

# JAHRESBERICHT

In dieser Ausgabe:

## Starke Kontraste prägen das Jahr

Marktübersicht und Performanceanalyse	2
Corporate Excellence Insights publiziert im Jahr 2024	4
Beispiele von Kauf- und Verkaufsentscheidungen	5
Global Quality Top 25 Fund	8
Ausblick: Im Fokus stehen die Bewertung und die wirtschaftliche Divergenz zwischen den USA und Europa	9



HQAM

HERENS QUALITY ASSET MANAGEMENT



## CEO message

Liebe Kunden, Investoren und interessierte Leser

Happy 2025!

Ich wünsche Ihnen für das neue Jahr von Herzen das Allerbeste! Anfang Jahr werden die Karten neu gemischt. Wahrscheinlich passt dieser Satz im neuen Jahr wie schon lange nicht mehr – es kann auch gut sein, dass wir dieses Gefühl am Anfang eines jeden Jahres verspüren. Aber, es stehen grundlegende Veränderungen schon bald an – vor allem auf der politischen Seite. Die überaus deutliche Wahl von Donald Trump in den USA und seinen erneuten Einzug ins Weisse Haus in der zweiten Januarhälfte wird eine spürbare Veränderung in der US-amerikanischen Politik bewirken – die Vorboten sind schon deutlich wahrnehmbar. Was genau uns erwarten wird, ist – wie uns seine erste Amtszeit lehrte – schwierig zu prognostizieren. Unübersehbar ist jedoch, dass sich die Welt, zumindest in der westlichen Hemisphäre, politisch im Wandel befindet.

Ich neige dazu, besonders Anfang Jahr, mit einem optimistischen Blick zu starten, zumindest, solange dies objektiv begründbar ist. Und da gibt es doch einiges...Volkswirtschaftlich gesehen, laufen zumindest in Europa und in den USA die konjunkturellen Entwicklungen viel besser als es vor einem Jahr prognostiziert wurde. Die USA stehen konjunkturell sehr solide da und Europa schwächelt vor allem in den Kernländern (Deutschland und Frankreich) aber insgesamt, scheint das Größte – zumindest konjunkturell – überstanden zu sein. Die Börsen haben im 2024 – trotz weit weniger Zinssenkungen als erwartet – eine solide Performance erzielt. In Europa und der Schweiz (in EUR und CHF) ungefähr im Rahmen einer historischen Durchschnittsperformance. Einzig die US-amerikanischen Börsen stahlen (neben einigen Emerging Markets-Börsenplätze) allen die Show. Es war aber einmal Mal mehr ein sehr volatiler Ritt. Und mit hohen Volatilitäten müssen wir auch in diesem Jahr leben. Zum einen ist das Eis sicherlich in einigen, vor allem sehr heiss gelaufenen Technologieaktien dünner geworden. Wenn in diesem Umfeld die Erwartungen der Analysten nur um ein Jota nicht erfüllt werden, geht es mit der Aktie schlagartig steil bergab. Zum anderen wird die Politik sicherlich dafür sorgen, dass es auch im Jahr 2025 zu Verschiebungen und ruckartigen Entwicklungen kommt. Für den nachhaltigen Börsenerfolg ist es aber essentiell, die langfristige Perspektive, die Strategie und das eigene Risikoprofil im Auge zu behalten und nicht blindlings auf kurzfristige Trends aufzuspringen.

Machen wir jedoch einen Schritt zur Seite, was Anfang Jahr sicherlich angebracht ist. Wer zwischen absehbaren Vorhersagen und schwer prognostizierbaren Entwicklungen unterscheidet und die Ausrichtung entsprechend anpasst, ist in der Regel gut aufgestellt. Absehbar ist, dass die Inflation und damit auch die Zinsen (zumindest ausserhalb der Schweiz) nicht mehr drastisch sinken werden und, dass sich das wirtschaftliche Umfeld solide, aber nicht stark wachsend entwickeln wird. Vorhersehbar ist zudem, dass die Verschuldung vieler Staatshaushalte und auch Unternehmen zunehmend zu einem Problem werden und dafür höhere Zinsen bezahlt werden müssen. Schwer zu prognostizieren ist jedoch die politische Seite. Welche Weichen stellt die Trump-Administration in den USA? Wie gehen die Wahlen in vielen Europäischen Länder aus und was sind deren Auswirkungen? Es ist ebenfalls, wie lange die Dominanz und der intrinsische Glaube an das weiterhin positive Momentum der „Magnificent 7“ (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon.com, Nvidia, Meta und Tesla) anhalten wird. Diese Aufzählung hat mitnichten den Anspruch auf Vollständigkeit und die Verteilung ist zweifellos von Unsicherheiten geprägt. Der beste Weg, mit Unsicherheiten umzugehen, besteht darin, überlegt aus einer sicheren, starken Position heraus zu handeln. Genau das machen Quality Unternehmen. Basierend auf einem soliden Fundament (Bilanz) werden sie von einem erfahrenen Management geführt, investieren umsichtig in die Entwicklung und Forschung und sichern sich somit ihren Wettbewerbsvorteil und die langfristigen Gewinne. In Kombination mit einer attraktiven Bewertung lieferten sie in der Vergangenheit für einen langfristig orientierten Investor die beste Performance.

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

# 2024 Rückblick

## Ein Jahr der KI-Stars

Die globalen Aktienmärkte überraschten im vergangenen Jahr mit einer starken Performance, getrieben insbesondere durch den US-Markt und hier vor allem durch einige Wachstumswerte aus dem Large-Cap-Segment, die aussergewöhnliche Ergebnisse erzielten – allein Nvidia trug mehr als ein Fünftel zur Performance des Gesamtmarktes bei. Andere Märkte hatten Mühe, Schritt zu halten, insbesondere die Schweiz, wo grosse Unternehmen wie Nestlé und Novartis unter erheblichen Druck gerieten.

