

Einblicke in den Schweizer Aktienmarkt 2023

Januar 2024

Signatory of:



Inhalt

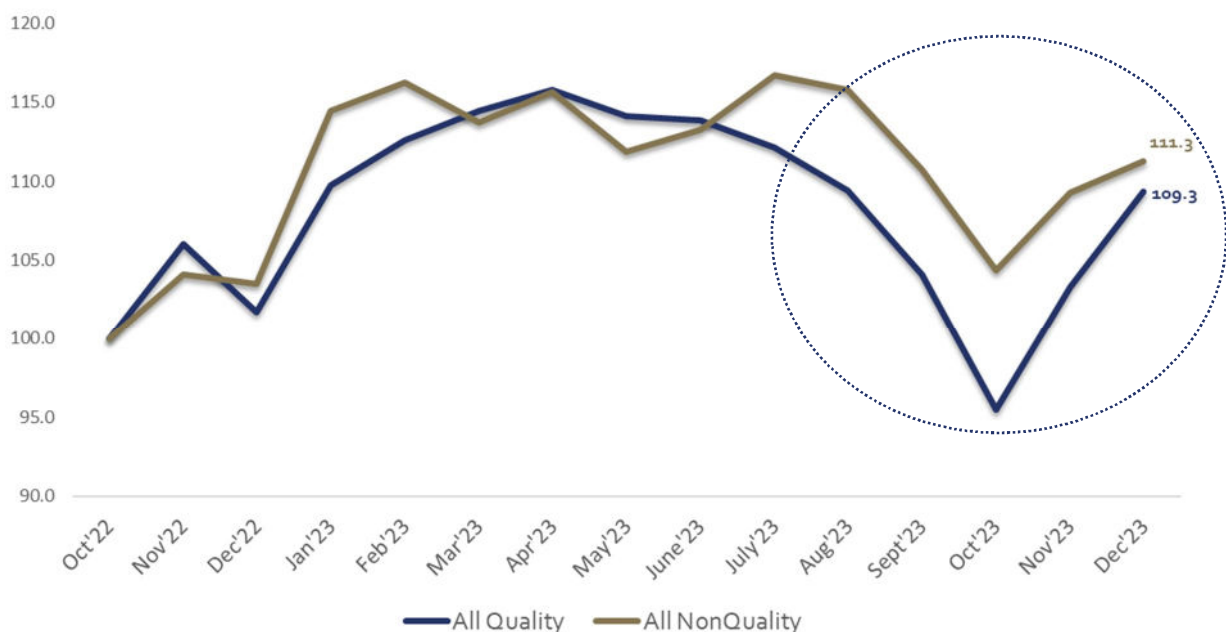
1. Ein Jahr voller Achterbahnfahrten für Quality Investitionen in der Schweiz	3
2. Die mittel- und langfristigen Aussichten für Quality bleiben intakt	5
3. Eine attraktive Bewertung	7
4. Langfristig bietet Quality eine starke Erfolgsbilanz mit beständigen Erträgen	8
5. Performance-Übersicht des Quality Schweiz Fonds.....	9



1. Ein Jahr voller Achterbahnfahrten für Quality Investitionen in der Schweiz

Im Jahr 2022 erlebten die Aktienmärkte extreme Turbulenzen, was bei Quality Investitionen sowohl in der Schweiz als auch in anderen Regionen der Welt zu erheblichen Performance-Einbussen führte. Während die Schweiz von dem massiven Anstieg der Inflation und den Zinserhöhungen weitgehend verschont blieb - obwohl beide Parameter einen Aufwärtstrend verzeichneten -, spürten die Schweizer Unternehmen als global agierende Akteure die Auswirkungen des verlangsamten Wirtschaftswachstums und der schwachen Konsumentenstimmung. Unsere Überzeugung ist seit jeher, dass Quality-Unternehmen aufgrund ihres Charakters selbst dann robust bleiben, wenn die operative Dynamik eine vorübergehende Schwächephase durchlaufen würde. Allerdings suchten Anleger in ihrem Bestreben, ihre Werte zu schützen, vermehrt Zuflucht in Bargeld oder Rohstoffen, die aufgrund des Krieges in der Ukraine sprunghaft anstiegen. Dadurch wurde die Stimmung eindeutig von den unmittelbaren, kurzfristigen Ängsten geprägt, während das langfristige Bild vernachlässigt wurde. Fundamentale Qualität und nachhaltige Geschäftsmodelle - Faktoren, die bekanntlich solide langfristige Renditen für Aktionäre generieren - wurden in diesen turbulenten Zeiten weitgehend ignoriert und boten den Anlegern keinen Schutz.

