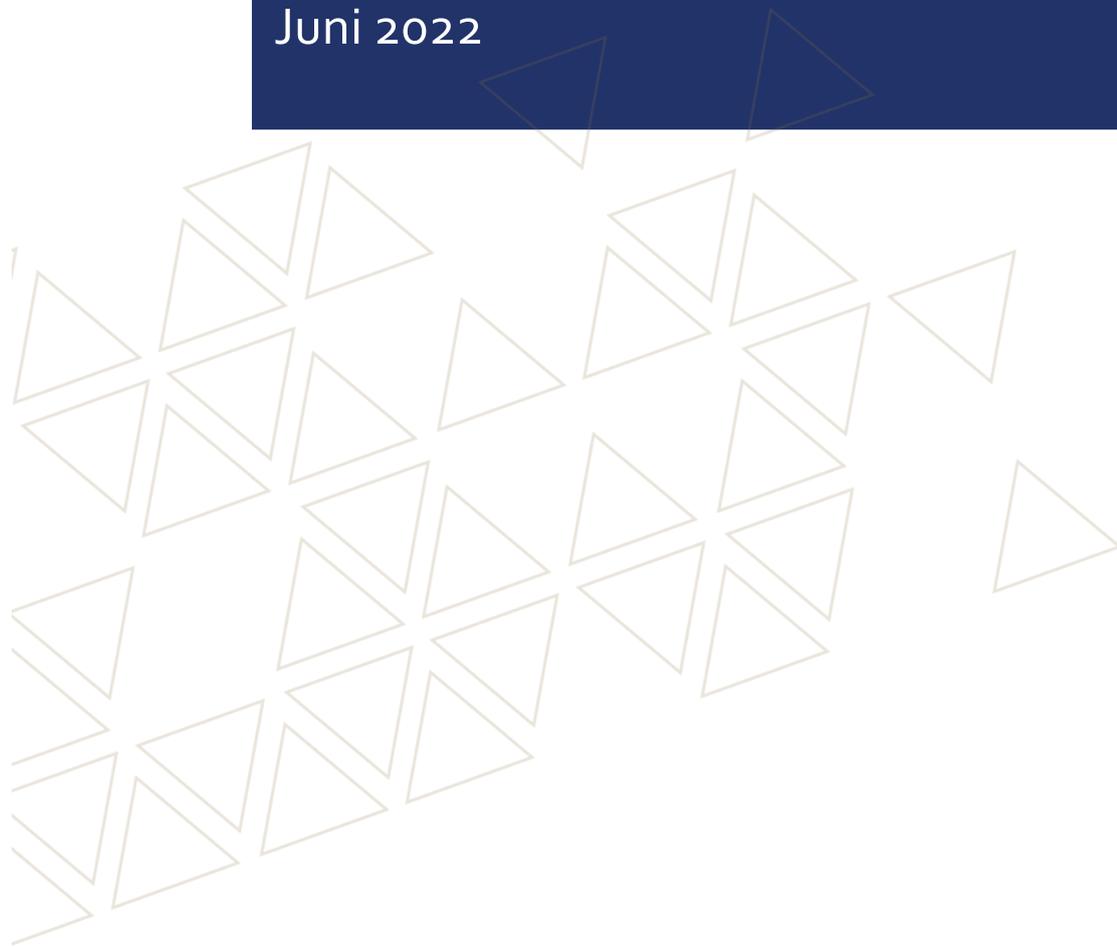


Drei Gründe für Quality

Juni 2022



Signatory of:



Inhalt

1. Zusammenfassung.....	3
2. Einleitung.....	4
3. Die betriebswirtschaftliche Sicht.....	6
4. Die Bewertung Sicht.....	11
5. Die Marktumfeld Sicht.....	13



1. Zusammenfassung

Seit Herbst 2021 hatten attraktiv bewertete Quality Unternehmen tendenziell Gegenwind. Zeitlich und regional war der Gegenwind relativ uniform, was dafür spricht, dass attraktiv bewertete Qualitätsunternehmen als systematischer Investmentstil unter Druck stehen. Diesen Gegenwind haben im Übrigen nicht nur die HQAM Quality Portfolios erfahren, sondern grundsätzlich alle von HQAM identifizierten systematischen Quality Anbieter.

Das Marktumfeld hat sich seit Herbst 2021 dahingehend verändert, dass die Notenbanken einen Ausweg aus der ultra-expansiven Geldpolitik suchen. Des Weiteren ist die Inflation auf Grund der Geldpolitik, der aufgeschobenen Nachfrage der Post-Corona-Ära und den gestörten Lieferketten global hochgeschneit. Befeuert wird diese Entwicklung zudem durch die sicherheitspolitischen Anspannungen infolge des Angriffs Russlands auf die Ukraine. Alle diese Problemfelder sind auch eine Gefahr für die globalen Wachstumsperspektiven. In einem unsicheren Marktumfeld lieferten die Quality Portfolios in der Vergangenheit einen sicheren Hafen. Allerdings stellte sich dieses Verhalten in der Vergangenheit erst nach der Erholung von einem Schock ein, wenn die Märkte wieder eine rationale Neubeurteilung des Marktumfeldes vornehmen können. Wie lange dieser Prozess der Anpassung an das neue Marktumfeld dauert, ist erfahrungsgemäss nicht abschätzbar – z.B. während der Finanzkrise dauerte dies rund 1 Jahr, während der COVID-Krise nur knapp 2 Monate - und ist immer mit einer hohen Volatilität verbunden.

Mit der folgenden Analyse will Hérens Quality Asset Management (HQAM) aufzeigen, weshalb aktuell trotzdem ein gutes Umfeld für Quality Anlagen besteht. Hierzu werden drei Gründe besprochen, die belegen, dass momentan ein günstiger Zeitpunkt ist und es zudem ökonomisch sinnvoll ist, in Quality einzusteigen. Des Weiteren wird aufgezeigt, dass es trotz zum Teil enttäuschender kurzfristiger Ergebnisse vor allem seit Anfang 2022 ein schlechter Zeitpunkt ist, aus Quality auszusteigen.

1. **Die betriebswirtschaftliche Sicht** zeigt, dass, im Vergleich zu Indexanlagen, Quality weit mehr unternehmerische Leistungsfähigkeit liefert. Es wird gezeigt, dass aus einer betriebswirtschaftlichen Sicht die Unterschiede zwischen Quality-Unternehmen und Nicht-Quality Unternehmen hoch sind. Es wird dargelegt, in welchen Sektoren viel und in welchen Sektoren wenig unternehmerische Qualität zu finden ist, die Gründe dafür und was aus der Sicht eines Investors beachtet werden sollte.
2. **Die Bewertungs-Sicht** zeigt, dass Quality Anlagen im langjährigen Vergleich sehr attraktiv bewertet sind und dass für die betriebswirtschaftliche Qualität und die Wachstumsaussichten der Preis, der zurzeit für Quality Anlagen gezahlt werden muss, eine attraktive Einstiegs Gelegenheit bietet.
3. **Die Marktumfelds-Sicht**, das heisst ein absehbares Umfeld mit Zinsen, die sich nicht mehr um den Nullpunkt herumbewegen, Inflationsraten über und nicht unter dem von den Notenbanken gesetzten Zielniveau sowie ein gedämpftes wirtschaftliches Wachstum, sprechen deutlich für attraktiv bewertete Quality Unternehmen. Sie sind nicht Preisnehmer, sondern Preissetzer und können dank ihrer Wettbewerbsposition die steigenden Produktionskosten weitergeben. Quality Unternehmen sind dank ihrer tiefen Kapitalintensität und tiefen Verschuldung kaum von höheren Fremdkapitalkosten betroffen. Quality Unternehmen haben zudem bewährte Business Modelle, die auch in einem allgemein gedämpften Wirtschaftswachstum ein deutlich überdurchschnittliches Wachstum generieren können.

