

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: ANGST VOR EINER GLOBALEN PANDEMIE

Die besser als erwarteten Gewinnmeldungen sowie bessere Ergebnisse aus Unternehmensumfragen vom Januar vermochten das Marktwachstum in der ersten Monathälfte zu stützen. Die Verbreitung des COVID-19 Virus ausserhalb Chinas führte jedoch zu einem Ausverkauf, die Märkte erlebten einen der schlechtesten Monate der letzten Jahre.

49.1

DER EUROPÄISCHE PMI STEIGT VON 47.9 ZU 49.1 IM FEBRUAR

Der Rückgang der Produktionstätigkeit liess im Februar überraschend nach. Man erwartete allgemein, dass diese aufgrund des Coronavirus-Ausbruchs weiter schrumpfen würde. Besagter Rückgang verringerte vorerst die Wahrscheinlichkeit, dass einige Länder der EU eine technische Rezession verzeichnen müssen.

\$35 Mrd.

HP LEHNT DAS ERHÖHTE ÜBERNAHMEANGEBOT VON XEROX AB

HP lehnte das erhöhte Übernahmeangebot von Xerox ab, da dieses den PC-Hersteller unterbewerte. HP sagte, das Angebot würde die Aktionäre mit einem fusionierten Unternehmen zurücklassen, welches mit einer unverantwortbaren Verschuldung belastet wäre.

€2 Mrd.

RENAULT PLANT RADIKALE SPARMASSNAHMEN NACH ERSTEM VERLUST SEIT EINEM JAHRZENT

Renault verzeichnete 2019 einen Nettoverlust von 141 Mio. Euro. Die schwache Nachfrage nach Autos in Europa, wachsende Kosten zur Einhaltung von Emissionsvorschriften und der anhaltende Skandal um Ghosn haben Renault die letzten Jahre schwer zugesetzt.

MONTHLY TOPIC: SCHLAUES "LEVERAGING"

Die Märkte sind nervös. Die Angst vor COVID-19 wurde sogleich auf die Finanzmärkte übertragen und hat selbst hervorragende Unternehmen, die kaum von der Pandemie betroffen sind, in den freien Fall geschickt. Unserer Erfahrung nach ist es umso sinnvoller, in solchen Marktphasen an unserer Qualitätsstrategie fest und betrachten den Ausverkauf an den Märkten als eine Gelegenheit, gute Unternehmen zu attraktiven Preisen zu kaufen. In dieser Ausgabe setzen wir unsere Einblicke in Qualitätsunternehmen fort und konzentrieren uns diesmal auf die Erhöhung des Leverage der Unternehmen, wobei wir feststellen, dass eine hohe Verschuldung per se an sich kein Risikofaktor ist und sogar diese bei stabilen Cashflows die Grundlage für weiteres Wachstum sein könnte.

Wir haben z.B. das Verhältnis zwischen Verschuldung und Marktkapitalisierung untersucht, und es hat uns nicht überrascht, dass dieses Verhältnis im Laufe der Zeit praktisch unverändert geblieben ist. Dies ist ein interessanter Trend, der darauf hinweist, dass es den Anlegern nichts ausmacht, dass die Unternehmen bilanziell risikoreicher werden. Die Schuldenlast sollte jedoch auf eine kluge Art und Weise erhöht werden, um weiteres Wachstum zu generieren.

Hochwertige Unternehmen gehören auch zu denjenigen, die den Trend zum Leveraging nutzen, um billiges Geld zu verwenden, um ihre Geschäftstätigkeit zu erweitern, Innovationen zu entwickeln, adressierbare Märkte zu vergrößern, Aktienrückkäufe zu tätigen usw. Das Leverage-Volumen für Qualitätsunternehmen ist sogar noch schneller gewachsen als für den allgemeinen Markt, und früher oder später führen diese Investitionen zu höheren Kapitalerträgen.

ERFOLGREICHE ENTWICKLUNGS-STRATEGIE: BEI GLEICHZEITIG WACHSENDEN KPIs IST EIN HOHER LEVERAGE WILLKOMMEN

Wie erhöht man die Kapitalrendite?

