

JAHRESBERICHT

In dieser Ausgabe:

Navigieren durch Höhen und Tiefen

Marktübersicht und Performanceanalyse	2
Corporate Excellence Insights publiziert im Jahr 2023	4
Beispiele von Kauf- und Verkaufsentscheidungen	5
Das HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio	8
Der Incremental Excellence Award	9
Ausblick: Zinssenkungen im Fokus, Qualitätsunternehmen für den Fall einer Rezession im Depot halten	11



HQAM

HERENS QUALITY ASSET MANAGEMENT



CEO Message

Liebe Kunden, Investoren und interessierte Leser

Happy 2024! Ich wünsche Ihnen für das neue Jahr das Allerbeste! „Neues Jahr – neues Glück“ heisst es im Volksmund so schön. In der Investmentsszene haben wir uns dieses Sprichwort ganz besonders zu Herzen genommen und stellen die Performance-Messung per 1. Januar jeweils wieder auf Null. Über die Sinnhaftigkeit dieses Vorgehen später ein paar Gedanken. Glück suggeriert aber auch, dass etwas passiert, wofür man selbst nicht direkt verantwortlich ist. Und in diesem Sinne umgibt uns das Glück (oder eben auch das Unglück) tagtäglich – angefangen bei der Geburt, wo eben das Glück entscheidet, in welches Elternhaus bzw. Umfeld man hineingeboren wird. Zerbricht man sich zurzeit den Kopf über das weltpolitische Geschehen, so glaube ich, braucht die Menschheit für das Jahr 2024 so viel Glück wie schon lange nicht mehr. Zum einen haben wir Konflikte in der unmittelbaren geographischen Nähe zu uns, die jederzeit eskalieren können. Es klingt zwar zynisch schon von Glück zu sprechen, wenn die Situation nicht weiter eskaliert – bitte verzeihen Sie mir. Ein Glück für Millionen von direktbetroffenen Menschen wäre es natürlich, wenn die kriegerischen Auseinandersetzungen zu Ende gehen würden. Es braucht aber eben auch nicht viel, damit die Situation sich weiter verschlimmert. Darüber hinaus gibt es noch weitere Krisenherde sowie politische Ereignisse wie die Wahlen in den USA im November 2024, bei denen die Szenarioanalysen allesamt nicht gerade ermutigend aussehen und es durchaus einer grossen Portion Glück bedarf, um hier einigermassen schadlos durchs Jahr zukommen.

Aus objektiven Gesichtspunkten gibt es aber auch eine ganze Menge an positiven Entwicklungen. Der Menschheit ging es finanziell, gesundheitlich, bildungsmässig etc. noch nie so gut wie heute. Leider sehen dies viele Leute nicht oder wollen es nicht sehen, fühlen sich benachteiligt und machen andere für ihr „Unglück“ verantwortlich. Ein anderes Sprichwort „Jeder ist seines Glückes Schmied“ tritt dabei in den Hintergrund. Wird dieser Grundgedanke auf das Investieren angewendet, ist damit sicherlich die handwerkliche Arbeit, die Systematik sowie die Ehrlichkeit gemeint. Um langfristig das Glück auf seine Seite zu zwingen, ist dies unabdingbar. Betrachtet man jedoch nicht nur das letzte Jahr 2023, sondern die gesamte Zeitspanne seit Beginn der Corona-Krise, könnte man durchaus von einer gewissen Normalisierung sprechen. Diese bezieht sich auf eine Anpassung an die neuen finanzpolitischen Gegebenheiten, insbesondere an das höhere Zinsniveau. Zwar verlief das Börsenjahr 2023 alles andere als ruhig und in den letzten Wochen des Jahres war geradezu eine Euphorie über die möglichen Zinssenkungen 2024 zu spüren. Aber von den vielfach heraufbeschworenen „Doom-Szenarien“ der Prognosen aus dem Vorjahr waren wir aus verschiedenen Gründen weit entfernt. Eine der Gründe ist im stabileren volkswirtschaftlichen Umfeld zu suchen. Sowohl Europa als auch USA entwickelten sich besser als erwartet: Europa kann eine allgemeine, tiefe Rezession vermeiden und die US-Volkswirtschaft wuchs dank äusserst starkem Arbeitsmarkt weit über den Erwartungen. Ein anderer Grund war ein gewisser „Rebound-Effekt“. Nach dem Jahr 2022, in dem viele qualitativ hochwertige und hochprofitable Geschäftsmodelle insbesondere im Technologiebereich aufgrund der Zinsanstiege stark abgestraft wurden, fand im letzten Jahr eine Neubewertung statt und dank dem Siegeszug von künstlicher Intelligenz z.T. auch eine wahrhafte Goldgräberstimmung.

Die Zinsen werden zweifellos auch im Jahr 2024 weiterhin ein beherrschendes Thema sein. Es wird vermutlich keine entscheidende Rolle spielen, ob die Notenbanken die Zinsen geringfügig senken oder nicht. Wesentlich ist, dass der einstweilige Höhepunkt erreicht wurde. Wir werden mit höheren Zinsniveaus leben müssen – und dass ist per se nicht schlecht und absolut normal. Quality Firmen sind mit ihrer tiefen Verschuldung, hoher Profitabilität und Margenstabilität bestens positioniert, um diese Herausforderungen erfolgreich zu meistern.

In diesem Sinne lassen Sie uns zuversichtlich ins neue Jahr blicken. Ich freue mich auf den Austausch mit Ihnen im neuen Jahr.

Mit freundlichen Grüssen,
Diego Föllmi

2023 Marktrückblick

KI schlägt Vorhersagen

Wir hoffen, dass auch Sie nach dem schmerzhaften Abwärtstrend an den globalen Märkten im Jahr 2022 einen entsprechenden Rebound erleben durften. Die Entwicklung bezüglich der künstlichen Intelligenz (KI) Thematik hat den Technologiewerten, vor allem den "Magnificent 7" (Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta Platforms, Microsoft und Tesla), geholfen, wieder an Boden zu gewinnen. Die Gewichtung der Top-7-Werte im S&P 500 beträgt mehr als 25% der gesamten Marktkapitalisierung, was die Performance des Index erheblich beeinflusst hat. Die Erwartung eines Zinsrückgangs für 2024 hat sich positiv auf die Performance von Growth-Titeln in 2023 ausgewirkt. So erzielt Growth in den USA eine Rendite von 46%, ganz im Gegensatz zu den Value-Titeln, die nur um 8% zulegen konnten. Neben der Zinskomponenten belasteten zusätzlich die Bankenkrise im Frühjahr 2023 und der niedrigere Ölpreise Value-Aktien. Bemerkenswert ist, dass der Renditeunterschied zwischen Value- und Growth-Titeln an den europäischen Aktienmärkten nicht so ausgeprägt war: 16.1% (Growth) vs. 15.6% (Value).

