

JAHRESBERICHT

In dieser Ausgabe:

Qualitätsaktien leiden, aber die Unternehmen bleiben widerstandsfähig

CEO Message	2
Marktrückblick und Performance-Analyse	3
2022 2H veröffentlichte Corporate Excellence Insights	4
Quality Portfolio Investment- Entscheidungen 2022	5
Im Fokus: Qualitätsinvestitionen	8
Ausblick: Trotz steigender Zinsen sind günstige Qualitätsaktien gut für Wachstum positioniert	9





CEO Message

Liebe Kunden, Partner und Interessenten

Viele von uns sind froh, dass das Jahr 2022 der Geschichte angehört. Es war ein schwieriges Jahr in vielerlei Hinsicht. Vieles was wir in den Jahren zuvor gewohnt waren und auch geschätzt haben, hat sich verändert. Und dabei war die Hoffnung gross, dass sich die Corona-Krise endlich normalisiert. Aber wie wir alle wissen, kam es anders.

Die Märkte haben einen «Reset» erlebt. Das Bemerkenswerte war, mit welcher Geschwindigkeit dies vorstättenging. Gepaart mit den politischen Krisenherden war dies der perfekte Sturm. Nur wenige Sektoren, wie der Energiesektor, konnten sich diesem Sturm entziehen.. Nun wo Schatten ist, ist auch Licht. Es ist mathematisch nachvollziehbar, das zukünftiges Wachstum mit höheren Abzinsungssätzen weniger Wert hat, aber dass es praktisch keinen Wert mehr hat, macht wenig Sinn – vor allem nicht, wenn man als Aktienanleger einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont hat. Es ist nicht davon auszugehen, dass sich am Zinsumfeld in nächster Zeit etwas ändern wird. Daher ist eine Spekulation auf baldige Zinssenkungen fehl am Platz. Aber ist das ein Problem? Rein ökonomisch betrachtet, sind die jetzigen Zinsniveaus grundsätzlich kein Problem und geben endlich dem Faktor Zeit wieder einen Wert. Das Problem ist aber, dass wir uns jahrelang an dieses Tiefzinsumfeld gewöhnt haben und uns nicht vorstellen konnten, wie schnell der Wind drehen kann. Und da liegt der Hund begraben. Natürlich mag es auf den ersten Blick verlockend sein, sehr tief bewerteten Firmen, die z.B. auf Grund eines externen Faktors wie dem Ölpreis plötzlich hoch profitabel sind, den Vorzug zu geben. Doch sollte dieser externe Faktor wieder wegfallen, ändert sich die Situation schlagartig. Viele Firmen, die in einem ersten Schritt von den Zinserhöhungen profitiert haben, sind nämlich massiv verschuldet und werden die höheren Kapitalkosten schmerzlich spüren. Es lohnt sich daher besonders, bei hohen Zinsen und Inflation sowie tiefem Wirtschaftswachstum auf attraktiv bewertete Qualitätsaktien zu setzen. Denn attraktiv bewertete Quality-Unternehmen bieten aus betriebswirtschaftlicher Sicht viele Stärken, was auch an den Märkten honoriert werden wird.

Herausfordernde Zeiten verlangen besondere Wachsamkeit und das Gewohnte laufend zu hinterfragen – das ist unsere Aufgabe. So lange aber die eingeschlagene Strategie auch einer fortlaufenden, grundlegenden Prüfung standhält, ist es erfahrungsgemäss das Beste, dieser weiterhin treu zu bleiben. In diesem Sinne besinnen wir uns auf das Wesentliche - und dies ist für erfolgreiche Firmen die Betriebswirtschaft - und somit auf unsere Grundüberzeugung seit 20 Jahren, dass sich Quality-Firmen in einem schwierigen Marktumfeld durchsetzen werden.

Ich bedanke mich für Ihr Vertrauen und Interesse und freue mich auf das 2023 mit Ihnen!

Mit besten Grüssen,

Diego Föllmi

Marktrückblick und Performance-Analyse

Günstiges Umfeld für Value

Keine Frage, es war eine schwierige Zeit im Jahr 2022, um angesichts der Märkte und der globalen wirtschaftlichen und politischen Lage die Nerven zu behalten. Die gute Nachricht ist jedoch, dass der Grad der Unsicherheit, der in der ersten Jahreshälfte herrschte, gegen Ende des Jahres abgenommen hat. Sowohl die FED als auch die Europäische Zentralbank sind fest entschlossen, die Zinssätze zu erhöhen, bis die Inflation eingedämmt ist. Während man davon ausgehen kann, dass die Zinsen in den USA nach der aggressivsten Zinserhöhungspolitik der letzten 15 Jahre durch die FED ihren Höchststand fast erreicht haben, erwarten die Märkte in Europa eine Fortsetzung des Zinsanstiegs.

Offensichtlich wurde diese Politik der Zentralbanken von den Märkten negativ aufgenommen: Der globale Aktienmarkt (MSCI World Index) fiel um 12,8 %, während der US-Markt, der vom leidenden Technologiesektor dominiert wird, im Jahr 2022 fast ein Fünftel seines Wertes verlor. Der europäische Markt, der nur um 9,5% nachgab, blieb im Vergleich zu den USA wesentlich widerstandsfähiger, was auf die Präsenz der Energieunternehmen zurückzuführen ist. Der Schweizer Markt beendete das Jahr mit einem Rückgang, der dem des US-Marktes ähnelt. Sicherlich haben nicht nur die Zinssätze, sondern auch der Wirtschaftsabschwung und die politischen Unruhen in der ganzen Welt die Aktienperformance belastet. Small Caps litten in diesem risikoaversen Umfeld

erwartungsgemäss stärker als der Gesamtmarkt, und zwar grundsätzlich in allen Regionen und insbesondere in Europa, wo vor allem Industrie- und IT-Unternehmen dieses Segment dominieren. Im globalen Kontext sind die schwachen Ergebnisse der Small Caps jedoch nichts im Vergleich zur Underperformance der Growth-Titel.

