropäische Denken bis vor wenigen Jahren. All zu offensichtlicher Luxus galt als unfein und wurde, wenn überhaupt, eher im Verborgenen mit einem leicht schlechten Gewissen genossen. Seit einigen Jahrzehnten ist jedoch in den nordeuropäisch geprägten Ländern ein Wertewandel spürbar; in Asien spielte die protestantische Leistungsethik noch nie eine große Rolle. Die Möglichkeit, Luxusgüter zu konsumieren, wird immer mehr als Belohnung für Erfolg in unserer Leistungsgesellschaft empfunden. Und weil inzwischen Waren für den Grundbedarf in einigermaßen guten Qualitäten zu geringen Preisen allgemein verfügbar sind, kann nur noch schwerlich argumentiert werden, dass man mit dem Konsum von Luxusgütern anderen etwas wegnimmt. Zudem hat gerade die massenweise Verfügbarkeit von vielen Waren das Bedürfnis gesteigert, für sich selbst etwas wirklich Besonderes und Herausragendes zu wollen.

Die Nachfrage nach Luxusgütern resultiert ebenfalls aus dem Bedürfnis, sich von anderen Menschen abzusetzen. Nicht wenige haben das Gefühl, selbst etwas Besonderes zu sein, nur weil sie sich etwas Exklusives leisten können. Luxuswaren werden deshalb immer stärker auch als sog. „Positionsgüter“ nachgefragt. Dies sind Produkte, die vor allem deshalb gekauft werden, weil sie einen bestimmten sozialen Status ausdrücken. Gerade soziale Aufsteiger schmücken sich gerne mit Luxusgütern, die ihre gestiegene gesellschaftliche Bedeutung nach außen dokumentieren.

Dieses Bedürfnis, etwas Besonderes zu besitzen oder selbst besonders zu sein sowie dies im Konsumverhalten zu manifestieren, sind bei jedem Luxuskäufer unterschiedlich stark ausgeprägt. Sie hängen aber eng miteinander zusammen, da sie letztlich beide Konsequenzen aus dem Streben weg von der Massengesellschaft sind. Dieser kann man in einer Welt mit 7,2 Mrd. Bewohnern und zunehmender Verflechtung immer schlechter ausweichen. Die Nachfrage nach Luxusgütern steigt auch deshalb so stark, weil ihr Konsum zum Bestimmungsfaktor eines individuellen „Lifestyles“ von Wohlhabenden geworden ist.

Eine nicht zu unterschätzende Rolle beim Siegeszug der Luxusgüterindustrie dürfte ebenfalls die Professionalisierung der Produzentenseite gespielt haben. Typischer Ursprung einer Luxusmarke sind Ingenieure, Designer, Hoteliers, Uhrmacher oder Köche, deren Liebe zu ihrem Handwerk sie dazu trieb, ihren Kunden Produkte mit herausragender Qualität anzubieten. Dabei haben die Macher nicht

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

selten kurzlebige Markttrends ignoriert und das gemacht, was sie persönlich als richtig erachteten. Luxusmarken haben sich zumeist über Jahrzehnte und manchmal auch über Jahrhunderte ihren Ruf mühevoll aufgebaut.

Deshalb ist es sehr schwierig, eine erfolgreiche Luxusmarke künstlich zu kreieren. Hinter jeder steckt eine Geschichte, die in einer außergewöhnlich kreativen und qualitätsbewussten „Macher-Persönlichkeit“ ihren Ausgangspunkt hat. Der erfolgreiche Ursprung kann aber irgendwann einmal zu einem Problem werden: Geniale Produktmacher sind nur manchmal gute Verkäufer und eher gelegentlich brauchbare Betriebswirte. Noch seltener haben sie kongeniale Erben.

Speziell die effiziente Organisation von Produktionsprozessen war oft ein kritischer Faktor und hat nicht selten dazu geführt, dass zwischenzeitlich erfolgreiche Luxusmarken an ihrem eigenen Wachstum gescheitert sind. Luxusprodukte werden noch oft in aufwendiger Handarbeit hergestellt, nicht zuletzt um sich von der industriellen Massenproduktion abzusetzen. Hiermit machen sich Produzenten abhängig von sehr teurer, hoch qualifizierter Arbeit, womit sie dann zu unflexibel werden können, um sich an Marktänderungen anzupassen.

In den vergangenen Jahrzehnten hat sich dieses jedoch grundlegend gewandelt. Luxus ist von der Domäne kleiner Familienunternehmen zum Spielfeld spezialisierter Konzerne geworden. Diese basieren i.d.R. auf erfolgreichen Anbietern von Luxusprodukten, die irgendwann begonnen haben, ihre Managementmethoden zu professionalisieren. In der Folge haben sie dann immer mehr mittlere und kleine Luxusanbieter erworben und dort die Effizienz gesteigert. Schlüsselfaktor hierbei war immer, die Markenidentität möglichst unangetastet zu lassen, den Vertrieb zu internationalisieren und vor allem Kostenvorteile in der Produktion zu nutzen, ohne die Produktqualität zu opfern.

Vorbild für das Geschäftsmodell ist das französische Konglomerat LVMH Moët Hennessy – Louis Vuitton S.A., das aus 60 Marken besteht und weltweit über 3.000 Geschäfte hat. Es entstand 1987 aus den Traditionsunternehmen Louis Vuitton (gegr. 1854), Moët et Chandon (gegr. 1743) sowie Hennessy (gegr. 1765) und expandierte seitdem in so unterschiedlichen Bereichen wie Lederwaren, Champagner, Cognac, Parfüm & Kosmetika, Uhren & Schmuck, Medien oder Duty Free Shopping.

Inzwischen gibt es eine Reihe von anderen Firmen, die erfolgreich ein ähnliches Geschäftsmodell adaptiert haben. Es gibt aber auch zahlreiche spektakuläre Misserfolge, die zeigen, dass das Luxusgütergeschäft alles andere als einfach ist. Denn Luxus-Käufer haben sehr unregelmäßige Konsummuster. Perioden starker Nachfrage können von zwischenzeitlichen Durststrecken unterbrochen werden, die man mit einem soliden Finanzpolster überstehen muss.

Die erfolgreiche Vermarktung von Luxusgütern ist ein Balanceakt. Einerseits muss die relevante Zielgruppe so angesprochen werden, damit sie Preise zahlt, die weit über die Herstellungskosten hinausgehen, aber trotzdem nicht exzessiv wirken. Zum anderen muss „Exklusivität“ garantiert werden, d. h., es dürfen nicht die falschen Leute das Produkt kaufen und damit die Zielkundschaft verschrecken. Vor allem muss beim Kunden der Eindruck aufrechterhalten werden, dass er ein authentisches und hochwertiges Handwerksprodukt kauft, obwohl es längst weitgehend aus standardisierten Bestandteilen besteht. Burberrys in den 90ern und Gucci in den 80ern scheiterten fast, weil eine zu

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aggressive Expansion ihre Marken zu verwässern drohte. Sie mussten sich danach den Ruf als Anbieter hochwertiger Produkte mühsam wiederherstellen. Produktinnovationen dürfen nur sehr zaghaft vorgenommen werden, um den Markenkern nicht zu beschädigen. Andererseits darf man auf sie nicht verzichten, damit die Produkte nicht irgendwann altmodisch erscheinen. Beispiele für den Niedergang von an Beliebtheit verlierenden Luxus-Traditionsmarken sind die auf Lederwaren spezialisierte deutsche EganaGoldpfeil-Gruppe (Insolvenz 2008) sowie die für hochwertige Keramik bekannte irische Firma Waterford Wedgeford (Insolvenz 2009).

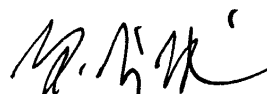
Das Marketing von Luxusgütern spricht vor allem Emotionen an, aber auf andere Art wie bei normalen Konsumprodukten. Deshalb tun sich die großen Konsumgüterkonzerne in diesem Segment extrem schwer. Ein lukratives Oligopol aus einigen diversifizierten „Marken-Managern“ wie LVMH, Richemont und Kering hat sich gebildet. Hinzu kommen einige spezialisiertere Firmen wie Hermes oder Luxottica. Ihr Hauptproblem ist im Moment, dass ihnen langsam die Akquisitionsobjekte ausgehen, d. h. originäre Luxusmarken, die im Rahmen ihrer mittelständischen Strukturen an die Grenzen der Vermarktbarkeit oder von Managementkapazitäten gekommen sind. Vielleicht wird dann in Zukunft aber mehr von dem enormen freien Cashflow, den diese Unternehmen generieren, an die freien Aktionäre wiedergegeben.

Im Moment spricht wenig gegen eine weitere Expansion des Luxussektors. Das weltweit feststellbare überproportionale Wachstum hoher Einkommen begünstigt gerade die potenziellen Kunden von Luxuswaren. Zudem ist paradoxerweise bei den Luxuskäufern immer stärker ein Herdentrieb im Konsumverhalten festzustellen. Sie suchen Individualität und Exklusivität zunehmend in den gleichen Shopping-Malls, in denselben Wohngebieten und mit sehr mit ähnlichen Produkten. Dies erleichtert das Marketing ungemein. Dass sich in den Schwellenländern zunehmend soziale Aufsteiger durch standardisierten Luxuskonsum in ihren Sozialstatus mental bestätigen lassen, tut ein Übriges dazu.