Quality schnitt das Jahr 2023 ebenfalls ausgesprochen gut ab und übertraf die Marktindizes in allen Regionen. Das beste Portfolio war das Global Quality Top 8, welches eine Rendite von 41% (in CHF) erzielte und damit die Benchmark (MSCI World Index) um mehr als 20% übertraf.

Obwohl die Risikobereitschaft der Anleger an allen Märkten zunahm, konnten Small Caps im Jahr 2023 nicht mit Large Caps mithalten. Sowohl in Europa als auch in den USA blieben sie hinter dem Markt zurück.

Zu den Sektoren, die sich in den USA am besten entwickelten, gehörten Kommunikationsdienste und IT. Auch in Europa schnitt der IT-Sektor hervorragend ab, gefolgt von Industriewerten. Dagegen wurden in den USA defensive Sektoren - Versorger, Energie und nicht-zyklische Konsumgüter eher weniger nachgefragt. Die nicht-zyklischen Konsumgüter hatten auch in Europa zu kämpfen. Mit wenigen Ausnahmen wie Novo Nordisk schnitten Unternehmen aus dem Gesundheitssektor in Europa im vergangenen Jahr am schlechtesten ab.

Das Finanzjahr 2023 kann auch als das Jahr der fehlgeschlagenen Prognosen bezeichnet werden. Makroökonomien und geldpolitische Entscheidungsträger lagen mit ihrer Einschätzung von Inflations- und Wirtschaftswachstum meistens nicht richtig. Ersteres verlangsamte sich zu schnell, während die Wirtschaft und die Verbraucherausgaben (vor allem in den USA) robust blieben. Die jüngsten US-Inflationszahlen zeigen, dass sich die Inflation auf 3.1% abgeflacht hat. Dies hat dem Aktienmarkt einen erheblichen Auftrieb gegeben und Diskussionen über eine Zinssenkung im nächsten Jahr ausgelöst.

	Quality*	Value	Growth	Small Cap	Market	Quality Top 8*
USA	36.8%	8.4%	46.5%	17.9%	26.5%	
EU	21.3%	15.6%	16.1%	12.7%	15.8%	
CH	8.3%	16.6%	-0.4%	5.6%	5.3%	
World	26.5%	7.7%	32.4%	11.8%	19.6%	44.9%

Abb.1 Performance (TR) 2023 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 Highlights 2. Halbjahr 2023



Historische Käufe und Verkäufe: Unsere wichtigsten Erkenntnisse

In diesem Corporate Excellence Insight geben wir Einblick in die regelmässige Überprüfung unseres Investmentprozesses, die zu unserer Routine gehört. Die Ergebnisse früherer Überprüfungen haben unsere Entscheidungsprozesse verbessert und damit einen positiven Beitrag zur Performance unserer Portfolios geleistet. So vermeiden wir systematisch Investitionen in staatlich regulierte Sektoren, in kapitalintensive Unternehmen und in Unternehmen, die sich in der Umstrukturierung oder in einer frühen Phase des Umstrukturierungsprozesses befinden. Mehr denn je prüfen wir die historische Margenentwicklung, um ihre Konsistenz über die Zyklen hinweg zu verstehen, und achten noch stärker auf die Qualität der Unternehmensführung.

<https://hqam.ch/lernen-durch-stetige-analyse-der-entscheidungsfindung/>



Investieren für eine grüne Zukunft

Etwa 40% des weltweiten Vermögens für nachhaltige Anlagen fallen unter eine ESG Integrationsstrategie, bei der berücksichtigt wird, wie erfolgreich ein Unternehmen seine wesentlichen Nachhaltigkeitsfaktoren als Teil einer ganzheitlichen Analyse des Geschäfts verwaltet. Bei der ESG-Integration geht es also nicht darum, in Unternehmen zu investieren, die Gutes für den Planeten tun - es geht um eine sorgfältige Bewertung der Risiken und Chancen, denen ein Unternehmen unter ESG-Gesichtspunkten ausgesetzt ist. Anleger, die sicherstellen möchten, dass ihr Geld in Unternehmen investiert wird, die aktiv zur Förderung der ökologischen Nachhaltigkeit beitragen, können sich für thematische Fonds entscheiden. Allerdings müssen die Unternehmen solcher Fonds genau geprüft werden, da hier Quality-Unternehmen oft Mangelware sind.

<https://hqam.ch/quality-investitionen-fuer-eine-gruene-zukunft/>



Verdienen Anleihen noch einen Platz in Ihrem Portfolio?

In der Vergangenheit boten Anleihen einen gewissen Schutz gegen Abschwünge am Aktienmarkt. Seit 2004 ist die Volatilität von Anleihen ca. dreimal niedriger als die von Aktien. In den USA liegt die Volatilität von Anleihen bei 5% im Vergleich zu 16.9% bei Aktien, während sie in Europa bei 5.9% gegenüber 17.4% bei Aktien liegt. Anleihen bieten weiterhin attraktive Performanceaussichten und dürften nach wie vor Diversifizierungsvorteile für ein Aktienportfolio bieten. Allerdings könnten teurere Schulden in Verbindung mit einer schwachen Wirtschaft und schlechteren Solvenzquoten zu einem höheren Insolvenzrisiko von Anleiheemittenten führen.

<https://hqam.ch/verdienen-anleihen-noch-einen-platz-in-ihrem-portfolio/>



Sollten Sie in Unternehmen und Fonds mit hohen ESG-Ratings investieren?

Voller Enthusiasmus haben wir Ende 2023 zum ersten Mal die Ergebnisse des Incremental Excellence Award präsentiert. Das Ziel des Incremental Excellence Award ist es, diejenigen Unternehmen in den Fokus zu rücken, die Punkte ESG sehr gross Fortschritte machen. Quality-Unternehmen weisen in der Regel in Bezug auf ESG bereits gute Leistungen auf. Es gibt jedoch noch viele Firmen, die diesbezüglich noch nicht auf einem hohen ESG-Niveau sind. Daher lohnt es sich, systematisch solche Firmen bezüglich der ESG-Verbesserungen zu durchleuchten, um sicher zu stellen, dass echte Fortschritte messbar nachgewiesen werden können. Wir waren positiv überrascht, dass sich unter den Spitzenreitern bei den Verbesserungen Branchen befanden, die typischerweise mit Umweltverschmutzung, Katastrophen und Klimaerwärmung in Verbindung gebracht werden. Unternehmen aus den Sektoren Werkstoffe, Energie und Versorgungsunternehmen waren führend bei der Verbesserung ihrer ESG-Standards. Vermutlich spielten Vorschriften, der Druck von Kapitalgebern und die öffentliche Kontrolle eine Rolle bei der Förderung dieser positiven Veränderungen.