Das Jahr 2022 war das erste in den letzten 15 Jahren, in dem Value Growth übertraf, was wiederum auf die überwältigende Performance des Energiesektors (getrieben durch die Öl- und Gaspreise) bzw. die starke Underperformance des Technologiesektors zurückzuführen ist.

Der Quality Anlagestil hat offensichtlich darunter gelitten, dass viele Quality-Unternehmen Wachstumsunternehmen sind. Die zugrundeliegenden Geschäftsergebnisse von Qualitätsaktien waren jedoch im Durchschnitt recht stabil, da sie einen hohen Anteil an wiederkehrenden Einnahmen und steigende Cashflows aufwiesen. Im aktuellen Niedrigwachstumsumfeld zeigen sich die Stärken von Qualitätsunternehmen, und Anleger mit einer langfristigen Perspektive können davon ausgehen, dass ihre Geduld und Disziplin belohnt wird.

	Quality*	Value	Growth	Small Cap	Market	Top 8*
USA	-31,5%	-7,0%	-32,1%	-17,6%	-19,9%	
EU	-21,9%	-1,1%	-17,7%	-22,5%	-9,5%	
CH	-23,3%	-3,9%	-24,9%	-21,1%	-17,3%	-34,8%
World	-22,9%	-0,4%	-24,6%	-13,4%	-12,8%	

Abb.1 Performance (TR) 2022 nach Regionen auf Basis der MSCI-Regionalindizes (Währungen: USA - in USD, EU - in EUR, CH - in CHF, Welt - in EUR); * - Hérens Quality Portfolios

Corporate Excellence Insights veröffentlicht im 2. Halbjahr 2022



Halten Sie die Stellung, während die Geschichte der Rezession ein neues Kapitel aufschlägt

Bei der Diskussion über den anhaltenden Ausverkauf des IT-Sektors in den Vereinigten Staaten vergleichen einige Experten die Geschehnisse seit Anfang 2022 mit denen der frühen 2000er Jahre (bekannt als Dot-Com-Bust), vor allem aufgrund der Ähnlichkeit von überhöhten Bewertungen, steigenden Zinsen und Blasen in verschiedenen Anlageklassen. Kann es sein, dass die Erholung von den Tiefstständen im März 2020, die zu schnell erfolgte und zu weit nach oben ging, tatsächlich eine ähnliche Blase wie im Jahr 2000 geschaffen hat? Wir werfen einen genaueren Blick auf die Unternehmensperspektive und vergleichen den aktuellen und den historischen Zustand des Technologiesektors und versuchen herauszufinden, ob er besser positioniert ist, um die Märkte durch die wahrscheinlichsten Szenarien zu tragen.

[Lesen Sie das Insight in voller Länge.](#)



Jenseits von Schwarzmalerei: ein Fall für Chips

Die Welt befindet sich im digitalen Wandel; Technologien, die die kommenden Jahrzehnte bestimmen werden, wie KI, autonomes Fahren und IoT, werden alle von der Halbleiterindustrie unterstützt, die entscheidende Innovationen ermöglichen. In den letzten 10 Jahren hat sich die Größe der Branche fast verdoppelt, und es wird erwartet, dass sie bis 2030 1 Billion US-Dollar erreichen wird. Düstere Artikel über Bestandsanpassungen haben den Anlegern jedoch die notorische Zyklichkeit der Branche vor Augen geführt, was im Jahr 2022 bisher zu einer deutlichen Underperformance führte. Die historische Entwicklung zeigt jedoch, dass die Akteure der Branche im Laufe der Jahre immer widerstandsfähiger geworden sind, und hochwertige Halbleiter-Aktien scheinen noch robuster zu sein.

[Lesen Sie das Insight in voller Länge.](#)



Ende der Ära der Zombifizierung?

Das Gerede über Zombie- oder „Walking Dead“-Unternehmen wurde im vergangenen Jahr lauter, nachdem eine Reihe von Zinserhöhungen in den USA diese operativ kranken Unternehmen ihrem Todesstrang einen Schritt näher gebracht hatte. Die COVID-Zeit, die durch Helikoptergeld und großzügige staatliche Unterstützungspakete gekennzeichnet war, war eine fruchtbare Zeit für die Erhaltung von Zombies und die Schaffung neuer Zombies. In letzter Zeit hat die Zahl der Zombieunternehmen stark zugenommen. Vor drei Jahren gab es 92 Zombies im breitesten globalen Aktienindex, MSCI World AC. Jetzt gibt es 109 Zombieunternehmen, die aufgrund der teureren Schulden einem erheblichen Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Diese Tatsache lässt wiederum Zweifel an der Qualität der Indexbestandteile aufkommen, so dass Indexinvestitionen für Qualitätsanleger nicht wirklich die erste Wahl sind.

[Lesen Sie das Insight in voller Länge.](#)



Energiesektor: Warum bleibt die Qualität nicht erhalten?