Sowohl in den USA als auch in Europa blieben die gleichgewichteten Benchmarks hinter der Gesamtmarktentwicklung zurück. In den USA stieg der MSCI USA Equal Weight Index in USD um 16.8 % gegenüber einem Anstieg von 28.5 % für den MSCI USA in USD. In Europa stieg der MSCI Europe Equal Weight Index in EUR um 5.9 % gegenüber 7.7 % für den MSCI Europe in EUR. Small-Cap-Aktien schnitten deutlich schlechter ab. Insgesamt war es ein erfolgreiches Jahr für Large Caps, die hohe Renditen erzielten. Die treibende Kraft hinter dieser Performance war, wenig überraschend, die Entwicklung beim Thema künstliche Intelligenz (KI).

Auch politische Faktoren spielten eine wichtige Rolle für die Marktdynamik. So wirkte sich der Sieg von Donald Trump bei den Präsidentschaftswahlen positiv auf bestimmte Sektoren

aus, während andere unter Druck gerieten. Ausserdem hinderte ein schwächeres makroökonomisches Umfeld in Europa börsennotierte Unternehmen daran, bessere Renditen zu erzielen. Infolgedessen waren verstärkte Kapitalflüsse in US-Unternehmen zu beobachten.

Die Trends bei den Anlagestilen waren uneinheitlich. In den USA dominierten wachstumsorientierte Strategien (Growth), die eine 2.5-mal höhere Rendite erzielten als in Europa und der Schweiz, wo wachstumsorientierte Anlagen hinter dem breiten Markt zurückblieben. Der Anlagestil Qualität hatte ebenfalls zu kämpfen und blieb in den USA hinter Momentum und in Europa hinter Value zurück.

Auf Sektorebene waren Kommunikation (+39%) und IT (+37%) die herausragenden Performer in den USA. Im Gegensatz dazu blieben Sektoren wie Gesundheitswesen, Materials und Energie zurück. In Europa war ein ähnliches Muster zu beobachten, wobei Kommunikation (+16%) und Finanzwerte (+26%) zu den Spitzenreitern zählten, während Materials, Energie und Basiskonsumgüter mit Schwierigkeiten zu kämpfen hatten. Mit Blick in die Zukunft erwarten wir, dass sich die Aufmerksamkeit der Anleger auf andere Sektoren und Unternehmen mit attraktiveren Bewertungen im Vergleich zu den derzeitigen Marktschwergewichten verlagern wird.

	Quality*	Value	Growth	Equal-weight	Small Cap	Market	Top 8*
USA	15.2%	13.6%	38.5%	14.2%	11.6%	24.6%	
EU	4.9%	11.2%	6.0%	6.9%	5.7%	8.6%	
CH	6.8%	8.0%	0.7%	5.3%	0.3%	4.5%	
World	14.1%	18.9%	34.3%	14.9%	15.4%	26.6%	4.5%

Abb.1 Wertentwicklung (TR) 2024 nach Regionen auf der Grundlage von MSCI-Regionalindizes (Währungen: USA - in USD, EU - in EUR, CH - in CHF, Welt - in EUR); \* - Hérens Quality Portfolios

# Corporate Excellence Einblicke veröffentlicht im 2. Hj. 2024



## Geblendet vom Schein oder die Entdeckung des wahren Glanzes?

Der Luxussektor gilt als konjunkturreäsent, und diese Einschätzung hält einer Überprüfung auf der Grundlage historischer Daten weitgehend stand. Angesichts der Marktvolatilität und der derzeitigen wirtschaftlichen Unsicherheiten war die Relevanz des Luxussektors noch nie so hoch wie heute. Doch Luxus ist nicht gleich Luxus, und nicht jede hochwertige Marke ist eine gute langfristige Investition. Wenn wir uns die Renditen dieser Unternehmen in den letzten 10 Jahren ansehen, wird deutlich, dass die Branche alles andere als homogen ist. Ein gemeinsames Merkmal, das Gewinner und Verlierer verbindet, ist die Qualität des Geschäftsmodells oder das Fehlen eines solchen. Die Art und Weise, wie die Unternehmen ihre Marke und ihre Marktpositionierung angehen und wie sie ihre Zielgruppen auswählen, unterscheidet sich oft zwischen den beiden Clustern. Die Folgen dieser Entscheidungen spiegeln sich in der operativen Leistung dieser Luxusaktien wider. [Link to Insight](#)



## ESG als Massstab – Wie rasch kann sich die Unternehmenswelt verbessern?

Es mag den Anschein haben, dass ESG-Investitionen an Schwung verlieren. Der Trend hat sich verlangsamt, wie die Zuflüsse in ESG-Fonds zeigen. Mehrere Faktoren können diese Abkühlung erklären: Die Bewertungen von Unternehmen mit hohen ESG-Ratings sind oft hoch, die Auswirkungen von ESG-Investitionen sind nicht sofort sichtbar, ESG-Daten sind nicht 100% zuverlässig. Unserer Ansicht nach ist diese jüngste Verschiebung nicht unbedingt negativ, sondern vielmehr eine natürliche und vorteilhafte Reifung des ESG-Marktes. Da die anfängliche Begeisterung nachlässt, konzentrieren sich Anleger und Stakeholder nun stärker auf die Substanz hinter den ESG-Behauptungen und fordern mehr Transparenz und Rechenschaftspflicht. [Link to Insight](#)



## Faktoren, auf die man beim «Cherry picking» achten sollte

Trends sind weit verbreitete Phänomene, die einen erheblichen Einfluss auf unseren Lebensstil und vor allem auf Investitionen haben. Langlebige Trends von kurzlebigen Sondereffekten zu unterscheiden, ist eine entscheidende Aufgabe für jeden Anleger. Sondereffekte werden zu einem grossen Teil von externen Faktoren geprägt und sind eher kurzlebig. Klassische Beispiele sind COVID-19 und hohe Gaspreise. Einige Trends werden durch Regulierung aufgezwungen, und in diesem Fall sind die Trends relativ künstlich, sie halten nur so lange an, wie es die Verordnung erfordert. [Link to Insight](#)