Originärer Schönheitsfehler einer Branche, die Verschwendung als Unternehmenszweck hat, ist allerdings eine mangelnde Sensibilität bezüglich Umweltfragen. Mit Ausnahme des Branchenriesen LVMH kommen die großen Luxusfirmen deswegen in Nachhaltigkeitsrankings zumeist relativ schlecht weg. Auch wenn „nachhaltiger Luxus“ in gewisser Weise ein Widerspruch in sich ist, so müssen sich die Anbieter dem Thema stellen, sonst droht langfristig wieder ein Akzeptanzproblem.

Selbst wenn der Luxusgüter-Sektor letztlich nichts anderes als schöne Illusionen verkauft, so scheint er doch damit in den nächsten Jahren weiterhin auf der Siegerstraße. Denn hinter seinem Erfolg steht ein Wertewandel weg von der protestantischen Leistungsethik hin zu mehr status- und genussorientierten Lebensstilen. Dies mag der eine oder andere Leser mit gemischten Gefühlen sehen, letztlich bleibt es jedem selbst überlassen, ob er sich auf das Spiel der Luxusgütermarken mit Emotionen und ihre hohen Preise einlässt. Für Langfristanleger ist dieser Bereich aufgrund der hohen Rentabilität und guter Wachstumsaussichten sehr attraktiv. Für mich jedenfalls sind bei den Herstellern der Luxusgüter die Aktien interessanter als die Produkte.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Savoir vivre: Luxusgüterkonzerne im Vergleich – Teil 1

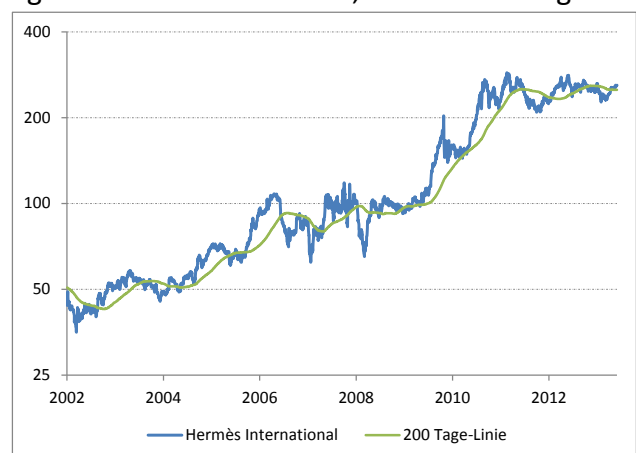
Von Karl-Heinz Thielmann

Hermès International			
Website: http://finance.hermes.com/en	Kurs 30.5.2014: 260,00 €	Börsenwert (Mrd.€): 27,4	
Hauptbörse: Paris	Land: Frankreich	WKN: 886670	ISIN: FR0000052292

Hermès wurde 1837 vom Thierry Hermès zur Herstellung von hochwertigem Zaumzeug und Sätteln gegründet. Die Gesellschaft befindet sich nach wie vor überwiegend in Familienbesitz und verkörpert unter allen börsennotierten Luxusherstellern noch am ehesten die traditionellen Werte der Branche.

Das Sortiment umfasst vor allem Lederwaren wie Handtaschen und Schuhe sowie Schmuck, Uhren, Kleidung, Parfüm, Accessoires – beispielsweise die berühmten Seidentücher – und Porzellan. Charakteristisch für Hermès-Produkte ist eine aufwendige und erstklassige Verarbeitung. Für bestimmte Produkte wie z. B. handgefertigte Handtaschen gibt es lange Wartezeiten; Hermès war aber bisher nicht bereit, zur kurzfristigen Erhöhung des Absatzes die Produktion auszudehnen und damit eine Verwässerung der Qualität zu riskieren. Die Produkte sind im obersten Preissegment angesiedelt und oftmals noch teurer als diejenigen von anderen Luxusherstellern. Der Vertrieb erfolgt ausschließlich über Hermès-Boutiquen, eigene Verkaufsflächen in gehobenen Kaufhäusern, dem firmeneigenen Onlineshop oder autorisierte Fachgeschäfte.

Mit der Priorisierung der Qualität ohne Rücksicht auf Kosten oder Lieferzeiten hat sich Hermès in den vergangenen Jahrzehnten eine treue und wachsende Stammkundschaft geschaffen, die bereit ist, so gut wie jeden Preis für die Produkte dieses Hauses zu zahlen. Seit 2003 stieg der Umsatz um durchschnittlich 11,8% p.a. und der Gewinn um 13,8% p.a. an.



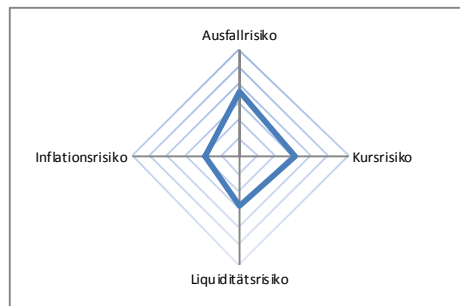
Damit verfolgt die Firma das Gegenmodell zu der von den meisten anderen Konzernen verfolgten Strategie, Produktionsprozesse weitestgehend zu rationalisieren und das Image individueller Qualitätsarbeit nur als Fassade aufrechtzuerhalten. Ein Versuch von LVMH, sich über den Erwerb von Aktien an der Börse die Gesellschaft einzuverleiben, wurde von der Eigentümerfamilie deshalb entschieden abgeblockt, indem sie 2011 ihre Mehrheitsanteile in eine vor Übernahmen geschützte Holdingkonstruktion einbrachte. Der Free Float ist im Zuge der missglückten Übernahme allerdings auf ca. 7,3% des Aktienkapitals gesunken.

Auf den ersten Blick sieht die Aktie von Hermès extrem hoch bewertet aus. Diese Kennzahlen relativieren sich etwas, wenn in Betracht gezogen wird, dass Wachstum und Rentabilität von Hermès weit überdurchschnittlich sind. Die Gesellschaft hat einen enormen freien Cashflow (2013: 784 Mio. € bei einem Umsatz von 3.755 Mio. €). Zudem sind die Bilanzierungsansätze sehr konservativ.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gew.änd. bis 2015e Ø p.a.:		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
31,4	28,3	11,4
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
1,2%	1,3%	7,3

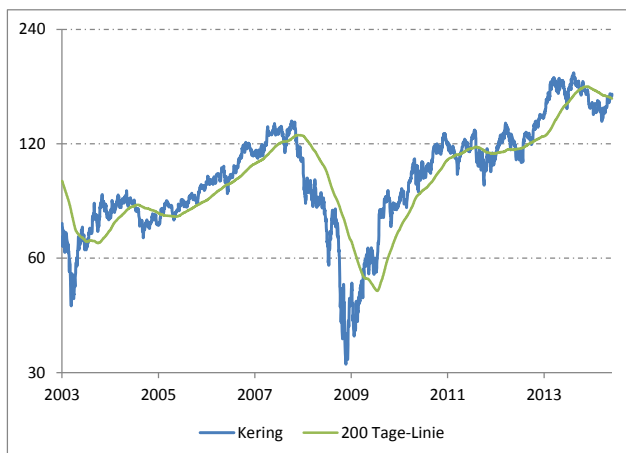


Nachhaltigkeit: ungenügend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,7	2,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

Ultrakonservativ sind leider ebenfalls die Ansichten des Managements in Hinblick auf Transparenz und Aktionärsinformationen. Hier erreicht Hermès leider bei Weitem nicht die ansonsten üblichen Standards. Auch in Hinblick auf Nachhaltigkeit gibt es bisher vorwiegend PR-Aktivitäten, hier hinkt die Gesellschaft ebenfalls ihren Wettbewerbern hinterher.

In der Gesamtsicht ähnelt die Aktie von Hermès den Produkten der Firma: höchste Qualität zu extrem hohen Preisen. Nur für sehr langfristig ausgerichtete Anleger erscheint sie deshalb zu den aktuellen Kursen zur Depotbeimischung geeignet.

Kering			
Website:	http://www.kering.com/en/home	Kurs 30.5.2014: 162,10 €	Börsenwert (Mrd.€): 20,5
Hauptbörse:	Paris	Land: Frankreich	WKN: 851223
			ISIN: FR0000121485



Kering hat seinen Ursprung in einer seit 1963 von François Pinault aufgebauten Unternehmensgruppe. Ursprünglich im Holz- und Baustoffbereich tätig, verfolgte er seit 1991 das Ziel, durch Übernahmen im von ihm als aussichtsreicher angesehenen Konsumbereich seinen Geschäftsschwerpunkt zu verlagern. Zunächst stand dabei der französische Einzelhandel im Vordergrund mit Akquisitionen der Warenhauskette Printemps, des Versandhändlers La Redoute sowie der auf Medien spezialisierten Handelsgruppe Fnac. 1999 wurde Pinault vom Management der italienischen Luxusmarke Gucci angesprochen, das eine feindliche Übernahme von LVMH fürchtete und ihn um den Einstieg als „weißer Ritter“ bat. Er erwarb 40% von Gucci und erhöhte die Beteiligung bis 2004 auf fast 100%.