Als Qualitätsanleger weisen wir häufig darauf hin, dass der Energiesektor als solcher wenig bis gar keine Qualität bietet, was sich im zweiten Jahr in Folge als sehr starker Gegenwind für die Performance des Quality-Stils auswirkt. Das Geschäftsmodell eines Qualitätsunternehmens erlaubt ertragsmäßig in der Regel einen relativ reibungslosen Durchlauf durch die Zyklen – etwas, das Energieunternehmen einfach nicht bieten können, da das Herzstück ihrer Geschäftstätigkeit ein äußerst volatiler, handelbarer Rohstoff mit einem unelastischen Angebots- und Nachfrageprofil ist. Wenn die Preisbildung für Ihr Hauptprodukt stark von menschengemachten und natürlichen Krisen und Spekulationen beeinflusst wird, ist die Frage, ob Sie finanziell ein gutes oder schlechtes Jahr haben werden, selten eine Funktion Ihrer eigenen Bemühungen, sondern eher ein Nebenprodukt externer Kräfte, die im Spiel sind. [Lesen Sie das Insight in voller Länge.](#)

Quality Portfolio Kauf- und Verkaufsentscheidungen im Jahr 2022

Nachstehend finden Sie einige unserer Investitionsentscheidungen, die wir im Geschäftsjahr 2022 in Bezug auf unsere Qualitätsportfolios getroffen haben.

Halten

Netflix

Wenn man heutzutage an on-Screen Entertainment denkt, seien es Serien, Filme oder Dokumentationen, denkt man selten an traditionelles Fernsehen oder Kino. Es war eine heisse Zeit seit SVOD-Dienste (bzw. Subscription Video on Demand) den Markt eindeutig übernommen haben, und Netflix war der Revolutionär, der alles möglich gemacht hat. Wie viele andere grosse Namen begann das Unternehmen sehr bescheiden – im Jahr 1997 als eine Website, die DVDs vermietet, welche per Post verschickt und zurückgeschickt werden. Schon damals erkannte der Mitbegründer von Netflix, Reed Hastings, die Vorteile eines abonnementbasierten Geschäftsmodells und ermöglichte es den Kunden, eine bestimmte monatliche Gebühr zu zahlen, um eine unbegrenzte Anzahl von DVDs auszuleihen. Als Software-Ingenieur und im Besitz eines Master-Abschlusses in Informatik war Hastings das Programmieren nicht fremd, aber er musste fast zehn Jahre zuwarten, bis das Internet schnell genug wurde, um seine nächste grosse Idee zu verwirklichen – den Kunden zu ermöglichen, Filme und Fernsehsendungen direkt von zu Hause aus zu streamen.

Als Netflix 2007 mit einem kommerziellen Streaming-Dienst auf den Markt kam, der es den Menschen ermöglichte, zu sehen, was sie wollten, wann sie wollten und wie sie es wollten, erschütterte dies die gesamte Fernsehbranche bis ins Mark. Der Videoverleih war der erste, der obsolet wurde, und es überrascht nicht, dass Hastings dies als einen kleinen persönlichen Sieg ansah - schließlich war es die hohe Strafgebühr für die Nicht-Rückgabe einer im Laden ausgeliehenen Videokassette, die ihn dazu veranlasste, in diesen Markt einzutreten. Bald war Netflix in über 190 Ländern weltweit verfügbar und zusätzlich zum Streaming lizenzierter Inhalte begann das Unternehmen, seine eigenen Originalversionen zu produzieren, mit *House of Cards* als erstgeborenem Kind. Mit riesigen Budgets für Inhalte, die die besten Talente der Branche anzogen, mit dem Hochladen ganzer Staffeln, die zum Binge-Watching anregten, und mit einem intelligenten Algorithmus, der die Filmvorlieben des Einzelnen vorhersagte, übernahm Netflix in kürzester Zeit die gesamte Branche.

Es war jedoch klar, dass die Zeit kommen würde, in der der Wettbewerb die Dinge für Netflix schwieriger macht, und die

Pandemie hat dieses unvermeidliche Ereignis vielleicht beschleunigt. Da die Menschen von fast jeder regelmässigen Unterhaltung abgeschnitten waren, haben sie eifrig mehrere Streaming-Dienste abonniert und konsumierten alle Arten von Inhalten wie nie zuvor. Alle blühten: Disney, HBO, YouTube und Netflix wohl am meisten. Die düstere Realität des Jahres 2022 hat jedoch die Hoffnungen, dass dieser Trend zur neuen Normalität wird, abrupt beendet, und die Akteure der Branche hatten Mühe, bestehende Kunden zu halten und neue zu gewinnen. Als Netflix die Zahlen für das erste Quartal 2022 veröffentlichte, aus denen hervorging, dass das Unternehmen zum ersten Mal seit seinem Bestehen Abonnenten verloren hatte, war dies ein Schock. Da die Aktienmärkte bereits angeschlagen und die Anleger bereits verunsichert waren, wurde der Aktienkurs des Unternehmens durch die Nachricht massiv abgestraft. Die Ergebnisse des 2. Quartals waren ein weiterer Rückschlag, denn Netflix verlor weiterhin Abonnenten. Und obwohl wir das Unternehmen während des gesamten Zeitraums genau beobachtet haben, haben uns zwei Quartale mit negativem Abonnentenwachstum dazu veranlasst, unsere Investitionsentscheidung ernsthaft zu überdenken.