<https://hqam.ch/hohe-vs-verbesserte-esg-ratings/>

Beispiele von Kauf- und Verkaufsentscheidungen in unseren Quality Portfolios im Jahr 2023

Kaufen

Holcim

Ende August 2023, nach fast drei Jahren ständiger Beobachtung, haben wir den weltgrössten Zementhersteller Holcim in unsere Quality Schweizer Portfolios aufgenommen. Da es sich bei Zement um ein kapitalintensives Geschäft mit starkem Wettbewerb handelt, könnte man sich angesichts des schwierigen makroökonomischen Umfelds, insbesondere im Bausektor, natürlich die Frage nach dem richtigen Zeitpunkt für eine solche Aufnahme stellen. Unsere Quality-Kriterien weisen eine exzellente Unternehmensführung als eine der Voraussetzungen für geschäftlichen Erfolg aus. Holcim ist ein perfektes Beispiel dafür, wie es dem CEO gelungen ist, einen kämpfenden Giganten, der in einer relativ trägen Branche tätig ist, in ein margenstarkes Unternehmen zu verwandeln, welches die grüne Revolution im Bauwesen anführt.

Ursprünglich war Holcim ein rein schweizerisches Unternehmen, entschied sich aber 2015 für einen kühnen Schritt - die Fusion mit dem französischen Unternehmen Lafarge, um den weltweit grössten Zementhersteller zu formieren. Das damalige Management setzte sich ehrgeizige Ziele für die Zeit nach der Fusion und versprach Grosses - die Schaffung eines globalen Best-in-Class-Portfolios, um langfristige Wachstumschancen zu nutzen, die Kapitaleffizienz zu verbessern und letztlich den Unternehmenswert zu steigern. Leider ist nichts davon eingetreten. Bis 2019 hat das Unternehmen die versprochene Wertsteigerung nicht erreicht und ist in Bezug der Aktienperformance sowohl den europäischen Wettbewerbern als auch dem Schweizer Markt hinterhergeinkt. Später wurde der Makel noch grösser, als ans Licht kam, dass Lafarge mit terroristischen Organisationen in Syrien verwickelt war, wo es den ISIS bezahlte, um den eigenen Betrieb in dem Land von 2013 bis 2014 ununterbrochen aufrechtzuerhalten.

Die markante Veränderung im Management kam im Oktober 2017, als der ehemalige CEO von Sika (einem anderen Schweizer Quality-Unternehmen), Jan Jenisch, beschloss, die Herausforderung anzunehmen und LafargeHolcim ein "Sika-ähnliches" Makeover zu geben. Herr Jenisch ist auf dem heimischen Markt als charakterstarker Mann bekannt, der meistens «zu wenig versprochen, aber zu viel gehalten hat». Daher reagierten die Investoren geradezu euphorisch, als er eine neue Strategie ankündigte, die (1) erhebliche Veräusserung komplizierter Vermögenswerte - vor allem in den Schwellenländern - zur Verbesserung der Rentabilität, (2) Diversifizierung weg vom zyklischen

Zement durch gezielte Zukäufe in margenstarken und widerstandsfähigeren Dächern, (3) Vereinfachung der Struktur, um sich voll auf operative Geschäft zu konzentrieren, und (4) höhere Cash Conversion vorsah. Aber der vielleicht visionärste Schritt, den Herr Jenisch unternahm, war der in Richtung grüner Technologien und Nachhaltigkeit.

Die Bauindustrie und insbesondere die Zementherstellung ist ein extrem emissionsintensiver Wirtschaftszweig, der sich lange Zeit gegen Veränderungen gestäubt hat, insbesondere wenn es um Dekarbonisierung, Digitalisierung, grüne Produkte und Kreislaufwirtschaft geht. Holcim (Mitte 2023 strich das Unternehmen den Namen Lafarge ganz aus seinem Namen, um sich vom schlechten Ruf des französischen Unternehmens zu distanzieren) hat früh erkannt, dass Nachhaltigkeit eine der wichtigsten Herausforderungen in der Geschichte des Bauwesens sein wird. Da ist eine lohnenswerte Strategie, als erstes auf den Zug aufzuspringen und den Weg zu ebnen, um sich so eine Führungsposition in diesem Bereich zu sichern. Bereits im ersten Halbjahr 23 stammten 18% des Betonabsatzes von Holcim aus EcoPact - kohlenstoffarmer Beton mit einer CO₂-Reduktion von 30% bis 100%, während 10% des Zementabsatzes auf den kohlenstoffarmen EcoPlanet-Zement entfielen. Da beide Produkte im Vergleich zu herkömmlichem Zement einen höheren Preis haben, konnte Holcim trotz eines Absatzzurückgangs im mittleren einstelligen Bereich, insbesondere in Europa, das Umsatzwachstum und die Rentabilität in dieser Kategorie bis 2023 aufrechterhalten.

Obwohl die ersten Erfolge der neuen Strategie bereits im Jahr 2020 messbar wurden und Holcim sich unseren Quality- und Bewertungskriterien annäherte, wollten wir den Beweis der Transformation abwarten. Die Margenvolatilität wurde verringert, das Umsatzwachstum ist nicht mehr un stetig und es gibt sichtbare Verbesserungen bei der Kapitalrentabilität. Dennoch wollten wir sichergehen, dass die Verbesserung der Fundamentaldaten tatsächlich nachhaltig ist und die «neue» Holcim AG fundamental robust bleiben würde, wenn das Umfeld nicht mehr so günstig ist. Als sich dies bewahrheitete und die Bewertung zugleich attraktiv war, nahmen wir Holcim in unser Quality Schweiz Portfolio auf. Bis Ende 2023, d.h. nach etwas mehr als vier Monaten in den Portfolios, hatte Holcim eine Rendite von 12.3% erzielt und den SPI um 11.2% übertroffen!

Halten

Lonza

Ein Sprichwort besagt: "Zuerst hatten wir kein Glück, und dann kam auch noch Pech dazu."

Dies gilt insbesondere für den Aktienmarkt, und die letzten drei Jahre waren ein sehr gutes Beispiel dafür, wie schnell sich die Dinge zum Schlechten wenden können und wie unbarmherzig die Stimmung sein kann, sobald sie die Richtung bestimmt. Im Jahr 2023 hat Lonza, ein schweizerischer Auftragsfertiger der Pharma- und der Biotech-Industrie, diese Erfahrung schmerzlich machen müssen.

Das Unternehmen ist seit 2016 ein Bestandteil unseres Schweizer Qualitätsportfolios. Obwohl es 2023 fast 30% seines Wertes verlor, erzielten wir während der gesamten Haltedauer einen Gewinn von über 115% und eine Outperformance von 50% gegenüber dem SPI.

Der Aktienkurs des Unternehmens erlitt Mitte Sommer 2023 einen ersten deutlichen Einbruch, nachdem das Unternehmen gezwungen war, seine Jahresprognose aufgrund geringeren Kundenaufträgen von Biotechunternehmen und der anhaltenden Schwäche im Kapselgeschäft leicht zu korrigieren. Später wurde der Titel in Mitleidenschaft gezogen, als Lonza überraschend den Abgang ihres CEO bekannt gab. Die neuen mittelfristigen Ziele für 2024-2028 konnten die Stimmung der Investoren auch nicht anheben.