Ursprünglich nur ein Randbereich, wurde Luxus immer mehr zum Kerngeschäftsfeld. Dies wurde insbesondere vom Sohn des Firmengründers François-Henri Pinault, forciert, der 2005 den Vorstandsvorsitz übernahm und alle Beteiligungen im Einzelhandel verkaufte. 2012 wurde die Gesellschaft von PPR (Abk. für Pinault Printemps Redoute), dem aus Konglomeratzeiten übrig gebliebenen Firmennamen, in Kering umbenannt. Dieses Kunstwort soll Assoziationen an das englische „caring“ wecken und verschiedene positive Werte, insbesondere Geborgenheit und Kreativität, symbolisieren. In die-

Ursprünglich nur ein Randbereich, wurde Luxus immer mehr zum Kerngeschäftsfeld. Dies wurde insbesondere vom Sohn des Firmengründers François-Henri Pinault, forciert, der 2005 den Vorstandsvorsitz übernahm und alle Beteiligungen im Einzelhandel verkaufte. 2012 wurde die Gesellschaft von PPR (Abk. für Pinault Printemps Redoute), dem aus Konglomeratzeiten übrig gebliebenen Firmennamen, in Kering umbenannt. Dieses Kunstwort soll Assoziationen an das englische „caring“ wecken und verschiedene positive Werte, insbesondere Geborgenheit und Kreativität, symbolisieren. In die-

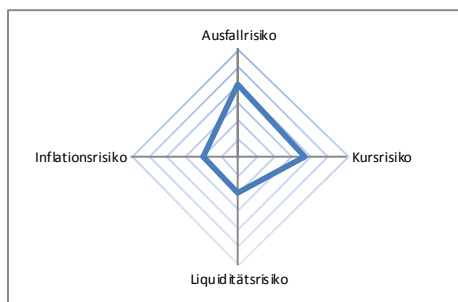
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sem Zusammenhang hat sich die Gesellschaft auch relativ ehrgeizige Umweltziele gesetzt, um bis 2016 deutliche Fortschritte bei der Nachhaltigkeit zu realisieren.

Aktuell werden mit Luxusgütern 2/3 der Umsätze und der überwiegende Teil der Gewinne erwirtschaftet. Wichtigste Marke ist nach wie vor Gucci mit einem Anteil von 55% an den Luxusverkäufen. Die übrigen Umsätze werden mit Lifestyleprodukten und Sportartikeln erzielt. Dies ist der Schwachbereich des Konzerns, da die Hauptmarke Puma in den letzten Jahren erhebliche Probleme hatte, mit den Wettbewerbern Adidas oder Nike mithalten zu können.

Gew.änd. bis 2015e Ø p.a.: 10%		
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
16,0	14,1	1,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
2,5%	2,8%	3,1

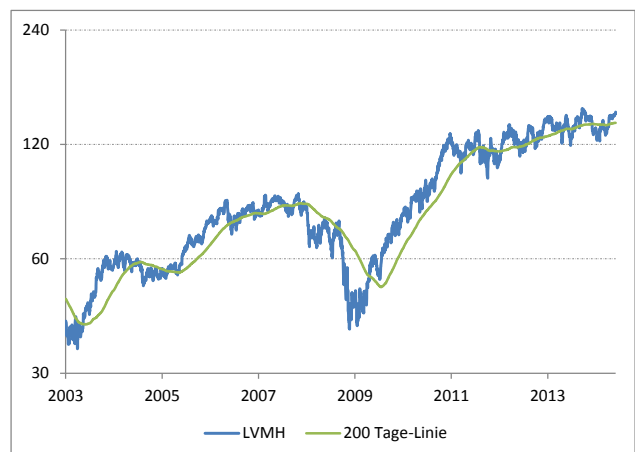


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	2,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,7	2,0

Diese Probleme dürften dafür verantwortlich sein, dass Kering gegenüber anderen Luxusgüterherstellern auf Gewinnbasis einen Bewertungsabschlag hat. Dabei ist die Fähigkeit, freien Cashflow zu generieren, trotz der aktuellen Schwierigkeiten noch erstaunlich gut geblieben, was für die inhärente Stärke von Gucci spricht. Insgesamt ist unklar, wie das Lifestyle-Geschäft mit Sportartikeln und Luxusgüter strategisch zusammenpassen. Hier dürften vor allem die persönlichen Interessen des Hauptaktionärs François-Henri Pinault eine Rolle spielen, der in der Vergangenheit nicht immer sehr glücklich agiert hat. Dies macht die Aktie riskanter als die der Wettbewerber, sodass ein Investment, das über eine Depotbeimischung hinaus geht, derzeit nur für risikofreudige Anleger infrage kommt.

LVMH			
Website:	http://www.lvmh.com/	Kurs 30.5.2014:	145,95 €
Hauptbörse:	Paris	Börsenwert (Mrd.€):	74,1
	Land: Frankreich	WKN:	853292
		ISIN:	FR0000121014

LVMH Moët Hennessy – Louis Vuitton S.A. ist mit einem Umsatz von 29,1 Mrd. € der größte Luxusgüterkonzern der Welt und wird von dem französischen Milliardär Bernard Arnault kontrolliert. Ursprünglich 1987 entstanden durch die Fusion der französischen Traditionsunternehmen Louis Vuitton, Moët et Chandon und Hennessy, erlangte Arnault 1989 im Rahmen einer feindlichen Übernahme die Kontrolle über die Gesellschaft. Er nutzte sie in den nächsten Jahren zum Kauf weiterer Luxusmarken in verschiedenen Bereichen, um das kommerzielle Potenzial zu nutzen, das professionelles Management für kleine Luxusmarken bietet.



Mit ruhiger Hand

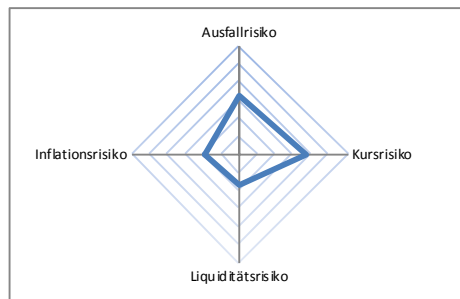
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hauptgeschäftsfelder sind heutzutage:

- 1) Weine und Spirituosen (Marken u.a.: Château d'Yquem; Dom Pérignon; Domaine Chandon California; Hennessy; Glenmorangie; Krug; Mercier; Moët & Chandon; Ruinart; Veuve Clicquot)
- 2) Lederwaren und Mode (Marken u.a.: Dior; Donna Karan; Fendi; Givenchy; Kenzo; Marc Jacobs; Loewe; Louis Vuitton; Nicholas Kirkwood; Thomas Pink; R. M. Williams)
- 3) Parfüm und Kosmetik: (Marken u.a.: Guerlain; Kenzo; Parfums Christian Dior)
- 4) Uhren und Schmuck (Marken u.a.: Bulgari; Chaumet; FRED; Hublot; TAG Heuer; Zenith)

Darüber hinaus hat LVMH Anteile an Einzelhändlern, bei denen der Vertrieb von Luxusgütern eine entscheidende Rolle spielt wie DFS (Duty Free) oder Sephora (Kosmetik). Weiterhin gibt es Beteiligungen bei Presseerzeugnissen (u.a. das französische Wirtschaftsmagazin Les Echo).

Gew.änd. bis 2015e Ø p.a.:		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2014e	2015e	aktuell
19,3	17,5	2,7
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2014e	2015e	zu Umsatz
2,3%	2,6%	3,4



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,3	1,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,7	2,0

LVMH ist relativ stark von Kunden aus Schwellenländern abhängig, die Luxusprodukte vor allem als Statussymbole erwerben. Daher hat die abgeschwächte wirtschaftliche Dynamik in diesen Regionen in den vergangenen Quartalen das Wachstum deutlich gebremst. Insbesondere bei teuren Spirituosen kam es in der jüngsten Vergangenheit zu einem deutlichen Rückgang. Gerade hier zeigte sich die Stärke des breit diversifizierten Luxus-Konzerns: Die zwischenzeitliche Schwäche eines Bereiches konnte von den anderen Segmenten aufgefangen werden, lediglich das Konzern-Wachstum ermäßigte sich. Die Generierung von freiem Cashflow erscheint zwar im Vergleich mit Nicht-Luxusanbietern hoch, ist aber in Relation zu Wettbewerbern wie Richemont oder Hermès unbefriedigend.

Das Unternehmen ist sehr stark auf den dominanten Bernard Arnault zugeschnitten. Er ist inzwischen 65 Jahre alt und wird vermutlich entweder seine Tochter Delphine oder den Sohn Antoine als Nachfolger einsetzen, die schon seit längerem auf ihre Aufgabe vorbereitet werden. Es jedoch unklar, inwieweit sie wirklich in die großen Fußstapfen ihres Vaters hineinwachsen können.

Insgesamt bietet LVMH trotz einiger Schwächen das Bild eines relativ gut aufgestellten Konzerns, der vom Luxustrend weiterhin profitieren sollte. Die Aktie erscheint relativ fair bewertet und ist als Kerninvestment (2%-4% Depotanteil) für chancenorientierte Anleger geeignet.

Empfehlungshistorie: Weder Hermes, Kering, noch LVMH wurden bisher empfohlen.

Die Reihe zu Luxusgüterkonzernen im Vergleich wird in der nächsten Ausgabe u.a. mit Analysen von Richemont und Luxottica sowie einem Peergroupvergleich fortgesetzt.