## Wie verändern sich die globalen Aktienmärkte?

Die Volatilität der einzelnen Aktien stieg 2024 stark an, insbesondere in den Technologiesektoren und bei den am meisten gehandelten Aktien. Marktweite Daten bestätigen diesen Trend, wobei die Volatilität im Jahr 2024 diejenige von 2023 und den Vorjahren übertraf, selbst in unberechenbaren Phasen, die durch globale Ereignisse verursacht wurden. Diese abnormale Volatilität auf Aktienebene ist weitgehend auf die Fortschritte bei den Handels- und Analysetools zurückzuführen, insbesondere bei jenen, die auf Algorithmen und KI basieren. Finanzunternehmen, die Sell-Side-Analysen anbieten, haben ihre Investitionen in die Marktabdeckung und die Entwicklung hochentwickelter Analysetools erheblich gesteigert. Wir haben diese Marktveränderungen erkannt und tragen ihnen mit unserem erweiterten analytischen Qualitätsansatz Rechnung. Angesichts der erhöhten Volatilität, der häufig vom Fair Value abweichenden Marktbewertungen und der zunehmenden Verfügbarkeit von GenAI-Tools ergeben sich neue Anlagemöglichkeiten. [Link to Insight](#)

## «Kaufen», «Halten» und «Verkaufen» Anlageentscheidungen im Jahr 2024

Die Änderungen in den Quality-Portfolios blieben über das ganze Jahr gesehen im Rahmen der langjährigen Durchschnitte. Selbstverständlich blieben wir unserem systematischen Quality-Ansatz treu und haben uns von Unternehmen getrennt, wenn die Kriterien für die Einstufung als attraktiv bewertetes Qualitätsunternehmen nicht mehr erfüllt wurden. Darüber hinaus wurden mehrere Entscheidungen zur Gewinnmitnahme getroffen, wenn die Bewertungen nicht mehr durch die Qualität oder das Wachstumspotenzial der Unternehmen gerechtfertigt waren – d.h. die Aktie wurde von HQAM als teuer bewertet eingestuft. Im Folgenden beleuchten wir eine Halte-, eine Verkaufs- und eine Kaufentscheidung, die eine Outperformance für das Quality-Portfolio generierten.

### Halten

## Salesforce

Die Aufnahme von Salesforce in unsere Global-Top-Portfolios im Mai 2024 (Salesforce war bereits im Quality-USA-Portfolio) hat uns eine Reihe nervöser Tage beschert, dennoch ist die Aktie am Ende einer der Best-Performer. Das Thema KI ist täglich in den Schlagzeilen, daher ist es nicht verwunderlich, dass die Volatilität zunimmt. Die Anleger waren zunehmend besorgt, die Gewinner und Verlierer im KI-Wettlauf zu identifizieren. Das Zusammenspiel von KI-bezogenen Chancen und Herausforderungen, mit denen Unternehmen konfrontiert sind, ist komplex und es ist teilweise eine Herausforderung, zu erkennen, welche Unternehmen führen oder unterdurchschnittlich abschneiden werden. Ausserdem entwickelt sich der Technologiesektor so schnell, dass die Stimmung innerhalb weniger Monate dramatisch in die eine oder andere Richtung umschlagen kann.

Ein herausragendes Beispiel in diesem Jahr war der CRM (Customer Relationship Management) Softwarebetreiber Salesforce. Im Mai stürzten die Aktien des Unternehmens um 20 % ab. Der Grund? Die vierteljährliche Umsatzprognose wurde um lediglich 1% verfehlt, und das Wachstum der Abonnementeinnahmen für das gesamte Jahr wurde von den zuvor erwarteten etwas über 10% auf „etwa 10%“ korrigiert. Salesforce war zu diesem Zeitpunkt selbstrentierend schon eine attraktiv bewertete Quality-Firma und wurde mit dem 23-fachen des Kurses zum freien Cashflow gehandelt (im Vergleich zu einem Median von 35 unter den anderen Softwareunternehmen). Natürlich signalisiert ein solch signifikanter Rückgang in der Regel tiefere Bedenken, die über die oberflächlichen Zahlen hinausgehen.

Ein Teil der Sorgen des Marktes in Bezug auf Salesforce rührte von der Befürchtung her, dass Kunden ihre Ausgaben für traditionelle Software zugunsten von KI-Investitionen zurückstellen könnten – oder noch schlimmer, dass KI das

sitzbasierte Geschäftsmodell von Salesforce gefährden könnte. Zweifellos ist Salesforce mit Unsicherheiten im Zusammenhang mit KI konfrontiert, da die rasante Entwicklung der Technologie das Unternehmen dazu zwingt, sein Produktportfolio, seine Monetarisierungsmodelle und seine Vermarktungsstrategie anzupassen. Es gibt jedoch auch eine andere Seite der Geschichte. Unserer Ansicht nach sind die etablierten Softwareanbieter oft am besten positioniert, um KI-gesteuerte Funktionen anzubieten, da sie über die Daten, die Kundenreichweite und die Budgets für Innovationen verfügen. Daher hielten wir in Ermangelung tatsächlicher Beweise, dass KI dem Geschäft von Salesforce ernsthaft schadet, an dieser Position fest.

Einige Monate später begann auch der Markt, diese Vorteile zu schätzen, als Salesforce Agentforce vorstellte – eine Plattform für die Entwicklung und den Einsatz autonomer KI-Agenten. Die Einführung wurde von Kunden und Partnern positiv aufgenommen und in den ersten Wochen der Plattform wurden Hunderte von Geschäften abgeschlossen. Plötzlich wurde KI als Wachstumstreiber für Salesforce wahrgenommen und die früheren Bedenken traten in den Hintergrund.

