

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: DURCHMISCHTE PERFORMANCE

Dank guter Neuigkeiten gewannen die meisten Titel in der ersten Monatshälfte. Trotzdem gaben die Aktien in der zweiten Hälfte deutlich nach aufgrund der Bedenken hinsichtlich möglicher wirtschaftlicher Auswirkungen des Coronavirus.

€5.7 Mrd.

VERLUST DER DEUTSCHEN BANK IM JAHR 2019 GRÖSSER ALS ERWARTET

Skandale, ein gescheiterter Versuch, sich der Schwergewichte der Wall Street anzunehmen und erst kürzlich ein abgebrochener Merger mit der Commerzbank. All dies bedeutet, dass Deutschlands grösste Bank auch ein Jahrzehnt nach der globalen Finanzkrise sich immer noch nicht vollständig erholt hat.

2.3%

US-WIRTSCHAFT VERPASST DAS 3% WACHSTUMS-ZIEL

Das BIP-Wachstum von 2.3% im Jahr 2019 deutet darauf hin, dass das 1.5 Billionen-Steuerersenkungspaket der Wirtschaft nur vorübergehend Auftrieb verlieh. Donald Trump kündigte damals an, das Paket würde das Wachstum auf über 3% heben.

\$104 Mrd.

TESLA ÜBERHOLT VW ALS ZWEIT-WERTVOLLSTEN AUTOPRODUZENTEN

Die Fahrzeugauslieferungen erreichen eine neue Rekordhöhe und Tesla erzielt seinen zweiten Quartalsgewinn in Folge. Das Unternehmen meldet, dass es ohne Mühe mehr als eine halbe Million Fahrzeuge verkaufen werde im Jahr 2020, was die Aktien auf neue Höchststände bringen würde.



MONATSFOKUS: FUNDAMENTALDATEN HABEN NOCH IMMER EINE BEDEUTUNG

Angesichts der überwältigenden globalen Börsenrallye von 2019, die scheinbar auch im 2020 ungebremst weitergeht, gibt es viele Investoren, die nach dem Zusammenbruch im 4. Quartal 2018 ausgestiegen sind und nun eilig wieder einsteigen möchten, aus Angst, etwas zu verpassen. Überzogene Bewertungen und ein schwächeres Wirtschaftswachstum erschweren dabei die Investitionsentscheidungen zusätzlich. Wenn man also eine erfolgreiche Altersvorsorge (oder was auch immer der Anlagezweck ist) anstrebt, muss man umsichtig, konsequent und vor allem äusserst selektiv dabei vorgehen. Niemals darf man dabei die Fundamentaldaten ausser Acht lassen, denn sie erzählen einen wichtigen Teil der Geschichte.

Als Thomas Cook zusammenbrach, trug es £1.6 Mrd. Schulden, hatte einen negativen operativen Cash Flow und sein Altman Z-Score war kaum höher als 1. Der Goodwill machte einen beachtlichen Teil der Bilanz aus, der Leverage war gewaltig und die Kapitalrendite quasi inexistent trotz Eigenkapitalquote von kaum 5%. Thomas Cook brauchte wirklich nicht viel zusätzlichen Druck, um wie ein Kartenhaus zusammenzuberechnen.

Laut der Washington Post sitzen US-Unternehmen auf über \$10.1 Billionen Schulden, was 47% des BIP entspricht – eine Rekordhöhe seit der Finanzkrise. Alleine in den letzten zwei Jahren wurden \$1.2 Billionen an Schulden ausgegeben. Es sollte daher keine Überraschung sein, dass sich der Altman Z-Score von fast 62% der S&P 500-Unternehmen in den letzten 5 Jahren verschlechterte.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2 ↔

DIE MAGIE DES „Z“ UND WARUM FUNDAMENTALDATEN WEITERHIN WICHTIG SIND

Eine verhängnisvolle Affäre

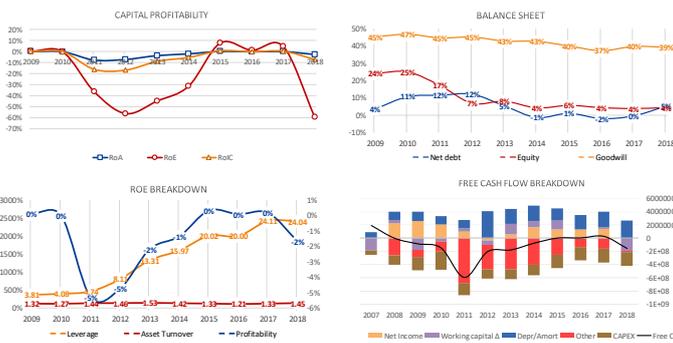
Wussten Sie, dass es weltweit über 630 verschiedene fleischfressende Blütenpflanzen gibt? Wie zum Beispiel die Schlauchpflanzen, die Insekten, Frösche und sogar Mäuse fangen? Sie locken ihre Beute mit dem süssen Nektar und dem saftigen Fleisch an, das ihre Opfer für ideale Nahrung halten. Was das mit Aktienanlagen zu tun hat? Extrem viel und heute mehr denn je.