Aber wir haben beschlossen, investiert zu bleiben. Trotz der ungünstigen Dynamik auf der Nachfrageseite konnte Netflix seinen Qualitätsstatus sowohl in finanzieller als auch in geschäftlicher Hinsicht halten, während seine Bewertung noch attraktiver wurde. Der Streaming-Dienst verzeichnete weiterhin ein Umsatzwachstum, wenn auch in geringerer Masse als während der Pandemie, und blieb mit einer operativen Marge von über 15 % sehr profitabel. Das wichtigste zukunftsgerichtete Argument waren die enormen Umsatzmöglichkeiten, die sich aus der Öffnung von Netflix für Werbetreibende ergaben, sowie Daten, die zeigten, dass das Unternehmen nach wie vor den Markt dominiert und die Verbraucher trotz des schwierigeren wirtschaftlichen Umfelds bei mehreren SVOD-Diensten bleiben. Dies veranlasste uns zu der Annahme, dass die jüngste Entwicklung der Nutzerbasis eher ein Schluckauf war als eine Verschiebung der Wettbewerbsdynamik. Und wir hatten Recht, als Netflix im 3. Quartal 1 Million neue Konten hinzufügte und für das 4. Quartal weitere 4,5 Millionen prognostizierte. Der Markt erkannte schließlich, dass Netflix nicht untergeht und der Aktienkurs des Unternehmens schoss seit den Tiefstständen im Juli um mehr als 60 % in die Höhe.

Verkauf

Husqvarna

Wir haben Husqvarna Anfang 2018 in unser europäisches Portfolio aufgenommen, da wir die Verbesserung der Qualität des Geschäftsmodells und der finanziellen Leistung des Unternehmens nach mehreren schwierigen Jahren zu schätzen wussten. Die umfassende Umstrukturierung unter der neuen Geschäftsführung trug Früchte: Die Effizienz des Unternehmens verbesserte sich, und die Gewinnspannen stiegen. Husqvarna schaffte einen erfolgreichen Turnaround und erreichte wieder das Vorkrisen-Gewinnniveau. Während sich das Unternehmen im Portfolio befand, setzte es seine Geschäftsoptimierung fort und beschleunigte seine Wachstumsinitiativen für Roboter-, Batterie- und Bewässerungsprodukte.

Im Jahr 2021 erzielte das Unternehmen in einem von der Pandemie geprägten Umfeld eine starke finanzielle Leistung: das organische Wachstum betrug 15 %, während die Marge auf 12,1 % stieg (10,7 % im Jahr 2020). Die Marktbedingungen verschlechterten sich jedoch und die Risiken für das Geschäftsmodell von Husqvarna nahmen zu – Anfang 2022 begann die Produktion aufgrund der Schwierigkeiten in den globalen Lieferketten zu sinken, was zu Engpässen bei bestimmten Produkten und längeren Lieferzeiten führte. Die



Husqvarna kämpft um die Aufrechterhaltung des Rentabilitätsniveaus durch die Senkung der Fixkostenbasis und den Ausstieg aus dem margenschwachen Geschäft mit benzinbetriebenen Motoren.

geopolitische Lage in Europa führte zu logistischen Unterbrechungen sowie zu höheren Kosten für Rohstoffe, Energie und Transport.

Auch wenn die Produktionsprobleme als kurzfristiger Schmerz betrachtet werden konnten (der Auftragsbestand war immer noch gut), machten die steigenden Produktionskosten, die allgemeine Inflation und die daraus resultierende Verringerung der Verbraucherausgaben die mittelfristigen Aussichten ungewiss, und wir beschlossen im März, die Aktie zu verkaufen. Während der vierjährigen Haltedauer stieg der Wert der Aktie um 42 % und übertraf den Markt um 14 %.

Rückblickend können wir sagen, dass es die richtige Entscheidung war, sich von Husqvarna zu trennen, da die organischen Umsätze im Jahr 2022 rückläufig waren (die Umsätze im Zeitraum Januar-September gingen im Vergleich zu 2021 um 3 % zurück) und die Rentabilität deutlich gesunken ist (adj. EBIT -17 % y/y). Die höheren Rohstoff- und Logistikkosten konnten kompensiert werden, doch wirkten sich die geringeren Absatzmengen und die höheren Kosten im Zusammenhang mit Störungen in der Lieferkette negativ aus. Seitdem wir es aus unserem Portfolio verkauft haben, ist die Aktie um 30 % gefallen, während der Markt weitgehend stagnierte.

Im Oktober kündigte das Unternehmen ausserdem an, dass es seine 14.000 Mitarbeiter um rund tausend Stellen reduzieren werde, da es damit begonnen habe, sein Angebot an benzinbetriebenen Verbraucherprodukten zu verringern. Dadurch würde das Unternehmen ab 2025 jährlich rund 800 Millionen Kronen einsparen, wovon etwa die Hälfte für verstärkte Investitionen in nachhaltigere Geschäftsbereiche wie Mähroboter und akkubetriebene Werkzeuge verwendet werden soll. In Anbetracht seines Engagements für wirtschaftliche Effizienz und Nachhaltigkeit könnte das Unternehmen unter günstigen Marktbedingungen in unsere Portfolios zurückkehren. Aber bis dahin sind wir mit Konsumwerten vorsichtig, vor allem mit solchen, die auch bei den Produktionskosten mit Gegenwind zu kämpfen haben.