Für die Analyse und Argumentation verwenden wir unsere globalen Quality Top Portfolios, welche eine Fokussierung auf die weltweit betriebswirtschaftlich besten und zugleich attraktiv bewerteten Quality Unternehmen darstellen (Der fundamentale Portfolio-Charakter ist jedoch mit unseren regionalen Quality Portfolios identisch.)

In der folgenden Einleitung werden allgemeine Gedanken zum aktuellen Aktienmarktumfeld, zu Beobachtungen von Unternehmensentwicklungen und zum systematischen Investieren aufgeführt.



2. Einleitung: Aktienmarktumfeld und systematisches Investieren

Das gegenwärtige Aktienmarktumfeld ist sicherlich auch in einer historischen Perspektive sehr herausfordernd. Wie in der Zusammenfassung dargelegt, sind die ökonomischen und politischen Problemfelder vielfältig. Auch das Umfeld, von dem wir herkommen – Stichwort ökonomische Experimente seit der Finanzkrise 2007/08 – machen den Ausblick nicht einfacher. HQAM verwaltet seit dem Jahr 2004 Kundengelder und hat in dieser Zeit sowohl den Quality Investmentstil international etabliert als auch aufgezeigt, dass mit einem systematischen Investmentprozess, mittel- und langfristig attraktive Resultate erzielt werden können.

Ein Quality Investor fokussiert sich auf die Unternehmung und ermittelt mittels einheitlicher Kriterien und einer systematischen Segmentierung des gesamten Investmentuniversums (z.B. Schweiz: SPI / Europa: Stoxx 600 / USA: S&P 500 / Global: MSCI World etc.) alle Unternehmen, welche über bestimmte fundamentale Qualitätsfaktoren sowie eine attraktive Bewertung verfügen. Dabei spielt weder das wirtschaftliche Umfeld noch die Börsenstimmung eine massgebliche Rolle, da es der fundamentalen Überzeugung eines Quality Investors entspricht, dass es in jedem Marktumfeld Unternehmen gibt, die solide und profitabel wirtschaften. Das heisst aber auch, dass ein Quality Investor wirklich von der Firma herkommend, d.h. «Bottom-Up» und mittels einheitlicher Prinzipien und Kriterien, d.h. «Best-Overall» vorgeht und kein Markt-Timing und schon gar keine Sektor Wetten eingeht. Quality Investoren sind in Unternehmen investiert, die attraktive betriebswirtschaftliche Qualität zu attraktiver Bewertung liefern –unabhängig davon, in welchem Sektor oder mit welchem Geschäftsmodell eine Unternehmung wirtschaftet. Dies gilt sowohl in Boom- als auch in schwierigen Marktphasen.

Quality Investoren unterscheiden auch deutlich zwischen «Sein» und «Schein», da ein einheitliches auf der Betriebswirtschaft fussendes Kriterien Set die Unterschiede gnadenlos aufdecken. Die Unterschiede werden besonders deutlich in wirtschaftlich schwierigen Zeiten also auch in Marktphasen, welche von speziellen exogenen Einflüssen wie z.B. COVID geprägt sind. Ein Quality Investor stellt sicher, dass sein Portfolio jederzeit den gesetzten Kriterien entspricht, weil er überzeugt ist, dass dies die beste Antwort auf zukünftige Entwicklungen ist. Es gibt daher auch kaum eine Notwendigkeit beim Eintreten eines solchen Ereignisses in Aktivismus zu verfallen – auch wenn auf den ersten Blick die Verlockungen gross sein mögen. Wie lange ein Rückenwind anhält, ist bei solchen Ereignissen für uns nur schwer abschätzbar und ein systematisches Timing ist für uns praktisch nicht möglich.

Die untenstehende Grafik zeigt einen Vergleich der fundamentalen Finanzkennzahlen von COVID-Gewinnern Peloton, Teladoc, Microsoft und Align Technology. Alle diese Unternehmen haben stark von den weltweiten Lockdowns profitiert und konnten ihre Benutzerzahlen und ihr Geschäft während dieser Zeit stark ausbauen. Wie nachhaltig diese Entwicklung ist, steht jedoch in den Sternen. Die betriebswirtschaftliche Analyse liefert jedoch ein klares Bild, welche dieser Unternehmen auf einem fundamental sehr soliden Gerüst stehen und welche Unternehmen zuerst noch beweisen müssen, dass sie die Fantasien der Investoren auch erfüllen können. Ein Quality Investor meidet systematisch letztere, da zuerst ein stabiles und nachhaltiges Fundament (Finanzgerüst, Profitabilität, Management, Geschäftsmodell etc.), sowie eine attraktive Bewertung vorliegen muss.

Anhand einer einfachen Analyse des Finanzgerüsts dieser vier Unternehmen lässt sich folgendes zeigen:

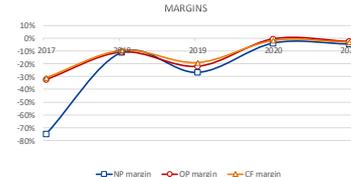
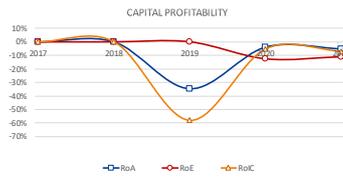
- Die Quality Unternehmen Microsoft and Align Technologies zeigten in den letzten 10 Jahren ein sehr stabiles und hohes Profitabilitäts-Niveau – im Gegensatz zu Peloton and Teladoc, welche in den vergangenen 10 Jahren kaum profitabel waren und wenn, dann sehr volatil.
- Sehr solide Bilanzqualität über die letzten Jahre und hohe und stabile Cash-Flow Generierung der Quality Unternehmen im Gegensatz zu Peloton und Teladoc, welche auch unter diesen Gesichtspunkten ein unstabiles Bild abgeben.
- Hohe und stabile Margen-Situation bei beiden Quality-Unternehmen. Im Gegensatz dazu scheint der Rückenwind bei Peloton und Teladoc deutlich nachzulassen und die Rückkehr zur betriebswirtschaftlichen Realität oder Tristesse scheint eine Frage der Zeit zu sein.



Grafik 1: Finanzanalyse von Peloton, Teladoc, Microsoft und Align Technology

Peloton Interactive Inc

FINANCIAL CONDITIONS					EARNINGS QUALITY				
PTON.O	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	Profitability	Business Efficiency	Capital Management	Earnings Structure	
30/06/2021	16	1	7	9	1	7	6	2	
30/06/2020	23	2	15	16	4	7	10	2	
30/06/2019	22	2	8	12	3	7	8	3	
30/06/2018	24	4	15	16	6	6	9	3	
30/06/2017	20	3	12	13	6	9	9	4	
30/06/2016	20	7	15	15	10	9	9	4	
30/06/2015	20	7	15	15	10	9	9	4	
30/06/2014	20	7	15	15	10	9	9	4	
30/06/2013	20	7	15	15	10	9	9	4	
30/06/2012	20	7	15	15	10	9	9	4	



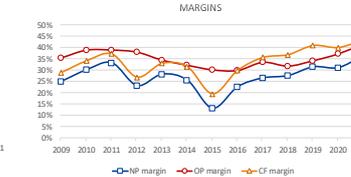
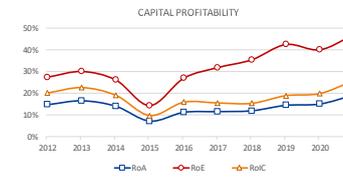
Teladoc Health Inc

FINANCIAL CONDITIONS					EARNINGS QUALITY				
TDOC.K	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	Profitability	Business Efficiency	Capital Management	Earnings Structure	
31/12/2021	15	1	10	10	2	7	14	2	
31/12/2020	15	1	6	9	2	6	8	2	
31/12/2019	16	1	12	11	2	6	13	2	
31/12/2018	14	1	6	8	3	7	11	3	
31/12/2017	11	1	6	7	3	5	11	3	
31/12/2016	16	1	8	10	2	8	13	4	
31/12/2015	20	1	8	11	2	12	9	4	
31/12/2014	18	2	6	10	4	10	5	4	
31/12/2013	19	3	8	11	5	9	9	3	
31/12/2012	20	7	15	15	10	9	9	4	



