

CORPORATE EXCELLENCE INSIGHTS

Wir sind ein spezialisierter Anbieter von systematischen Quality Investment-Lösungen und einer von wenigen Anbietern weltweit 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: BESTES ERSTES QUARTAL SEIT 2010

Die Aktienmärkte haben das erste Quartal mit weiteren Zuwächsen im März abgeschlossen. Damit war dies das beste erste Quartal seit 2010. Die Volatilität nahm weiter ab, nachdem die Federal Reserve bekannt gab, keine weiteren Zinserhöhungen in 2019 vorzunehmen. Auch Optimismus betreffend des Handelsstreits zwischen China und den USA unterstützte die Märkte.

\$24.3 Mrd

LYFT BEWERTUNG NACH IPO

Das Fahrdienst-Unternehmen Lyft wurde beim Börsengang mit \$24.3 Mrd. bewertet. Ob das Geschäftsmodell wirklich funktioniert, ist noch offen und der Weg zu einer profitablen Firma noch lang, bis jetzt überwiegt der Optimismus.

30

IKEA TESTET VERMIETUNG VON MÖBELN IN 30 LÄNDERN

IKEA, mit einem Umsatz von EUR 39 Mrd. im letzten Jahr, testet Möbel im Abo auszuleihen. Ziel ist es, den Lebenszyklus der Produkte zu verlängern und diese anschliessend zu recyceln.

2.2%

GDP WACHSTUM IN DEN USA IM VIERTEN QUARTAL

Das GDP Wachstum betrug in den USA im vierten Quartal 2018 annualisiert 2.2%. Für das Gesamtjahr 2018 wurde ein Wachstum von 2.9% verzeichnet. Das von der US-Regierung versprochene Wachstum von 3% wurde damit leicht verfehlt, trotz fiskalen Stimulus.

MONATSFOKUS: AKTIENRÜCKKÄUFE

Im letzten Jahr gingen die S&P500 Unternehmen auf Einkaufstour und gaben über USD 1 Billion (1000 Mrd.!) für Aktienrückkäufe aus – die grösste Summe innerhalb des letzten Jahrzehnts. Aktienrückkäufe können eine zwiespältige Angelegenheit sein. Studien zeigen, dass diese von Managern auch genutzt werden, um Gewinnprognosen (Markterwartungen) zu erfüllen oder um eigene Aktien zu verkaufen. Zudem zeigt sich eine Fokussierung auf kurzfristige Profite, zu Lasten von Investitionen und Forschung oder zu Lasten von Rückstellungen für ökonomisch schwierige Zeiten.

In unserer Analyse haben wir anhand der Unternehmen im S&P 500 den Einfluss von Aktienrückkäufen auf das EPS-Wachstum der letzten 10 Jahre überprüft. Es zeigt sich ein deutlicher Einfluss diesbezüglich, der sich ab 2012 klar abzeichnet. Ein Treiber der Aktienrückkäufe in den USA ist vermutlich auch die Safe Harbor Regel, die Aktienrückkäufe erlaubt und begünstigt.

Der stärkste Einfluss der Aktienrückkäufe war in den Sektoren zyklischer Konsum, Gesundheit und Industrie zu finden. Dort stieg das EPS Wachstum durch Rückkäufe signifikant an.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



AKTIENRÜCKKÄUFE: EINE KÜNSTLICHE LÖSUNG FÜR EPS WACHSTUM

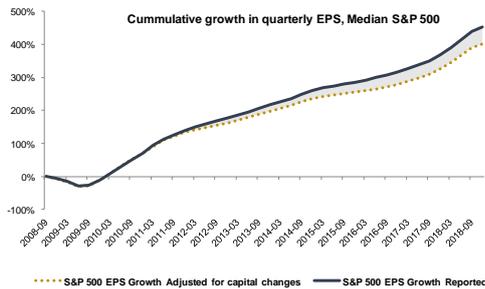
Freund oder Feind?