Kauf

Merck

Unser Qualitätsansatz dringt bis zum Kern der zugrundeliegenden Unternehmen vor und ermöglicht es uns, selbst in schwierigen Marktumgebungen in Ungunst gefallene Perlen zu entdecken, die nicht nur Gutes in die Welt bringen, sondern auch eine überdurchschnittliche operative Leistung aufweisen.

So schätzen wir Merck wegen seines diversifizierten und rezessionsresistenten Geschäftsmodells, seines historisch niedrigen Earnings Multiple und seiner starken Grundnachfrage, die durch die auf 5 Jahre angelegten Pläne zur Erweiterung der Produktionskapazitäten belegt wird. Die Investition erschien auch aus ESG-Sicht attraktiv, da die Unternehmensphilosophie auf wissenschaftlicher Exzellenz beruht, die zu finanziellem Erfolg führt. Es trägt dazu bei, einen maximalen Nutzen für Patienten, ein geringeres Risiko für Aktionäre und ein positives Image aus Sicht der Aufsichtsbehörden zu gewährleisten. Ein positiver Aspekt ist auch, dass das Unternehmen bei seinen Entscheidungen über die Kapitalallokation Ausgaben für F&E und dem Vertrieb Vorrang einräumt, um seinen Wettbewerbsvorsprung zu halten.

Im e US Quality Portfolio haben wir im September eine Position zu einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,5x im Vergleich zum Branchendurchschnitt von 14x aufgebaut, kurz bevor MRK aufgrund der Berichte über Indikationserweiterungen für das Hauptmedikament in die Höhe schoss. Und was die die aktuelle Gesamtrendite von über 30 % betrifft, ist sie darauf zurückzuführen, dass wir durchhielten, als immer neue Informationen über erfolgreiche Studien, vielversprechende Forschungsk Kooperationen und einen Sieg gegen die Generika-Konkurrenz bei Diabetikern eintrafen.

Merck ist das am schnellsten wachsende Onkologieunternehmen mit einem der stärksten Produktportfolios der Branche und sein Marktanteil bei Metastasen könnte dank des weltweit ersten breit anwendbaren Immuntherapeutikums Keytruda im Laufe der Zeit über 80 % betragen. Das Hauptmedikament hat einen Patentschutz bis 2028 und 2035 für viele erweiterte Indikationen in Kombination mit anderen Medikamenten oder Therapien. Es wird erwartet, dass es bis 2025 eine Marktkapitalisierung von 200 Mrd. USD erreichen wird, während das Unternehmen an einer neuen Formulierung forscht, die seinen Patentschutz noch erheblich verlängern könnte.

Merck befasst sich mit einigen der anspruchsvollsten und kommerziell vielversprechendsten Therapiegebiete wie z.B. Onkologie und Neurologie. Vor allem aber wendet das Unternehmen eine Pipeline-in-a-Pill-Strategie (PiP) an, bei der es Medikamente mit hohem Potenzial für Indikationserweiterungen bevorzugt, was dazu beiträgt, einen Teil der Entwicklungskosten für neue Medikamente in Höhe von ca. 800 Mio. USD durch die ersten Studien, die bereits für das ursprüngliche Produkt durchgeführt wurden, einzusparen. Diese Eigenschaften zusammengenommen machen das Unternehmen äusserst widerstandsfähig und zu einem idealen Titel für das US-Portfolio, das alle Marktbedingungen der letzten 125 Jahre überstanden hat.

Wissenschaftliche Exzellenz und Sicherheit sind ein fester Bestandteil der DNA von Merck, während das Unternehmen einige der anspruchsvollsten therapeutischen Bereiche wie Onkologie und Neurologie sowie andere Krankheiten in Angriff nimmt.



Im Fokus

Qualitätsinvestitionen

Wir haben die künstliche Intelligenz (ChatGPT von OpenAI) zum Thema Qualitätsinvestitionen befragt und einige der Attribute der Qualitätsphilosophie in Frage gestellt. Hier sind die Antworten, die wir erhalten haben. Es macht Spass, sie zu lesen! Aber die Antworten der KI müssen sicherlich durch das Prisma des kritischen Denkens gelesen werden.

Frage: Warum sind Qualitätsaktien in einem inflationären Umfeld die beste Wahl?

Antwort: Qualitätsaktien gelten in einem inflationären Umfeld im Allgemeinen als gute Anlagemöglichkeit, da sie in der Regel Merkmale aufweisen, die sie gegenüber den negativen Auswirkungen steigender Preise resistent machen. Zu diesen Merkmalen gehören:

1. Starke Finanzergebnisse: Qualitätsaktien verfügen in der Regel über eine solide Bilanz und einen stabilen Cashflow, wodurch sie Konjunkturabschwünge überstehen und ihren Wert in Zeiten der Inflation erhalten können.
2. Diversifizierte Einnahmequellen: Qualitätsaktien verfügen häufig über verschiedene Einnahmequellen, was ihnen helfen kann, die Auswirkungen steigender Preise auf ein bestimmtes Produkt oder eine bestimmte Dienstleistung abzumildern.
3. Verteidigungsfähige Marktpositionen: Qualitätsaktien verfügen oft über einen starken Wettbewerbsvorteil oder eine gut eingeführte Marke, was ihnen helfen kann, ihren Marktanteil und ihre Preissetzungsmacht in Zeiten der Inflation zu erhalten.
4. Eigenschaften zur Absicherung gegen Inflation: Einige Qualitätsaktien, z.B. aus dem Basiskonsumgüter- oder Gesundheitssektor, haben Produkte oder Dienstleistungen, die als notwendig angesehen werden und daher weniger anfällig für Konjunkturabschwünge oder Änderungen der Konsumgewohnheiten sind.