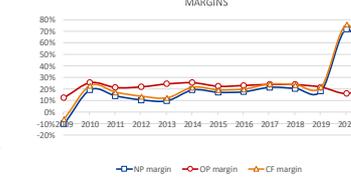
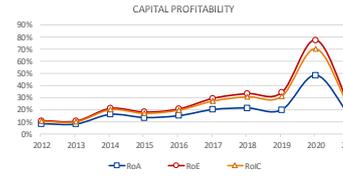
Microsoft Corp

FINANCIAL CONDITIONS					EARNINGS QUALITY				
MSFT.O	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	Profitability	Business Efficiency	Capital Management	Earnings Structure	
30/06/2021	25	14	22	22	20	11	8	4	
30/06/2020	25	14	22	22	20	12	12	4	
30/06/2019	24	13	21	21	18	11	11	4	
30/06/2018	22	13	20	19	18	10	13	4	
30/06/2017	22	13	20	19	18	13	8	4	
30/06/2016	24	13	20	20	17	13	7	4	
30/06/2015	22	8	20	18	15	7	12	4	
30/06/2014	26	13	21	21	20	7	9	4	
30/06/2013	28	14	21	22	19	7	7	4	
30/06/2012	28	13	21	22	19	11	10	4	



Align Technology Inc

FINANCIAL CONDITIONS					EARNINGS QUALITY				
ALGN.O	Balance Sheet	Income Statement	Cash Flows	Total FCC Index	Profitability	Business Efficiency	Capital Management	Earnings Structure	
31/12/2021	26	11	20	21	19	12	11	4	
31/12/2020	29	12	17	21	16	3	2	0	
31/12/2019	31	11	21	23	20	8	10	3	
31/12/2018	30	12	18	22	19	8	11	4	
31/12/2017	29	12	18	21	20	13	9	4	
31/12/2016	28	9	17	20	19	8	7	4	
31/12/2015	28	9	20	21	18	4	4	4	
31/12/2014	30	12	20	22	19	13	8	4	
31/12/2013	25	6	21	20	11	11	12	4	
31/12/2012	25	5	17	18	12	7	11	4	

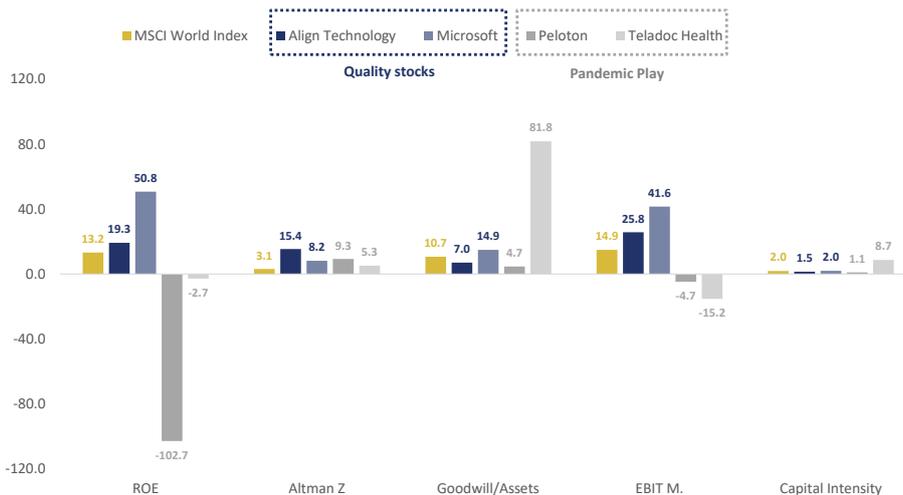


Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Da Teladoc und Peloton während COVID auf den Radar vieler Investoren gelangten, war die Folge davon eine enorme Performance derer Aktien. Dass ihr Fundament aber auf tönernen Füßen steht, ist an den in Grafik 2 aufgeführten Kennzahlen zu sehen, welche ein unstabiles und meist schlechtes Bild zeigen. Auf der anderen Seite haben Quality Unternehmen wie Microsoft und Align Technologies bereits bewiesen, dass sie auch ohne exogenen Rückenwind ein erfolgreiches Geschäftsmodell aufbauen können und dank des Rückenwinds ihre Geschäftsbasis und Marktposition auf einem stabilen Niveau nochmals ausbauen konnten. Damit stehen sie aktuell noch attraktiver da. Das sind die Kriterien für erfolgreiche Langzeit-Investitionen. Der undifferenzierte Abverkauf von Unternehmen, welche von COVID profitierten, aber – wie eben aufgezeigt – ein ganz anderes Qualitätsniveau aufweisen, hat in diesem Jahr auch viele Quality-Unternehmen getroffen. Wenn sich der Nebel wieder lichtet und die Rationalität an den Aktienmärkten wieder einkehrt, werden Unternehmen, welche auch in einem unsicheren Wirtschaftsumfeld ein stabiles, wachsendes und hochprofitables Geschäftsmodell besitzen und jetzt noch deutlich attraktiver bewertet sind, die Gunst der Investoren wieder erlangen.



Grafik 2: Fundamentale Kennzahlen von Peloton, Teladoc, Microsoft und Align Technology (01.01.2022 – 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

3. Die betriebswirtschaftliche Sicht

Aus einer betriebswirtschaftlichen Sicht ist zuerst einmal festzuhalten, was unter einem Qualitätsunternehmen verstanden wird. HQAM teilt die Quality Kriterien in 4 Themenfelder ein:

1. Finanzkraft: Bilanzanalyse, d.h. die finanzielle Stabilität und Leistungsfähigkeit einer Unternehmung
2. Geschäftsmodell: z.B. Gewinn- und Cash Flow-Levels
3. Management: z.B. Corporate Alpha, d.h. Überrendite auf dem Eigenkapital
4. Markt & Positionierung: z.B. Marktgrösse- und Marktpotential, Industrierisiken

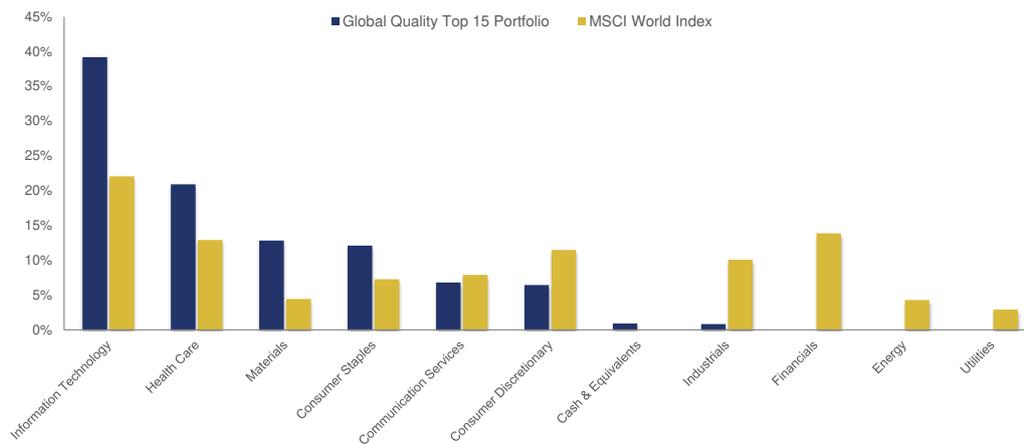
Jede Unternehmung im Investmentuniversum wird im Rahmen des monatlichen Investmentprozesses nach über 100 Qualitätskriterien (die Bewertungskriterien kommen noch hinzu) durchleuchtet (1. Schritt des Investmentprozesses). Nur diejenigen Unternehmen, die alle Qualitäts- und Bewertungskriterien erfüllen, werden als attraktiv bewertete Qualitätsunternehmen selektiert und bilden die Grundausswahl unserer vertieften Qualitätsanalyse durch unsere Analysten (2. Schritt Investmentprozess). Falls auch diese fundamentale Qualitäts- und Bewertungsanalyse unseren vorgegebenen Kriterien standhält, ist das Unternehmen grundsätzlich ein Portfoliokandidat. Die Entscheidung, welche Unternehmen ins Quality Portfolio aufgenommen werden oder welche aus den Quality Portfolios verkauft werden, trifft alleinig unser Investment Committee. Mit diesem Vorgehen ist gewährleistet, dass die Investmententscheidungen systematisch, objektiv und nachvollziehbar sind.

