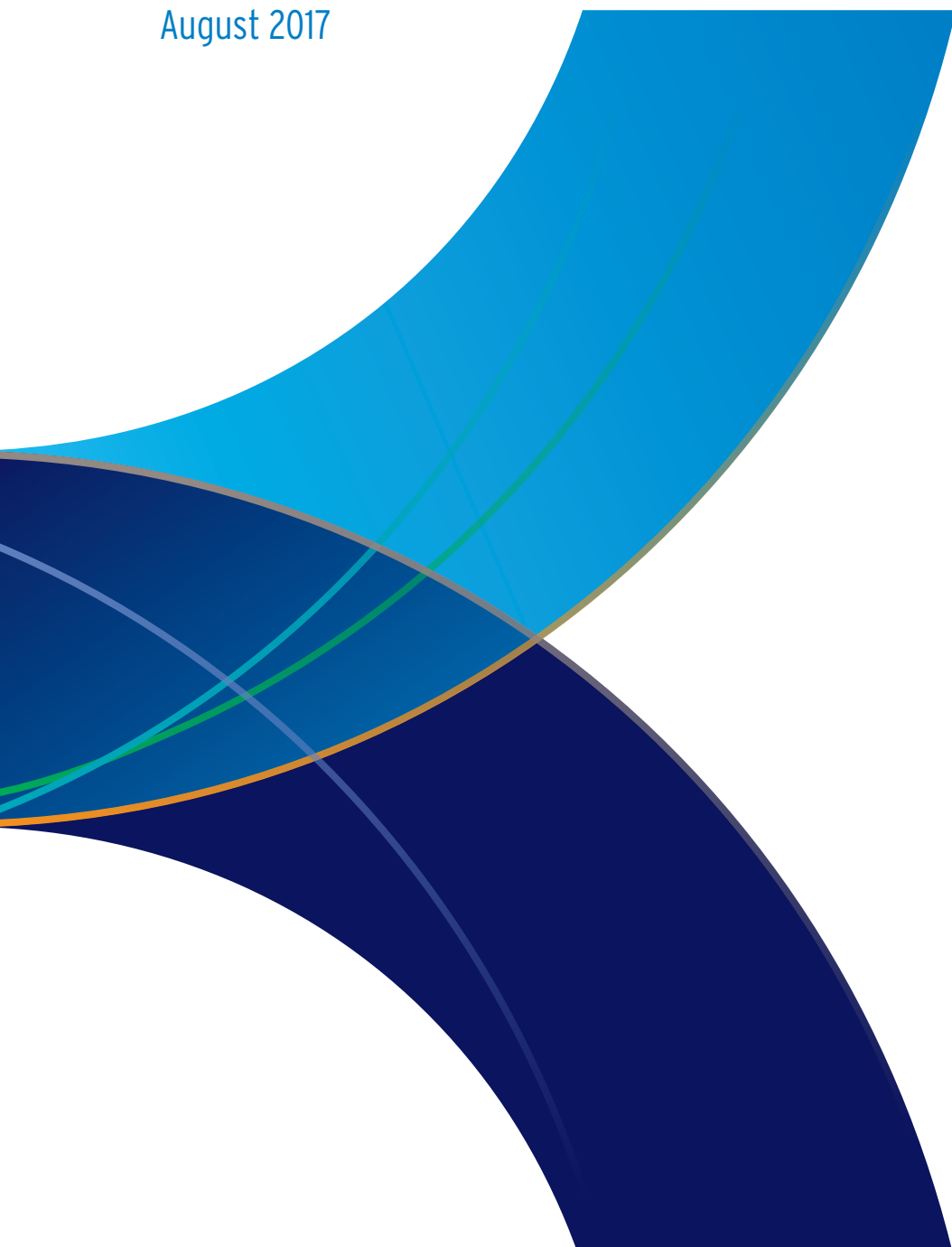




MARKET INSIGHT

August 2017



NEUE HOFFNUNG IN KOREA

Soohorang, der weisse Tiger, ist das offizielle Maskottchen der Olympischen Winterspiele, die im Februar 2018 in PyeongChang in Südkorea abgehalten werden sollen. Der weisse Tiger gilt als Schutztier Koreas und symbolisiert damit sowohl für Sportler als auch für Zuschauer einen sehr erwünschten Aspekt angesichts der aktuellen Spannungen mit Nordkorea.

Der südkoreanische Aktienmarkt wurde unterdessen von neuer Lebenskraft erfasst. In diesem Jahr schnellte er in der Lokalwährung um 20% in die Höhe und war damit einer der performancestärksten Märkte Asiens im Jahr 2017. Dieser Kursanstieg wurde von den Gewinnen der südkoreanischen Unternehmen getragen, die in diesem Jahr das stärkste Gewinnwachstum in Asien verzeichneten. Infolgedessen ist der KOSPI nach wie vor einer der billigsten Märkte in der Region, da er ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von nur 9,6 auf Basis der erwarteten Gewinne aufweist.