Seit dem Tiefstand im Mai ist die Salesforce-Aktie um 58% gestiegen und hat ein neues Allzeithoch erreicht. Während dieses volatilen Zeitraums blieben die grundlegenden Geschäftsdaten des Unternehmens stabil und seine Finanzleistung war beständig. Dennoch führten selbst geringfügige Veränderungen der Marktstimmung zu extremen Reaktionen in beide Richtungen. Leider liegt dies in der Natur des heutigen Marktes, wie ähnliche Dynamiken bei anderen Unternehmen wie Adobe und Alphabet zeigen. Dies belegt, wie wichtig es ist, rational zu bleiben und sich auf die Fakten zu konzentrieren, anstatt sich von der Marktstimmung beeinflussen zu lassen.

## Verkaufen

### Alten

Im Oktober 2024 trennten wir uns von Alten und realisierten einen Verlust von 18%, was die schwierige Zeit widerspiegelt, in der sich das Unternehmen angesichts der aktuellen Schwierigkeiten der europäischen Wirtschaft befand. Die unterdurchschnittliche Performance der Aktie wurde hauptsächlich in diesem Jahr erzielt. Da sie anhielt, beschlossen wir, uns von dem Unternehmen zu trennen. Diese Entscheidung war sicherlich gerechtfertigt, da die Aktie ihren Abwärtstrend fortsetzte. Es wäre jedoch klüger gewesen, früher zu handeln, anstatt auf eine rasche Erholung und einen möglichen Schub durch sinkende Zinsen zu setzen.

Alten ist ein führendes europäisches Ingenieur- und Technologieberatungsunternehmen, das in mehr als 20 Ländern tätig ist und Top-Kunden wie Volvo, BMW und Airbus betreut. Das Unternehmen bietet Dienstleistungen über den gesamten Entwicklungszyklus hinweg an und konzentriert sich dabei auf die Transformation von Forschung & Entwicklung sowie auf firmeneigene technische Lösungen. Mit einem Marktanteil von 12% in Frankreich kann Alten seine globale Präsenz und sein Fachwissen nutzen, um starke Kundenbeziehungen zu pflegen. Mehr als 40% des Umsatzes von Alten stammen aus den Sektoren Automobil, Luft- und Raumfahrt sowie Industrieanlagen – Branchen, die stark zyklisch und in Zeiten des Abschwungs besonders anfällig sind. Das Jahr 2024 war keine Ausnahme, da diese Märkte mit einer schwächeren Nachfrage und knapperen IT-Budgets zu kämpfen hatten. Hinzu kam, dass der französische



Ein führendes Ingenieurs- und Technologieberatungsunternehmen mit erheblichem langfristigem Potenzial. Dennoch stellen die anhaltenden Branchenherausforderungen und der wirtschaftliche Druck in Europa derzeit ungünstige Rahmenbedingungen dar.

Heimatmarkt von Alten, der mehr als 30% des Umsatzes ausmacht, durch die politische Unsicherheit nach den Wahlen 2024 erschüttert wurde. Dies schuf ein schwieriges Umfeld für Unternehmensausgaben und belastete das Vertrauen der Investoren in das Unternehmen.

Die Herausforderungen, mit denen sich Alten konfrontiert sah, waren sektorspezifisch, und auch andere Unternehmen wie Capgemini, Dassault Systèmes und Siemens kämpften mit ähnlichen Problemen. Dies deutete zunächst darauf hin, dass es sich um branchenweite und nicht um Alten-spezifische Probleme handelte, was uns zu der Annahme veranlasste, dass der Rückgang überschaubar und wahrscheinlich vorübergehend war. Der Abschwung in der Branche erwies sich jedoch als schwerwiegender als erwartet, und für das kommende Jahr wird keine Erholung erwartet, was uns veranlasste, unsere Haltung gegenüber dem Unternehmen zu überdenken.

Der Aktienkurs von Alten war in der Vergangenheit eng an die Erträge gebunden. Im Jahr 2024 brach diese Beziehung jedoch ab, da die Bewertungsmultiplikatoren auf einen Tiefststand der Covid-Ära fielen, was darauf hindeutet, dass der Markt weiteres Abwärtspotenzial eingepreist hat. Kurzfristig rechnet das Unternehmen mit einem Rückgang des Aktivitätswachstums und einer stabilen, aber unter Druck stehenden operativen Marge, was auf potenzielle Herausforderungen für die Rentabilität hindeutet. Darüber hinaus tragen Schwächen in wichtigen Märkten und Sektoren zu einem weniger optimistischen Ausblick auf ein nachhaltiges Wachstum bei. Auch wenn sich Alten in der Vergangenheit bei wirtschaftlichen Aufschwüngen immer wieder erholt hat, blieben die Aussichten unklar und es gab keine Anzeichen für eine kurzfristige Erholung. Diese Ungewissheit führte schliesslich zu unserer Entscheidung, das Unternehmen zu verkaufen, da der anhaltende Abschwung der Branche den Qualitätsstatus des Unternehmens beeinträchtigte.

## Buy

# Games Workshop

Was erhält man, wenn man 50 Jahre reiche Geschichte, eine treue Fangemeinde und ein beträchtliches Potenzial zum Erreichen neuer Zielgruppen kombiniert? Während Namen wie Marvel und Nintendo mit ihren jeweiligen Franchises in den Sinn kommen, ist das wahre Beispiel Games Workshop und sein Warhammer-Universum. Die Aktie, die seit unserem Kauf im März 2024 in unser Europa-Quality-Portfolio um 35% gestiegen ist, gehört zu den europäischen Titeln in unseren Portfolios, die sich am besten entwickelt haben.

