

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.

MARKT UPDATE: NOCH IMMER DER STÄRKSTE JAHRESAUFTAKT SEIT 1987

Ende Februar war der beste zweimonatige Jahresauftakt für den S & P 500 seit 1987 mit einem Indexanstieg von 11,5% seit Jahresbeginn. Die Entspannungstendenzen im Handelsstreit zwischen den USA und China sowie die nachlassende Angst vor steigenden Zinsen und einer Rezession trieben die Märkte 2019 weiter in die Höhe.

\$24.1 MRD.

GE VERKAUFT SEIN BIOPHARMA-GESCHÄFT AN DANAHER

General Electric gab bekannt, dass es sein Biopharma-Geschäft an Danaher Corp. für 21,4 Milliarden US-Dollar verkaufen werde. Dies ist die grösste Strategieumkehr seit Lawrence Culp das Amt als CEO des Industriekonglomerats im September übernommen hat.

\$79.5 MRD.

US-HANDELSDEFIZIT SPRINGT IM DEZEMBER UM 12.8% NACH OBEN

Das US-Handelsdefizit nahm im Dezember stark zu, da die sich verlangsamende globale Nachfrage und ein starker Dollar die Exporte belasteten. Ein weiteres Zeichen dafür, dass sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal verlangsamte.

49.3

DER PMI WERT DER EUROZONE FÄLLT WEITERHIN UND ERREICHT EINEN WERT UNTER 50

Die industrielle Situation in der Eurozone hat sich weiter verschlechtert. Mit 49,3 sank der PMI unter die wichtige 50er-Schwelle. In Deutschland fiel der PMI auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2012.



MONATSFOKUS ZOMBIE-UNTERNEHMEN

Das Modewort Zombie-Firma fällt in letzter Zeit häufiger. Anlass dafür ist eine Reihe von Zinserhöhungen in den USA im vergangenen Jahr, die für einige dieser Firmen möglicherweise den Todesstoss bedeutet. Einige Studien weisen auf einen ungewöhnlichen Anstieg der Zahl von Zombie-Firmen hin. Mit einem Zinsdeckungsgrad kleiner als 1 in drei aufeinander folgenden Jahren haben und einem Alter von mehr als 10 Jahren sind Zombie-Firmen nicht in der Lage, genug Gewinn zu erwirtschaften, um ihren Schuldendienst zu bedienen. Es können jedoch temporär auch Firmen unter diese Definition fallen, die kurzfristig stark investieren oder starken Zyklen unterworfen sind.

In unserer Studie haben wir 2800 der weltweit grössten börsennotierten Unternehmen untersucht, von denen wir 92 als Zombies einstufen. Überraschenderweise wies ein Fünftel der identifizierten Zombies eine Eigenkapitalquote von über 50% auf, was bedeutet, dass sie zwar hinsichtlich der Kapitalstruktur gut bestückt waren, jedoch damit kämpften, nachhaltige Erträge zu generieren, um die Zinszahlungen für die relativ geringen Schulden abzudecken.

Nahezu jedes Unternehmen, das in unserem Research als Zombie eingestuft wird, zahlt eine Dividende, und häufig liegt die Dividendenrendite über dem Marktdurchschnitt.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



VORSICHT ZOMBIES – WIRTSCHAFTEN AM RANDE DES ABGRUNDS

Wirtschaften am Rande des Abgrunds

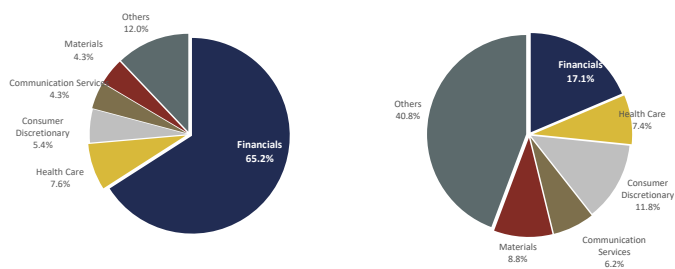
Das Modewort Zombie-Firma fällt in letzter Zeit häufiger. Anlass dafür ist eine Reihe von Zinserhöhungen in den USA im vergangenen Jahr, die für einige dieser Firmen möglicherweise den Todesstoss bedeutet. Einige Studien weisen auf einen ungewöhnlichen Anstieg der Zahl von Zombie-Firmen (1996 0.6% vs. 2016 2% des FTSE All World Index²) hin, der durch das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre begünstigt wurde. Oft wird argumentiert, dass die Existenz dieser Firmen zu Fehlallokationen von Arbeitskräften und Kapital und damit zu Wettbewerbsverzerrungen führen. Gemäss OECD-Research² gehen Investitionen von Zombie-Firmen in der Tat mit einer - im Vergleich zu Nicht-Zombie-Firmen - niedrigeren Produktivität und einem geringeren Wachstum der Belegschaft einher. Die Fehlallokation geht zu Lasten von produktiven Unternehmen und Arbeitsplätzen und damit zu Lasten der Wirtschaft.

Für unsere Analyse haben wir die Definition der OECD herangezogen. Diese definiert Zombie-Firmen als Firmen, die einen Zinsdeckungsgrad kleiner als 1 in drei aufeinander folgenden Jahren haben und älter als 10 Jahre sind. Damit sind Zombie-Firmen nicht in der Lage, genug Gewinn zu erwirtschaften, um ihren Schuldendienst zu bedienen. Es können jedoch temporär auch Firmen unter diese Definition fallen, die kurzfristig stark investieren oder starken Zyklen unterworfen sind.