Der Grundstein für die betriebswirtschaftlichen Prinzipien unserer Qualitäts- und Bewertungsanalyse wurde 2003 gelegt. Seither haben sich sowohl das wirtschaftliche Umfeld, die Geschäfts- als auch die Analysemodelle und -methoden zum Teil massiv verändert – die Investmentphilosophie aber ist über all die Jahre gleich geblieben. Das Niveau der Quality-Portfolios ist im historischen Vergleich zurzeit auf einem sehr attraktiven Niveau. Im Folgenden werden wir diese Sichtweise untermauern.

Mit dieser systematischen Analyse der Qualitäts- und Bewertungskriterien anhand eines 100% Best-in-Class (d.h. es wird das gesamte Investmentuniversum nach den gleichen Qualitäts- und Bewertungskriterien analysiert) und Bottom-Up-Vorgehens (es steht immer das Unternehmen im Fokus. Allokationen aufgrund von Sektor- oder Makrogegebenheiten spielen keine Rolle) ergibt sich ein – auch über die Zeit – konstanter und auch regional konsistenter Portfolio-Charakter. In der Grafik 3 ist zu sehen, dass sich in einigen Sektoren überdurchschnittlich viele attraktiv bewertete Qualitätsunternehmen identifizieren lassen und in anderen gar keine.



Grafik 3: Sektorallokation Global Quality Top 25 Portfolio vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Typischerweise sind Quality Portfolios – auch im historischen Kontext – in kapitalintensiven und stark regulierten Sektoren untergewichtet. Im IT-, Gesundheits-, nicht-zyklischem Konsum-, Kommunikations- und Rohstoffsektor ist eine Übergewichtung festzustellen. Im Energie-, Versorgungs- und Immobiliensektor ist selten oder gar keine Allokation in den Quality Portfolios vorhanden.

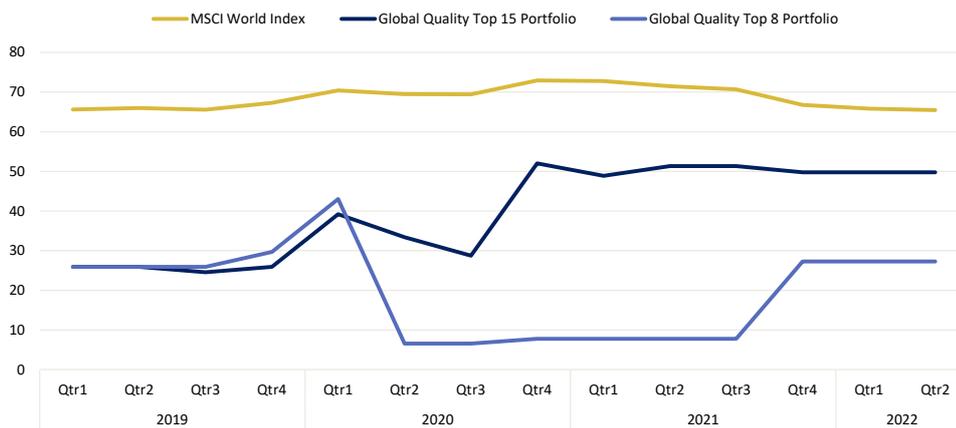
Als erstes, und dies ist sicherlich die Basis der Qualitätsanalyse, wird mit dem Finanzgerüst einer Unternehmung angefangen. Wichtig ist dabei, dass die gesamte Bilanz, Gewinn- & Geldflussrechnung und deren Zusammenhänge analysiert und verstanden werden. Anhand ausgewählter Finanzkriterien kann die momentane Attraktivität eines Quality Portfolios wie folgt untermauert werden:

Verschuldung

Die Verschuldung ist ein wichtiges Qualitätsmerkmal. Hochverschuldete Unternehmen können keine betriebswirtschaftliche Qualität darstellen, da ihre externe Abhängigkeit eine Einschränkung ihrer wirtschaftlichen Handlungsfreiheit bedeutet und damit auch verschiedene andere Aspekte der Unternehmensführung- und Entwicklung in Mitleidenschaft gezogen werden. Attraktiv bewertete Quality Unternehmen stehen bezogen auf die Verschuldung (z.B. Verschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital vgl. Graphik 4) aktuell gut da – auch im historischen Vergleich. Sicherlich weisen sie eine deutlich tiefere Verschuldung als das Durchschnittsunternehmen des MSCI World auf.



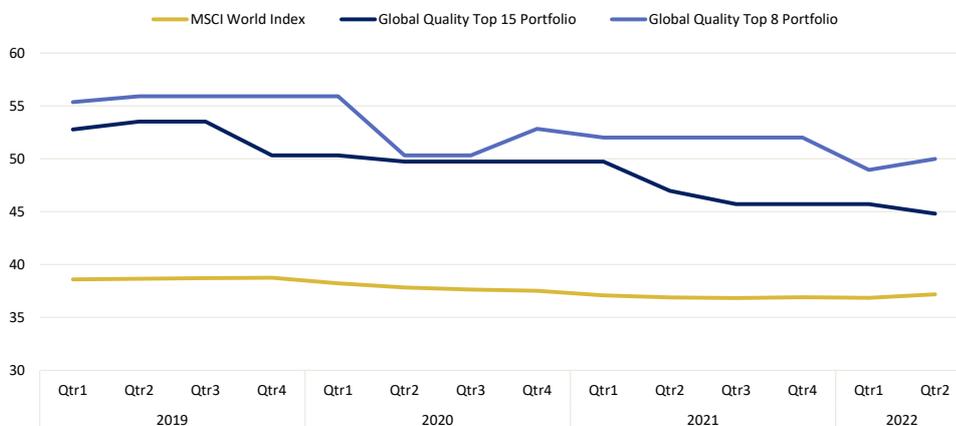
Grafik 4: Debt to Equity Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Auch das Eigenkapital spielt bei der Unternehmensanalyse eine wichtige Rolle (vgl. Grafik 5). Eigenkapital ist die finanzielle Sicherheit, die ein Unternehmen auf die Waagschale legen kann. Die Kosten für Eigenkapital sind in der Regel jedoch höher als für Fremdkapital. In einem Niedrigzinsumfeld sowieso, in dem billiges Fremdkapital Schuldner hinterhergeworfen wurde. Dies verleitet viele Unternehmen dazu, sich (noch mehr) zu verschulden oder betriebswirtschaftlich fragwürdige Aktionen (z.B. Dividenden mit Fremdkapital finanzieren) zu tätigen. HQAM hat Eigenkapital – neben dem Sicherheitsaspekt – auch immer in der Analyse als Realoption betrachtet. Vor allem in wirtschaftlichen Krisenzeiten bieten sich oftmals spannende Entwicklungsgelegenheiten, die eine Unternehmung dank Eigenkapital wahrnehmen kann. Aus diesem Grund ist eine erhöhte Eigenkapitalquote für uns immer ein Qualitätsargument und bietet gerade auch im aktuellen Umfeld zusätzliche Sicherheit.

