



Februar 2019

CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit mit einer globalen Produktpalette im Bereich Quality Aktien. Unsere monatliche Publikation Corporate Excellence Insights enthält einen kurzen Marktüberblick sowie unsere Meinung zu ausgewählten Trends und Ereignissen, welche das Anlageverhalten längerfristig beeinflussen werden.

MARKET UPDATE: ERHOLUNG NACH AUSVERKAUF IM DEZEMBER

Der S&P 500 legte im Januar in USD um knapp 8% zu – das war die beste Januarperformance seit 30 Jahren nach der schlechtesten Dezemberperformance seit fast 90 Jahren. Hintergrund des starken Anstiegs war, dass die US-Notenbank (FED) eine Pause bei den Zinserhöhungen in Aussicht stellte und sich das Klima zwischen Washington und Peking verbesserte.

304 000

ANZAHL NEUE JOBS IN DEN USA IM JANUAR

Trotz Budgetstreit und dem längsten Shutdown in der US-Geschichte konnte zum 100. Mal hintereinander die Anzahl Jobs gesteigert werden.

6.4%

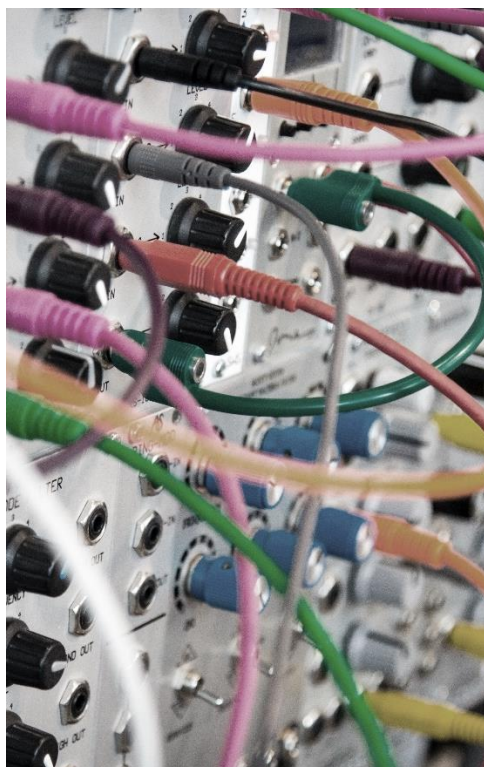
GDP WACHSTUM IN CHINA IM 4. QUARTAL 2018

Das ist das schwächste Quartalsergebnis für die chinesische Wirtschaft seit der Finanzkrise. Die Sorgen um eine Verlangsamung des globalen Wachstums werden dadurch verstärkt.

50.5

DER PMI WERT DER EUROZONE SINKT IM JANUAR AUF 6-JAHRESTIEF.

Frankreich ist noch stärker betroffen. Dort fällt der Einkaufsmanagerindex (PMI) auf 47.9. Die Gelbwesten hinterlassen ihre Spuren beim Wirtschaftswachstum.



MONATSFOKUS GESCHÄFTSMODELL KOMPLEXITÄT

Die beiden Investorenlegenden Warren Buffet und Peter Lynch sind bekannt für ihre Aussage, nur in Unternehmen zu investieren, die sie auch verstehen. Eine wichtige Voraussetzung für den langfristigen Erfolg einer Firma ist das von Jim Collins beschriebene „Igel-Prinzip“. Damit ist nichts anderes gemeint als der Fokus auf Wettbewerbsvorteile bzw. auf die eigenen Stärken. Mit diesem Gedanken im Hinterkopf haben wir analysiert, ob komplexe Geschäftsmodelle (approximiert anhand der Anzahl Geschäftsbereiche und Kundengruppen) eine niedrigere Bewertung (gemessen am KGV) aufweisen und damit von Investoren weniger präferiert werden.

In den USA und in Europa zeigt sich ein ähnliches Bild. Unternehmen mit einfachen Geschäftsmodellen (z.B. mit nur 1 oder 2 Geschäftsbereichen) sind deutlich teurer bewertet. Niedrige Bewertungen findet man bei Unternehmen mit diversifizierten Geschäftsbereichen.