Stark betroffene Sektoren und Länder

Die OECD Definition wurde auf die 2800 weltweit grössten kotierten Unternehmen angewendet. Die Auswertung ergab 92 Unternehmen, die unter die Definition einer „Zombie-Firma“ fallen. Was sehr überraschend war, ist, dass 20% der identifizierten Zombie-Firmen eine Eigenkapitalquote von 50% aufweisen. Das ist umso erstaunlicher, da diese Firmen trotz „relativ geringer“ Verschuldung nicht in der Lage sind, nachhaltige Gewinne zu erzielen, um ihren Zinszahlungen nachzukommen. Dies ist ein klares Zeichen dafür, dass das Geschäftsmodell dieser Firmen nicht funktioniert.

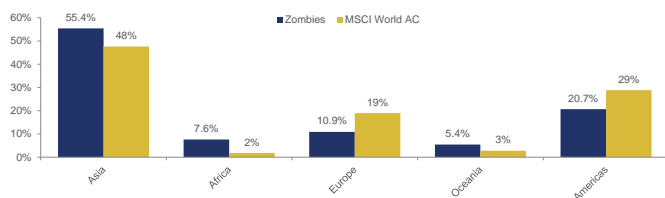
Abb. 1: Zombie-Firmen (links) und MSCI World AC (rechts) nach Sektoren



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Der Vergleich der betroffenen Sektoren zeigt, dass überproportional viele Zombie-Firmen im Finanzsektor anzutreffen sind, gefolgt vom Gesundheitssektor und vom Sektor zyklischer Konsum. Während der Anteil des Gesundheitssektors im Universum der Zombie-Firmen in etwa der Gewichtung des Sektors im MSCI World AC entspricht, ist der Anteil des zyklischen Konsumsektors im Zombie-Universum bereits deutlich kleiner.

Abb. 2: Anteil von Zombie Firmen nach Ländern (Basis MSCI World AC)



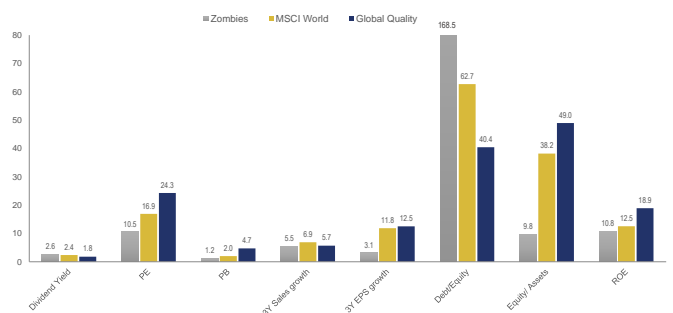
Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Der entsprechende Vergleich auf Länderebene zeigt, dass Asien ein Schwerpunkt der Zombie-Epidemie ist, insbesondere China und Hongkong. Ein Teil der Ursache sind Staatsbeteiligungen bzw. der Einfluss des Staates, der bereit ist, unrentable Unternehmen über Wasser zu halten. Ein anderes Beispiel für „Zombie-Sponsoren“ sind Muttergesellschaften, die ihre Tochterunternehmen subventionieren (z.B. die Alibaba-Töchter Alibaba Pictures, Alibaba Health Information Technology).

Gibt es ein Zusammenhang zwischen Zombies und überdurchschnittlichem Wachstum?

Wir haben uns gefragt, ob Zombie-Firmen irgendwelche grundsätzlich positiven Eigenschaften haben, die die Kritik an ihrer Existenz ein wenig abmildern könnten. Beinahe jede Firma, die als Zombie klassifiziert ist, zahlt eine Dividende und oft sogar über dem Marktdurchschnitt (siehe Abb. 3). Die lukrative Dividende soll die Aktionäre für die schwache fundamentale Performance entschädigen.

Abb. 3: Fundamentale Eigenschaften von Zombie-Firmen vs. MSCI World AC vs. Quality Unternehmen



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Angesichts der anderen Finanzkennzahlen würde ein Quality-Investor jedoch niemals eine Investition in ein Unternehmen, das in die Kategorie „Zombie-Firma“ fällt, in Betracht ziehen. Riskante Bilanzen mögen vielleicht in einem Niedrigzinsumfeld nicht ganz so wehtun. Doch können Zombie-Firmen trotz ihrer hohen Verschuldung bzw. niedrigen Eigenkapitalquote keinen positiven Leverage-Effekt erzielen und mit hohen Eigenkapitalrenditen glänzen. Der schlechte Zustand der Firmen spiegelt sich in den im Vergleich zum Markt tiefen Bewertungen wider. Ob das Bewertungsniveau fair ist oder tiefer sein müsste, wird hier nicht diskutiert. Für einen Quality Investor spielt dies keine Rolle, da diese Firmen nicht als Investment in Frage kommen.

Entscheidend für die weitere Entwicklung der Zombie-Firmen wird bei höheren Zinsen die Refinanzierung sein und, bei staatlichem Einfluss, der Wille unrentable Unternehmen am Leben zu erhalten. Auch die Gesundheit des Bankensektors ist ein wichtiger Faktor³. Untersuchungen haben gezeigt, dass schwach kapitalisierte Banken dazu neigen, die Kredite schwacher Unternehmen zu verlängern, um Abschreibungen zu vermeiden. Das Sprichwort „Totgesagte leben länger“ kann leider auf Zombie-Firmen durchaus eine Weile zutreffen.

Referenzen

1. Deutsche Bank. Reid, J., Tierney, J., Templeman, L., Mahtani S. (2018). *The persistence of zombie firms in a low yield world.*
2. OECD. McGowan, M.A., Andrews D., Millot, V. (2017). *The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, no 1372.*
3. Bank for International Settlements. Ryan Niladri Banerjee und Boris Hofmann (2018). *The rise of zombie firms: causes and consequences*