Das Unternehmen hat die wichtigsten finanziellen Hygienekriterien erfolgreich erfüllt. Games Workshop verfügt über eine solide Bilanz mit einer negativen Nettoverschuldung und einer Eigenkapitalquote von 71% und ist damit gut aufgestellt, um finanziellen Belastungen standzuhalten. Darüber hinaus hat das Unternehmen seine Gewinnspannen in den letzten 10 Jahren dank eines starken Managements und einer vollständigen vertikalen Integration verdoppelt. Der letztgenannte Faktor ist äusserst wichtig, da das Unternehmen sein eigenes Herstellungsverfahren im Vereinigten Königreich betreibt, was zur Optimierung der Produktion und zur Gewährleistung der Qualitätskontrolle beiträgt.

Ähnlich wie Marvels Superheldenwelt oder Nintendos Pokémon-Imperium bietet Warhammer ein umfangreiches Universum mit einer Fülle an Geschichten – sowohl in klassischen Fantasy-Settings als auch in futuristischen Science-Fiction-Gebieten. Dies wurde vor allem durch die Tabletop-Spiele wie „Warhammer 40.000“ erreicht, aber auch durch Zeichentrickserien, Videospiele und Bücher. Warhammer-Enthusiasten bilden eine einzigartige Fangemeinde, die oft viel Zeit (jede Figur muss von Hand bemalt werden) und Ressourcen in ihre Sammlungen investieren (man muss mehrere hundert Euro ausgeben, um eine richtige Armee zu haben). In Zeiten wirtschaftlicher Ungewissheit können die Ausgaben für Nischenhobbys zurückgehen. Games Workshops Kernpublikum hat sich jedoch wiederholt als widerstandsfähig erwiesen, mit einem fünfjährigen Umsatzwachstum von 15% im Vergleich zu 5% bei den nächstgrösseren Herstellern von Tabletop-Spielen. Viele Sammler betrachten Warhammer eher als Lebensstil denn als Freizeitbeschäftigung – eine Unterscheidung, die dazu beiträgt, den Umsatz auch in schwierigeren Zeiten aufrechtzuerhalten.

Es scheint, dass das Unternehmen einen Wendepunkt in seiner Geschäftstätigkeit erreicht hat und eine kritische Masse in Bezug auf die Fangemeinde, die Investitionen und das Geschäftsvolumen vorweisen kann. Das Unternehmen eröffnet seine Läden an neuen Standorten und baut seine Medienpartnerschaften aus, insbesondere die im Dezember 2024 geschlossene Vereinbarung mit Amazon, das Warhammer-40.000-Universum in Filmen und Fernsehserien umzusetzen. Mit Henry Cavill (einem leidenschaftlichen Warhammer-Fan) als Hauptdarsteller und ausführendem Produzenten umfasst diese Vereinbarung exklusive Inhalte und Merchandising-Rechte und zeigt das grosse Potenzial der Franchise, zukünftig ein breiteres globales Publikum zu erreichen.

Wir haben in Games Workshop investiert, weil es sich um ein grundsätzlich solides Qualitätsunternehmen mit einer starken Nische, einer treuen Fangemeinde, praktisch keinen direkten Konkurrenten und einem erheblichen Aufwärtspotenzial durch die Erweiterung seines geistigen Eigentums handelt. Ausserdem ist das Unternehmen mit begrenzten Risiken behaftet und attraktiv bewertet. Bislang hat sich dies als die richtige Entscheidung erwiesen.

---

Die soliden Finanzen von Games Workshop, die treue Fangemeinde und das Wachstumspotenzial durch Projekte wie die Amazon-Warhammer-Adaption stärken die Position des Unternehmens als herausragendes Quality-Unternehmen.



# Im Fokus

## Global Quality Top 25 Fund

Da unsere Global-Quality-Top-Strategie 2024 ihr 10-jähriges Bestehen feierte und die Anlagestrategien Global Quality Top 8, Top 15 und Quality Asia Top 15 entweder als Fonds oder als AMC-Zertifikat verfügbar sind, ist es eine logische Konsequenz, die Quality-Top-Produktpalette mit der Auflegung unseres Global Quality Top 25 Fund Anfang 2025 zu vervollständigen. Während Global Quality Top 25-Mandate bereits seit mehreren Jahren bestehen, wird der neue Global Quality Top 25 Fund eine regulierte Produktlösung (UCITS) darstellen. Er wird stärker diversifiziert sein und sich gleichzeitig auf die besten Qualitätsunternehmen konzentrieren, die auf der Grundlage wichtiger fundamentaler Merkmale wie finanzieller Stärke, Managementexpertise, positiver Branchentrends und attraktiver Bewertungen ausgewählt werden.