Frage: Ist es besser, in kapitalintensive Unternehmen oder in kapitalschwache Unternehmen zu investieren?

Antwort: Es ist schwierig, eine pauschale Aussage darüber zu treffen, ob es besser ist, in kapitalintensive Unternehmen oder in kapitalschwache Unternehmen zu investieren, da dies letztlich von den spezifischen Merkmalen des Unternehmens und den Marktbedingungen abhängt. Hier sind einige Dinge zu beachten:

1. Kapitalrendite: Hoch kapitalintensive Unternehmen haben tendenziell eine niedrigere Kapitalrendite (ROC), da sie mehr in Vermögenswerte investieren müssen, um den gleichen Umsatz zu erzielen wie ein niedrig kapitalintensives Unternehmen. Dies kann sie aus finanzieller Sicht weniger attraktiv machen.
2. Marktbedingungen: In einem Niedrigzinsumfeld kann es attraktiver sein, in kapitalintensive Unternehmen zu investieren, da sie Zugang zu billigem Kapital haben, um ihre Geschäfte zu finanzieren. Umgekehrt können in einem Hochzinsumfeld Unternehmen mit geringer Kapitalintensität attraktiver sein, weil sie weniger Schulden haben und daher weniger anfällig für steigende Zinsen sind.



Fig.1 KI-generiertes Bild

3. Geschäftsrisiko: Kapitalintensive Unternehmen haben tendenziell ein höheres Geschäftsrisiko, weil sie über ein höheres Anlagevermögen verfügen, das bei veränderten Marktbedingungen verloren gehen kann. Unternehmen mit geringer Kapitalintensität hingegen sind möglicherweise flexibler und können sich an veränderte Marktbedingungen anpassen.

Frage: Welchen Wert hat eine gute Corporate Governance für die Leistung des Unternehmens?

Antwort: Eine gute Corporate Governance kann eine Reihe von Vorteilen mit sich bringen, darunter:

1. Verbesserte finanzielle Leistung: Unternehmen mit einer soliden Corporate Governance weisen in der Regel eine bessere finanzielle Leistung auf, da sie eher in der Lage sind, solide Geschäftsentscheidungen zu treffen und die Ressourcen effizient zu verteilen.
2. Gestärktes Vertrauen der Investoren: Eine gute Corporate Governance kann dazu beitragen, das Vertrauen der Anleger zu stärken und mehr Kapital anzuziehen, da die Anleger eher bereit sind, Unternehmen zu vertrauen, die gut geführt werden und nach ethischen Grundsätzen handeln.
3. Höhere Bewertung: Unternehmen mit einer guten Corporate-Governance-Praxis können für Investoren attraktiver sein, was zu einer höheren Bewertung des Unternehmens führen kann.
4. Risikominderung: Eine starke Corporate Governance kann dazu beitragen, das Risiko von Finanzbetrug, Missmanagement und anderen potenziellen Problemen zu verringern, die sich negativ auf die Leistung eines Unternehmens auswirken können.

Ausblick: Trotz steigender Zinsen sind günstige Qualitätsaktien gut für Wachstum positioniert

Qualitätsaktien – ist jetzt der perfekte Einstiegszeitpunkt

Wir haben immer behauptet, dass Qualitätsaktien zu jeder Zeit eine universelle Antwort auf die Fragen worin und wann investiert werden soll sind. Das Geschäftsjahr 2022 war jedoch ein schwieriges Jahr für den Quality Stil aufgrund der vielen Tech-Titel in diesem Anlagesegment. Der Technologiesektor war zu Beginn des Jahres im Vergleich zu anderen Sektoren sehr anspruchsvoll bewertet (Tabelle 1) und litt daher als erster, als die Zentralbanken nach dem sprunghaften Anstieg der Energiepreise die Zinsen aggressiv anhoben, um die Inflation zu dämpfen.

Das Problem ist, dass der gesamte Sektor in Mitleidenschaft gezogen wurde, unabhängig davon, ob es sich um ein qualitativ hochwertiges Technologieunternehmen mit attraktiver Bewertung oder um ein unangemessen bewertetes Unternehmen handelte, das keine Leistung erbringt. Vergleichen wir zum Beispiel grosse Quality-Giganten wie Alphabet oder Microsoft - die über robuste wiederkehrende Einnahmen und eine dominante Marktposition verfügen und in der Lage sind, Wachstum zu erzielen - mit Start-up-ähnlichen Unternehmen mit noch nicht so hochwertigen Geschäftsmodellen wie Snowflake oder Tesla. Anfang 2022 wiesen die beiden erstgenannten Unternehmen ein PB von 8 bzw. 16 auf, während die letzteren ein PB von 21 bzw. 44 hatten. Durch den Rückgang der Aktienkurse sanken die Bewertungen aller dieser Unternehmen erheblich. Am Ende des Jahres 2022 sahen wir die folgenden Werte: 4,5 und 10 gegenüber 8 bzw. 9. Die Rückgänge der Bewertungen waren gleichermassen schmerzhaft, während die Qualität der Geschäftsmodelle überhaupt nicht vergleichbar ist. Abbildung 1 zeigt, dass die Bewertungen

im Jahr 2022 erheblich gesunken sind und einen attraktiven Zeitpunkt bieten, um Positionen in Qualitätsaktien zu festigen. Der Preis, den man für Qualitätsunternehmen zahlt, könnte über dem Marktdurchschnitt liegen, was durch die hervorragende Fähigkeit zur Cashflow-Generierung, eine starke

Corporate Governance und eine geringere Verschuldung, die in dem teuren Schuldenumfeld von entscheidender Bedeutung ist, vollkommen gerechtfertigt ist.