Abbildung 1: Indexierte Total Return Performance (Oktober 2022=100) von Quality- und nicht-Quality-Clustern, unabhängig von der Bewertung (Brutto, in CHF) 30.10.2022-31.12.2023



Quelle: Hérens Quality AM, MSCI

Nachdem sich die Panik Anfang 2023 gelegt hatte, kehrte die Vernunft auf dem Markt wieder zurück. Wie erwartet begannen die Anleger zu Beginn des Jahres 2023 wettbewerbsfähige und finanziell solide Unternehmen zu kaufen. All die Punkte, auf die wir im Jahr 2022 unermüdlich hingewiesen haben – nämlich, dass Quality Aktien aufgrund ihrer starken Preissetzungsmacht und ihrer gut strukturierten Kostenbasis mehr als gut gerüstet sind, um mit exogenen Schocks und einer Inflation der Inputkosten umzugehen - werden nun endlich auch vom Markt anerkannt.

Infolgedessen erholten sich Qualitätsaktien in der Schweiz zu Beginn des Jahres 2023 und hielten sich bis Ende Mai gut. Doch dann wendete sich das Blatt, und Nicht-Quality Aktien bekamen einen plötzlichen Aufwind, getrieben durch Unternehmen aus dem Finanzsektor (siehe Abbildung 1). Während wir mit unserem Quality

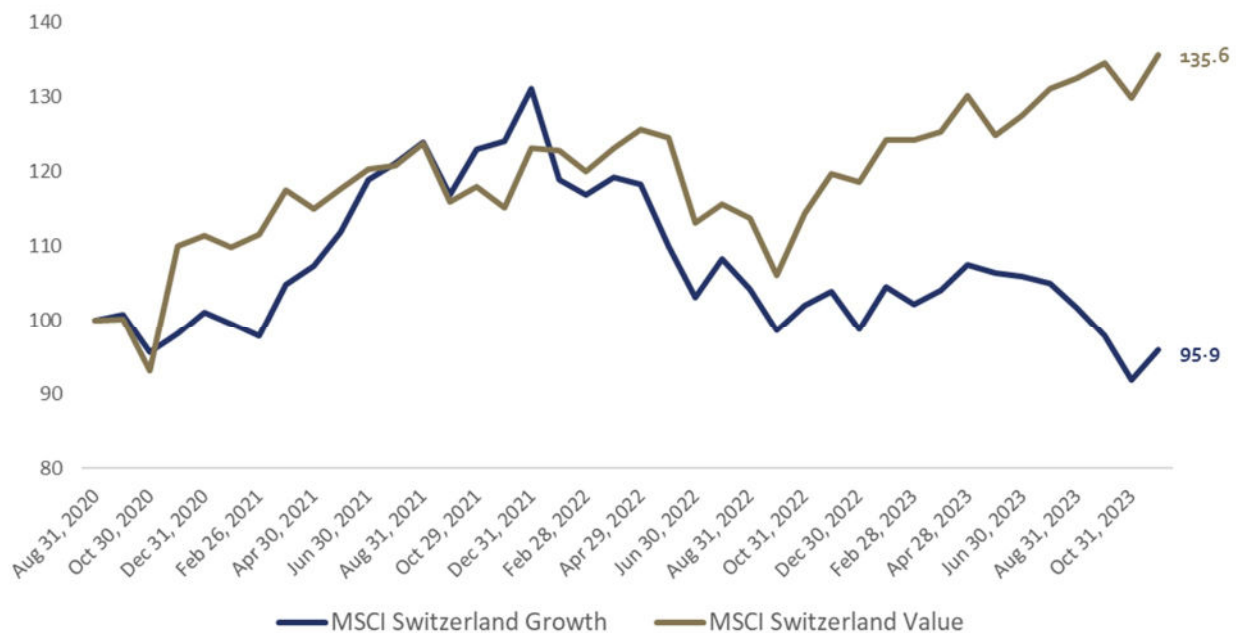


Schweiz Fonds nur in sehr geringem Masse im Finanzsektor alloziert sind (4.5% Gewichtung), sind die Finanzwerte in der breiteren Benchmark deutlich höher gewichtet (16% im MSCI Schweiz). Während der Berichtssaison im Sommer fielen gewisse Quality Titel in Ungnade. Die allgemeine Stimmung verschlechterte sich und ein vorsichtiger Ausblick wurde meist als Zeichen der Schwäche interpretiert, obwohl die operativen Leistungen stets sehr solide waren.

Gegen Ende des Jahres 2023 drehten die Märkte erneut, und die Rallye von Quality war im November so stark, dass es dem Quality Schweiz Fonds in nur einem Monat gelang, die im Laufe des Jahres aufgelaufene Underperformance wettzumachen und im Dezember eine Outperformance zu generieren. Damit konnten wir im Quality Schweiz Fonds das Jahr 2023 sowohl absolut wie auch relativ mit einer positiven Performance beenden.