Langfristige Rohstofftrends – Teil 2: Nahrungsmittel

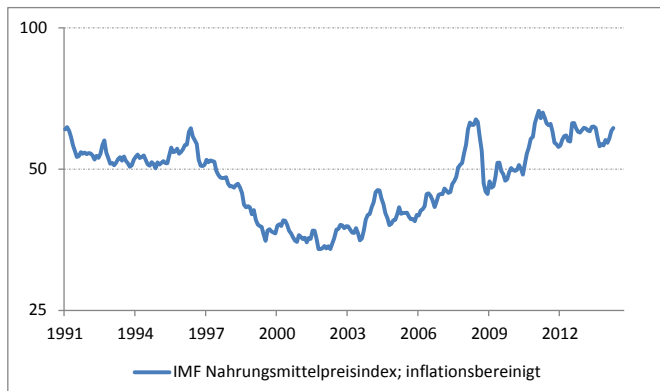
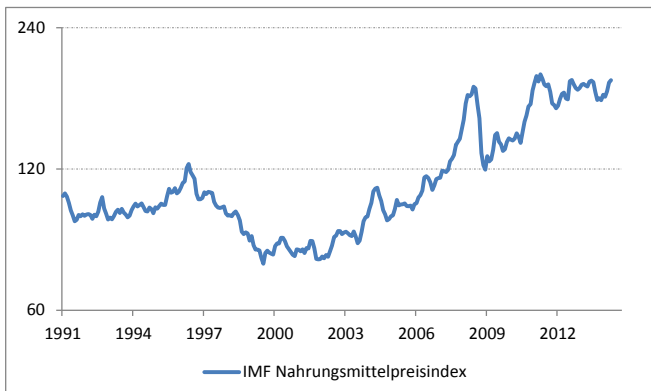
Von Karl-Heinz Thielmann

Seit einiger Zeit wird in Deutschland eine erbitterte Diskussion darum geführt, ob Banken und Anleger sich an Finanzgeschäften mit Nahrungsmittelrohstoffen beteiligen sollten. Gegner wie Befürworter glauben, gute Argumente zu haben und werfen der jeweils andern Seite vor, das Offensichtliche nicht zu sehen.

So rechtfertigen sich die Befürworter, dass es Waretermingeschäfte es schon seit Tausenden von Jahren gibt. Erst seit kurzem gibt es aber erst die Idee, dass diese Geschäfte die Nahrungsmittelversorgung negativ beeinflussen können oder moralisch verwerflich sein sollen. Im Gegenteil: Spekulanten nehmen an den Wareterminbörsen die Gegenposition zu Landwirten ein, die sich langfristig Absatzpreise sichern wollen. Dies schafft Planungssicherheit für Investitionen in der Landwirtschaft.

Zudem geht seit einigen Jahrzehnten der Anteil der Hungernden an der Weltbevölkerung deutlich zurück. Darüber hinaus haben diverse empirische Untersuchungen keinen langfristigen Zusammenhang zwischen Nahrungsmittelspekulation und Hunger gefunden.

Die Gegner hingegen argumentieren, dass es speziell im letzten Jahrzehnt an den globalen Terminmärkten für Nahrungsmittel zu extremen Preissteigerungen und -ausschlägen gekommen ist. Diese sollen vor allem durch Finanzströme verursacht worden sein und hätten die Nahrungsmittelversorgung für arme Länder massiv erschwert.



Tatsächlich lässt sich erkennen, dass es seit Anfang des Jahrtausends mit den Nahrungsmittelpreisen deutlich nach oben geht. Diese Entwicklung verlief parallel zu der Entdeckung von Rohstoffen als Anlageklasse durch institutionelle Anleger. Nach Schätzungen von McKinsey hat sich das Volumen solcher Anlagen zwischen 2005 und 2011 verneunfacht auf ca. US\$ 450 Mrd. Hiervon waren 2011 weltweit ca. 100 Mrd. US\$ in Agrarrohstoffen investiert. Insofern liegt die Vermutung nahe, dass „Flow of Funds“ von Fonds beim Preisaufrtrieb eine Rolle gespielt haben könnten. Speziell in den Jahren 2007/08 sowie 2011, die durch hohes Anlegerinteresse an diesem Segment geprägt waren, ist es zu starken Preissteigerungen an den Märkten für Nahrungsmittel gekommen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Andererseits ist erkennbar, dass die jüngste Preissteigerungswelle eine Gegenbewegung nach vorherigem starken Verfall der Nahrungsmittelpreise darstellt. Laut Berechnungen von McKinsey sind die Nahrungsmittelpreise im vergangenen Jahrhundert inflationsbereinigt jährlich um durchschnittlich 0,7% p.a. gefallen. Real gesehen haben die globalen Nahrungsmittelpreise heutzutage gerade einmal das Niveau vom Anfang der 90er Jahre wieder erreicht. Zudem hat es im vergangenen Jahrzehnt Entwicklungen gegeben, die steigende Nahrungsmittelpreise fundamental begünstigt haben:

- Die Weltbevölkerung hat sich von 6,1 Mrd. Menschen im Jahr 2000 auf inzwischen 7,2 Mrd. erhöht. Absolut gesehen hat sich damit die Anzahl der Menschen so stark erhöht wie noch nie, selbst wenn die Wachstumsrate von derzeit ca. 1,1% p.a. tendenziell sinkt.
- Das Einkommenswachstum in vielen Schwellenländern hat dort die Nachfrage nach hochwertigen Lebensmitteln wie Fleisch oder Fisch verstärkt, was wiederum die Nachfrage nach Futtermitteln angekurbelt hat.
- Nahrungsmittel werden zunehmend als Vorprodukte für die Herstellung industrieller Waren verbraucht. Insbesondere die politisch forcierte Produktion von Biosprit führt immer mehr dazu, dass speziell Mais nur für die Weiterverarbeitung angebaut wird.

Agrarrohstoffe haben zwar in der Regel eine relativ stabile Nachfrage, die auch noch (von Ausnahmen abgesehen) kontinuierlich wächst. Die Angebotsseite hingegen unterliegt regelmäßig starken Schwankungen, da sie von der Wetter- und Klimaentwicklung abhängig ist. Zudem werden die Produzenten sehr stark politisch entweder durch Agrarsubventionen oder durch Exportrestriktionen beeinflusst. Im Gegensatz zu den anderen Rohstoffen mit oft jahrzehntelanger Vorlaufdauer bei Kapazitätsveränderungen sind die Produktionsflächen relativ flexibel. Der Anbau lässt sich nach einem von Jahreszeiten und Bodenqualitäten abhängigen Zyklus vermindern, erhöhen oder umstellen.

Aufgrund der relativ hohen Flexibilität der Produktionsflächen ist die Annahme einer grundsätzlichen Verknappung von Agrarrohstoffen nicht gerechtfertigt. Vor allem aber gibt es gewaltige Produktivitätsunterschiede zwischen hocheffizienten Ländern wie den USA oder Dänemark und Schwellenländern wie Russland oder Indien. Durch eine Umstellung auf moderne Anbaumethoden könnte die Produktivität der globalen Landwirtschaft deutlich gesteigert werden. Dies lässt es als nicht unwahrscheinlich erscheinen, dass auch bei weiterem Bevölkerungswachstum die Gefahr einer Überproduktion langfristig sogar größer ist als die einer weiteren Verknappung.

Doch welche Rolle spielen Finanzmarktströme bei der Verstärkung von Preisbewegungen? Die an kurzfristigen Gewinnen orientierten Spekulanten, die ihr Geschäft heute im Prinzip wie seit 100 Jahren betreiben, agieren antizyklisch und dämpfen so Preisschwankungen tendenziell ab.

Fragwürdig ist allerdings die Rolle von langfristig ausgerichteten Institutionen, die vor allem das Risikoprofil ihrer Anlagestruktur diversifizieren wollten. Die „Flow of Funds“ von Pensionsfonds, Versicherungen und Family Offices scheinen zumindest in den Boomjahren 2007/08 und 2011 zeitweise die Nahrungsmittelpreise erheblich nach oben getrieben zu haben. Unklar bleibt aber, wie stark und wie dauerhaft.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

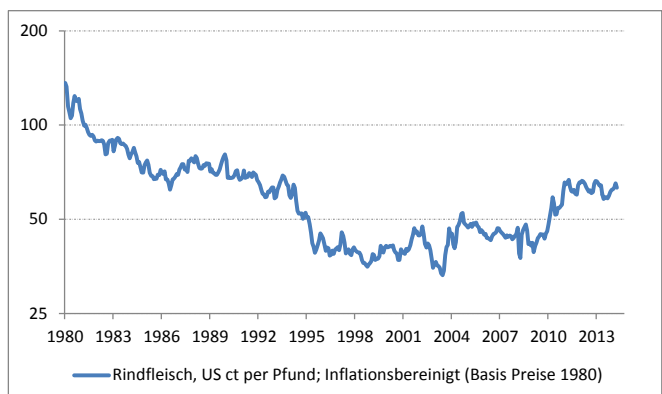
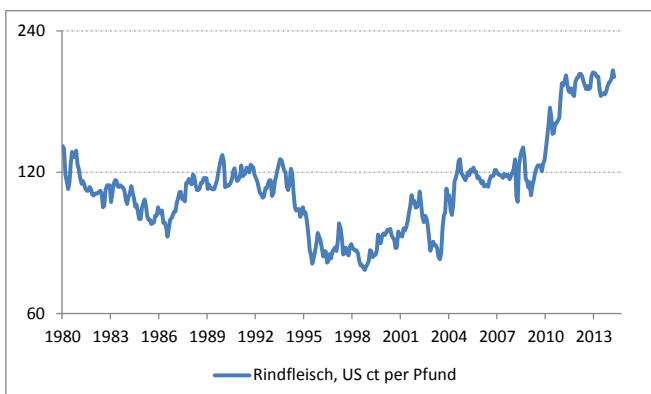
2010 hatte der Journalist Frederick Kaufman in seinem seitdem berühmt gewordenen Artikel „The Food Bubble“ im Harper’s Magazine beschrieben, wie Mittelzuflüsse in Rohstoff-ETFs durch Transaktionen in Weizenderivaten 2008 den Preis dieses Getreides massiv erhöhten. Damit wurden ebenfalls die Preise für andere Nahrungsmittel nach oben getrieben. Kaufman belegte aber auch, dass es sich um keine absichtliche Manipulation des Marktes handelte, sondern Konsequenz der Marktstruktur und des Herdenverhaltens der Investoren war. In diesem Fall wird ein grundsätzlicher Mangel des ETF-Konzepts deutlich, den sich viele Investoren oft nicht bewusst machen: Indexfonds sind nicht immer die flexiblen und kostengünstigen Instrumente, als die sie verkauft werden. Sie können in relativ illiquiden Märkten massiv die Kurse beeinflussen und damit zu starken kurzfristigen Verwerfungen führen. Trader, die den Order-Flow der ETFs sehen oder antizipieren, können sich daranhängen, wobei sie dann die Kursbewegungen verstärken.