Eigenkapitalrendite von 43% im Jahr 2012, 59% im Jahr 2015, 86% - im Jahr 2017, 143% im Jahr 2019 - sieht nach einer herausragenden Erfolgsgeschichte aus, bis sich herausstellt, dass im gleichen Zeitraum das Kapital der Aktionäre im Vergleich zum Gesamtvermögen von 55% auf 20% gesunken ist, was natürlich die Rendite erhöht. Eine hohe Verschuldung, um das hohe Entwicklungstempo aufrechtzuerhalten und die Kapitalrentabilität zu erhöhen, ist nicht nur für MasterCard, zu der die oben genannten Zahlen gehören, ein attraktiver Weg. Es gibt viele Unternehmen, die ihre Bilanzen in erster Linie mit Schulden finanzieren, und die Investoren lieben sie, solange sie eine vielversprechende Entwicklung oder Verbesserung der Cashflows rapportieren können. Schauen Sie sich nur die jüngste Performance von Tesla oder Netflix an, deren risikoreiche Bilanzen mit einer Eigenkapitalquote von 18% bzw. 21% die Investoren nicht davon abhielten, die Aktien zu kaufen, nachdem Tesla verbesserte Cashflows und eine höhere Fahrzeugproduktion meldete bzw. Netflix mit einem starken Wachstum des internationalen Streaming überraschte.

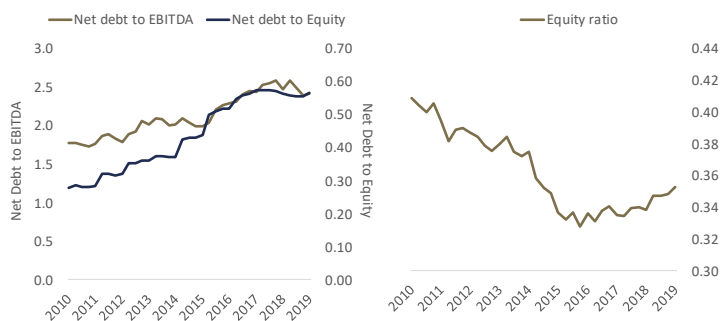
Es gibt eine beträchtliche Menge an billigem Geld auf dem Markt, welche die Unternehmen bereitwillig verwenden, um ihre betrieblichen Assets zu erhöhen. Die detaillierte Analyse der Aktionärsrendite von US-Unternehmen, die nach der BCG-Methodik¹ erstellt wurde, zeigt, dass es in der Vergangenheit Zyklen der Ausweitung und der Kürzung gegeben hat.

Wachsende Schulden führen nicht immer zu einer VERKAUFS-Entscheidung

Bereits jetzt erreicht die Unternehmensverschuldung in den USA einen historischen Höchststand von 10 Billionen USD, was 47% der Gesamtwirtschaft entspricht². Dies ist gleichbedeutend mit einer schlechteren Bilanzqualität und einem erhöhten Insolvenzrisiko. In unserem „Insight“ vom Februar ([link](#)), das sich analytisch dem Altman Z-Score widmete, weisen wir darauf hin, dass in den letzten fünf Jahren die Insolvenzwahrscheinlichkeit von 62% aller US-Unternehmen gestiegen ist.

Die folgenden Grafiken veranschaulichen die Bilanz-Situation sehr gut: 1. Die Eigenkapitalquote weist einen langfristig rücklaufenden Trend auf. 2. Die Nettoverschuldung steigt gegenüber dem EBITDA und dem Eigenkapital. Bemerkenswerterweise hat die Nettoverschuldung im Vergleich zum Eigenkapital stärker zugenommen als im Vergleich zu den Gewinnzahlen. Dies weist auf die Fähigkeit der Unternehmen hin, Schulden effizient einzusetzen, um höhere Gewinne zu erzielen.