Grafik 5: Equity to Assets Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



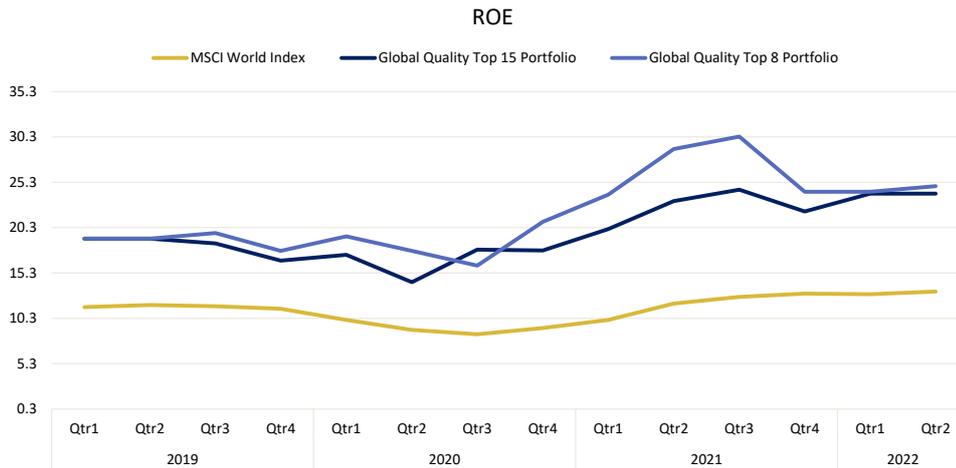
Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Profitabilität

Neben der finanziellen und bilanziellen Stabilität eines Unternehmens ist die Rendite massgeblich entscheidend für den Unternehmenserfolg. Betriebswirtschaftlich betrachtet ist es fundamental, dass möglichst viel Output aus einem möglichst geringen Input «herausgeholt» werden kann und dies auf eine nachhaltige – d.h. langanhaltende – Art und Weise. Eine Kennzahl, die dieses Verhältnis von Input zu Output in Relation stellt, ist die Rendite des Eigenkapital (ROE). Hierbei schneiden attraktiv bewertete Quality Unternehmen deutlich besser ab als die Durchschnittsunternehmung des globalen Aktienmarktes (MSCI World Index). Diese höhere Eigenkapitalrendite der Quality Unternehmen gegenüber dem Durchschnittsunternehmen des MSCI Worlds wird trotz notabene höheren Eigenkapitalverhältnissen erzielt (vgl. Graphik 6).



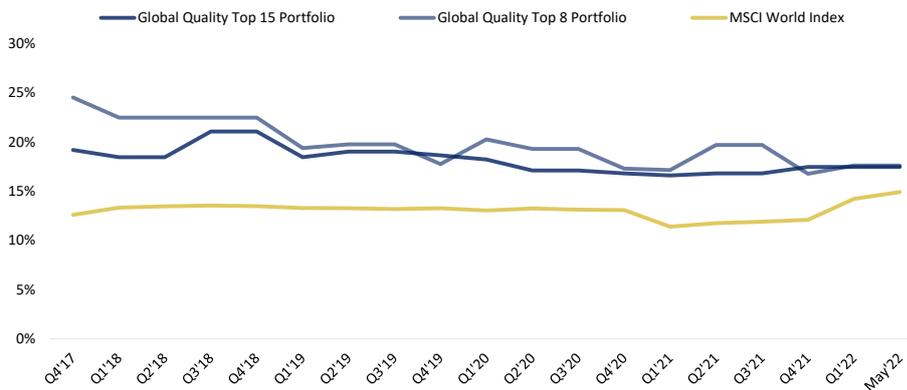
Grafik 6: ROE Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Wie alle Qualitätskriterien ist es auch bei den Profitabilitätskennzahlen wichtig, dass diese sich nachhaltig, d.h. zeitlich stabil entwickeln. Ein Qualitätsinvestor ist an einer langfristigen Entwicklungsbeteiligung an einem Unternehmen interessiert und nicht an quartalsweisen Sprüngen. Auch anhand der historischen EBIT Marge ist in der Graphik 7 ersichtlich, dass die langfristige Profitabilität von Quality Unternehmen attraktiver ist als die Profitabilität der durchschnittlichen Unternehmung im MSCI World.

Grafik 7: EBIT Margin (%) Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index



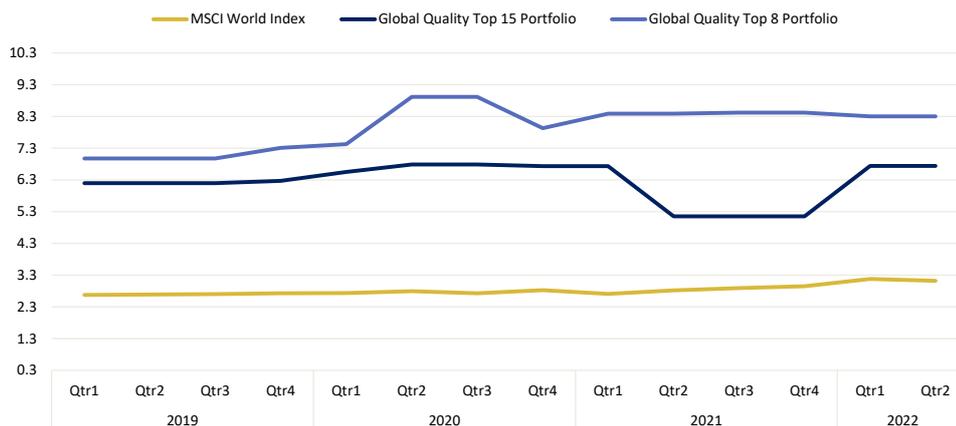
Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Altman Z-Score

Neben den «einfachen» Kennzahlen gibt es auch multivariante Grössen. Eine interessante Grösse, welche ein Mass für die Konkurswahrscheinlichkeit eines Unternehmens ist, ist der sogenannte Altman Z-Score. Der Altman Z-Score setzt sich aus 5 Kriterien zusammen. Je höher die Summe dieser 5 Kriterien ist, desto geringer ist die statistische Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen Konkurs gehen wird.



Grafik 8: Altman Z-score Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Quality Portfolios haben einen hohen Altman-Z Score und weisen auch gegenüber dem Durchschnitt des globalen Investmentuniversums, das sich aktuell knapp in der «Safe Zone» halten kann, eine sehr geringe Konkurswahrscheinlichkeit auf (vgl. Grafik 8). Das bietet Sicherheit in unsicheren Zeiten und belegt die fundamentale Überlegenheit der Quality Portfolios.

Management

Zu einer ganzheitlichen betriebswirtschaftlichen Unternehmensanalyse gehört auch das Management eines Unternehmens. Schliesslich ist das Management der Kapitän des Schiffes und der Erfolg oder ebenso den Misserfolg einer Unternehmung. liegt grundsätzlich in den Händen des Managements. Es geht hier aber nicht darum, einen Guru-Kult aufzubauen. Ganz im Gegenteil, beständiges, ruhiges Schaffen generiert in der Regel einen grösseren und nachhaltigeren Mehrwert. Wie bei den «harten» Finanzzahlen geht es auch beim Management darum, ein möglichst objektives Bild bzw. eine möglichst objektive Beurteilung zu bekommen. Dazu kann die firmeninterne Reportingstruktur, die Häufigkeit der Geschäftsleitungssitzungen, deren Zusammensetzung, der berufliche Werdegang des CEOs (Many CEOs Aren't Breakthrough Innovators (and That's OK) (hbr.org)) etc. zur Analyse herangezogen werden. Ein Kriterium, um die objektive Leistungsfähigkeit des Managements zu messen, ist das Corporate Alpha. Corporate Alpha misst die risikoadjustierte Überrendite auf dem Eigenkapital verglichen mit einem Benchmark (in diesem Fall der MSCI World), welche in der vergangenen Jahren erzielt wurde. In Grafik 9 ist zu sehen, dass die Quality Unternehmen sowohl in den vergangenen 3 wie auch 5 Jahren ein signifikantes Corporate Alpha erzielen konnten und damit das Management der Unternehmen einen erheblichen Mehrwert geliefert hat.