Paradoxerweise können deswegen also die gerade Finanzmarktströme von grundsätzlich langfristig ausgerichteten Investoren kurzfristig zu heftigen Preisausschlägen führen, wodurch die volatilitätsdämpfende Wirkung der klassischen Rohstoffspekulation ins Gegenteil verkehrt wird. Dies kann zwischenzeitlich durchaus Konsequenzen für die Versorgung der ärmsten Länder haben. Langfristig sind aber fundamentale Faktoren wichtiger. Diese sind jedoch sehr unterschiedlich. Im Folgenden werden die Entwicklungen bei einzelnen Nahrungsmitteln daher genauer analysiert.

Fleisch

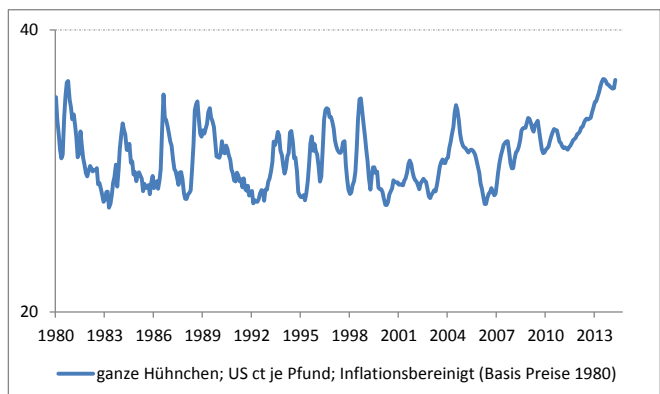
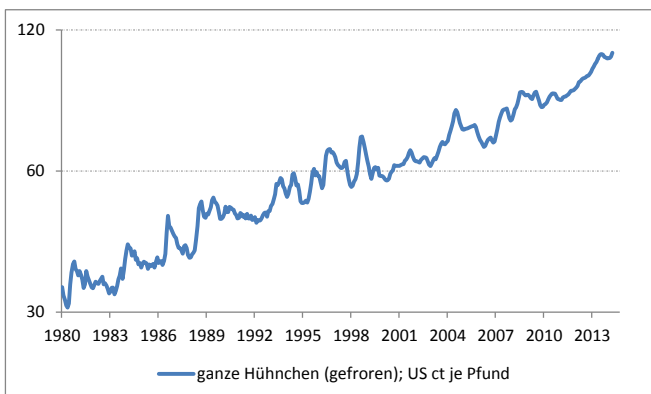
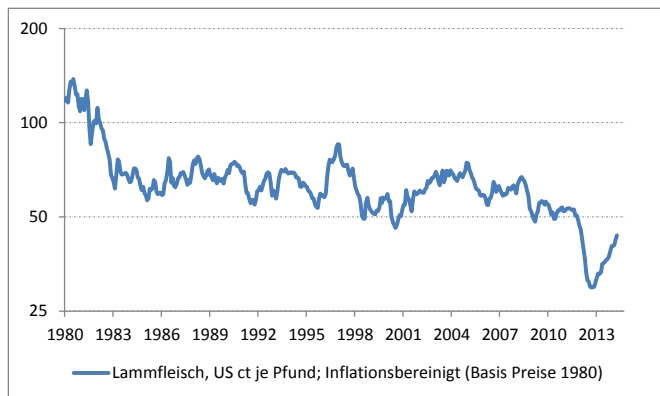
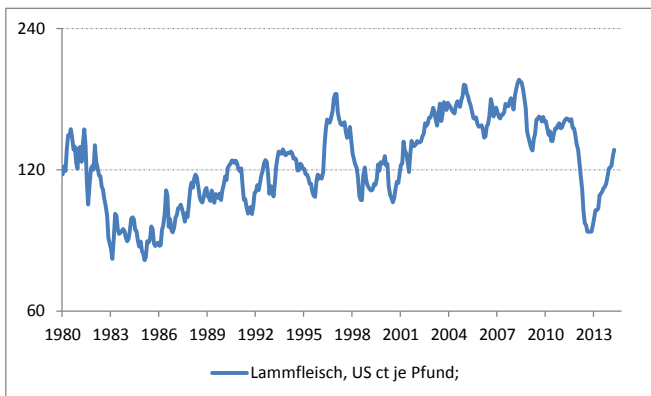
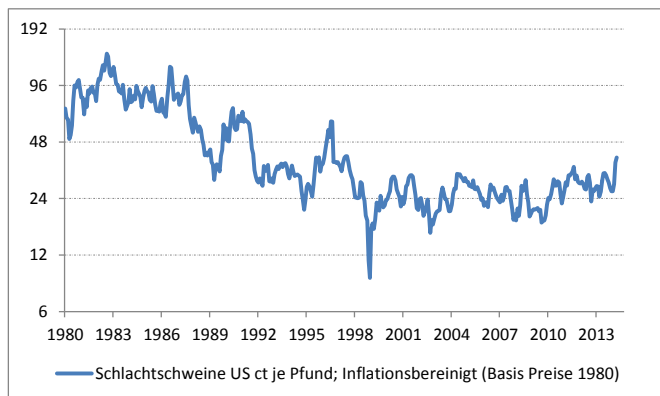
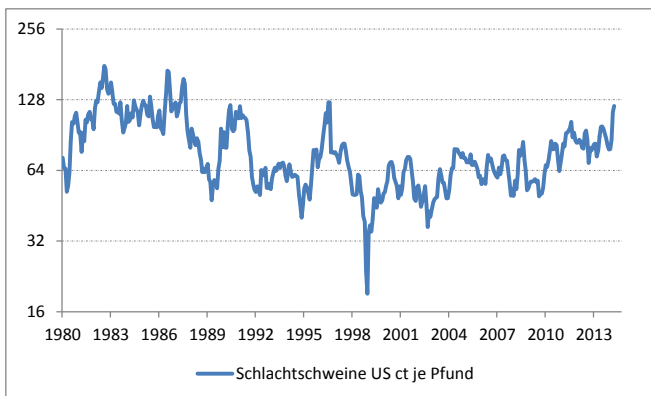
Nach Berechnungen der Welternährungsorganisation FAO wurden 2010 weltweit 293 Millionen Tonnen Fleisch produziert, hauptsächlich in Nord- und Südamerika sowie China. Speziell Asien zeigte in den vergangenen Jahren das größte Nachfrage-Wachstum mit durchschnittlich 4% p.a. In entwickelten Ländern wächst der Fleischkonsum nach wie vor noch leicht, obwohl aufgrund der Diskussion um mögliche Gesundheitsschäden gerade Wohlhabende diesen reduzieren.

In Entwicklungsländern hingegen ist der Konsum in den letzten Jahren deutlich angestiegen und sollte mit steigendem Wohlstand weiter stark zulegen. Denn der Fleischverbrauch liegt mit 32 Kilo jährlich (2010) je Einwohner nach wie vor nur bei ca. 1/3 desjenigen in den entwickelten Nationen. Insofern besteht hier ein erheblicher Nachholbedarf.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Die Nachfrage nach den einzelnen Fleischsorten entwickelte sich sehr unterschiedlich. Hauptgewinner ist Geflügelfleisch, dessen Produktion weltweit ca. mit der dreifachen Rate des Bevölkerungswachstums zulegen. Die Nachfrage nach Schweinefleisch stagniert mit Ausnahme von China. Dort hat sie allerdings so stark zugelegt, dass sie die Weltmarktpreise in die Höhe trieb. Fleisch von Kälbern, Lämmern und Ziegen verliert hingegen immer mehr an Bedeutung.