Um zu verstehen, warum wir Lonza nach wie vor als eine attraktiv bewertete Quality Firma einstufen, ist es wichtig, das Unternehmen kennen zu lernen. Das Unternehmen ist der weltweit grösste Auftragsfertiger der Pharma- und der Biotech-Industrie (CDMO - Contract Development and Manufacturing Organization) mit einer unbestrittenen Führungsposition im Bereich Biologics, wenn es um die Produktionskapazität geht. In der fragmentierten Branche mit über 1'000 aktiven Unternehmen (die Top 10 Unternehmen besitzen weniger als 20%) sind Grösse und Zuverlässigkeit entscheidende Eigenschaften, um langfristige Beziehungen zu grossen Pharmaunternehmen und kleineren Biotechfirmen aufzubauen. Sobald ein Kunde einen Vertrag unterzeichnet hat, ist er meistens bis zum Ende der



Dank seiner marktführenden Position, seines robusten Geschäftsmodells und seiner Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Schocks ist das Unternehmen gut aufgestellt, um den Herausforderungen zu begegnen.

Lebensdauer eines bestimmten Medikaments gebunden, da es aufgrund der Wechselkosten wirtschaftlich unrentabel ist, den Partner währenddessen zu wechseln. Das Geschäft ist also sehr beständig. Lonza ist seit jeher für seine Grösse und die Qualität seiner Betriebsabläufe bekannt und hatte bisher keine bedeutende Reputationsprobleme (wie z.B. Catalent mit der Herstellung von Inhaltsstoffen für NovoNordiks Medikament zur Gewichtsreduktion). Die Branche selbst folgt dem Wachstum des globalen Pharmamarktes (zwischen 2020 und 2025 eine Wachstumsrate (CAGR) von +5% p.a.) und ist daher kaum von wirtschaftlichen Zyklen betroffen. Der anhaltende Outsourcing-Trend der Pharmaindustrie zeigt stellt einen langfristigen und nachhaltigen Wachstumsmotor dar.

Es gibt auch Nachteile - der bedeutendste davon ist die Kapitalintensität. Um zukünftiges Wachstum zu sichern, müssen CDMOs viel investieren – rund drei bis vier Jahre im Voraus. Je grösser das zukünftige Projekt ist, desto länger dauert es, die erforderlichen Kapazitäten aufzubauen und desto mehr Investitionsausgaben (CAPEX – Capital Expenses) sind erforderlich. Die Investitionsausgaben bei Lonza haben sich kontinuierlich beschleunigt und erreichten 2023 einen Anteil von 30% des Umsatzes. Die Notwendigkeit eines dauernd hohen Investitionsaufwandes (CAPEX), teils trotz schwierigem makroökonomischen Umfeld, war ein spezifischer Kritikpunkt, weshalb Investoren gegenüber dem Unternehmen verhalten eingestellt waren. Warum man nicht einige Projekte einfriert, um die Marge zu erhalten, war eine berechtigte Frage, die immer wieder gestellt wurde. Aber eine frühzeitige Kundenakquise ist für das künftige Wachstum von entscheidender Bedeutung, und Lonza ist sich dessen sehr wohl bewusst, insbesondere angesichts des verstärkten Wettbewerbs durch asiatische Unternehmen wie Wuxi und Samsung Biologics.

70% des Geschäfts von Lonza generieren einen kontinuierlichen Cashflow, während neue Investitionsprojekte immer durch einen Stammkunden oder eine langfristige Liefervereinbarung abgesichert sind. Trotz erheblicher Investitionen verfügt Lonza über eine erstklassige EBITDA-Marge (30% im ersten Halbjahr 2023) im Vergleich zu US- und Schweizer Wettbewerbern, was die Robustheit des Geschäftsmodells unterstreicht.

Auch wir müssen anerkennen, dass die Anpassung der Margenziele für die nächsten fünf Jahre auf ein niedrigeres, wenn auch immer noch sehr gesundes Niveau eine Enttäuschung ist. Jedoch bleiben wir nach einer eingehenden Analyse des Unternehmens überzeugt, dass Lonza weiterhin über ein robustes Geschäftsmodell verfügt und den breiteren Markt übertreffen wird. Es liegt in der Natur der Branche, dass Lonza von grösseren wirtschaftlichen Schocks verschont bleibt, was angesichts einer möglichen bevorstehenden Rezession ein besonders wichtiges Argument für diesen Titel ist.

Verkaufen

Kering

Im August 2021 haben wir Kering in unser europäisches Quality-Portfolio aufgenommen. Das Unternehmen verzeichnete eine verbesserte Geschäftslage, und der Luxussektor hatte sich von den Pandemie Herausforderungen des Jahres 2020 erholt. Darüber hinaus waren die mittel- bis langfristigen Wachstumsgrundlagen des Luxusmarktes intakt geblieben, die Krise verstärkte sogar mehrere zuvor beobachtete Trends und beschleunigte damit die laufende Markttransformation.

Kering war mit seiner Flaggschiffmarke Gucci unter den Ersten, die die Macht der Millennials erkannten und von 2017 bis 2019 damit ein enormes Wachstum verzeichnete. Gucci trägt zu 60% des Umsatzes von Kering und zu über 70% des Gewinns der Gruppe bei und ist damit der wichtigste Wachstumsmotor des Unternehmens. Im Jahr 2021 kamen neue Gucci-Kollektionen auf den Markt, die in Verbindung mit der Premiere des Films "House of Gucci" als Katalysator für die Marke in der zweiten Jahreshälfte fungieren und den Abstand zum Branchenführer LVMH verringern sollten.

Trotz der starken Leistungen anderer Marken (z. B. Yves Saint Laurent, Balenciaga) verzeichnete die margenstarke Marke Gucci jedoch kein ausreichendes Wachstum (vor allem aufgrund des schwachen Geschäfts in China), was die Gesamtrentabilität des Unternehmens beeinträchtigte. Ein solides organisches Umsatzwachstums von 9% reichte nicht aus, um mit LVMH und Hermes Schritt zu halten, die ein Wachstum von über 20% verzeichneten.

Das Gesamtergebnis für das erste Halbjahr 2023 entsprach im Grossen und Ganzen den durchgängig gesenkten Prognosen. Obwohl die Ergebnisse den gesenkten Erwartungen entsprachen, verschlechterte sich die Stimmung von Quartal zu Quartal weiter. Zusammen mit den Ergebnissen kündigte Kering Veränderungen im Management und die Übernahme einer 30% Beteiligung an Valentino an, welche die Marken von Kering ergänzt. Dies signalisierte, dass sich die Gruppe darauf konzentriert, das Wachstum voranzutreiben und in den folgenden Quartalen möglicherweise die Lücke zu den Wachstumsraten der Branche zu schliessen. Der Trend zur Underperformance setzte sich jedoch fort, ohne dass es Anzeichen für eine kurzfristige Änderung gibt. Fast alle Geschäftsbereiche verzeichneten Rückgänge im niedrigen zweistelligen Bereich.