Hervorzuheben ist auch, dass in der Schweiz Growth-Titel selbst während der Jahresendrally 2023 kein Comeback erlebten, im Gegensatz zu den USA. Stattdessen dominierten weiterhin Value-Titel den Markt (siehe Abbildung 2). Der MSCI Switzerland Growth verzeichnete zum 31. Dezember 2023 einen YTD Verlust von 0.4%, während der MSCI Switzerland Value YTD um beachtliche 16.5% zulegte. Diese Entwicklung steht im deutlichen Kontrast zu den USA, wo der MSCI USA Value im gleichen Zeitraum um 8.4% (in USD) stieg. Trotz des Ausverkaufs zwischen August und Oktober verzeichnete der MSCI USA Growth einen beeindruckenden Anstieg von 46.5% (in USD). Da Quality einen Growth-Tilt aufweist - eine Gemeinsamkeit in allen Regionen nicht nur im Schweizer Markt - führte die starke Performance von Value in der Schweiz zu erheblichem Gegenwind für diesen systematischen Investmentstil.

Abbildung 2: Indexierte Total-Return-Performance (August 2020=100) der Growth- und Value-Titel im MSCI Schweiz (Nettoperformance in CHF) 31.08.2020-31.12.2023



Quelle: Hérens Quality AM, MSCI

Der Schweizer Markt hinkte im Jahr 2023 sowohl im Vergleich zu Europa als auch zu den USA deutlich hinterher. So legte der MSCI Switzerland (Brutto, CHF) im Jahr 2023 um +6.3% zu, im Gegensatz zum MSCI USA, der im gleichen Zeitraum um +27.1% (Brutto, USD) zulegte. Auch die Performance des MSCI Europe mit +16.7% (Brutto, EUR) liegt deutlich über der Jahresperformance des MSCI Switzerland. Bei genauerer Betrachtung wird jedoch ersichtlich, dass die Hälfte der Marktperformance in den USA auf den IT-Sektor zurückzuführen ist. Ohne diesen Sektor hätte der MSCI USA nur um +17.1% (Brutto, USD) zugelegt, was mit der Performance in Europa vergleichbar wäre. Im Gegensatz dazu hat der Schweizer Markt nur ein geringes IT-Exposure und konnte nicht im gleichen Umfang vom KI-Hype profitieren wie der US-Markt.

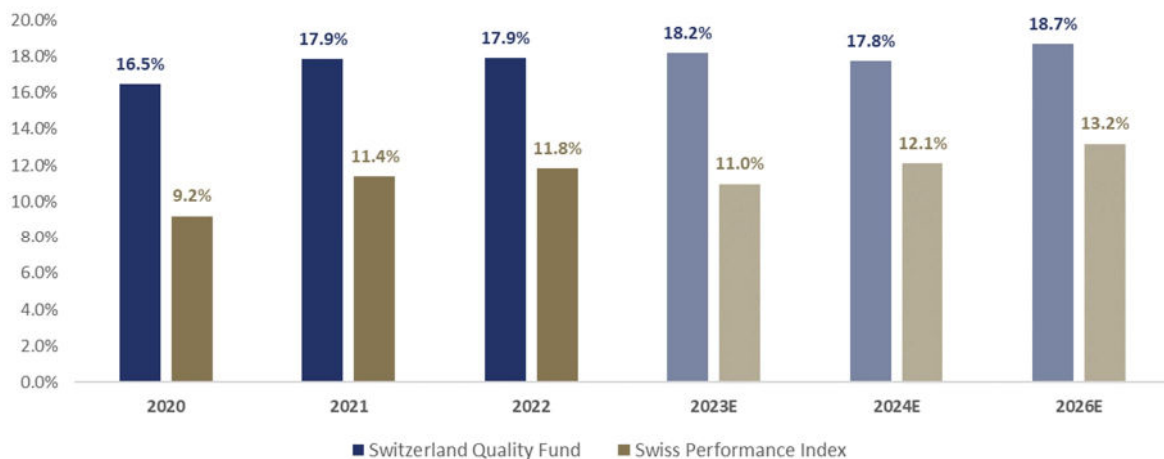


2. Die mittel- und langfristigen Aussichten für Quality bleiben intakt

Zu Beginn des Jahres 2023 hat die Berichtssaison für das Gesamtjahr 2022 bewiesen, was wir im Krisenjahr 2022 zu vermitteln versucht haben. Attraktiv bewertete Quality-Unternehmen, die über eine starke Preissetzungsmacht verfügen, leiden weniger unter dem erheblichem Margendruck. Diese Unternehmen sind in der Lage, steigende Inputkosten an ihre Kunden weiterzugeben. Die breite geografische Abdeckung und die Präsenz in Wachstumsregionen ermöglichen es ihnen zudem, eine positive Umsatzdynamik aufrechtzuerhalten. Gleichzeitig helfen gesunde Bilanzen und ein tieferes durchschnittliches Schuldenniveau als im Markt dabei, dass Qualitätsunternehmen nicht übermässig von höheren Zinsen beeinträchtigt werden.