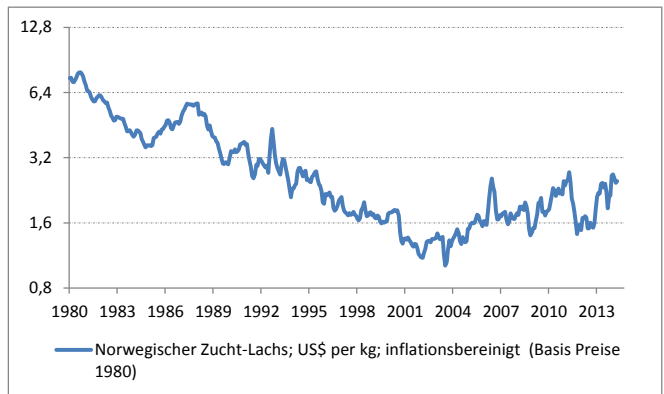
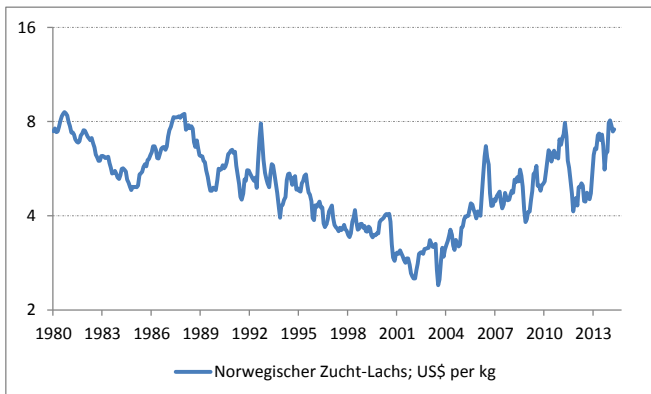
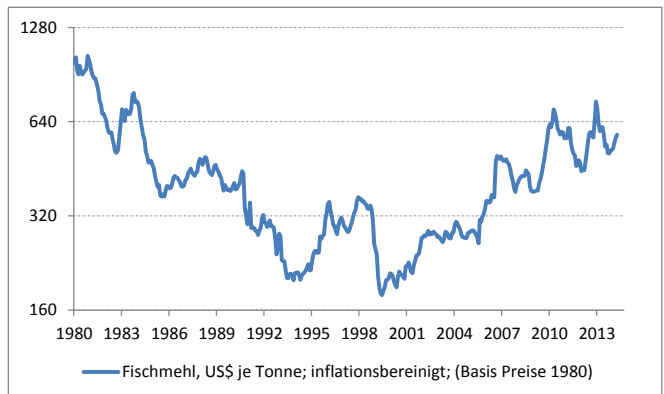
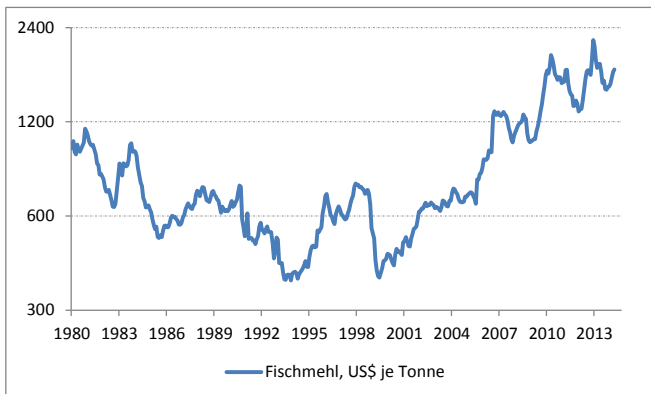
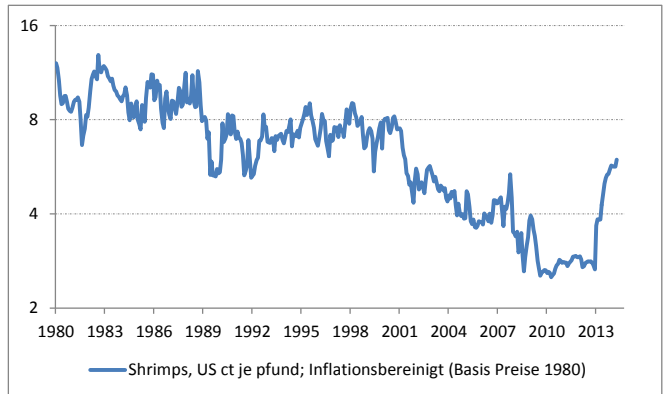
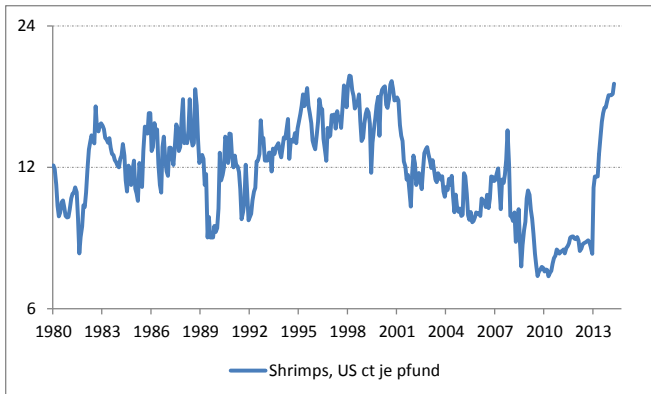
Fisch

Weltweit werden jährlich ca. 154 Mio. Tonnen Fisch (2011 lt. FAO) verbraucht. Ca. 86% werden von Menschen gegessen, die übrigen 14% dienen vorwiegend der Produktion von Futtermitteln. Fisch ist für ca. 20% der Menschheit wichtigste Proteinquelle und speziell in vielen Entwicklungsländern traditionelles Grundnahrungsmittel.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Fischwirtschaft ist derzeit in einem grundlegenden Wandel begriffen. Die vor allem von entwickelten Ländern aus betriebene und hoch industrialisierte Seefischerei ist in einem strukturellen Niedergang begriffen. Stark überfischte Fangregionen machen die strenge Einhaltung von Fangquoten notwendig, um die noch vorhandenen Bestände an Seefisch nicht noch weiter zu reduzieren. Hier ist in den nächsten Jahren bestenfalls eine Stagnation zu erwarten.



Hohes Wachstum hingegen verzeichnen Aquakulturen – speziell in Entwicklungsländern. Sie machen inzwischen über 40% der weltweiten Produktion aus und decken die gerade in Schwellenländern stark steigende Nachfrage nach Fisch ab. Von ihren Wachstumsmöglichkeiten hängt es ab, ob sich der Trend zu mehr Fischkonsum in weiter steigenden Preisen niederschlägt.

Mit ruhiger Hand

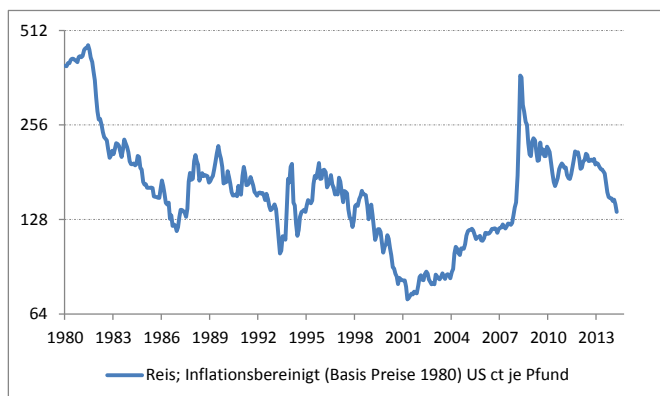
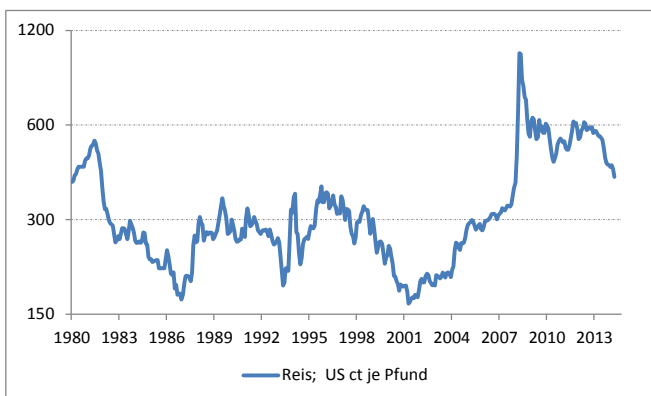
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Getreide

Mit einer Produktion von ca. 2,55 Mrd. Tonnen jährlich (2012 lt. FAO) sind die verschiedenen Getreidearten die wichtigste Nahrungsquelle des Menschen. Nur rund 45% werden direkt zu Nahrungsmitteln verarbeitet, ca. 1/3 wird als Futtermittel für Tiere verwendet. Die übrige Produktion wird industriell verarbeitet.

Nachdem in den 1970er Jahren das jährliche Wachstum bei der Getreideproduktion noch ca. 3% p.a. betragen hatte, ging es bis 2000 sukzessive zurück bis zur Stagnation. Seitdem sind die Zuwachsraten wieder deutlich angestiegen und haben sich nach Angaben der FAO bei ca. 2% p.a. eingependelt. Dieses wieder beschleunigte Wachstum steht in eindeutigem Widerspruch zu der These, dass die Finanzmärkte die Nahrungsmittelproduktion generell negativ beeinflusst haben.

Typisch bei allen Getreidepreisen ist, dass sie in mittelfristigen Zyklen zwischen 4 und 8 Jahren verlaufen. Diese werden im Wesentlichen durch Angebotsschwankungen verursacht, die wiederum sehr stark von klimatischen Veränderungen, Naturkatastrophen etc. beeinflusst werden.