Gründe für die Bewertungslücke

Die Grafik veranschaulicht die enorme Bewertungslücke zwischen koreanischen und anderen asiatischen Aktien - der MSCI Korea notiert derzeit mit einem sagenhaften Abschlag von 40% gegenüber dem MSCI Asia ex-Japan, der ein KGV von 14,4 aufweist. Dieser Abschlag lässt sich zum Teil

durch die Eigenkapitalrendite (ROE) koreanischer Unternehmen erklären, die um 15% niedriger ist als bei den Konkurrenten in der Region. Ausserdem muss eine geopolitische Risikoprämie berücksichtigt werden, da die Möglichkeit einer militärischen Konfrontation mit Nordkorea eine reale und ständig präsente Gefahr darstellt.

Es gibt aber auch einen strukturellen Grund für die niedrigere Eigenkapitalrendite und den hohen Marktabschlag, insbesondere die Präsenz von ineffizienten, im Familienbesitz stehenden Mischkonzernen oder „Jaebeols“ in Südkorea. Diese Jaebeols haben in der Regel komplexe und undurchsichtige Eigentumsstrukturen, eine schlechte Corporate-Governance-Kultur, die zu hochkarätigen Korruptionsfällen führt, und eine schlechte Erfolgsbilanz bei der Erzielung von Wertsteigerung für die Aktionäre. Dies ist daran abzulesen, dass koreanische Unternehmen die niedrigsten Dividenden-Ausschüttungsquoten weltweit aufweisen. Obwohl diese Jaebeols eine bedeutende Rolle beim Aufbau des Landes gespielt haben, dürfen diese Konglomerate jetzt kleine Unternehmen unterdrücken und Innovationen verhindern.

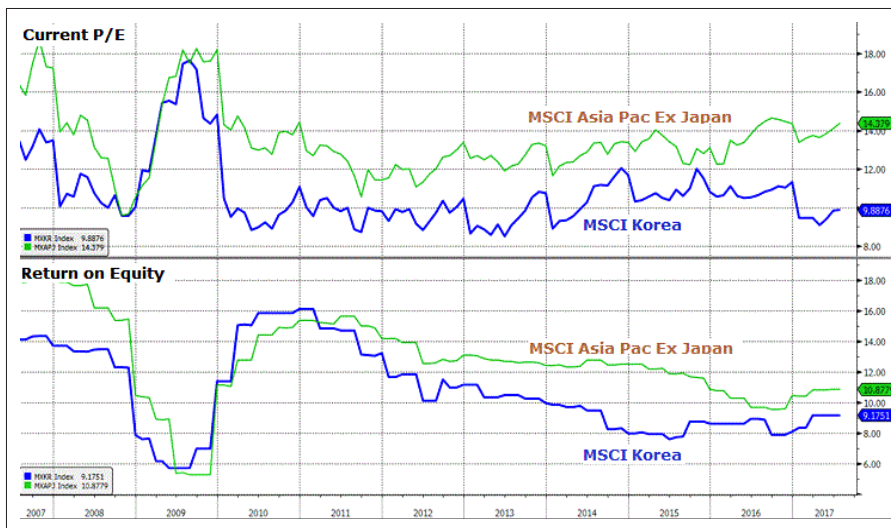
Die schleppende Wirtschaftsentwicklung könnte ein weiterer Grund für diese Bewertungslücke sein. Als offene,

exportabhängige Volkswirtschaft litt Südkorea unter dem Einbruch des Welthandels seit der Finanzkrise von 2008. Die aufregenden Zeiten, in denen das Land als einer der vier ursprünglichen asiatischen Tigerstaaten ein zweistelliges BIP-Wachstum verzeichnete, sind längst vorbei. Seither musste sich Südkorea an ein wesentlich langsames Wachstumstempo anpassen - im Durchschnitt zwischen 2,5% und 3,5% in den letzten drei Jahren.

Für traditionell starke Branchen wie Schiffsbau und Logistik sind schwere Zeiten angebrochen, wie der Konkurs von Hanjin im Februar verdeutlicht. Die schlechte Wirtschaftslage resultierte in einem beunruhigenden Anstieg der Jugendarbeitslosenquote, die mittlerweile über 10% liegt. Die Konsumentenverschuldung tendierte ebenfalls aufwärts, und die Verschuldung der Privathaushalte von nahezu 95% des BIP ist ein Zeichen dafür, dass die Südkoreaner möglicherweise auf Pump über ihre Verhältnisse leben. Dies könnte ein potenzielles Risiko sein, wenn die Zinsen beginnen, wieder anzuziehen.