Aufgrund der sinkenden Profitabilität, des Verlusts von Marktanteilen und des Fehlens klarer Katalysatoren für eine Verbesserung erfüllte Kering unsere Quality-Kriterien nicht mehr. Daher beschlossen wir, uns im Oktober 2023 von dem Unternehmen zu trennen. Nach dem Verkauf setzte das Unternehmen seinen Abwärtstrend fort und blieb bis zum Jahresende um mehr als 10% hinter der Marktentwicklung zurück. Während der Haltedauer verzeichnete der Titel eine Underperformance von 27%.

Es muss eingeräumt werden, dass der Luxusmarkt, - mit einigen wenigen Ausnahmen - ein unbeständiges Geschäft bleibt. Es gibt wenig wiederkehrenden Einnahmen; Trends, Begehrlichkeiten und Mode ändern sich; und, was noch wichtiger ist, die Kaufkraft und die Vorlieben der Kunden entwickeln sich ständig weiter. Auch wenn der Sektor Unternehmen mit einem Portfolio langlebiger, hochwertiger Marken umfasst (LVMH, Richemont, Hermes, Kering), gibt es Zeiten, in denen die Anpassungsfähigkeit an neue Marktbedingungen von entscheidender Bedeutung ist, und Kering fehlte dies in der Zeit nach der COVID-Krise mit seinem späten Übergang zum Direktvertrieb und dem Verlust der Bekanntheit der Marke Gucci.

Obwohl Gucci zu den ersten gehörte, die die Macht der Millennials erkannten, verlor das Unternehmen in der Zeit nach der COVID-Krise gegen die Konkurrenz.



Im Fokus

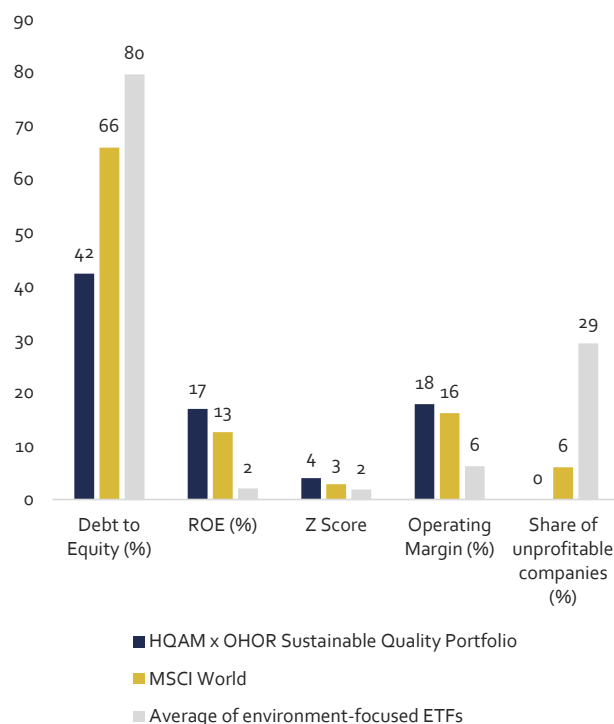
HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio

Alle Unternehmen, die in unseren Quality Portfolios enthalten sind, werden einer ESG-Analyse unterzogen. Für Anleger, die in ihrem ESG-Engagement noch einen Schritt weiter gehen möchten, haben wir kürzlich in Zusammenarbeit mit Oliver Heer Ocean Racing (www.oliverheer.ch) das HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio aufgelegt.

Im Geiste der Oliver Heer Ocean Racing Kampagne, die Nachhaltigkeit und den Klimawandel in den Mittelpunkt stellt, legt das Portfolio den Schwerpunkt auf nachhaltiges Investieren und enthält ein zusätzliches Overlay zum Thema Umwelt. Unter Beibehaltung unseres bewährten Ansatzes "Qualität zu attraktiver Bewertung" investiert das Portfolio in Qualitätsunternehmen, die mit ihren Produkten oder Dienstleistungen einen Beitrag zur ökologischen Nachhaltigkeit leisten.

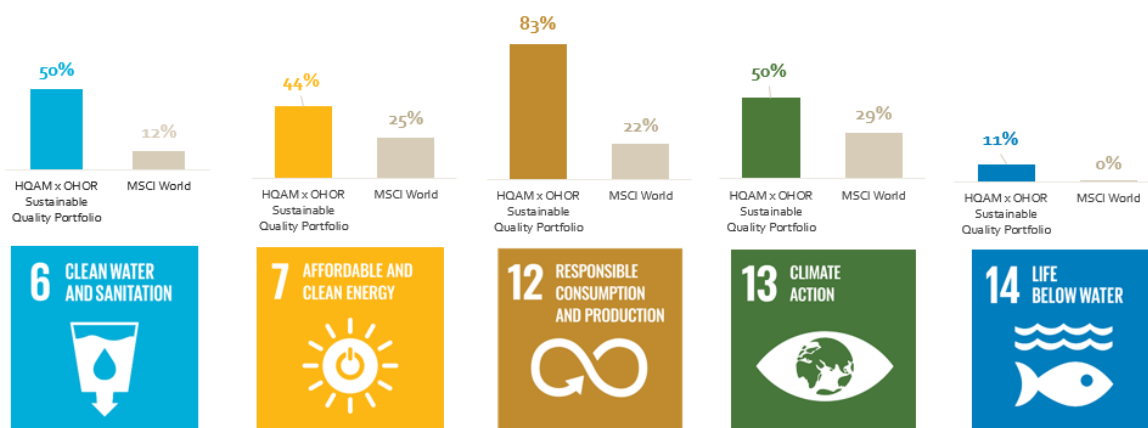
Im Gegensatz zu den meisten thematischen Fonds, die sich auf Umweltthemen konzentrieren und oft einen hohen Anteil an aufstrebenden aber unrentablen Unternehmen enthalten, umfasst das HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio nur Unternehmen mit einem hervorragenden finanziellen Qualitätsprofil und einem bewährten Geschäftsmodell. Das Portfolio ist in hohem Masse auf die Ziele der nachhaltigen Entwicklung ausgerichtet und enthält Unternehmen, die Ressourceneffizienz, Kreislaufwirtschaft, Treibhausgasreduzierung und andere Umweltziele ermöglichen. Es bietet Anlegern die Möglichkeit, an der nachhaltigen Transformation teilzuhaben, ohne dabei Kompromisse bei der Qualität ihrer Investitionen einzugehen.

