

CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Hérens Quality AM ist ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen weltweiten Anbietern 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: SANFTE ABSCHWÄCHUNG ERWARTET

Die Marktaussichten blieben aufgrund des Rückgangs der Inflation in den Industrieländern und starker BIP-Zahlen, die die Erwartung einer sanften Konjunkturabschwächung unterstützten, optimistisch. Dieser Optimismus führte zu einem weit verbreiteten Aufschwung an den Aktienmärkten in allen geografischen Regionen.

9.58 Mio.

DIE ZAHL DER OFFENEN STELLEN FIEL UM 34.000 AUF NEU 9,582 MILLIONEN IM JUNI

Die Zahl der offenen Stellen in den USA sank im Juni auf den niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Sie blieb jedoch auf einem Niveau, das auf eine angespannte Arbeitsmarktlage hindeutet, was die Federal Reserve (FED) dazu veranlassen könnte, die Zinssätze noch einige Zeit hochzuhalten.

\$10 Mrd.

GRÖSSTER IPO IN EUROPA IN DIESEM JAHR

Der Börsengang von Hidroelectrica, einem führenden Stromerzeuger mit einem starken Portfolio an erneuerbaren Energien, ist der bisher grösste Börsengang in Rumänien, der drittgrösste in der CEE-Region und der bisher grösste in Europa im Jahr 2023.

0.3%

BIP DER EUROZONE WUCHS IM ZWEITEN QUARTAL 2023 UM 0,3%

Die europäische Wirtschaft zeigte im Frühjahr Anzeichen einer Erholung und wuchs nach einem stagnierenden Jahresbeginn in den Monaten April bis Juni stärker als von Wirtschaftsexperten vorhergesagt. Nach einem Nullwachstum im ersten Quartal war die Erholung jedoch nicht in allen Ländern einheitlich.

MONATSTHEMA: LERNEN DURCH STETIGE ANALYSE DER ENTSCHEIDUNGSFINDUNG

Die Überprüfung der Ergebnisse vergangener Entscheidungen gehört zur Routine eines Vermögensverwalters. Jedem, der Buffets Briefe an die Aktionäre gelesen hat, ist aufgefallen, wie viel Raum seinen Entscheidungen gewidmet wird, die zu den ungünstigen Ergebnissen führten.

Wir unterstützen diese Praxis und halten sie für einen wesentlichen Bestandteil unseres Anlageprozesses. Wir glauben auch, dass wir durch die Veröffentlichung dieser Analysen die Transparenz unseres Investmentprozesses erhöhen und ein gewisses Lernelement in die breitere Investmentgemeinschaft einbringen können.

Wir vermeiden systematisch Investitionen in staatlich regulierte Sektoren, in kapitalintensive Unternehmen und in Unternehmen, die sich in der Umstrukturierung oder in einem frühen Stadium des Umstrukturierungsprozesses befinden. Wir untersuchen die historische Margenentwicklung, um ihre Konsistenz über die Zyklen hinweg zu verstehen, und achten noch mehr auf die Qualität der Unternehmensführung.

Eine gewisse Fehlermarge kann akzeptabel sein, sofern sie keine signifikanten Auswirkungen auf die Performance hat. In unseren Top-Portfolios erzielen 80-90 % der Unternehmen eine Outperformance. Durch die Überprüfung unserer Entscheidungsfindung im Investmentprozess wollen wir in erster Linie den Anteil der Outperformer erhöhen, Verluste in kritischen Fällen minimieren und einen Mehrwert für unsere Investoren schaffen.

HISTORISCHE KÄUFE UND VERKÄUFE: UNSERE WICHTIGSTEN ERKENNTNISSE

Verbesserung durch Überarbeitung

Die Überarbeitung der Ergebnisse vergangener Entscheidungen gehört zur Routine eines Vermögensverwalters. Jedem, der Buffets Briefe an die Aktionäre gelesen hat, ist aufgefallen, wie viel Raum seinen Entscheidungen gewidmet wird, die zu den ungünstigen Ergebnissen geführt haben. Wir unterstützen diese Praxis und halten sie für einen wesentlichen Bestandteil unseres Anlageprozesses. Wir glauben auch, dass wir durch die Veröffentlichung dieser Analysen die Transparenz unseres Investmentprozesses erhöhen und ein gewisses Lernelement in die breitere Investmentgemeinschaft einbringen können.