Die Unternehmen im Quality Schweiz Fonds weisen eine deutlich höhere Rentabilität im Vergleich zur Benchmark auf (siehe Abbildung 3). Darüber hinaus wird erwartet, dass die Portfoliounternehmen im Jahr 2023 trotz des inflationsbedingten Gegenwinds eine Margenausweitung von 30 Basispunkten verzeichnet haben, während der Medianindikator des SPI voraussichtlich um 80 Basispunkte geschrumpft sein dürfte.

Abbildung 3: Historische und geschätzte operative Margen (Median) des Quality Schweiz Fonds und des entsprechenden Benchmarks (per 31.12.2023)

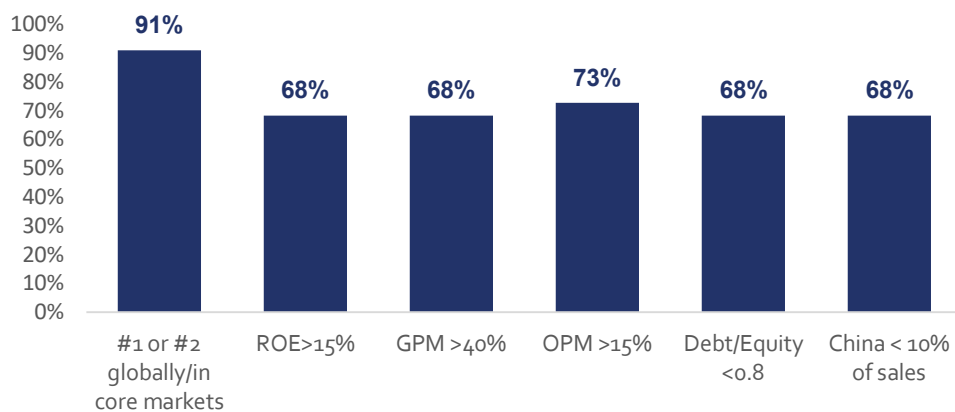


Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Es ist wichtig hervorzuheben, dass 91% der Unternehmen im Quality Schweiz Fonds die Marktposition 1 oder 2 in ihrem jeweiligen Sektor einnehmen (Abbildung 4). Diese Unternehmen zeichnen sich durch eine solide Finanzierung aus, wobei 68% der Portfoliounternehmen einen Verschuldungsgrad von weniger als 0,8 aufweisen. Zudem zeigen die Unternehmen beeindruckende operative Leistungskennzahlen (68% der Unternehmen weisen eine Eigenkapitalrendite (ROE) von über 15% und eine Bruttogewinnmarge (GPM) von mehr als 40% aus). Es ist aus geopolitischer Sicht auch wichtig zu erwähnen, dass nur wenige Unternehmen aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit stark in China engagiert sind. Die Mehrheit der Unternehmen (ungefähr 70%) generieren weniger als 10% ihres Umsatzes in China. Zu den Unternehmen, für die China ein bedeutender Markt ist, gehören Richemont (28%), Georg Fischer (25%) sowie Inficon und VAT (jeweils 14%).



Abbildung 4: Anteil der Unternehmen des Quality Schweiz Fonds, die bestimmte Charakteristika aufweisen (per 31.12.2023)



Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

ROE = Return on Equity / Eigenkapitalrendite

GPM = Gross Profit Margin / Bruttomarge

OPM = Operating Profit Margin / Betriebsgewinnmarge



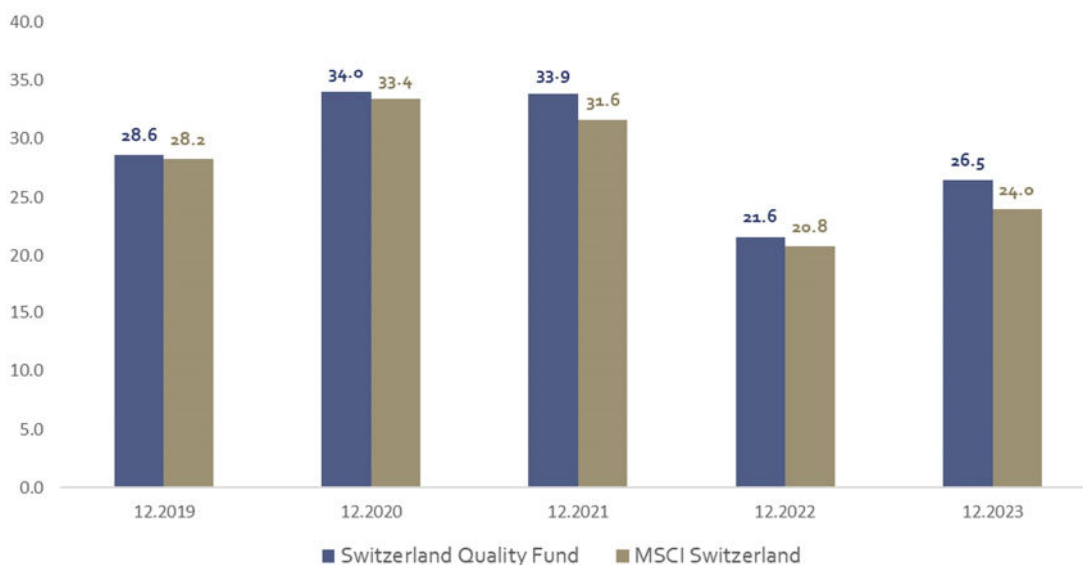
3. Eine attraktive Bewertung

In der fortgeschrittenen Phase der Pandemie (im Jahr 2021) wich die relative Bewertung des Quality Schweiz Fonds deutlich von seiner historischen Prämie (Rollendes Kurs-Gewinn-Verhältnis «KGV») gegenüber dem breiteren Markt ab, die sich normalerweise in einem Bereich von 40-80 Basispunkten bewegte (Abbildung 5). Zum Ende des Jahres 2021 lag der Median des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) des Quality Schweiz Fonds bei 33.9, im Vergleich zu lediglich 31.6 des MSCI Switzerland (ein Delta von 230 Basispunkten). Die Ursache für diesen starken Anstieg der Prämie für Quality-Unternehmen lässt sich wie folgt erklären: Nach dem anfänglichen Ausverkauf im ersten Quartal 2020 erholten sich die Aktienkurse von Quality-Unternehmen sehr stark und erzielten Renditen, die über dem Marktdurchschnitt lagen. Es stellte sich schnell heraus, dass die Herausforderungen, die sich aus den pandemiebedingten Lockdowns ergaben, nur vorübergehend waren und von den wettbewerbsfähigen Quality-Unternehmen sehr gut verkraftet werden konnten.

Dies gilt vor allem für Unternehmen, die von Natur aus stark auf physische Präsenz angewiesen sind, wie der Zahnimplantathersteller Straumann oder der Premium-Schokoladenhersteller Lindt & Sprüngli. Da die Lockdowns den persönlichen Kontakt nahezu zum Erliegen brachten, führten Zahnarztpraxen eine viel geringere Zahl von Eingriffen durch, was im Beispiel von Straumann zu geringeren Umsätzen führte. Gleichzeitig wichen die Verbraucher vermehrt auf den Online-Einkauf aus, bei dem zum Beispiel Lindt&Sprüngli nicht stark vertreten ist, während physische Geschäfte aufgrund des deutlich geringeren Verkehrsaufkommens schlechter abschnitten. Der Gegenwind bei beiden Unternehmen führte zu einem deutlichen Rückgang der Erträge, was wiederum zu einem sprunghaften Anstieg der Bewertung führte: Nach der Aufhebung der COVID-Einschränkungen holten beide Unternehmen aufgrund des Nachholbedarfs ihrer Kundschaft schnell auf, und die Fundamentaldaten sowie die Bewertung normalisierten sich rasch. Auf der anderen Seite erlebten Pandemiegewinner wie Lonza oder Tecan ebenfalls eine signifikante Ausweitung des Geschäftsvolumens. Die operative Leistung konnte jedoch noch nicht mit den eingepreisten Erwartungen mithalten.

Bis Ende Oktober 2023 stand der Quality Schweiz Fonds am unteren Ende seiner historischen Bandbreite (KGV von 21.8), mit einem Delta von 70 Basispunkten gegenüber dem MSCI Switzerland. Dies entsprach zu dem Zeitpunkt auch dem unteren Bereich der Bewertungsprämie im Vergleich zum breiteren Markt, was einen attraktiven Einstiegspunkt darstellte. Aus historischer Sicht verharret der Quality Schweiz Fonds per Ende 2023 trotz sehr guter Performance im November und Dezember jedoch immer noch auf einem der tiefsten Bewertungsniveaus seit fünf Jahren