Die Analyse hat auch ergeben, dass Qualitätsunternehmen im Durchschnitt fokussierte Geschäftsmodelle betreiben. Oft haben sich die Unternehmen auf etwas spezialisiert oder bedienen bestimmte Zielgruppen. In Europa fällt zudem auf, dass mehr als die Hälfte der Qualitätsunternehmen im B2C Bereich tätig sind.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



Informationen zu uns: www.hqam.ch

Contacts: ☎: +4143223141; ✉: info@hqam.ch

DIE KOMPLEXITÄT DES GESCHÄFTSMODELLS ALS EIN INVESTMENT KRITERIUM

„Nur in Unternehmen investieren, die man auch versteht“

Unternehmen wie Alibaba oder Amazon ziehen eine grosse Anzahl von Investoren an. Neben dem starken Wachstum ist die Verständlichkeit des Geschäftsmodells ein Grund. Dagegen sind die Geschäftsmodelle von Firmen wie dem Industriekonglomerat Illinois Tool Works mit 7 verschiedenen Geschäftsbereichen oder Chemieunternehmen wie Bayer und Covestro schwieriger zu verstehen. Häufig findet man komplexere Geschäftsmodelle im B2B-Bereich. Hier ist deutlich mehr Aufwand nötig, um Produkte, Zielmärkte und -kunden sowie branchenspezifische Besonderheiten zu verstehen.

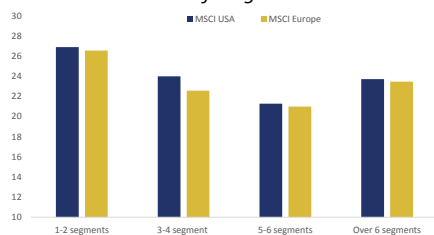
Mit Warren Buffet und Peter Lynch propagieren zwei prominente Investoren nur in Unternehmen zu investieren, die man auch versteht. Aber durch diesen Ansatz läuft man auch in Gefahr kleine, weniger bekannte und innovative Wachstumsunternehmen zu verpassen bzw. zu schnell auszuschliessen.

Untersuchungen von Jim Collins haben ergeben, dass Unternehmen mit einem fokussierten Geschäftsmodell und mit den dadurch entstehenden Wettbewerbsvorteilen langfristig erfolgreich sind. Mit diesem Gedanken im Hinterkopf haben wir analysiert, ob Unternehmen mit komplexen Geschäftsmodellen eine niedrigere Bewertung aufweisen und damit von Investoren weniger präferiert werden. Die Komplexität des Geschäftsmodells wurde mittels Anzahl Geschäftssegmente (rapportierte Segmente in der Berichtserstattung) sowie Kundenzielgruppe (B2B vs. B2C) approximiert.

Der Markt zahlt einen Aufschlag für fokussierte Unternehmen...

Komplexe Geschäftsmodelle machen es schwieriger für Investoren und Analysten ein tiefes Verständnis für das Unternehmen zu erlangen. Zudem haben Barinov et al. (2018) gezeigt, dass die Aktienpreise von Unternehmen mit vielen Geschäftssegmenten höhere Ausschläge zeigen, weil die Unternehmensergebnisse stärker von den Schätzungen der Analysten abweichen. Das Ergebnis unterstützt die These, dass diese Unternehmen deutlich schwieriger zu verstehen sind. Folglich liegt die Vermutung nahe, dass die Aktien von Unternehmen mit komplexeren Geschäftsmodellen mit einem Abschlag an der Börse gehandelt werden. Um zu überprüfen, ob die Vermutung stimmt, haben wir die Unternehmen aus den USA und Europa nach Anzahl Geschäftssegmente gruppiert und deren Bewertung verglichen. Für die Bewertung wurden das durchschnittliche KGV über die letzten 10 Jahre benutzt.