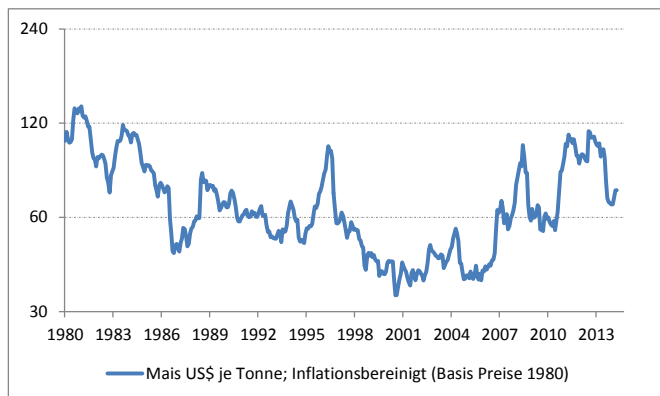
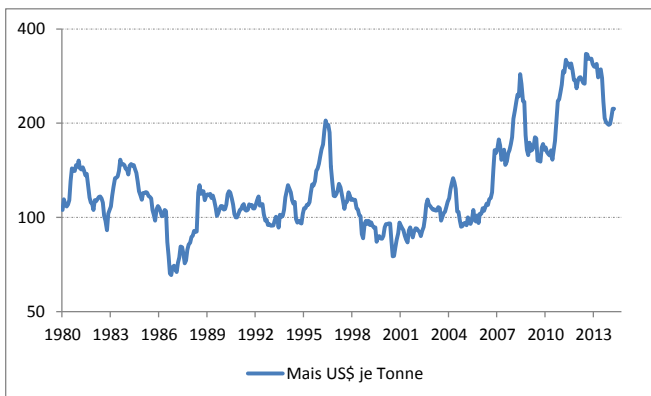
Reis ist das traditionelle Grundnahrungsmittel in den feuchtwarmen Zonen der Erde, in denen die anderen Getreidesorten nicht so gut gedeihen. Mit einer Jahresproduktion von 720 Millionen Tonnen jährlich (2012) ist Reis die für die Nahrungsmittelversorgung der Erde wichtigste Pflanze und speziell in Asien nicht wegzudenken. Dennoch verliert er zunehmend an Popularität, weil insbesondere in China die Konsumenten mit dem wachsenden Wohlstand andere Nahrungsmittel vorziehen. Im April 2008 kam es infolge des Zyklons Nargis zu einem Preissprung, da dieser einen Großteil der Produktion im Exportland Burma vernichtete. Möglicherweise wurde der Preisschub in diesem Jahr auch durch Finanzmarktakteure verstärkt, ursächlich war aber eine Naturkatastrophe.

Abgesehen von kurzfristigen Verknappungen aufgrund Unwetterschäden wird Reis tendenziell an Bedeutung verlieren. Der Preis sollte sich daher eher unterdurchschnittlich weiterentwickeln.

Mit einer Produktion 2012 von 872 Mio. Tonnen ist Mais die vom Volumen her wichtigste Getreidesorte. Allerdings dienen nur ca. 15% zur Herstellung von Nahrungsmitteln für Menschen; Hauptzweck ist die Verwendung als Futtermittel (ca. 63%). Die gestiegene Nachfrage nach Fleisch hat insofern auch zu einem Anstieg beim Maisverbrauch geführt. Der übrige Mais wird vorwiegend industriell eingesetzt; insbesondere die Biospritproduktion hat in den vergangenen Jahren zugenommen.

Mit ruhiger Hand

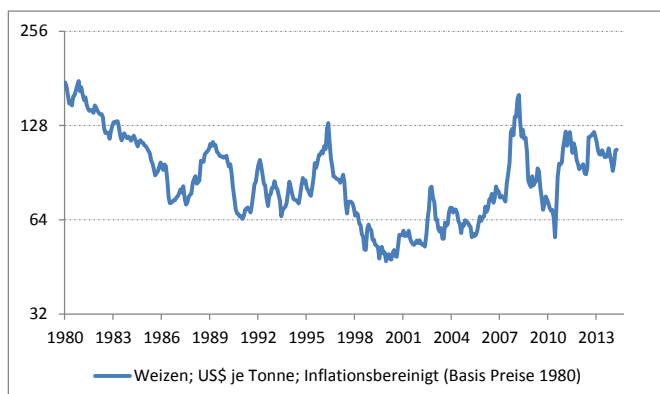
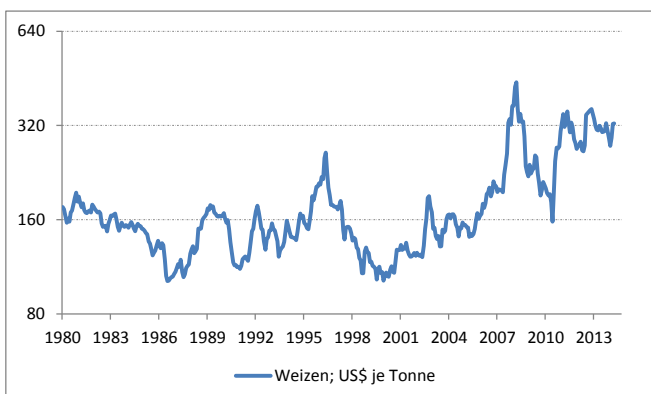
Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Mit einem Anteil von 31 % an der gesamten Weltproduktion sind die USA der größte Hersteller und auch der größte Exporteur. 85% der US-amerikanischen Maisproduktion besteht heutzutage aus gentechnisch veränderten Sorten, die resistenter gegenüber Herbiziden und Schädlingen sind. Da dies die Kosten stark gesenkt hat, ist damit zu rechnen, dass sich diese Arten ebenfalls in der übrigen Welt durchsetzen und die Produktionskosten vermindern werden, selbst wenn in Europa hiergegen erhebliche Vorbehalte bestehen.

In den kommenden Jahren ist weiterhin mit steigendem Volumenwachstum bei Mais zu rechnen. Ob dies allerdings auch zu dauerhaft steigenden Preisen führt, ist sehr fraglich, da es durch verstärkten Anbau von gentechnisch verändertem Mais außerhalb der USA zu Produktivitätsverbesserungen kommen kann.

Die verschiedenen Arten des Weizens stellten 2012 mit 675 Mio. Tonnen das am dritthäufigsten angebaute Getreide der Welt dar, beanspruchten aber die größte Anbaufläche. 70% der Produktion dienten zur Nahrungsmittelherstellung; 19% wurden als Futtermittel verwendet, der Rest ging in industrielle Anwendungen. In den vergangenen Jahren war die Produktion leicht rückläufig, weil Weizen als Futtermittel zunehmend durch Mais substituiert wird. Da dies insbesondere in den USA mit einer Umwidmung von Anbauflächen einhergeht, führte dieser Rückgang nicht zu Preissenkungen, im Gegenteil stabilisierte die Verknappung der Produktionskapazitäten bisher den Preis.



Insbesondere der Weizenmarkt stand im Zentrum von Vorwürfen, dass die Finanzmärkte die Preise für Nahrungsmittel in die Höhe treiben und damit zum Hunger in der Welt beitragen. Wie schon im vorherigen Textabschnitt angemerkt, lässt sich in der Tat lässt sich für den Kurssprung 2007/08 zei-

Mit ruhiger Hand

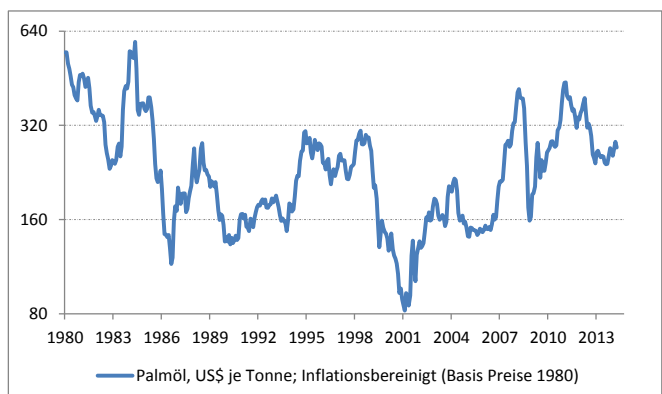
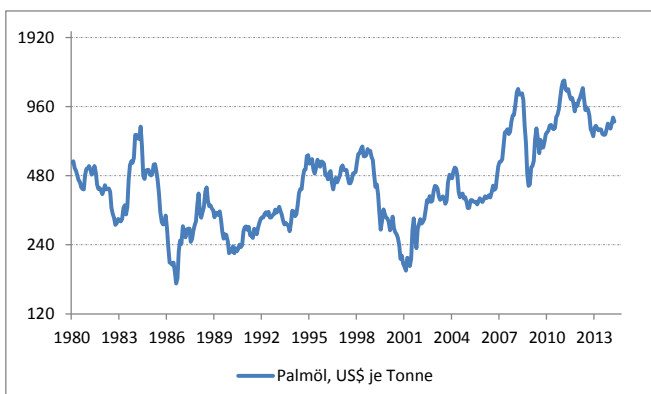
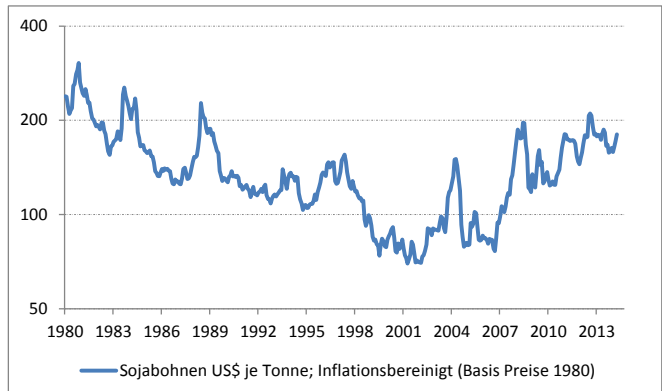
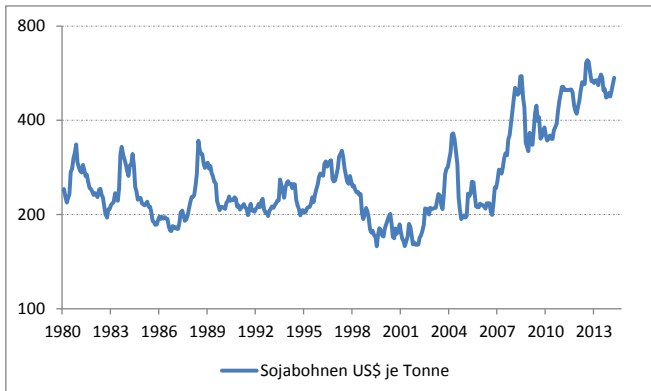
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