Abb. 1. Finanzielle Qualität des HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio, des MSCI World und anderer umweltorientierter Fonds (per 31.12.2023)



Quelle: Hérens Quality AM, MSCI

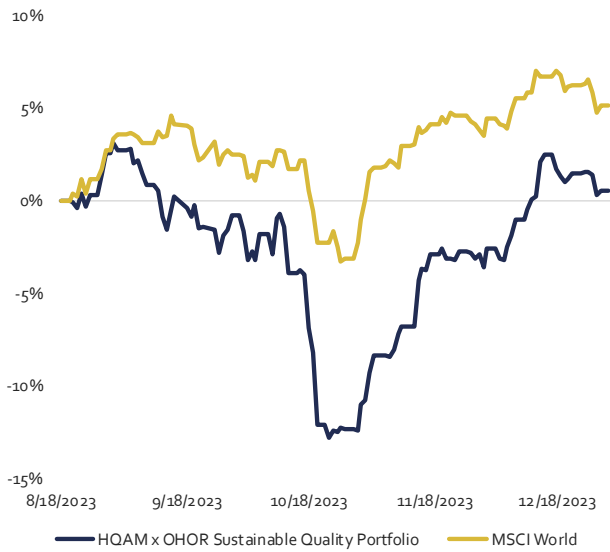
Abb. 2: HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio und MSCI World im Einklang mit den Sustainable Development Goals



Quelle: Hérens Quality AM, MSCI, Refinitiv

Mit der Auflegung Mitte August 2023 hatte das Portfolio einen etwas holprigen Start, da ein starker Anstieg der Obligationen Renditen und wachsende Rezessionsrisiken die Aktienkurse einiger Portfoliounternehmen beeinträchtigten, die in wirtschaftlich sensiblen Branchen wie dem Baugewerbe und der verarbeitenden Industrie oder im Konsumsektor tätig sind. Als die Volatilität an den Finanzmärkten jedoch nachliess, begann das Portfolio, den Rückstand gegenüber der Benchmark aufzuholen. Darüber hinaus stellen wir fest, dass die Nachfrage nach nachhaltigkeitsbezogenen Produkten und Services in vielen Fällen auch angesichts des wirtschaftlich herausforderndem Umfeld relativ stabil geblieben ist.

Abb. 3. Gesamttrendite (CHF) des HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolios vs. MSCI World seit Auflegung (per 31.12.2023)



Quelle: Hérens Quality AM, MSCI

Ein Beispiel dafür ist Trane Technologies, ein US-amerikanischer Anbieter von Heizungs-, Lüftungs- und Klimaanlage, der erst kürzlich in das HQAM x OHOR Sustainable Quality Portfolio aufgenommen wurde und einen Rekordumsatz verzeichnete. Dank der hohen Energieeffizienz und der damit verbundenen Umweltvorteile der Trane-Systeme wirken sich höhere Zinssätze kaum auf die gewerbliche Nachfrage aus, da die Kunden über die gesamte Nutzungsdauer der Anlagen immer noch erhebliche Einsparungen erzielen.

Nur auf den Aspekt der Nachhaltigkeit zu setzen, reicht aber auch nicht aus. Die fundamentalen Unternehmenskriterien müssen auch stimmen, was bei einigen Unternehmen, von denen wir uns trennen mussten, nicht mehr der Fall war. Dazu gehört zum Beispiel Nibe Industrier, ein schwedischer Wärmepumpenhersteller, der einen starken Nachfragerückgang aufgrund von Subventionskürzungen, niedrigeren Energiepreisen und schleppenden Konsumausgaben hinnehmen musste - ein wahrer Sturm.

Für die meisten Portfoliotitel ist der Megatrend der Nachhaltigkeit jedoch sehr greifbar und dient als säkularer Wachstumsmotor, der das Portfolio langfristig gut positioniert.

Incremental Excellence Award

Unsere jüngste Weiterentwicklung im Thema Nachhaltigkeit war die offizielle Einführung des Incremental Excellence Awards (IEA). Seit langem betonen wir, wie wichtig es ist, Unternehmen zu belohnen, die ihre ESG-Leistung kontinuierlich verbessern. Ein hohes ESG-Rating ist zwar löblich, aber wir sind der Meinung, dass Anleger auch die Bemühungen von Unternehmen unterstützen sollten, die zwar noch zu den ESG-Nachzüglern gehören, aber kontinuierlich daran arbeiten, diesen Status zu ändern.

Mit dem Incremental Excellence Award (IEA) sollen die besten Unternehmen ausgezeichnet werden, die ihren ESG-Status sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht verbessern. Wir vergleichen die Fortschritte der Unternehmen in Bezug auf E, S und G mit denen ihrer Branchenkollegen weltweit, einschliesslich Unternehmen aus

Schwellenländern. Der erste Schritt besteht aus einer quantitativen Analyse, die sich auf die Dynamik der KPIs konzentriert, die das Engagement der Unternehmen in Bezug auf E, S und G beschreiben. Der zweite Schritt umfasst eine gründliche qualitative Analyse, die branchenspezifische KPIs, die Erkennung von möglichem Greenwashing, die Bewertung der Plausibilität von ESG-Zielen und eine Kontroversenanalyse beinhaltet. Die fünf besten Unternehmen werden nach strengen Filtern der internationalen Jury vorgestellt, die den endgültigen Gewinner der ESG-Verbesserungen ermittelt. Es wurden 11 Gewinner prämiert - einer für jeden Sektor. Diese Unternehmen haben zwar noch einen weiten Weg vor sich, um in die Riege der ESG-Leader aufzusteigen, aber die positiven Auswirkungen, die sie bisher durch die Verbesserung ihrer ESG-Aktivitäten erzielt haben, sind signifikant: In den letzten drei

Jahren haben beispielsweise die Gewinner des Incremental Excellence Award ihre kumulativen Scope 1- und 2-Treibhausgasemissionen um 80 Millionen Tonnen gesenkt, was den jährlichen Emissionen von etwa 18 Millionen Autos entspricht.

Wir freuen uns darauf, den Incremental Excellence Award zu einer alljährlichen Tradition zu etablieren und sind gespannt, wie die Ergebnisse des nächsten Jahres im Vergleich zu den diesjährigen Resultaten ausfallen werden.

Weitere Informationen: www.ce-award.com

Abb. 1. Gewinner des Incremental Excellence Awards

Sector	Winner	Winner Country
Information Technology		
Energy		
Financials		
Health Care		
Industrials		
Utilities		
Consumer Staples		
Consumer Discretionary		
Real Estate		
Materials		
Communication Services		

Quelle: Hérens Quality AM

Abb. 2. Verbesserungen im ESG-Bereich bei den Gewinnern des Incremental Excellence Award



Source: Hérens Quality AM

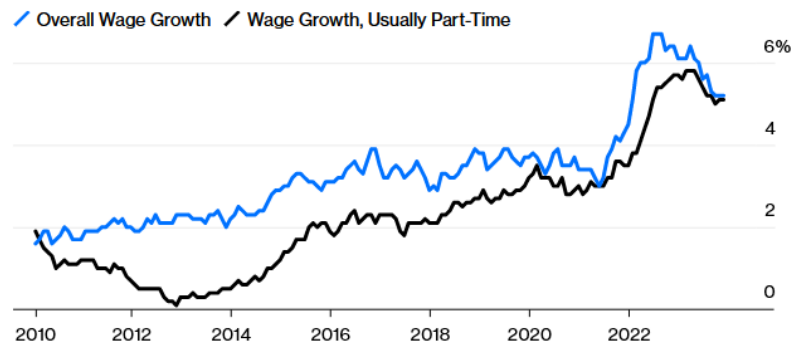
Ausblick: Zinssenkungen im Fokus, Qualitätsunternehmen für den Fall einer Rezession halten

Risikofaktor Zinssenkung?