Abbildung 5: 12M Trailing P/E per 31. Dezember über den Zeitraum 2019-2023



Quelle: Hérens Quality AM, Reuters



4. Langfristig bietet Quality eine starke Erfolgsbilanz mit beständigen Erträgen

Man kann mit gutem Recht sagen, dass die vergangenen vier Jahre, d. h. der Zeitraum 2020-2023, für Anleger weltweit eine besondere Herausforderung darstellten. Nicht nur, weil sie vollgepackt waren mit zahlreichen aufeinanderfolgenden Schocks und Krisen und kaum Raum für eine Verschnaufpause boten. Sondern auch, weil sie für massive Volatilität an den Aktienmärkten mit heftigen Schwankungen zwischen extremer Gier und extremer Angst sorgten. Selbst erfahrene Marktteilnehmer sahen ihre Nerven und Strategien in diesem Zeitraum mehrfach auf die Probe gestellt. Aus diesem Grund ist eine langfristige Sichtweise sowie Systematik wichtig, da sie die Bedeutung kurzfristiger Schwankungen, wie heftig sie auch sein mögen, relativieren. Dabei stechen insbesondere langlebige sowie qualitativ hochwertige Geschäftsmodelle immer wieder hervor und generieren langfristig attraktive Renditen.

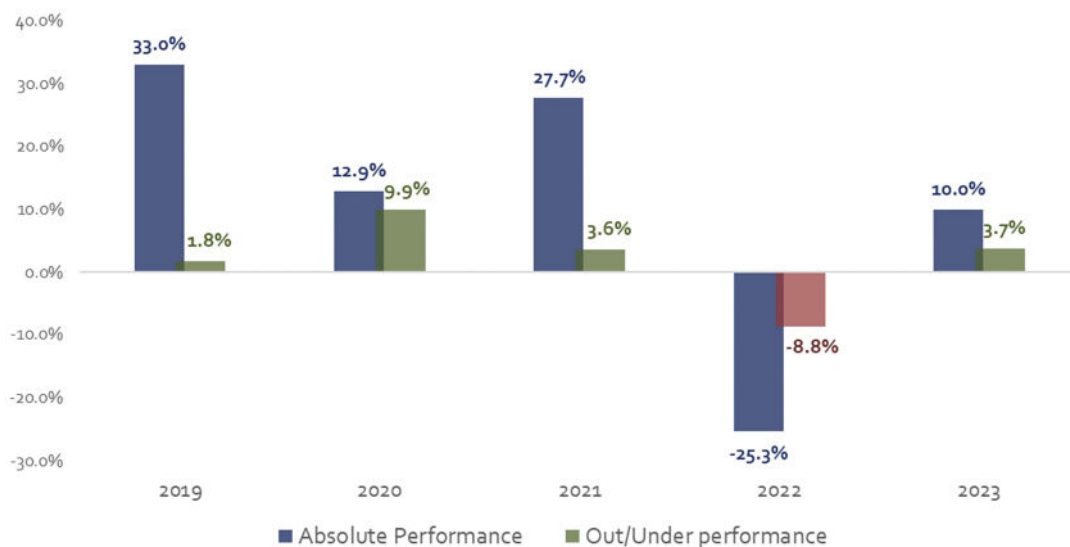
Auch wenn eine Outperformance in jedem Jahr und bei einer systematischen Investment-Strategie unwahrscheinlich ist, so ist es dennoch mehr als möglich, langfristig ein positives Alpha zu generieren, indem man einen konsequenten Qualitätsansatz verfolgt. Quality-Unternehmen sind optimal positioniert, um kontinuierlich zu wachsen, sich rasch an sich verändernde Bedingungen anzupassen und daraus sich bietende Chancen zu nutzen. Sie besitzen strategische Stärken, um neue Märkte zu erschliessen, und verfügen über ausreichende finanzielle Flexibilität in der Unternehmensbilanz, um unter allen Umständen einen Handlungsspielraum zu haben. Da ihre Produkte oft von grundlegender Bedeutung sind und immer gebraucht werden, verleiht dies unseren Qualitätsunternehmen eine gewisse Marktmacht und sichert die Kontinuität ihres Geschäfts. Infolgedessen sind Qualitätsunternehmen in der Lage, auf lange Sicht einen konstanten Mehrwert für alle Beteiligten zu schaffen. Ein Beispiel hierfür sind Straumann und Lindt & Sprüngli, zwei Unternehmen mit unterschiedlicher Ausrichtung, die in den letzten zehn Jahren (31.12.2013-31.12.2023) eine Gesamtertragsrendite von 792.3% bzw. 187.5% (für Partizipationsscheine) erzielten, im Vergleich zu 85.9 % beim SPI.