Im Vergleich zu Indexwerten liefert Quality eine viel bessere Unternehmensleistung, und was noch wichtiger ist, die Qualität der Finanzkennzahlen hat sich in der Rezession des letzten Jahres nicht verschlechtert. Quality dürfte ihr defensives Profil behalten. Qualitätsunternehmen bieten im Vergleich zum allgemeinen Markt eine bessere Ertragskraft und Bilanzqualität (Abbildungen 2).

Tabelle 1. KGV der Industriesektoren zu Beginn und Ende 2022

Sectors	31.12.2021	31.12.2022
Consumer Discretionary	19,16	18,04
Consumer Staples	24,29	22,9
Energy	12,66	7,25
Materials	15,41	10,45
Industrials	22,19	18,75
Healthcare	30,17	24,65
Financials	10,64	11,28
Information Technology	29,45	21,51
Real Estate	19,47	18,26
Communication Services	17,46	15,25
Utilities	19,79	18,71
MSCI World	19,5	16,79

Abb. 1. Bewertungsniveau von Qualitätsaktien zu Beginn und am Ende des Jahres 2022

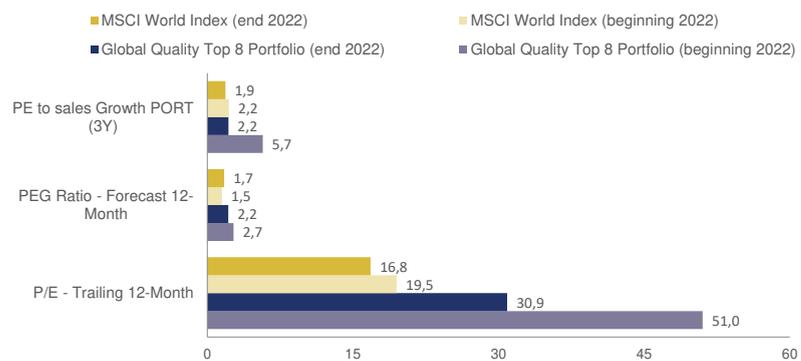
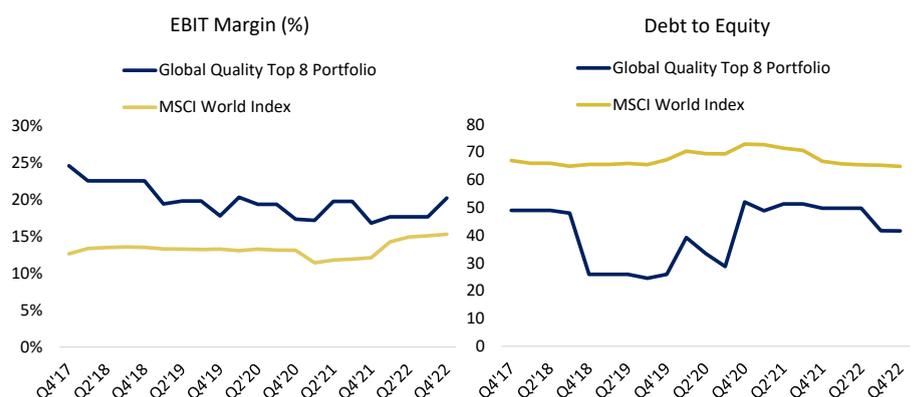


Abb 2. Operative Margin und Verschuldungsgrad von Qualitätsaktien vs. MSCI World



Zeit mit hohen Zinsen und Risiken

Die Zentralbanken haben deutlich gemacht, dass die Zinssätze angehoben und auf einem hohen Niveau belassen werden, bis die Inflation auf 2 % gedrückt ist, so dass der Markt darauf vorbereitet ist und weitere Erhöhungen sowohl in Europa als auch in den USA eingepreist zu sein scheinen. Wir sollten uns also darauf einstellen, dass wir in den nächsten zwei Jahren in einem Umfeld mit relativ hohen Zinssätzen leben werden, was uns zwingen sollte, uns Folgendes bewusst zu machen:

- **Erhöhte Ausfallquote.** Während der Niedrigzinsphase stieg die Zahl der Zombie-Unternehmen (von 92 auf 109 im MSCI World AC Index im Jahr 2021 im Vergleich zu 2018). Die Unternehmensverschuldung ist in den letzten zwei Jahren leicht

zurückgegangen, nachdem die Unternehmen ihre Verschuldung während der COVID-Zeiten erhöht hatten, aber sie ist immer noch ziemlich hoch, da das Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital bei 146 liegt. Daher sollte das Zinsrisiko des Portfolios sorgfältig geprüft werden, da die Zinsdeckungsquoten höchstwahrscheinlich sinken werden, wenn der Schuldendienst teurer wird und das Konkursrisiko steigt. Das gleiche Risiko besteht auch für Staatsschulden, die sorgfältig beobachtet werden sollten, nachdem die Staaten ihre Bilanzen in COVID-Zeiten mit neuen Anleihen belastet haben.