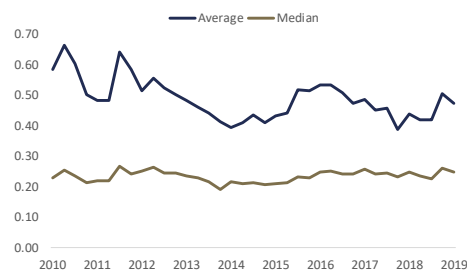
Abb. 1: Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA und Eigenkapitalquote



Quelle: Héréns Quality Asset Management, Reuters

Dies ist ein interessanter Trend, der andeutet, dass es den Investoren nichts ausmacht, wenn Unternehmen bilanziell riskanter werden. Die Verschuldung sollte allerdings auf kluge Art und Weise erfolgen und das Cash in F&E, Marketing und andere damit verbundene Ausgaben investiert werden, um weiteres Wachstum zu generieren.

Abb. 2: Schulden im Verhältnis zur Marktkapitalisierung



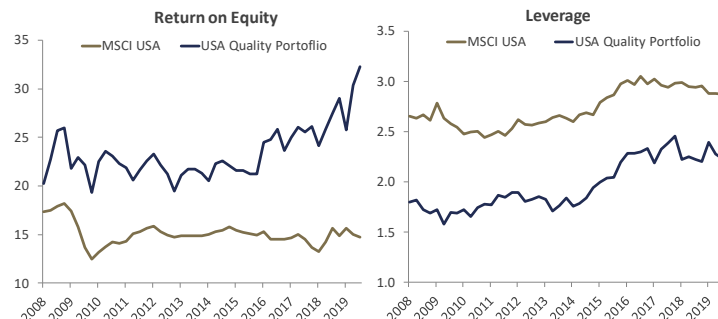
Quelle: Héréns Quality Asset Management, Reuters

Ironischerweise werden diese Investitionen häufig nicht in irgendeiner Form von immateriellen Vermögenswerten (Markenwert, F&E in Bearbeitung etc.) Teil des Gesamtvermögens, sondern kommen als Ausgaben in die Erfolgsrechnung. Die Unternehmen verfügen so über geringere Gewinnrücklagen und damit über ein geringeres Eigenkapital und einen grösseren Leverage.

Folgen Qualitätsunternehmen diesem Trend?

Offensichtlich ist dies der Fall. Qualitätsunternehmen gehören ebenfalls zu denjenigen, die auf einen hohen Leverage. Der Leverage von Qualitätsunternehmen ist sogar noch schneller gewachsen als im allgemeinen Markt. Qualitätsunternehmen setzen aber das billige Geld dazu ein, um ihre Geschäftstätigkeit zu erweitern, Innovationen zu entwickeln, ihre Verkaufsreichweite zu vergrössern, Aktienrückkäufe zu tätigen. usw. Früher oder später führen diese Investitionen zu höheren Kapitalrenditen - auch die Eigenkapitalrenditen sind erheblich gestiegen (Abb. 3).

Abb. 3: Eigenkapitalrendite und Leverage, Quality vs. Markt



Quelle: Héréns Quality Asset Management, Reuters

Beachten Sie die Cash Flows und die KPIs

Wie verhindert man, sich die Finger an einem Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad zu verbrennen? Die Versuchung, in solche Unternehmen zu investieren, ist gross, da grosses Risiko normalerweise eine hohe Rendite bedeutet. Dies gilt jedoch nur, wenn die Unternehmen gut geführt werden, einen klaren strategischen Fokus sowie einen plausiblen Investitionsfokus aufweisen. Die Beurteilung dieser Aspekte erfordert eine gewisse Subjektivität, doch sie kann auch gut anhand quantitativer Massstäbe wie Leistungsindikatoren (KPI) und von Big Data bereitgestellten Informationen erfolgen. Diese bilden eine gute Grundlage für die Beurteilung des Entwicklungstempos eines Unternehmens, bevor dieses die nächsten Quartalsergebnisse veröffentlicht. Zusätzlich sollte man die Cash Flow-Entwicklung berücksichtigen. Wenn das Unternehmen das Geld von Anleihen- oder Aktieninhabern verbraucht und negative Cash Flows meldet, so ist dies ein Warnsignal, dass die Investition zu überdenken ist.

References

- Altman, Edward I. (September 1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy". *Journal of Finance*: 189-209
- Strauss, D. (2019). "Corporate America's debt load is nearing \$10 trillion, a record 47% of the overall economy — and experts around the world are sounding the alarm" ([link](#))