Grafik 9: Corporate Alpha Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg

Das stabile und hohe Corporate Alpha unterstreicht die Leistungsfähigkeit von Quality Unternehmen und zeigt, dass sie dank ihres starken und stabilen Managements auch für zukünftige Herausforderungen gut positioniert sind.

4. Die Bewertungs-Sicht

Neben der Qualität eines Unternehmens muss auch dessen Bewertung auf einem attraktiven Niveau sein, um in ein HQAM Quality Portfolio aufgenommen zu werden. Gerade schwierige Börsenphasen bieten attraktive Einstiegsmöglichkeiten, da der Börsenwert in der Regel mehr korrigiert als die fundamentalen Kennzahlen eines Quality-Portfolios. Das ist auch der Hauptgrund, weshalb Quality-Portfolios sich in der Vergangenheit stets deutlich schneller und akzentuierter von einem Ausverkauf an den Märkten erholt haben. Die Analyse der Aktienbewertungen ist aber wahrscheinlich ein noch schwierigeres Unterfangen als die Ermittlung der fundamentalen Qualität eines Unternehmens, da die Börsenpreise einerseits in ein System mit vielen Akteuren mit unterschiedlichen Interessen eingebettet sind und andererseits Annahmen über die zukünftigen Ereignisse – und diese sollten notabene die Aktienkurse widerspiegeln – naturgemäss mit erheblichen Unsicherheiten verbunden sind. Nun könnte argumentiert werden, dass unter diesen Umständen die Bewertung keine Rolle spielt. Die Erfahrung zeigt aber, dass die Bewertung auch ein Risikomanagementinstrument ist. Ein besseres Preisverständnis wird dabei nicht dazu beitragen, Low-Performer-Aktien im Portfolio grundsätzlich zu vermeiden. Es dürfte aber helfen, den Anteil von solchen Titeln systematisch zu reduzieren.

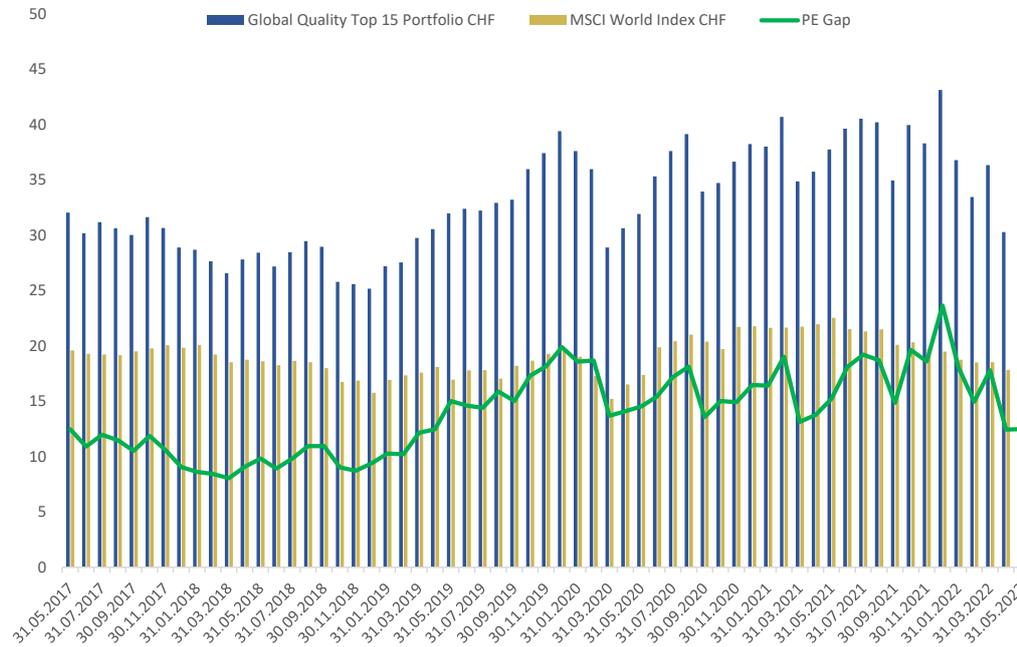
Dass es aber auch Marktphasen gibt, die aus einer Bewertungssicht attraktiver werden, ist zur Zeit der Fall. Dies ist auch daran zu sehen, dass anhand des 1. Schrittes im Investmentprozess, in dem alle Unternehmen nach Qualitäts- und Bewertungskriterien gefiltert werden, zurzeit im historischen Vergleich viele attraktiv bewertete Quality-Unternehmen segmentiert werden (ca. 20% des Investmentuniversums – im langjährigen Durchschnitt war der Anteil von attraktiv bewerteten Qualitäts-Unternehmen im Investmentuniversum eher zwischen 10-15%). Ein Indiz, dass vor allem auch Qualitätsunternehmen im Jahr 2022 überdurchschnittlich unter Druck geraten sind.

Gleich wie bei den Quality Kriterien ist es auch bei den Bewertungskriterien wichtig, dass nicht nur eine Kennzahl für die Beurteilung analysiert wird – auch um den Best-Overall-Ansatz nicht zu diskriminieren – sondern das gesamte Bewertungsgerüst absolut und relativ für die Beurteilung hinzugezogen wird. Nichtsdestotrotz ist das Kurs/Gewinnverhältnis (P/E-Verhältnis), die meistbeachtete Kennzahl um die Bewertung einer Unternehmung zu beurteilen. Quality Portfolios weisen diesbezüglich auch in der historischen Analyse eine gewisse P/E-Prämie auf. Diese lässt sich durch die fundamentale Solidität, die Profitabilität sowie durch das Wachstum rechtfertigen. Trotzdem weisen Quality Portfolios auch im historischen Vergleich ein sehr attraktives P/E-Verhältnis auf. Die Grafik 10 stellt das P/E Niveau als auch den Unterschied zwischen dem Quality Portfolio und



dem MSCI World dar. Das P/E Niveau im Quality Portfolio ist auf das Niveau von April 2019 zurückgekommen. Auch die Differenz zum Investmentuniversum und der Benchmark befindet sich auf dem Niveau von April 2019. Dies unterstreicht die aktuelle Bewertungsattraktivität des Quality Portfolios deutlich.

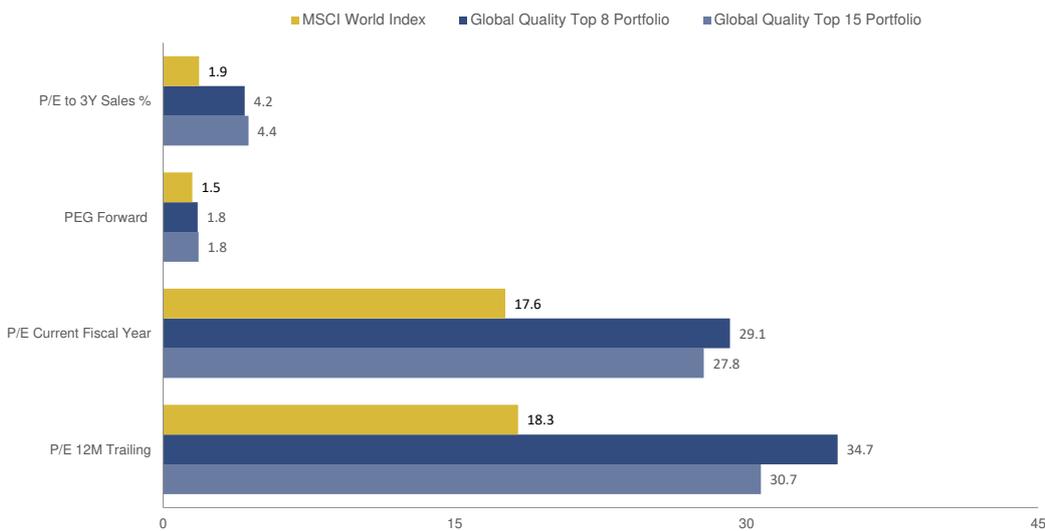
Grafik 10: P/E und P/E-Unterschied Global Quality Top 15 Portfolio vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Doch auch anhand weiterer Bewertungskennzahlen ist ersichtlich, dass das Quality Portfolio insbesondere zurzeit attraktiv bewertet ist. Das P/E 2022, das zukünftige P/E im Verhältnis zum Gewinnwachstum (PEG) oder das P/E im Verhältnis zum Umsatzwachstum der vergangenen 3 Jahre unterstreichen diesen Befund deutlich.