Auftritt von Präsident Moon

Trotz all dieser Probleme wächst die Zuversicht, dass Südkorea die Kurve kriegen könnte. Ein wichtiger Grund dafür ist der neue Präsident Moon Jae-in. Präsident Moon, der sein Amt in einer schwierigen Zeit für das Land antrat, begann schnell, seine Wahlversprechen zu erfüllen. An der Wirtschaftsfront hat er den Mindestlohn bereits um 16,4% angehoben und diesen damit näher an das bis 2020 ins Auge gefasste Ziel von KRW 10 000 herangebracht, eine Initiative zur Reduzierung der Einkommensungleichheit. Zu den nächsten Schritten gehört die Lancierung eines KRW 10 Bio. (USD 9 Mrd.) schweren fiskalischen Konjunkturpakets, um über 800 000 mehr Stellen im öffentlichen Sektor zu schaffen - eine Sofortstrategie für den Abbau



“KGV und Eigenkapitalrendite im Vergleich”

der Jugendarbeitslosigkeit. Eine mittel- bis langfristige Strategie zur Neuausrichtung der Wirtschaft beinhaltet die Unterstützung für die vierte Industrialisierung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Damit wird die Notwendigkeit anerkannt, KMU mit einzubeziehen, die immer noch die wichtigste Quelle für neu geschaffene Arbeitsplätze sind, während das Land versucht, den Paradigmenwechsel zu einer digitalisierteren Wirtschaft zu vollziehen.

Präsident Moon hat auch Schritte unternommen, um die koreanischen Unternehmen zu restrukturieren. Eine Reform der Jaebeols ist eine wichtige Priorität. Hierzu wurde Jang Ha-Sung, ein Aktivist, der seit vielen Jahren für die Verbesserung der Corporate Governance eintritt, für die neu geschaffene Position des Politikchefs berufen. Zur gleichen Zeit wurde Kim Sang-jo, ein anderer lautstarker Kritiker der Jaebeol-Konglomerate zum Leiter der südkoreanischen Wettbewerbsbehörde bestellt. Diese wichtigen Ernennungen dürften den Reformprozess der grossen Konglomerate weiter vorantreiben und zu faireren Geschäftspraktiken zwischen kleinen und grossen Organisationen führen, wodurch KMU potenziell Auftrieb erhalten könnten.

Offenbar gibt es auch Anzeichen für Fortschritte bei koreanischen Unternehmen: Die Lotte Group kündigte eine Umstrukturierung des Unternehmens zur Reduzierung der Überkreuzbeteiligungen an, und stellte Aktienrückkäufe in Aussicht, um die Aktionärsrendite zu verbessern. Ausserdem bereitet sich die Nationale Pensionskasse Südkoreas, der drittgrösste Pensionsfonds der Welt, Berichten zufolge auf die Einführung des Stewardship Code vor. Dabei handelt es sich um Richtlinien zur Förderung verantwortungsbewusster Investmentpraktiken, die im Dezember 2016 eingeführt wurden. Wenn grosse institutionelle Anleger dazu ermutigt werden, gute Corporate-Governance-Praktiken zu fordern, trägt dies zur Beschleunigung des Reformprozesses bei Unternehmen bei. Ein gutes Beispiel dafür ist Japan, ein weiteres

Land, das bisher eine schlechte Corporate-Governance-Bilanz aufwies. Seit der Einführung der japanischen Corporate Governance und Stewardship Codes und durch den Druck zur Aufnahme in den neuen Nikkei400 Index, der Unternehmen mit einer guten Eigenkapitalrendite belohnt, haben sich die Eigenkapitalrenditen in Japan deutlich verbessert. Eine ähnliche Entwicklung in Korea könnte leicht dazu führen, dass sich die Kluft zwischen den Eigenkapitalrenditen koreanischer und asiatischer Aktien schliesst und es zu einer Höherbewertung des Marktes kommt.

Im Hinblick auf die Aussenpolitik hat Präsident Moon ein ehrgeiziges Ziel für die vollständige Entnuklearisierung Nordkoreas bis 2020 im Gegenzug für ein Friedensabkommen zwischen den Ländern angekündigt. Die Verhandlungen mit Pjöngjang werden zweifellos schwierig sein, und Präsident Moon dürfte eine zweigleisige Strategie aus Druck und Dialog verfolgen. Mit der Übernahme des Ruders in Bezug auf Nordkorea trägt Präsident Moon dazu bei, die Spannungen in der Region zu dämpfen und einen Ausgleich zwischen den widerstreitenden Interessen der USA und Chinas herbeizuführen. Diese Verhandlungen werden das diplomatische Können von Präsident Moon auf die Probe stellen. Mit seiner geschickten Entschärfung der Spannungen im Zusammenhang mit dem kontroversen Raketenabwehrsystem THAAD hat er uns aber bereits einen Eindruck von seinen Fähigkeiten vermittelt, da er die vollständige Stationierung von einem Umweltgutachten abhängig machte und damit effektiv aufschob. Jeder Fortschritt mit Pjöngjang reduziert die geopolitische Risikoprämie.

Einige Ereignisse könnten die löblichen Initiativen von Präsident Moon immer noch zu Fall bringen. Aber zumindest hat er nach weniger als 100 Tagen im Amt einen ermutigenden Start hingelegt. Wenn die Welt in 200 Tagen nach PyeongChang kommt, werden wir die Fortschritte Südkoreas deutlicher abschätzen können.



DARYL LIEW
SENIOR PORTFOLIO MANAGER,
SINGAPORE

“ In diesem Jahr schnellte der süd-koreanische Aktienmarkt in der Lokalwährung um 20% in die Höhe und war damit einer der performancetärksten Märkte Asiens im Jahr 2017.”

WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.