- **Druck auf das Wirtschaftswachstum.** Im vergangenen Jahr wurden die BIP-Wachstumsprognosen sowohl für 2022

als auch für 2023 mehrfach gesenkt, was nicht nur auf den aggressiven Kampf gegen die Inflation, sondern auch auf den Krieg in der Ukraine und die Konjunkturabschwächung in China zurückzuführen war. Der IWF prognostiziert jetzt ein globales Wachstum von nur noch 2,7 % und sieht immer noch das Potenzial für eine weitere Herabstufung, die OECD sieht das Wachstum bei 2,2 %, was der Konsensschätzung von Banken und Forschungsunternehmen entspricht. Man muss sich also dieser massiven Verlangsamung bewusst sein und das Portfolio entsprechend anpassen, indem man zum Beispiel weniger zyklische Aktien bevorzugt.

KI ist das nächste Internet

Wir können davon ausgehen, dass es im Jahr 2022 eine KI-Revolution gab, wenn wir beobachten, wie diese Technologie nach und nach weitere Aspekte unseres Lebens verändert. KI-Tools stehen derzeit nicht nur den Unternehmen, sondern auch den Verbrauchern zur Verfügung, die ChatGPT aufgeregt bitten, einige existenzielle Fragen zu beantworten und Teile ihrer akademischen Arbeiten zu schreiben, oder Midjourney oder DALL-E bitten, ein „Vermeer-Mädchen mit Perlenohrring im Matisse-Stil“ zu erstellen. Wir glauben, dass wir in ein neues Zeitalter der Entwicklung eingetreten sind, das von der KI angeheizt wird und vermutlich ebenso ungeheuerlich sein wird, wie die Erfindung des World Wide Web.

KI treibt die Effizienz der Abläufe in vielen Unternehmen voran, und das Potenzial, sie weiterzuentwickeln und zu integrieren, ist enorm. Im Grunde könnte fast jedes Unternehmen KI-gestützte Tools einsetzen, um weiter zu wachsen. Es wird erwartet, dass bis 2025 mehr als 80 % der Unternehmen intelligente Automatisierung im Einzelhandel und bei Konsumgütern einsetzen werden. Sie glauben, dass diese Technologie dazu beitragen könnte, ihre jährlichen Einnahmen um 10 % zu steigern. Die grössten Gewinner dieses Trends sind jedoch diejenigen, die eine grosse Reichweite haben, diejenigen, die grosse Datenmengen nutzen, wie Alphabet, Meta und Amazon. Eine KI-



Abb.3 Eine Pfeiffe rauchende Katze von Picasso

gestützte Welt ist die neue Realität, mit der wir konfrontiert werden, und es ist wichtig, die Nutzniesser auch auf dem Aktienmarkt rechtzeitig zu erkennen, um mit ihnen an den von der KI bereitgestellten Fähigkeiten zu verdienen.

Über Uns

Hérens Quality Asset Management AG ist eine eigentümergeführte Asset Management Boutique, die sich seit Ihrer Gründung im Jahr 2003 auf Quality Investments fokussiert hat. Unser Anlagestil ist traditionell, zeitlos und besitzt einen eigenen Performance- und Risikocharakter. Wir sind überzeugt, dass eine klare, disziplinierte und systematische Analyse der Schlüssel für nachhaltigen Anlageerfolg ist. Unsere Analysen beruhen ausschliesslich auf eigenem Research.

Performance overview

Quality Composites*	2022	2021	2020	2019	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha**	Inception Date
USA (USD)	-31.5%	23.2%	28.5%	35.7%	2.7%	7.6%	9.9%	502.6%	1.0%	01.01.2004
S&P 500 Gross TR (USD)	-18.1%	29.6%	18.4%	31.5%	7.9%	9.6%	8.9%	407.4%	-	
Out-/Underperformance	-13.4%	-6.4%	10.1%	4.2%	-5.2%	-2.0%	1.0%	95.3%	-	
Europe (EUR)	-21.9%	30.1%	8.4%	36.1%	3.3%	6.4%	8.2%	347.3%	2.4%	01.01.2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	-10.6%	24.9%	-2.0%	26.8%	3.0%	4.4%	6.2%	211.8%	-	
Out-/Underperformance	-11.3%	5.2%	10.4%	9.3%	0.3%	2.0%	2.0%	135.5%	-	
Switzerland (CHF)	-23.3%	30.2%	14.8%	33.3%	4.6%	7.1%	8.6%	383.4%	1.8%	01.01.2004
SPI (CHF)	-16.5%	23.4%	3.8%	30.6%	2.3%	5.0%	6.8%	246.6%	-	
Out-/Underperformance	-6.8%	6.8%	11.0%	2.7%	2.3%	2.1%	1.8%	136.8%	-	
TOP 8 (CHF)	-34.8%	41.9%	16.8%	32.0%	2.6%	8.4%	12.6%	165.9%	5.6%	01.10.2014
MSCI World Net TR (CHF)	-17.0%	25.7%	6.0%	25.4%	3.4%	5.0%	6.8%	72.0%	-	
Out-/Underperformance	-17.8%	16.2%	10.8%	6.6%	-0.8%	3.4%	5.8%	93.9%	-	

* Composite: incl. transaction costs, div. reinvested, without management fees

** Annualized Alpha (risk adjusted)

As of: 31.12.2022

Source: Hérens Quality AM

Kontakt

Bahnhofstrasse 3 8808
Pfäffikon, Schweiz

+41 432223141
info@hqam.ch
www.hqam.ch

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 steuergesetzlichen 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.