Grafik 11: Weiter Bewertungskennzahlen Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI



5. Die Marktumfeld Sicht

Das Marktumfeld ist im ersten Halbjahr 2022 von vielen Unsicherheiten geprägt. Zwar war eine Bewegung auf der Zinsseite absehbar, dennoch erweist sich die Anpassung an das neue Zinsumfeld als sehr hektisch. Das hat mehrere Gründe. Zum einen hat die COVID-Pandemie vor gut 2 Jahren ein stark volatiles Umfeld geschaffen. Nach einem abrupten Bremsmanöver im Frühling 2020 war die folgende Erholung vom Einbruch ebenso präzedenzlos. Unterstützt wurde dies auch durch eine Vielzahl von politischen und geldpolitischen Massnahmen – selbst vor Helikoptergeld in den USA und teils in anderen Ländern wurde nicht mehr zurückgeschreckt. Dass dies seinen Niederschlag in den Kapital- und Anlagemärkten finden würde, ist wenig erstaunlich. Auf der anderen Seite muss sicherlich auch bedacht werden, woher wir kommen. Noch Anfang Januar 2022 haben viele Aktienindizes ihr historisches Höchst verbuchen können, dass diese Niveaus bei aufkommender Unsicherheit fragil sind, verwundert nicht. Des Weiteren ist es aus einer ökonomischen Sichtweise längst überfällig, die Zinsen zu erhöhen und so Geld und Geldverleih wieder einen (wenn auch minimalen) Wert zu geben. Nur so können wir aus der weltweiten Schuldenfalle herauskommen.

Was verwundern kann, ist aber sicherlich die Heftigkeit und die Undifferenziertheit, welche in diesem Jahr bisher die Märkte prägte. Dass eine Adjustierung von zukünftigen Gewinnen auf Grund steigender Zinsen notwendig ist, ist grundsätzlich ein mechanischer Prozess. Die Ungewissheit dabei ist allerdings auch, wie viel Wachstum und wie nachhaltig das zukünftige Wachstum sein wird. Dass aber auch sehr stabile, hoch profitable, weiterhin gut wachsende und aus HQAM-Sicht attraktiv bewertete Unternehmen ebenfalls gleich oder sogar noch mehr als Unternehmen mit viel Zukunftsphantasie abverkauft wurden, erstaunt und ist aus HQAM Sicht nicht nachhaltig bzw. bietet attraktive Einstiegschancen.

Wie einleitend zu diesem Kapitel dargelegt, gibt es derzeit grosse Unsicherheiten. Umso mehr ist es wichtig, dass nur Unternehmen in den HQAM Quality Portfolios sind, die auch in einem solchen Umfeld ihr fundamentales Qualitätsniveau halten können.

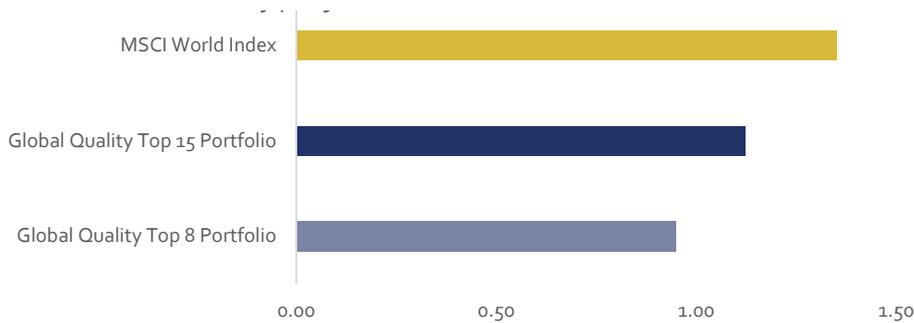
1. Profitabilität: Quality Unternehmen sind hoch profitabel, trotz schwierigem Wirtschaftsumfeld.
2. Preissetzungsmacht & hohe Margenstabilität: Quality Unternehmen sind dank Innovation und Wettbewerbsmacht Preissetzer und können so die Margen auf hohem Niveau halten.
3. Tiefe Verschuldung & tiefe Kapitalintensität: Quality Unternehmen haben eine tiefe Kapitalintensität und Verschuldung. Steigende Zinsen und somit höhere Fremdkapitalkosten sind kaum belastend.

Profitabilität

Wie im Kapitel über die Betriebswirtschaftliche Sicht aufgezeigt wurde, ist die Profitabilität gemessen z.B. an der Eigenmittelpflichtigkeit (ROE) im Quality Portfolio deutlich höher als im Benchmark Durchschnitt. Aber auch eine andere Sichtweise auf die Resilienz von Quality Unternehmen in einem unsicheren Marktumfeld unterstreicht diesen Befund. Zum Beispiel kann anhand des «Degree of Operating Leverage (DOL)» aufgezeigt werden, dass Quality Unternehmen eine tiefe Sensitivität in Bezug auf den Umsatz haben. Die DOL misst die Sensitivität des Gewinns in Bezug zum Umsatz. Fixkosten können in der Regel nicht sofort gesenkt werden und setzen das Unternehmen daher einer hohen Geldverbrennung aus. Ein tiefer DOL indiziert eine geringe Sensitivität des Gewinns zum Umsatz.



Grafik 11: Degree of Operational Leverage Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (last FY)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

In der obigen Grafik ist zusehen, dass der DOL in den Quality Portfolios deutlich tiefer ist, als beim durchschnittlichen Benchmark-Unternehmen. Dies bedeutet, dass die Gewinn-Resilienz bei Quality Unternehmen ein deutlich höheres Niveau als der Marktvergleich aufweisen.

Preissetzungsmacht & Margenstabilität

Quality Unternehmen sind meistens in ihrer Industrie oder Nische führend. Diese Leader Position können sie nur verteidigen, in dem sie innovativ bleiben und entsprechend in ihre Forschung und Entwicklung investieren. Selbstverständlich sind Quality-Unternehmen auch in der Lage, diese Investitionen in Forschung und Entwicklung dank der hohen Profitabilität zu finanzieren. In der untenstehenden Grafik ist zu sehen, dass Quality Unternehmen deutlich mehr in Forschung und Entwicklung im Verhältnis zum Umsatz investieren als das durchschnittliche Benchmark Unternehmen.