Zinsen, Zinsen, Zinsen - dieses Wort ist seit 2020, nachdem während der COVID-Krise das Geld nach dem Helikopter-Prinzip verteilt wurde und die Inflation "ihre Zähne zeigte", in fast jeder Finanznachricht zu finden. Auch in unseren Marktkommentaren – wie vorliegend - spielt die Zinsentwicklung gegenwärtig eine wichtige Rolle.. Die Zinsen sind auf dem höchsten Stand seit mehr als 22 Jahren sind. Daher wird in diesem Jahr die Frage nach dem Zeitpunkt der Zinssenkung, im Mittelpunkt stehen. Ende Dezember 2023 hat der Aktienmarkt die drei Zinssenkungen der Fed in Viertelproentschritten bereits eingepreist. Das Risiko einer zu frühen Zinssenkung könnte jedoch Anlass zur Sorge geben. Wir hoffen, dass sich der Fehler von 1980 nicht wiederholt, als die Fed gezwungen war, die Zinssätze noch weiter anzuheben, anstatt sie weiter zu langsam zu senken.

Die US-Wirtschaft hält sich gut und wuchs im 3. Quartal 2023 um 4.9%. Auch die Prognose für 2024 sieht mit 1.4% nicht allzu schlecht aus. Erstaunlich stark ist der Arbeitsmarkt, der das Haupthindernis für den Beginn von Zinssenkungen zu sein scheint. Die Abbildung 1 zeigt, dass die Lohninflation noch immer vorhanden ist. Die jüngsten Daten deuten darauf hin, dass die Löhne in um 5% gestiegen sind, was ziemlich stabil ist. Zudem hat sich die Prämie für einen Arbeitsplatzwechsel erneut ausgeweitet. Der Kampf gegen die Lohninflation ist also noch nicht vorbei, und verfrühte Zinssenkungen könnten die Situation noch verschlimmern.

Abb. 1. Lohnwachstum in den USA (Quelle: Federal Bank of Atlanta, Bloomberg)



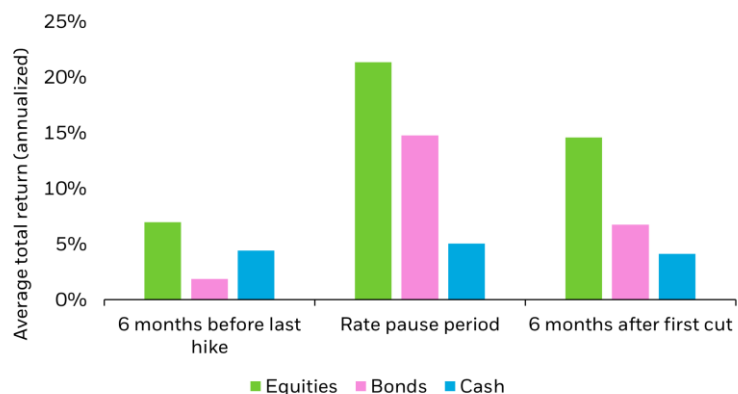
Ein zusätzlicher Risikofaktor, der die Verbraucherausgaben weiter ankurbeln könnte, ist der "Vermögenseffekt", der sich aus der guten Performance des Aktienmarktes und den boomenden Kryptowährungsmärkten ergibt. So könnten die robusten Verbraucherausgaben dazu führen, dass sich die Inflation nicht schnell genug verlangsamt.

Sicherlich warten sowohl Aktien- als auch Anleiheinvestoren tendenziell auf Zinssenkungen. Historische Fakten deuten jedoch darauf hin, dass Pausen im Vergleich zu geldpolitischen Lockerungen sogar vorteilhafter sein könnten (Abb. 2).

Wünschen wir der Fed also, dass sie 2024 weise Entscheidungen trifft!

Anders sieht es in Europa aus, wo die Wirtschaft im dritten Quartal 23 um 0.1% schrumpfte, beeinflusst durch Rückgänge in der EU-Schwergewichte, Deutschland (-0.4%) und Frankreich (-0.1%). Auch die Inflationszahlen sind im Vergleich zu den USA moderater: 2.4% vs. 3.1%. Daher scheinen Zinssenkungen zuerst in Europa wahrscheinlicher, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln.

Abb. 2. Vermögensrenditen und Zinserhöhungen/-senkungen (Quelle: Blackrock)



Qualitätsunternehmen als Schutzschild

Die Risiken einer Rezession nehmen zu, da die Zinssätze auf einem relativ hohen Niveau gehalten werden, um die Inflation zu dämpfen. Als Faustregel gilt, dass die Realwirtschaft mit einer Verzögerung von 18 bis 24 Monaten reagiert, so dass eine Konjunkturabschwächung unvermeidlich ist und eine Rezession selbst bei einer Zinssenkung zu Beginn des Jahres eintreten kann.