Die Ergebnisse früherer Überprüfungen, von denen die letzte vor zwei Jahren veröffentlicht wurde (<https://hqam.ch/de/publications/corporate-excellence-insights/kurzer-blick-auf-vergangene-fehler/>) haben unsere Entscheidungsfindung verbessert und somit 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. Solange wir investieren, kann es jedoch zu suboptimalen Entscheidungen kommen. Unser Hauptziel ist es daher, diese auf ein Minimum zu beschränken, indem wir herausfinden, was schiefgelaufen ist und wie wir verhindern können, dass dies erneut geschieht.

Überoptimistisches Management als Warnzeichen um besonders Kritisch zu sein

Wenn wir uns mit einem potentiellen Investment befassen, prüfen wir unter anderem sorgfältig die Wachstumserwartungen, die von der Geschäftsführung des Unternehmens dargelegt werden. Diese werden dann in den Kontext der Marktschätzungen gestellt, um festzustellen, ob diese erheblich voneinander abweichen, was darauf hindeuten könnte, dass die Analysten entweder übermäßig optimistisch oder umgekehrt übermäßig pessimistisch sind, was das künftige Wachstum des Unternehmens angeht. Manchmal können jedoch beide Seiten zu optimistisch sein, was in der Regel zu einer sehr harten Landung führt, wenn sich die Realität als weit weniger rosig erweist als erwartet. Genau das ist mit PayPal und Align Technologies passiert.

Wir haben diese Unternehmen gekauft, als die Zukunft für beide rosig aussah. PayPal verzeichnete eine massive Ausweitung der Nutzerbasis und des Transaktionsvolumens, die durch den Anstieg des elektronischen Handels angetrieben wurde, während Align von dem wachsenden Interesse an Zahnschmerzen profitierte, das während der Lock-Downs stark zunahm. Die Wachstumspläne des Managements und die historische Entwicklung der Unternehmen deuteten auf ein weiterhin rasantes Entwicklungstempo hin. Das Paradigma hat sich jedoch geändert, da die Produkte immer mehr zur Massenware wurden und ihr Wettbewerbsvorteil schwächer wurde, was zu der Verkaufsentscheidung von Align aus unseren Portfolios führte. Beschleunigte Wachstumsraten waren eher die Ausnahme als die neue Normalität, auch wenn die Unternehmensleitung dies behauptet. Daher ist der historische Kontext wichtig, und wir haben gelernt, den Ansatz "zu wenig versprechen und zu viel liefern" zu schätzen.

Timing ist ein heikles Thema

Wir denken, dass viele zustimmen würden, dass es psychologisch schwierig ist, sich von einer Aktie zu trennen, nachdem sie stark gefallen ist, denn die "Rebound-Mentalität" ist eine starke Kraft. Wir sind zwar besser darin geworden, sie zu überwinden, aber es gibt noch viel Raum für Verbesserungen. Dies war der Fall bei dem koreanischen Hersteller von Luft- und Wasserreinigern Coway, den wir 2021 verkauften, nachdem wir ihn fast sieben Jahre lang gehalten hatten.

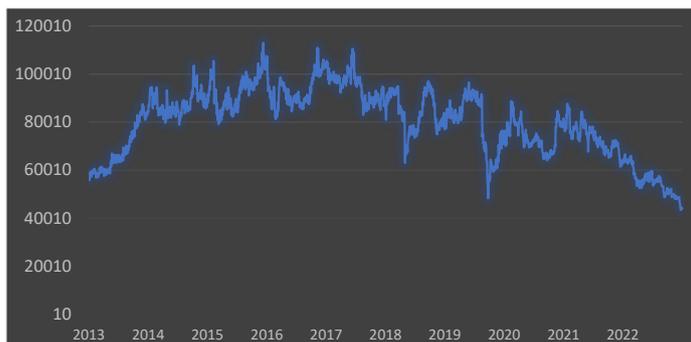


Abbildung 1: Coway-Aktienkurs

Quelle: Hérens Quality AM

Obwohl unsere anfängliche abwartende Haltung angesichts der stagnierenden operativen Dynamik und der Probleme mit dem Hauptaktionär uns um einen erfolgreicherer Ausstieg gebracht hat, waren wir dieses Mal proaktiver.

Seit dem Ausstieg setzte der Aktienkurs seine Abwärtsbewegung fort, ohne dass eine Umkehr in Sicht war. Wir haben vor allem gelernt, entschlossener zu sein und das Zukunftspotenzial des Unternehmens kritisch zu bewerten und uns bei düsteren Aussichten von den Unternehmen zu trennen, unabhängig von der bisherigen Performance.