Abb. 1: 10 Jahresdurchschnitt des KGVs nach Region und Anzahl Geschäftssegmente



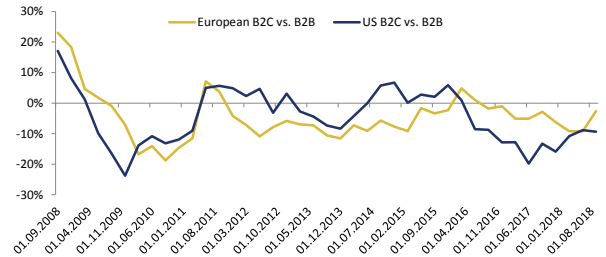
Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Sowohl in den USA als auch in Europa zeigt sich das gleiche Muster. Unternehmen mit fokussiertem Geschäftsmodell sind höher bewertet. Eine Ausnahme bildet die Gruppe mit 6 oder mehr Geschäftssegmenten. Jedoch ist das Ergebnis dieser Gruppe aufgrund der geringen Anzahl an Unternehmen nicht aussagekräftig. Das Ergebnis ist intuitiv nachvollziehbar. Der Effekt von Wettbewerbsvorteilen in einzelnen Segmenten wird durch eine Vielzahl von weiteren Geschäftssegmenten verwässert. Es ist eher unwahrscheinlich, dass das Management in der Lage ist über alle Segmente die gleiche operative Excellence zu erreichen (ausser es handelt sich um eine stark dezentralisierte Organisationsform, was aber ein seltenes Phänomen ist).

... aber nicht im B2C Bereich

Neben der Anzahl Geschäftssegmente haben wir auch die Kundenzielgruppe als Kriterium für Komplexität benutzt. Dazu wurden die Unternehmen des MSCI USA und MSCI Europa nach B2B sowie B2C aufgeteilt (Unternehmen die in beiden Bereichen tätig sind wurden ausgeschlossen). Anschliessend wurde die Bewertung der beiden Gruppen verglichen.

Abb. 2: Unterschied 10 Jahresdurchschnitt des KGVs zwischen B2C und B2B Unternehmen nach Regionen



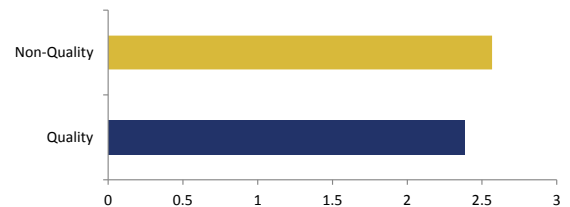
Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Die Ergebnisse in den USA und Europa zeigen, dass im Durchschnitt B2B-Unternehmen höher bewertet sind. Dass B2C Unternehmen mit einem Abschlag gehandelt werden, kann als Überraschungen angesehen werden.

Geschäftsmodelle von Quality Unternehmen

Natürlich war für uns besonders interessant die Analyse auch für Quality Unternehmen durchzuführen. Die Analyse ergab, dass Quality Unternehmen im Durchschnitt weniger Geschäftssegmente haben als Non-Quality Unternehmen (Abb. 3).

Abb. 3: Durchschnittliche Anzahl Geschäftssegmente von Non Quality Unternehmen vs. Quality Unternehmen, 2018



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Auch im Bereich der Zielkundengruppe gab es einen Unterschied. Die Hälfte der Quality Unternehmen in Europa sind im B2C Bereich tätig. Dagegen halten sich in den USA B2C und B2B Unternehmen im Quality Universum die Waage.

In unserem Investment Prozess ist die Komplexität des Geschäftsmodells ein wichtiger Faktor, weil der Quality Ansatz eine Grundverständnis zum Geschäftsmodell der Portfolio Unternehmen voraussetzt. Das Grundverständnis ist wichtig, um Risiken und Chancen eines Unternehmens beurteilen zu können. Konsequenterweise werden Unternehmen, die sehr breit diversifiziert sind und keine fokussierten Geschäftsmodelle mit Wettbewerbsvorteil vorweisen können, vermieden.

Referenzen

- Collins, J. C. (2001). *Good to great: Why some companies make the leap ... and others don't*. New York, NY: HarperBusiness.
- Barinov, A., Park, S. S., & Yildizhan, C. (2018). *Firm complexity and post-earnings-announcement drift*. Available at SSRN.
- Damodaran, A. *Advanced valuation*. www.damodaran.com