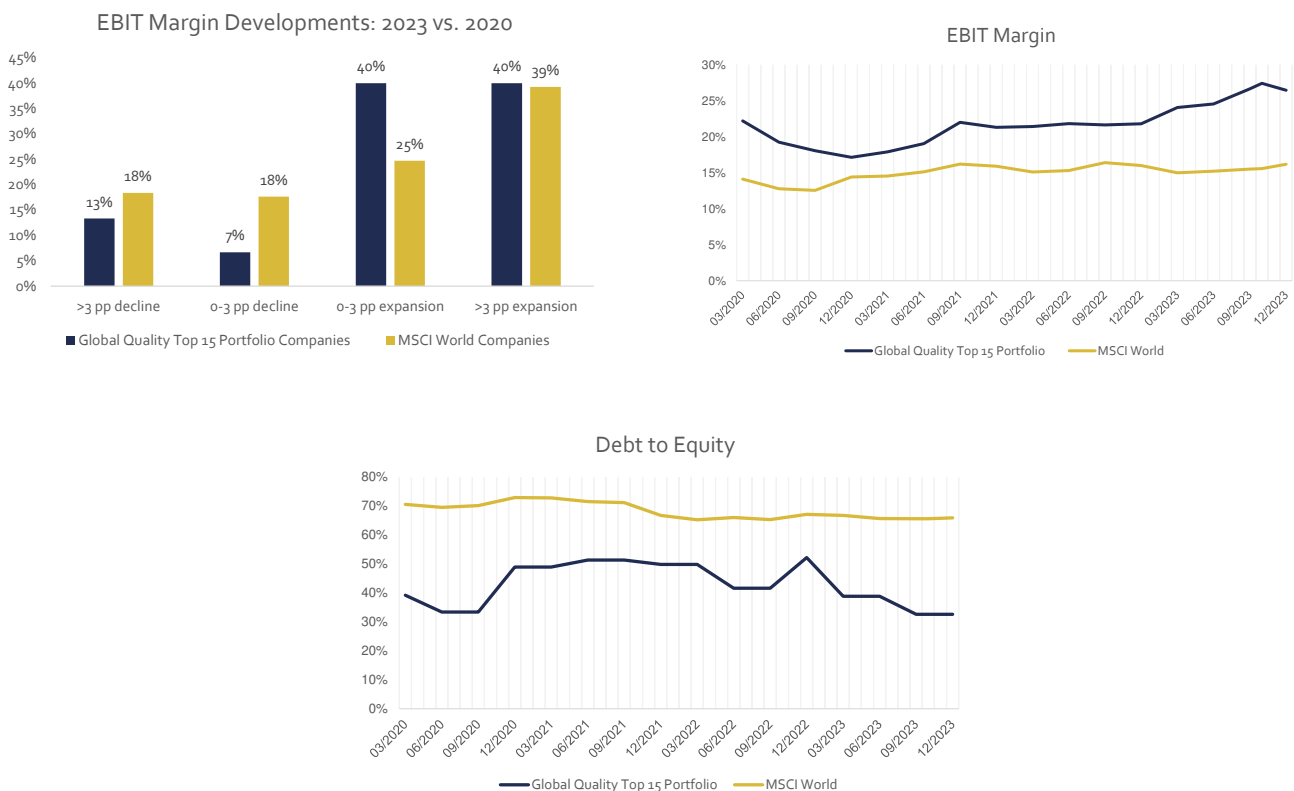
Daher ist die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen ein Schwerpunkt bei unserer monatlichen Portfolioüberprüfung. Grosse Aufmerksamkeit wird dem Margenniveau des Unternehmens und seiner Kaufkraft gewidmet. Abb. 3 zeigt, dass die durchschnittliche operative Marge z.B. des Global Quality Top 15 Portfolios nachhaltig über dem Marktdurchschnitt liegt. Vergleicht man die Margenentwicklung der Quality-Unternehmen mit der Entwicklung des Marktes in den letzten drei Jahren, so zeigt sich, dass die Quality-Unternehmen in jedem Bereich der Margenentwicklung besser abschneiden als der Markt. So konnten 80% der Titel des Qualitätsportfolios ihre Margen steigern, verglichen mit 64% der Unternehmen des breiten Marktes.

Eine robuste Bilanz ist ein charakteristisches Merkmal von Quality-Unternehmen. Wie die Grafik zeigt, liegt der Verschuldungsgrad von Quality-Unternehmen deutlich unter dem Marktdurchschnitt, wobei im Jahr 2023 ein gewisser Schuldenabbau zu beobachten ist. Der Verschuldungsgrad tritt in den Vordergrund, wenn die Zinssätze hoch sind, um sicherzustellen, dass die Zinszahlungen die Rentabilität des Unternehmens nicht übermässig belasten und das Unternehmen nicht einem zu grossen Refinanzierungsrisiko ausgesetzt sind.

Darüber hinaus wird auch der Anteil der wiederkehrenden Einnahmen und die Qualität der Cashflow-Generierung als wesentliche Bestandteile des Qualitätsstatus eines Unternehmens angesehen. Sie helfen dem Unternehmen, seine Widerstandsfähigkeit zu erhalten.

Das Vorhandensein der oben genannten Merkmale gewährleistet die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens und unterscheidet eine attraktiv bewertete Quality-Firma von anderen Unternehmen. Gerade in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten sind fundamentale Quality-Kriterien essenziell für die Resilienz von Unternehmen und damit für den Unternehmens- und Investitionserfolg.

Abb.3. Profitabilität und finanzielle Stabilität von Qualitätsunternehmen im Vergleich zum MSCI World (Quelle: Refinitiv Eikon, HQAM)



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 Übersicht

Quality Composites*	2023	2022	2021	2020	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha**	Inception Date
USA (USD)	36.8%	-31.5%	23.2%	28.5%	4.9%	15.0%	11.1%	724.3%	1.3%	1/1/2004
S&P 500 Gross TR (USD)	26.8%	-18.1%	29.6%	18.4%	10.4%	15.9%	9.8%	543.3%	-	
Out-/Underperformance	10.0%	-13.4%	-6.4%	10.1%	-5.5%	-0.9%	1.3%	181.0%	-	
Europe (EUR)	21.3%	-21.9%	30.1%	8.4%	7.2%	12.7%	8.8%	442.6%	2.5%	1/1/2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	15.9%	-10.6%	24.9%	-2.0%	9.0%	10.0%	6.6%	261.3%	-	
Out-/Underperformance	5.4%	-11.3%	5.2%	10.4%	-1.8%	2.7%	2.2%	181.3%	-	
Switzerland (CHF)	8.3%	-23.3%	30.2%	14.8%	2.6%	10.6%	8.6%	423.7%	1.8%	1/1/2004
SPI (CHF)	6.1%	-16.5%	23.4%	3.8%	3.0%	8.2%	6.7%	267.7%	-	
Out-/Underperformance	2.2%	-6.8%	6.8%	11.0%	-0.4%	2.4%	1.9%	156.0%	-	
TOP 8 (CHF)	36.0%	-34.8%	41.9%	16.8%	8.0%	14.2%	14.9%	261.6%	7.2%	10/1/2014
MSCI World Net TR (CHF)	12.7%	-17.0%	25.7%	6.0%	5.5%	9.3%	7.4%	93.8%	-	
Out-/Underperformance	23.3%	-17.8%	16.2%	10.8%	2.5%	4.9%	7.5%	167.8%	-	
Global Quality TOP 15 Equity Fund I Class (EUR)	31.3%	-26.0%	37.5%	12.5%	10.1%	-	11.5%	58.8%	0.7%	10/1/2019
MSCI World Net TR (EUR)	19.6%	-12.8%	31.1%	6.3%	11.0%	-	10.6%	53.3%	-	
Out-/Underperformance	11.7%	-13.2%	6.4%	6.2%	-0.9%	-	0.9%	5.5%	-	
Aramus Japan Equity Fund I Class (JPY)	22.7%	-17.2%	2.9%	32.5%	1.5%	8.8%	7.3%	112.6%	-1.2%	4/1/2013
TOPIX (JPY)	25.1%	-5.1%	10.4%	4.8%	9.5%	7.3%	8.2%	134.2%	-	
Out-/Underperformance	-2.4%	-12.1%	-7.5%	27.7%	-8.0%	1.6%	-1.0%	-21.6%	-	

* Composite: inkl. Transaktionskosten, Dividenden reinvestiert, ohne Managementgebühren

** Annualisiertes Alpha (risikobereinigt)

Per: 31.12.2023

Quelle: 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.