Global Quality Top 25 ausgewählte Unternehmen

NETFLIX

Lonza

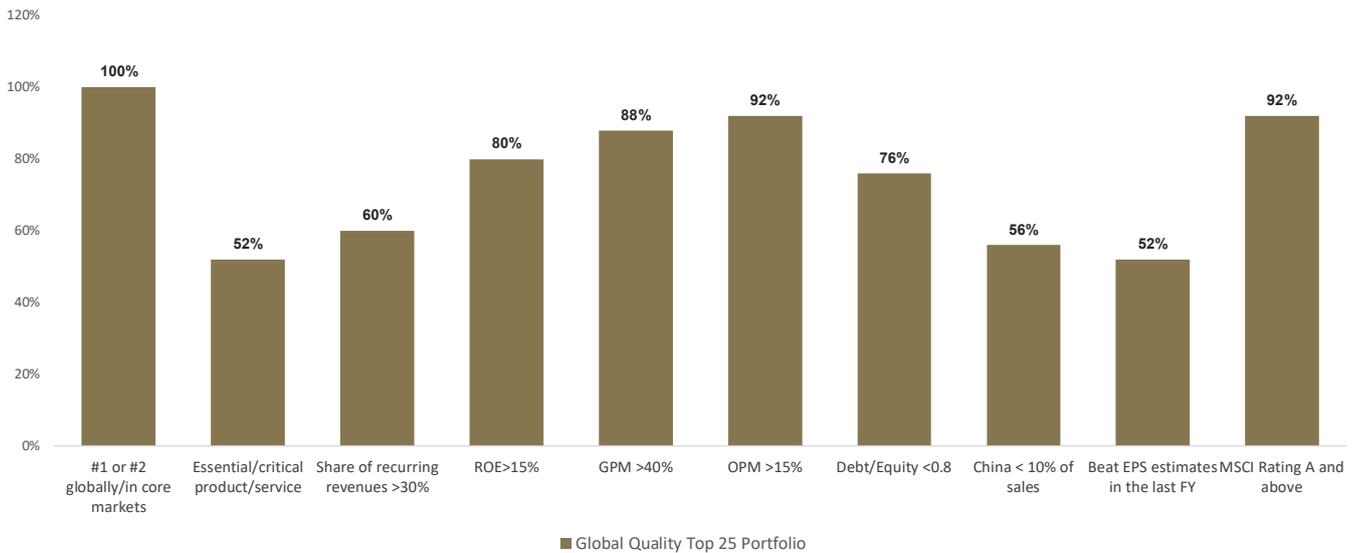
S&P Global

ABB

PARTNERS GROUP

KEYENCE

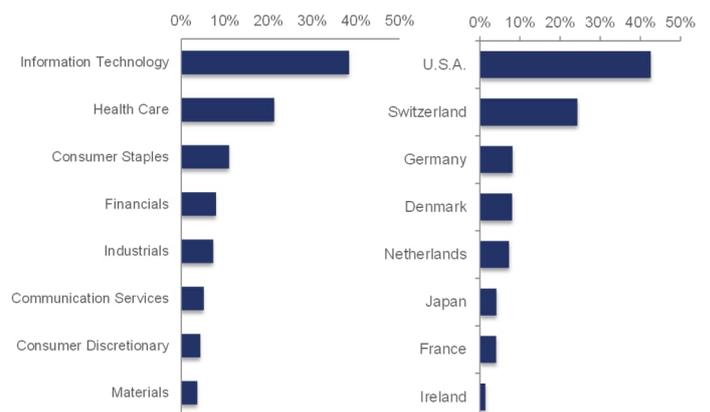
Abb. 1. Global Quality Top 25 Finanz- und Bewertungskennzahlen



Quelle: HQAM, MSCI, Refinitiv

Als Ergebnis des Anlageprozesses ist das Global Quality Top 25-Portfolio derzeit im IT-Sektor übergewichtet. Diese Positionierung ist angesichts der raschen Fortschritte in der KI und ihrer Integration in Geschäftsmodelle nicht überraschend (Abb. 2). Die Übergewichtung wird jedoch durch Allokationen in den Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter wirksam ausgeglichen. Über 40% des Portfolios bestehen aus Unternehmen mit Sitz in den USA, was den Ruf der Region widerspiegelt, Unternehmen mit starken Qualitätsmerkmalen und überzeugenden Wachstumsaussichten hervorzubringen. Das Portfolio ist strategisch so positioniert, dass es von den globalen Trends profitiert und gleichzeitig ein hohes Mass an Diversifizierung beibehält, wodurch die mit potenziellen Marktabschwüngen verbundenen Risiken gemindert werden.

Abb. 2. Global Quality Top 25 Branchen- und regionale Exposition



# Prognose: Bewertung und die wirtschaftliche Divergenz zwischen den USA und Europa im Fokus

## Sind die Aktienmärkte überbewertet?

Eine der häufigsten Fragen, die wir sowohl von neu hinzugekommenen als auch von bestehenden Kunden erhalten, lautet: Sind wir angesichts der starken Performance des Marktes im letzten Jahr zu spät dran, um zu investieren? Sind die aktuellen Bewertungen zu hoch? Eine Analyse der Faktoren, die für die starke Performance des Marktes verantwortlich sind, zeigt, dass eine Handvoll schwergewichtiger Unternehmen, allen voran Nvidia, erheblich zum Wachstum des globalen Aktienmarktes beigetragen hat. Viele Unternehmen mit starken Qualitätsmerkmalen sind jedoch nach wie vor unterbewertet und werden vom Markt noch nicht vollständig erkannt. Darüber hinaus hat der starke Momentum-Faktor auf dem US-Markt eine entscheidende Rolle dabei gespielt, die globalen Aktienindizes nach oben zu treiben. Wie teuer ist also der aktuelle Aktienmarkt, und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit einer Marktkorrektur?

Ein wichtiger Punkt ist das starke Bewertungsgefälle zwischen den US-amerikanischen und den europäischen Märkten – die grösste Divergenz in den letzten zwei

Jahrzehnten. Die europäischen Märkte zeigen keine Anzeichen einer Überhitzung, und die Bewertungsniveaus entsprechen weitgehend den historischen Durchschnittswerten.

Der US-Markt hingegen weist ein hohes Bewertungsniveau auf, und eine mögliche Korrektur könnte für den Markt sogar gesund sein. Allerdings sind zwei kritische Faktoren zu beachten. Erstens klappt eine erhebliche Lücke zwischen dem indexgewichteten KGV und dem KGV-Median, was auf besonders hohe Bewertungen bei den Indexschergewichten hindeutet, die im Jahr 2024 eine Rallye hinlegten. Die durchschnittliche Bewertung des Marktes, die auf der Berechnung des Median-KGV basiert, liegt immer noch unter dem Niveau von 2021. Zweitens dürften sich die hohen Bewertungsniveaus angesichts der in Kürze anstehenden Veröffentlichung der Unternehmenszahlen zum 4. Quartal bzw. 2024 abschwächen, da höhere Gewinne die KGVs nach unten drücken.