Grafik 12: R&D to Sales (%) Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)

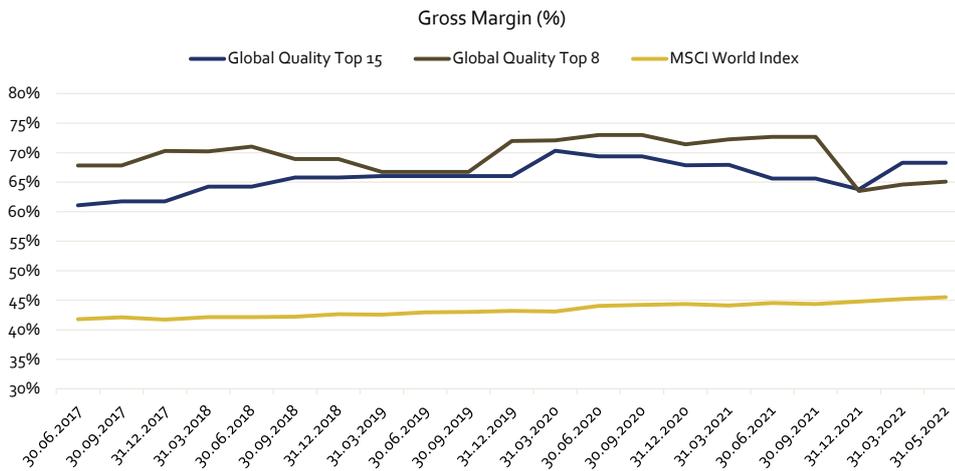


Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Marktführer in einem Bereich zu sein, erlaubt es auch, die Produkt- bzw. die Dienstleistungspreise zu diktieren und damit die Margen auf einem hohen und auch stabilen Niveau halten zu können. Dies auch wenn Inputpreise (z.B. Rohstoffe, Löhne etc.) schwanken bzw. steigen. Diese eindrucksvolle Leistung manifestiert sich anhand der Bruttomarge. Die untenstehende Grafik zeigt, dass die Bruttomarge der Quality Unternehmen fast doppelt so hoch ist, wie bei der durchschnittlichen Marktunternehmung. Dies ist ein eindrucksvoller Beweis der Preisdurchsetzungsmacht der Quality Unternehmen.



Grafik 13: Gross Margin (%) Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index (per 31.05.2022)



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

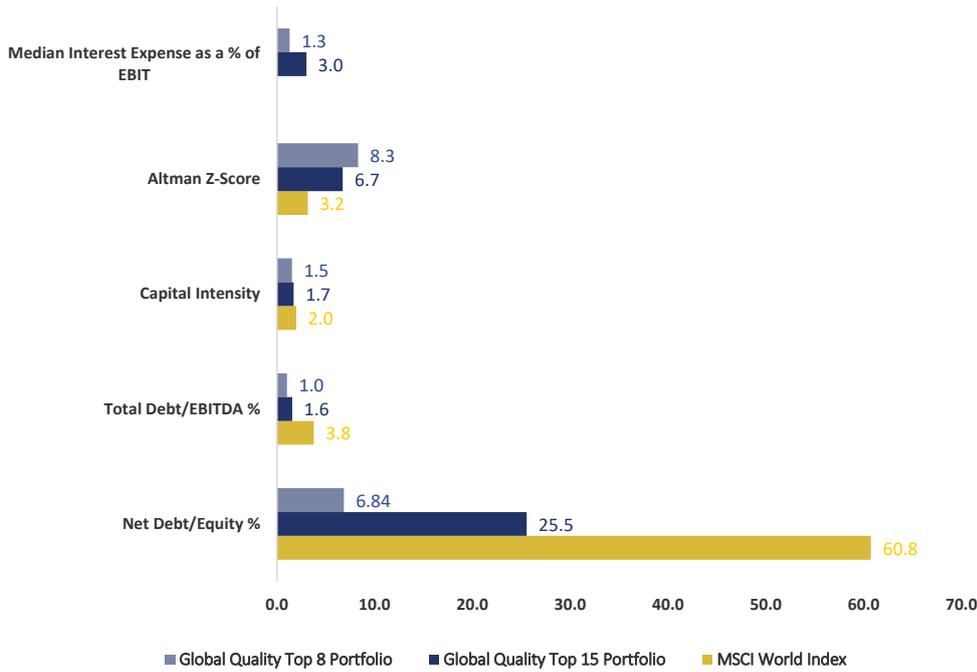
Tiefe Verschuldung & Kapitalintensität

Steigende Zinsen bedeuten auch immer steigende Schuldzinsen. Müssen Unternehmen neue Schulden aufnehmen, müssen sie dafür mehr bezahlen, als sie es in der Vergangenheit gewohnt waren. Dabei gibt es zwei Problemfelder. Erstens wurden die Zinsen in den vergangenen 10 Jahren nur noch gesenkt und nie angehoben und auf ein Null- oder Negativ-Niveau gedrückt. Das bewirkte, dass viele Unternehmen sich an dieses Umfeld gewöhnten und in ihren Bilanzen eine rekordhohe Fremdverschuldung führen. Dies gilt im Übrigen nicht nur für Unternehmen. Die Verschuldung ist für alle wirtschaftlichen Akteure (Staaten, Unternehmen und Private) in den letzten 10 Jahren massiv angestiegen – die massiven Zinssenkungen haben alle zu «Schulden Junkies» werden lassen. Dies führt Zweitens dazu, dass mit dieser grossen Schuldenbasis zukünftige Umschuldungen sehr viel schmerzhafter sein werden und für einige Unternehmen zu einem Überlebenskampf führen werden. In der Competitive Edge Perspektive vom April 2019 habe wir die Problematik der Zombie-Unternehmen – d.h. Unternehmen, die mehr für Ihre Schuldbedienung ausgeben als sie mit ihrem operativen Geschäft verdienen - beleuchtet (Zombie companies: Economies on the edge of the abyss - HQAM). Die Situation hat sich seither keineswegs verbessert – im Gegenteil.

Die Bilanzstruktur und damit die Verschuldung einer Unternehmung war und ist immer ein wichtiges Analysegebiet in der Quality-Analyse. Wie in Grafik 14 zu sehen ist, sind Quality Unternehmen deutlich tiefer verschuldet als die Durchschnittsunternehmung im MSCI World. Somit fällt die Schuldenlast der Quality Unternehmen kaum ins Gewicht. Damit sind Quality Unternehmen gut positioniert, um auch bei einem höheren Zinsumfeld keine Probleme mit den Fremdkapitalkosten zu bekommen.



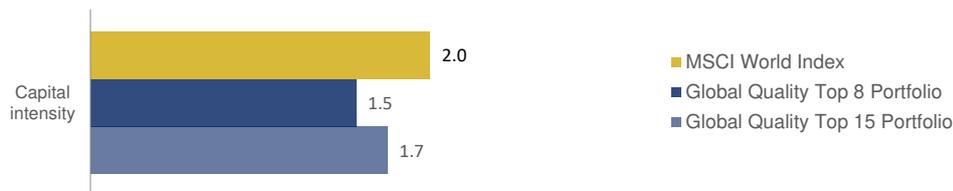
Grafik 14: Verschuldung und Schuldlast Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI

Ein weiteres Kriterium, dass Quality Unternehmen auch in einem steigendem Zins- bzw. auch Inflationsumfeld gut positioniert sind, ist die Kapitalintensität. Die Kapitalintensität misst, mit welchem Mitteleinsatz (Kapital) wieviel Gewinn erzielt werden kann. Oder anders ausgedrückt; wieviel Kapital braucht es zur Erzielung eines CHF, EUR, USD etc. Gewinns. In der untenstehenden Grafik ist ersichtlich, dass Quality Unternehmen weniger kapitalintensiv sind als die durchschnittliche Benchmark-Unternehmung. Das bedeutet, dass Quality Unternehmen weniger stark von steigenden Inputkosten betroffen sind und auch auf neue Situationen flexibler reagieren können.

Grafik 15: Kapitalintensität Global Quality Top Portfolios vs. MSCI World Index



Quellen: HQAM, Bloomberg, MSCI





Das vorliegende Dokument wird ausschliesslich zu Informationszwecken und zur alleinigen Nutzung durch den Empfänger herausgegeben. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Beteiligung an bestimmten Handelsstrategien in irgendeiner Gerichtsbarkeit dar. Bitte beachten Sie, dass aus steuerrechtlichen oder anderen regulatorischen Gründen einzelne oder alle der in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen oder Produkte nicht ohne bestimmte Beschränkungen weltweit angeboten werden dürfen. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA oder an eine USPerson ausgehändigt werden. Hérens Quality Asset Management AG übernimmt keine Haftungsansprüche, die sich aus der Nutzung oder Nichtnutzung des Inhalts dieses Dokuments ergeben könnten.

KONTAKT



Bahnhofstrasse 3 8808
Pfäffikon, Switzerland



+41432223141



www.hqam.ch
info@hqam.ch