Angesichts der spektakulären globalen Aktienmarkt-Rally von 2019, die sich auch ins Jahr 2020 weiterziehen scheint (auch der Ausbruch des Coronavirus hatte bisher kaum Bremsspuren hinterlassen), gibt es viele Leute, die sich nach den Rückschlägen des 4. Quartals 2018 zurückgehalten haben und nun eiligst noch auf den Zug aufspringen wollen – getrieben von der schieren Angst, etwas zu verpassen. Diese erhöhte Gier blendet alle Warnsignale aus – von übertriebenen Bewertungen bis hin zum schwächeren Konjunkturwachstum – und behindert das klare Denken. Das Bestreben der FED, weitere Liquidität in den Markt zu pumpen, und die weiterhin expansive Geldpolitik der EZB machen die Situation insgesamt nur noch komplexer und verworrener. Heisst das, dass man zurzeit auf Aktien verzichten sollte? Keineswegs. Vielmehr bedeutet es, dass Sie, wenn Sie mit Ihrem Vorsorgeplan Erfolg haben wollen (oder was sonst Ihr Anlagezweck sein mag), besonnen, konsequent und, was noch wichtiger ist: extrem selektiv vorgehen sollten. Und dass Sie niemals die Fundamentaldaten ignorieren dürfen. Denn sie erzählen eine Geschichte und werden mit grösster Sicherheit nützlich sein, um den „Schlauchpflanzen“ auszuweichen.

Thomas Cook: Wer hätte es geahnt?

Da die „exzellenten Fortschritte“ – nach den Worten des US-Präsidenten – im Handelstreit zwischen den USA und China sowie die Unsicherheiten bezüglich des Brexits den Nachrichtenfluss 2019 stocken liessen, hätte die Tatsache, dass das vergangene Jahr hinsichtlich Konkursen recht ereignisreich war, leicht übersehen werden können – die einst heiss geliebten Forever21, PG&E und Thomas Cook (TC), um nur einige wenige zu nennen. Der Zusammenbruch des Letztgenannten kam als Schock, vor allem für Ferienreisende und Arbeitnehmende. Sieht man sich jedoch die Fundamentaldaten und die Bilanzstruktur von TC näher an, dann wird aus dem Unerwarteten eher etwas Unvermeidliches.

Fig. 1: Extract of Financial Condition Check for Thomas Cook



Source: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Mit einem Goodwill als grossem Posten in der Bilanz (39%), einem gigantischen Leverage (24.04) und praktisch keiner Kapitalrendite trotz einer Eigenkapitalquote von knapp 5% brauchte es in der Tat nicht mehr viel, um Thomas Cook wie ein Kartenhaus zum Einsturz zu bringen. Das Unternehmen verzeichnete bei seinem Kollaps Schulden von 1.6 Mrd. GBP, einen negativen Cashflow aus operativer Tätigkeit, und sein Altman'scher Z-Faktor konnte sich kaum über „1“ halten. Bemerkenswert ist, dass das Unternehmen vor acht Jahren haarscharf an der Insolvenz vorbeisegelte und 2013 echte Schwierigkeiten mit seiner Kreditfähigkeit aufwies. Eine Gruppe von Banken, angeführt von der Royal Bank of Scotland, und Mittelzuschüsse von Aktionären retteten das Unternehmen damals in einem ersten und einem zweiten Schritt.

Die Magie des „Z“

Nach allgemeiner Auffassung positioniert ein Z-Faktor über 2.99 ein Unternehmen in einer „Safe Zone“, während einer unter 1.88 (die sogenannte „Distress Zone“) auf die hohe Wahrscheinlichkeit eines Konkurses in den nächsten zwei Jahren deutet.