Abb. 1. Indexgewichtetes und Median-KGV von MSCI USA und MSCI Europa



Quelle: HQAM, MSCI, Refinitiv

## Wie schlecht geht es der Wirtschaft?

In den USA bleibt die Wirtschaft robust, trotz erheblicher Schwächen im Immobiliensektor, der weiterhin unter dem Druck hoher Zinssätze leidet. Einige Herausforderungen auf dem Arbeitsmarkt, die bereits im Sommer angesprochen wurden, bestehen weiterhin. Es gibt jedoch keine nennenswerten Anzeichen für einen Rückgang der Geschäftstätigkeit oder des Verbrauchervertrauens. Die Unternehmensfinanzen bleiben aussergewöhnlich stark, ohne Anzeichen einer Verschlechterung.

Die Situation in Europa zeigt ein kontrastierendes Bild. Die Geschäftstätigkeit hat eine kritische Zone erreicht und ist mehrere Perioden in Folge rückläufig. Trotz dieser Entwicklung zeigt der Konsumsektor eine überraschende Resilienz, selbst nach der Erfahrung mit hoher Inflation. Der Arbeitsmarkt in

Europa bleibt solide und schneidet besser ab als der in den USA. Darüber hinaus zeigen der Wohnungs- und Bausektor Anzeichen einer Erholung, da die Europäische Zentralbank (EZB) beginnt, Zinssenkungen umzusetzen.

Wir bleiben vorsichtig optimistisch hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten in den USA, überwachen jedoch weiterhin den Arbeitsmarkt, der aufgrund der KI-gesteuerten Automatisierung zusätzlichen Spannungen ausgesetzt sein könnte. In Europa sind die Aussichten jedoch weniger vielversprechend, und das Schlimmste könnte noch nicht vorbei sein, angesichts der anhaltenden Herausforderungen in der Geschäftstätigkeit. Diese Dynamiken spiegeln sich in der Aktienmarktperformance wider, die oft als führender Wirtschaftsindikator fungiert.

Abb.2. Gesundheitsbewertung der Makroökonomie in den USA und Europa

USA									EUROPE					
	LEVEL									LEVEL				
	Housing	Labor Market	Consumer	Business Activity	Prices	Household Finance	Corporate Finance	Financial Markets		Housing & Construction	Labor Market	Consumer	Business Activity	Prices
Dec-24	30	31	71	37	53	69	75	48	Nov-24	28	47	55	15	69
Nov-24	18	31	72	36	48	70	75	59	Oct-24	26	47	55	17	71
Oct-24	27	29	68	40	54	68	76	40	Sep-24	19	50	44	19	67
Sep-24	30	28	58	44	45	62	77	54	Aug-24	14	50	31	17	65
Aug-24	21	28	60	28	51	62	78	48	Jul-24	13	47	42	15	64
Jul-24	20	31	56	44	50	63	78	50	Jun-24	11	54	48	18	66
Jun-24	18	31	60	48	48	58	76	54	May-24	12	51	44	21	68
May-24	30	35	64	36	46	56	77	57	Apr-24	14	50	45	18	71
Apr-24	24	45	71	41	45	57	78	49	Mar-24	15	52	47	23	74
Mar-24	35	40	73	35	55	63	81	56	Feb-24	14	51	37	18	71
Feb-24	25	49	61	35	57	64	81	50	Jan-24	15	54	40	23	73
Jan-24	31	49	78	39	54	60	81	50	Dec-23	17	55	42	20	70
Dec-23	21	55	68	38	51	62	79	52	Nov-23	14	53	41	19	71
Nov-23	21	49	51	37	40	61	80	50	Oct-23	10	54	37	19	72
Oct-23	23	54	61	49	44	59	81	34	Sep-23	8	55	45	19	69
Sep-23	22	48	63	45	50	48	67	40	Aug-23	8	53	42	17	65
Aug-23	28	61	69	41	47	49	68	42						