gen, dass hieran Fonds und Trader von Wall Street-Investmentbanken nicht ganz unschuldig waren und zumindest kurzfristig zu einer Verknappung beigetragen haben. Allerdings lässt der Kursverlauf erkennen, dass diese Bewegung den typischen Verlauf einer Spekulationsblase genommen hat: Auf den Kursexzess folgten Einbruch und Sell-Off. Insofern hat sich der Markt hier erfolgreich selbst reguliert.

Abgesehen von der Anfälligkeit gegenüber Kursexzessen zeigt Weizen einen typischen von Anbauzyklen geprägten Kursverlauf. Gerade in den letzten Wochen gab es eine starke Volatilität der Preise aufgrund von Befürchtungen im Hinblick auf die politischen Probleme im Produzentenland Ukraine. Längerfristig sind aufgrund der sinkenden Nachfrage eher wieder Preisrückgänge wahrscheinlich. Zudem sollten weitere Kostensenkungen möglich sein, da es in den vergangenen Jahren einige Produktivitätsfortschritte in Hinblick auf verbesserte Anbaumethoden gegeben hat; wie durch Big Data-Analysen optimierte Anbaupläne oder neue Sorten.

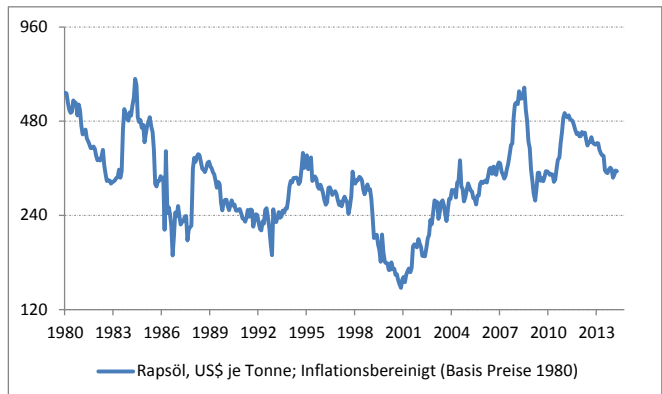
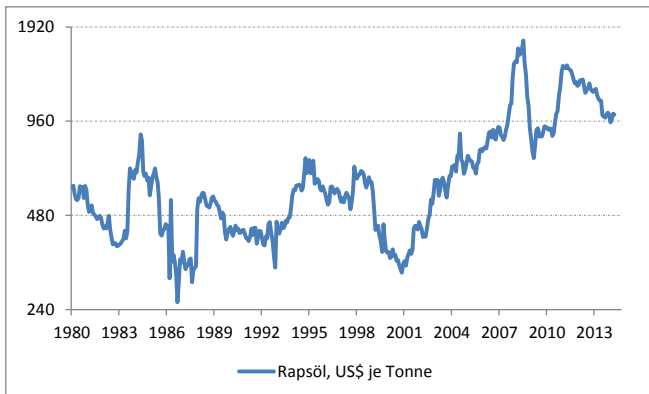
Ölsaaten

Ölsaaten sind das Wachstumssegment bei Agrarrohstoffen. Mit einer Zunahme von durchschnittlich 4,3% p.a. in den vergangenen 20 Jahren konnten sie fast doppelt so schnell wachsen wie die Nahrungsmittelproduktion im Allgemeinen. Hierbei spielten sowohl der steigende Verbrauch von Speiseölen in Schwellenländern wie auch der wachsende direkte Konsum wie z. B. bei Soja eine große Rolle. Besonders stark zulegen konnten Sorten wie Sonnenblumenkerne, Raps, Sojabohnen und Palmöl, die sich leicht anbauen lassen und hohen Nährwert haben. Traditionelle Ölsaaten hingegen werden immer mehr verdrängt bzw. nur noch regional konsumiert.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Das hohe Volumenwachstum hat sich bisher nicht in langfristig real steigenden Preisen niederschlagen, weil der große Vorteil der heutzutage populären Sorten ja gerade ihre Flexibilität im Anbau ist. Allerdings zeigen die Kursverläufe eindeutig, dass es sehr ausgeprägte mittelfristige Zyklen gibt.

Fazit:

Die Nachfrage nach Nahrungsmitteln steigt weltweit. Hieraus aber eine generelle Fortsetzung des Trends zu steigenden Nahrungsmittelpreisen abzuleiten, erscheint zu simpel. Denn zum einen gab es Sonderfaktoren – wie z. B. die Förderung von Bio-Sprit – die in den vergangenen Jahren die Nachfrage stark beeinflusst haben. Zum anderen verbirgt sich hinter dem generellen Trend vor allem eine Strukturverschiebung hin zu höherwertigen Nahrungsmitteln wie bestimmten Fleischsorten, welche die einzelnen Segmente höchst unterschiedlich beeinflusst. Hierauf kann sich das Angebot der einzelnen Sorten nur sehr unterschiedlich anpassen; dies hat sehr differenzierte Konsequenzen.

Insofern kann man schlussfolgern, dass die Terminmärkte für Nahrungsmittel für die klassische Spekulation, welche die zyklischen Veränderungen der Preise analysiert und antizyklisch agiert, weiterhin viele interessante Möglichkeiten eröffnen werden. Von dieser Form der Spekulation ist auch nicht zu erwarten, dass sie zur Verknappung von Nahrungsmitteln beitragen wird, im Gegenteil wirkt sie eher preisdämpfend.

Engagements in marktbreiten Rohstoff-ETFs hingegen erscheinen fragwürdig. Speziell bei bedeutsamen Nahrungsmitteln wie Mais, Weizen und vor allem Reis gibt es erhebliche Zweifel an einer dauerhaften Verknappung, die Voraussetzung für anhaltende Kursteigerungen wäre. Eine „Long-Only“ Anlagestrategie, die auf eine langfristige Wertsteigerung setzt, macht im Gegensatz zu Aktien, Immobilien oder Renten bei Nahrungsmittelrohstoffen keinen Sinn.

Insofern ist auch die generelle Kritik der Gegner der Nahrungsmittelspekulation, diese würde zu einer künstlichen Verknappung und untragbaren Preissteigerungen führen, falsch. Insbesondere Reis, Grundnahrungsmittel vieler armer Länder, wird immer billiger. Allerdings ist richtig, dass es in der jüngeren Vergangenheit in Zusammenhang mit Flow of Funds Marktverzerrungen gegeben hat, die zumindest kurzfristig exzessive Preisschwankungen gefördert haben. Diese Verzerrungen in den Griff zu bekommen ist nicht nur aus moralischen Erwägungen wichtig, da sie ebenfalls die ökonomische Funktion einer Preisfindung, die den Knappheitsrelationen entspricht, massiv stören.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Die Angaben zu Rohstoffpreisen stammen – sofern nicht anders gekennzeichnet – vom IWF. Die Inflationsbereinigung erfolgte auf der Basis von Daten des U.S. Department Of Labor; Bureau of Labor Statistics (<http://www.bls.gov/>);

Grundlage der Beschreibung der Weltmarktrends bei Nahrungsmittelrohstoffen waren das „FAO Statistical Yearbook“ von 2012 (<http://www.fao.org/docrep/015/i2490e/i2490e00.htm>) sowie von 2013 (<http://www.fao.org/docrep/018/i3107e/i3107e00.htm>) (zuletzt angesehen am 29.5.2014); weiterhin: McKinsey Global Institute: „Resource Revolution: Tracking global commodity markets“, September 2013 (http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights/Energy%20Resources%20Materials/Resource%20revolution%20Tracking%20global%20commodity%20markets/MGI_Resources_survey_Full_report_Sep2013.ashx) (zuletzt angesehen am 29.5.2014).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Frederick Kaufmans Artikel „The Food Bubble“ ist zuerst erschienen im Harper’s Magazine vom Juli 2010 und online abrufbar unter: <http://frederickkaufman.typepad.com/files/the-food-bubble-pdf.pdf> (zuletzt angesehen am 29.5.2014)

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF’s: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF’s gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 19.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2.6.2014.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatizierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.