5. Performance-Übersicht des Quality Schweiz Fonds

Obwohl 2023 keineswegs ein einfaches Jahr für Schweizer Qualitätsunternehmen war, schloss der Quality Schweiz Fonds den Zeitraum vom 31.12.2022-31.12.2023 mit einem Gewinn von 10% (brutto, Total Return) ab. Damit übertraf er den MSCI Switzerland um 3.7%, was die starke Performance der letzten fünf Jahre vor 2022 bestätigt (siehe Abbildung 6). Die meisten Qualitätsunternehmen, wie beispielsweise Partners Group, Straumann und VAT, die im Jahr 2022 massiv abgestossen wurden, erlebten im Jahr 2023 eine Kehrtwende und erzielten eine ausserordentlich starke Performance. (Zum Beispiel war VAT mit einer Performance von 70% im Jahr 2023 der beste Performer im Portfolio).

Abbildung 6: Jährliche Brutto-Performance des Quality Schweiz Fonds und relative Performance gegenüber MSCI Switzerland (2019-2023)



Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Die Performance des Quality Schweiz Fonds im Vergleich zum MSCI Switzerland wurde vor allem vom Allokationseffekt (+2.6%) begünstigt, wobei auch der Selektionseffekt mit +1.1% positiv zur Outperformance beitrug.

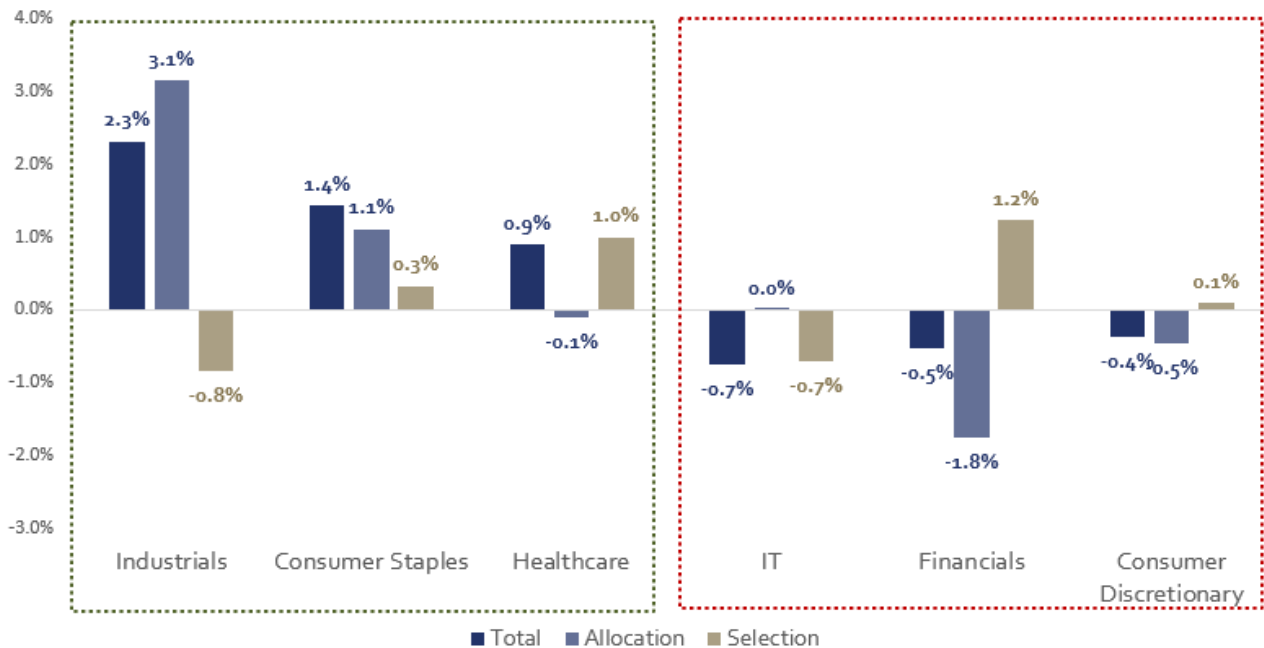
Hervorzuheben ist die klare Übergewichtung im zyklischen Industriesektor (14% höhere Allokation als im Benchmark), welcher nach dem IT-Sektor die zweitbeste Performance am Markt erzielte. Gleichzeitig leistete die Untergewichtung im Basiskonsumgüter-Sektor, der mit einem Verlust von 6% die schlechteste Performance im Jahr 2023 verzeichnete, einen entscheidenden Beitrag am positiven Allokationseffekt. Ebenso trug die leichte Übergewichtung im Sektor Materials, der 2023 die drittbeste Performance am Markt erzielte, positiv zur Gesamtleistung bei. Die Untergewichtung des Schwergewichts Nestlé, die einen Verlust von 6,7% verzeichnete, war ein weiterer entscheidender Faktor für die Outperformance im Sektor Basiskonsumgüter. Darüber hinaus haben auch andere Positionen wie Emmi (+18.1%) und Lindt & Sprüngli (8.2%) in einem herausfordernden Jahr und Sektor eine starke Entwicklung gezeigt und somit positiv zur relativen Performance beigetragen.