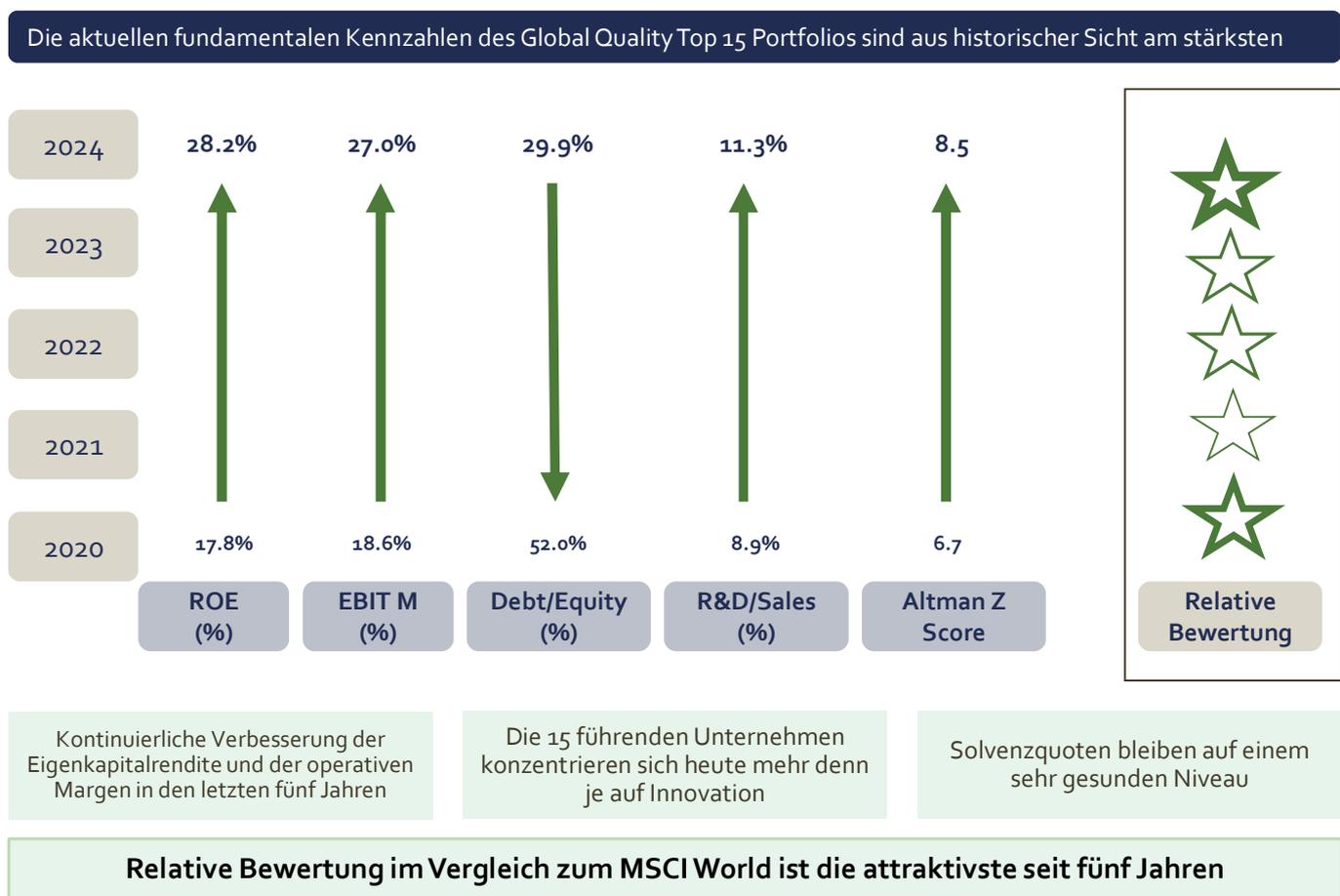
Quelle: HQAM

# Quality Investing

Die Marktentwicklung bleibt von Unsicherheit geprägt, insbesondere da die Bewertungen zunehmend anspruchsvoller werden. Dennoch bleibt Unternehmensqualität in solchen Zeiten ein sicherer Hafen. Bedenken hinsichtlich einer Überbewertung des Aktienmarkts erscheinen im Fall von Qualitätsunternehmen übertrieben, da diese kontinuierlich nachhaltige Cashflows

generieren und solide Ergebnisse liefern. Qualitätsunternehmen sind oft langfristige Wertsteigerer, die ihren Status über Wirtschaftszyklen hinweg bewahren. Selbst bei widrigen äusseren Ereignissen sind sie dank ihres starken Managements und robuster Unternehmensführung in der Lage, Herausforderungen effektiv zu meistern.

Abb.3. Ausgewählte fundamentale Kennzahlen (zum 31.12.2024.)



Quelle: HQAM, Refinitiv

# 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*	2024	2023	2022	2021	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha**	Inception Date
USA (USD)	15.1%	36.8%	-31.5%	23.2%	2.6%	11.3%	11.3%	849.1%	0.8%	1/1/2004
S&P 500 Gross TR (USD)	25.0%	26.8%	-18.1%	29.6%	9.1%	14.8%	10.4%	704.2%	-	
Out-/Underperformance	-9.9%	10.0%	-13.4%	-6.4%	-6.5%	-3.5%	0.9%	144.9%	-	
Europe (EUR)	4.9%	21.3%	-21.9%	30.1%	-0.2%	7.0%	8.6%	469.4%	2.2%	1/1/2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	9.5%	15.9%	-10.6%	24.9%	4.3%	6.8%	6.8%	295.6%	-	
Out-/Underperformance	-4.6%	5.4%	-11.3%	5.2%	-4.5%	0.2%	1.8%	173.8%	-	
Switzerland (CHF)	6.8%	8.3%	-23.3%	30.2%	-3.9%	5.8%	8.5%	459.2%	1.7%	1/1/2004
SPI (CHF)	6.2%	6.1%	-16.5%	23.4%	-2.0%	3.8%	6.7%	290.4%	-	
Out-/Underperformance	0.6%	2.2%	-6.8%	6.8%	-1.9%	2.0%	1.8%	168.8%	-	
TOP 8 (CHF)	5.7%	36.0%	-34.8%	41.9%	-2.1%	9.2%	14.0%	282.1%	4.5%	10/1/2014
MSCI World Net TR (CHF)	28.7%	12.7%	-17.0%	25.7%	6.4%	9.9%	9.3%	149.3%	-	
Out-/Underperformance	-23.0%	23.3%	-17.8%	16.2%	-8.5%	-0.7%	4.7%	132.8%	-	
Global Quality TOP 15 Equity Fund I Class (EUR)	12.4%	31.3%	-26.0%	37.5%	3.0%	11.1%	12.3%	78.6%	-1.8%	10/1/2019
MSCI World Net TR (EUR)	26.6%	19.6%	-12.8%	31.1%	9.7%	13.0%	12.7%	94.1%	-	
Out-/Underperformance	-14.2%	11.7%	-13.2%	6.4%	-6.7%	-1.9%	-0.4%	-15.5%	-	
Aramus Japan Equity Fund I Class (JPY)	5.9%	22.7%	-17.2%	2.9%	2.5%	8.1%	7.2%	125.2%	-1.9%	4/1/2013
TOPIX (JPY)	17.7%	25.1%	-5.1%	10.4%	11.8%	11.3%	9.0%	175.6%	-	
Out-/Underperformance	-11.8%	-2.4%	-12.1%	-7.5%	-9.3%	-3.2%	-1.8%	-50.4%	-	

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

\*\* Annualisiertes Alpha (risikobereinigt)

Per: 31.12.2024

Quelle: Hérens Quality AM

## Kontakt

Bahnhofstrasse 3 8808  
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.