Der Bereich zwischen 1.88 und 2.99 gilt als „Grey Zone“ (1). Obwohl E.I. Altman diese Formel schon vor mehr als 60 Jahre in einem Paper veröffentlichte, gilt sie immer noch als einer der besten Indikatoren für eine drohende Konkursgefahr.

Bei der Betrachtung amerikanischer und europäischer Aktien kommt man nicht umhin festzustellen, dass zwar sowohl in Europa als auch den USA etwa der gleiche prozentuale Anteil der Unternehmen dieser „Distress Zone“ zuzurechnen sind (fast 1/3 der Gesamtheit), dass sich aber dieser Indikator in den USA bei einem wesentlich grösseren Anteil der Titel in den letzten fünf Jahren verschlechtert hat (61.7% ggü. 53.5%).

Fig. 2: „Zones“ and 5y dynamics of Z-Scores for S&P 500 and Stoxx 600

	S&P 500	Stoxx 600
Z-Zone		
Safe Zone	45.6%	36.4%
Distress Zone	33.9%	34.7%
Grey Zone	20.4%	28.9%
Change in Z-score (Current vs 5 years ago, % of the market total)		
Positive	38.3%	46.5%
Negative	61.7%	53.5%
Average 5y change in Z-score		
Average negative change	-2.05	-1.13
Average positive change	1.19	2.00

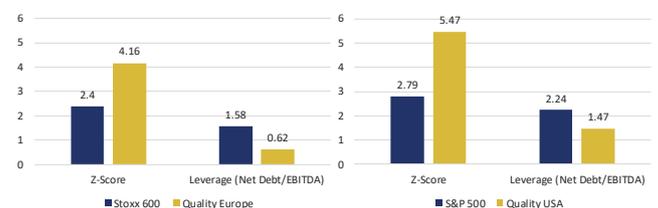
Source: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Auch branchenmässig besteht ein deutlicher Unterschied: In Europa findet sich die Mehrheit der Unternehmen mit einem Z-Faktor unter 1.88 im Industriegüter- (19.6%), Immobilien- (17.4%) und Kommunikationssektor (15.2%), während es in den USA die Versorgungs- (29.3%), Nicht-Basiskonsumgüter- (20.7%) und Energietitel (10.9%) sind.

Allgemein höhere Verschuldung

Die ausgeprägtere Verschlechterung des Z-Faktors in den USA dürfte keine Überraschung darstellen, wenn man das Volumen der zusätzlichen Verschuldung betrachtet und die Geschwindigkeit, mit der einheimische Titel diese akkumuliert haben. Gemäss Washington Post sitzen US-Firmen auf Unternehmensschulden von 10.1 Bio. USD, was 47% des BIP entspricht – ein Rekordwert seit der Finanzkrise. Und sie haben allein in den letzten beiden Jahren Schuldtitel für 1.2 Bio. USD herausgegeben. Alarmierend ist der Hinweis der Fed im Bericht vom November 2019, wonach in den letzten paar Jahren die risikofreudigsten Unternehmen für einen Grossteil der steigenden Verschuldung verantwortlich gewesen seien und die Bonds mit BBB-Rating (niedrigstes Investment-Grade-Rating) inzwischen mehr als 50% des Marktes ausmachen würden (2). Wenn es abwärtsgeht (was es eines Tages schliesslich und unvermeidlich tun wird), dann kann man sich ausmalen, wer als wehrloses Opfer dastehen wird. Deshalb sollte man die guten Früchte behalten, die faulen zurücklassen und die Fundamentaldaten als beste Gehilfen betrachten. Sie werden ebenso hilfreich sein, um „Zombies“ ausfindig zu machen (link), wie um auf Qualitätsanlagen mit soliden Bilanzen und robusten Geschäftsmodellen aufmerksam zu werden.

Fig. 3: Median Z-Score and Leverage for Quality Companies and respective Benchmarks



Source: Hérens Quality Asset Management, Reuters (as of 31.12.2019)

Das bedeutet nicht, dass ein Quality-Unternehmen keine Rückschläge erleiden und sich nicht als zumindest vorübergehend lohnendes Investment erweisen kann. Aber die Gefahr, dass dies geschieht, ist wesentlich geringer. Und wenn Unsicherheit aufzieht, dann ist Qualität wohl eine gute Voraussetzung, um sich zurückzulehnen und abzuwarten, bis der Sturm vorüber ist.

Referenzen

- Altman, Edward I. (September 1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy". *Journal of Finance*: 189–209
- Board of Governors of the Federal Reserve System (November 2019). "Financial Stability Report", available at [link](#)