Der Selektionseffekt erwies sich andererseits als besonders stark in den beiden Sektoren Gesundheitswesen und Finanzwerte (getrieben durch den einzigen Titel Partners Group mit einer Jahresperformance von +55.2%). Leider war der negative Allokationseffekt aufgrund der signifikanten Untergewichtung des Quality Schweiz Fonds bei Finanzwerten (4.5% im Vergleich zu 16.4% im MSCI Schweiz) stark genug, um den positiven Selektionseffekt aufzuwiegen. Dies führte zu einem insgesamt negativen Beitrag des Finanzsektors. Im Gesundheitswesen erreichte die kumulierte Performance des Quality Schweiz Fonds rund +1.2%, im Vergleich zu einem Verlust von -1.5% des Sektors im MSCI Switzerland. Dies ist hauptsächlich auf eine starke Performance bei Sonova (+27.6%) und Straumann (+29.2%) zurückzuführen. Gleichzeitig erwies sich die siebenprozentige Untergewichtung von Roche (-12.7% Performance im Jahr 2023) als mehr als ausreichend, um die negativen



Auswirkungen der Untergewichtung von Novartis zu kompensieren, die sowohl den Markt als auch den entsprechenden Sektor übertraf.

Abbildung 7: Top 3 & Bottom 3 Sektoren innerhalb der Gesamt Attribution für den Quality Schweiz Fonds im Zeitraum 12.2022-12.2023



Quelle: Hérens Quality AM, Reuters

Die stärkste negative Auswirkung auf die relative Performance resultierte hingegen aus der Auswahl im Bereich Informationstechnologie, da wir bis Mitte Juli Logitech im Portfolio hielten. Während der Zeit, in der Logitech Bestandteil des Portfolios war, verzeichnete das Unternehmen eine Performance von -4.1%, im Gegensatz zur positiven Performance des breiteren Sektors, die hauptsächlich von Temenos getragen wurde. Die Bankenplattform, die zum Cluster "Non-Quality" gehört, stieg im ersten Halbjahr 2023 um 42.3% (Gesamtrendite) und verstärkte damit die sektoralen Gewinne der Benchmark. Allerdings erwies sich auch der Zeitpunkt des Verkaufs von Logitech als etwas unglücklich, da der Aktienkurs des Unternehmens seitdem aufgrund der verbesserten Aussichten für die Halbleiterindustrie, und insbesondere der gestiegenen PC-Nachfrage, eine positive Dynamik verzeichnete und das Jahr 2023 mit einem Plus von 42.2% abschloss.

Die Untergewichtung von Finanzwerten hat, wie bereits erwähnt, auch die relative Performance des Quality Schweiz Fonds unter Druck gesetzt, während die Allokation im Bereich der zyklischen Konsumgüter ebenfalls einen Schwachpunkt darstellte. Dies ist insbesondere auf den Zeitpunkt des Einstiegs in die Position bei der Cartier-Eigentümerin Richemont zurückzuführen. Obwohl Luxusgüter das Jahr 2023 positiv begonnen haben, hat sich seit März die Stimmung gegenüber dem gesamten Sektor verschlechtert, bedingt durch das verlangsamte Wachstum in Nordamerika und die nachlassende Nachfrage in China, die hinter den Erwartungen zurückblieb. Infolgedessen war die Wertentwicklung von Richemont im Quality Schweiz Fonds im Jahr 2023 zweistellig negativ, trotz der insgesamt positiven Entwicklung des gesamten Unternehmens.





Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist ausschliesslich für den Gebrauch durch den Empfänger bestimmt. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Teilnahme an bestimmten Handelsstrategien in irgendeiner Rechtsordnung dar. Bitte beachten Sie, dass einige oder alle der in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen oder Produkte aus steuerlichen oder anderen regulatorischen Gründen nicht weltweit ohne bestimmte Einschränkungen angeboten werden können. Dieses Dokument oder seine Kopien dürfen nicht in die USA versandt oder dorthin mitgenommen oder an eine Person aus den USA ausgehändigt werden. Hérens Quality Asset Management AG lehnt jegliche Haftungsansprüche ab, die sich aus der Verwendung oder Nichtverwendung des Inhalts dieses Dokuments ergeben könnten.

CONTACT



Bahnhofstrasse 3
8808 Pfäffikon
Schweiz



+41432223141



www.hqam.ch