2018 war ein rekordverdächtiges Jahr was Aktienrückkäufe angeht. Insgesamt gaben die Unternehmen im S&P 500 über USD 1 Billion (1000 Mrd.!) für Aktienrückkäufe aus. Inhärent schwache Regulierung (SEC Regel 10B-18 – Safe Harbour Regelung) sowie zusätzliche finanzielle Mittel aus Trumps Steuerreform trieben die Aktienrückkäufe in die Höhe. Seit es Aktienrückkäufe gibt, wird auch über die Gründe und Folgen für Gesellschaft und Wirtschaft kontrovers diskutiert. Verfechter argumentieren, dass Aktienrückkäufe eine klare Bekundung von Unternehmensverantwortung sind – wenn Manager keine geeignete Verwendung der Mittel innerhalb des Unternehmens finden, ist der Aktienrückkauf für Aktionäre und die Wirtschaft das beste Mittel. Für Kritiker dagegen sind Aktienverkäufe eine Bevorteilung von Aktionären zu Lasten anderer Stakeholder (1). Aus unternehmerischer Sicht bedeuten Aktienrückkäufe aber auch, dass die verfügbaren Gelder nicht in Form von Investitionsausgaben oder Forschung und Entwicklung reinvestiert werden. Zudem besteht die Gefahr, dass im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs der verbleibende finanzielle Puffer zu gering ist.

Mathematisches Zahlenspiel

Lässt man die Moral aussen vor, stellt sich für den Investor die entscheidende Frage, wie sich Aktienrückkäufe auf den Wert des Unternehmens auswirken. Rein rechnerisch reduziert sich die Anzahl Aktien, wodurch sich der Wert je Aktie erhöht und der Anteil am Unternehmen pro Aktie steigt. Folglich wird so künstlich der Gewinn je Aktie (EPS) erhöht, was in Folge die Bewertung (KGV) verringert. Beides ist für sich erst einmal vorteilhaft für einen Investor.

Abb. 1: Wachstum der rapportierten und korrigierten EPS Zahlen, Median S&P 500 (2008-2018)



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Jedoch ergaben Untersuchungen (2), dass Manager die Aktienrückkäufe nutzen, um Gewinnprognosen (Markterwartungen) zu erfüllen oder sogar um eigene Aktien zu verkaufen. Hinzu kommt, dass das rapportierte quartalsweise Gewinnwachstum pro Aktie über die letzten 10 Jahre im S&P 500 um 452% zunahm. Rechnet man den Einfluss von Aktienrückkäufen sowie von Ausgaben von Aktien aus den offiziellen Zahlen heraus, verbleiben nur noch 401%. Der Unterschied zwischen rapportierten und „korrigierten“ Zahlen macht sich ab 2012 bemerkbar, nachdem Unternehmen ihre Aktienrückkaufe steigerten (Abb. 1).

Abb. 2: Unterschied zwischen rapportierten und korrigierten EPS Zahlen für den S&P 500 (2008-2018)

	Reported EPS Growth	Adjusted EPS Growth	Delta
Information Technology	508%	523%	-16%
Consumer Discretionary	627%	523%	104%
Communication Services	432%	446%	-14%
Financials	392%	397%	-5%
Health Care	469%	408%	61%
Energy	521%	569%	-48%
Industrials	426%	375%	51%
Materials	320%	318%	3%
Real Estate	511%	760%	-249%
Utilities	129%	203%	-74%
Consumer Staples	246%	238%	8%

Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

In den vergangenen Jahren wurden in der Presse oft IT-Unternehmen im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen genannt. Betrachtet man aber die letzten 10 Jahre, sind es der zyklische Konsumsektor, das Gesundheitswesen und der Industriesektor, bei denen die Aktienrückkäufe am stärksten ins Gewicht fallen (Abb. 2).