Eine zu langsame Entscheidungsfindung ist kostspielig, aber auch eine zu schnelle, wie viele Anleger im Jahr 2011 erfahren mussten, als Steve Jobs ankündigte, dass er sich aus gesundheitlichen Gründen zurückziehen werde. Im August, als er als CEO zurücktrat, und im Oktober nach seinem Tod kam es zu einer Verkaufswelle bei Apple-Aktien, da Steve Jobs von vielen als entscheidende Figur für den Erfolg des Unternehmens angesehen wurde. Apple setzte jedoch seine strategischen Prioritäten wie gewohnt um, und der Aktienkurs erholte sich deutlich.

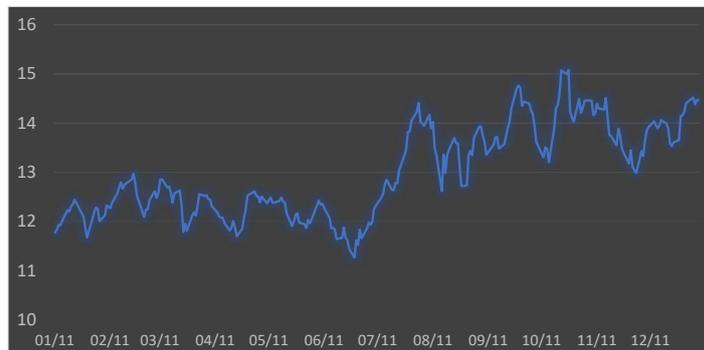


Abbildung 2: Apple-Aktie im Jahr 2011. Am 5. Oktober starb S. Jobs Quelle: Hérens Quality AM

Wir wurden auch ein Opfer des Phänomens des "running-ahead-of-yourself". Anfang 2022 verkauften wir das italienische Modeunternehmen Moncler, um das Engagement des Portfolios in Luxusgütern zu verringern, da erwartet wurde, dass es aufgrund des Krieges in der Ukraine unter der gedämpften Konsumentenstimmung leiden würde. Dies ist jedoch nicht eingetreten. Als Bedenken aufkamen, dass die Geschäftsmodelle von Synopsys und Cadence Design Systems - beides marktbeherrschende Unternehmen im Bereich der elektronischen Design-Automatisierung (EDA) - durch die generative KI gestört werden könnten, nahmen wir dies zur Kenntnis und verfolgten einen anderen Ansatz: Wir recherchierten zunächst gründlich, um zu dem Schluss zu kommen, dass beide Unternehmen zu den Hauptprofiteuren der KI-Welle gehören werden. Sie bleiben bis heute Kernbestandteile unserer Portfolios.

Qualität geht vor Quantität

Angesichts der Lehren aus der Vergangenheit vermeiden wir Branchen, die stark von den Rohstoffpreisen abhängen, entweder auf der Ertragsseite oder auf der Kostenseite (wenn der Rohstoffanteil relativ hoch ist). Diese selbst auferlegte Beschränkung ist zwar logisch und sinnvoll, hat aber eine negative Folge: In einigen Regionen schrumpft das investierbare Universum erheblich, was zu ziemlich konzentrierten Portfolios führt. In dem Bemühen um Diversifizierung haben wir LG Household & Health Care, einen koreanischen Hersteller von Haushaltswaren und Kosmetika, in das Portfolio aufgenommen, dessen Aktie ein klassisches „Value-Profil“ aufwies gut in das Portfolio zu passen schien. Die übermäßig starke Abhängigkeit von einer Marke wurde jedoch während der COVID-Pandemie kritisch und warf Fragen zur Gesamtqualität des Geschäftsmodells auf, was zu der Verkaufsentscheidung führte.

Fehlermarge

Eine gewisse Fehlermarge kann akzeptabel sein, sofern sie keine signifikanten Auswirkungen auf die Performance hat. In unseren Top-Portfolios erzielen 80-90% der Unternehmen eine Outperformance, während es in den regionalen Portfolios 55-60% sind. Durch die Überprüfung unserer Entscheidungsfindung im Investmentprozess wollen wir in erster Linie den Anteil der Outperformer erhöhen, Verluste in kritischen Fällen minimieren und einen Mehrwert für unsere Investoren schaffen. Und obwohl die vergangene Performance keineswegs ein Hinweis auf die künftige ist, bieten uns vergangene Entscheidungen, sobald sie analysiert wurden, ein solides Nachschlagewerk für künftige Investitionsentscheidungen.