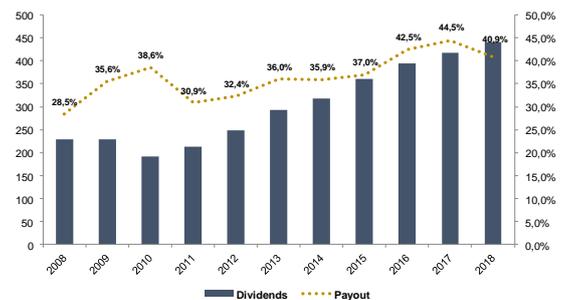
Disclaimer: This document may contain confidential information that is not intended for third parties. If you are not the intended recipient of this document, you must not publish or pass on its content in any way. This document is for information purposes only and constitutes neither an offer nor a recommendation to undertake any type of transaction or to buy or sell securities or financial products in the broadest sense. Hérens Quality Asset Management offers no guarantee of the completeness, correctness or security of this document. Hérens Quality Asset Management accepts no liability claims that might arise from the use or non-use of the content of this document.

Interessanterweise zeigt der Blick über den Atlantik eine vollkommen andere Situation. Europäische Unternehmen aus dem Stoxx 600 gaben im gleichen Zeitraum mehr Aktien aus, als Aktien zurückgekauft wurden. Der „korrigierte“ Gewinn je Aktie ist damit höher als der rapportierte (177% vs 166%, Periode 2008-2018). Dieser auffällige Unterschied könnte zum Teil damit zu tun haben, dass die Regulierung der Rückkäufe in den USA seit Jahrzehnten eher schwach ist. In den 1980er Jahren führte SEC einen „sicheren Hafen“ für Unternehmen ein, die Aktienrückkäufe tätigen. Solange sie bestimmte Parameter einhalten (z. B. nicht mehr als 25 Prozent des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens der Firma an einem einzigen Tag), sind Manager vor dem Vorwurf der Aktienkursmanipulation geschützt.

Bevorzugung von Aktionären

Eine gute Nachricht für die Anleger ist, dass Rückkäufe in den USA nicht zu Lasten des Dividendenwachstums gingen: Die Ausschüttungsquote und die jährlichen Zahlungen sind im Laufe der Zeit stetig gestiegen (Abb. 3). Aktionäre profitieren damit doppelt - sie erhalten eine Gewinnausschüttung als Dividende und erhalten einen größeren Anteil des Unternehmens. Alleine im Jahr 2018 haben Unternehmen im S&P 500 90% ihres Nettoeinkommens an die Anteilseigner zurückgegeben - 41% als Dividenden und der Rest durch Rückkäufe.

Abb. 3: Jährliche Dividendenzahlungen (\$, Mrd.) und Median Ausschüttungsquote im S&P 500



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Qualitätsunternehmen tun es auch, aber machen es doch besser

Angesichts der Tatsache, dass etwas mehr als die Hälfte der amerikanischen Qualitätsunternehmen aus den Bereichen zyklischen Konsum, Gesundheitswesen und Industrie stammen, die sich besonders für Rückkäufe interessieren, ist es nicht wirklich überraschend, dass sie dadurch auch den Gewinn pro Aktie-Schub erlebt haben. Was Qualitätsunternehmen jedoch vom breiteren Markt unterscheiden ist, dass sie trotz der Teilnahme an beliebten Aktienrückkäufen ihre Investitionen in zukünftiges Wachstum nicht vernachlässigen.

Abb. 4: Veränderung der Kennzahlen im Jahresvergleich, S&P500 und Qualitätsunternehmen, FY 2018, Median

	S&P 500	USA quality universe
EPS (reported)	10.7%	17.2%
EPS (adjusted)	9.5%	15.51%
R&D	11.7%	14.1%
CAPEX	5.0%	15.8%
Sales Yoy	7.20%	7.7%
R&D to Sales	(54 bps)	25 bps
CAPEX to Sales	(14 bps)	44 bps

Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Im Jahr 2018, als die Welle der Rückkäufe Rekordwerte erreichte, erhöhten Qualitätsunternehmen ihre absoluten Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie Investitionsausgaben deutlich. Die Ausgaben erhöhten sich nicht nur absolut sondern auch relativ zum Umsatz (Abb. 4), während die relativen Kennzahlen für den Markt rückläufig waren.

Referenzen

- William Lazonick (2014), *Profits without Prosperity*, Harvard Business Review
- Heitor Almeida, Vyacheslav Fos, Mathias Kronlund (2016). *The Real effects of share repurchases*, Journal of Financial Economics, Volume 119, Issue 1, Pages 168-185