

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: VERLÄNGERTES WACHSTUM

Die globalen Aktienmärkte haben ihre Rally in diesem Jahr mit ermutigenden Wirtschaftsdaten und besser als erwarteten Unternehmensgewinnen verlängert und im April Rekordhöhen erreicht. Starke Arbeitsmarktdaten sowie ein besser als erwartetes BIP-Wachstum im ersten Quartal in den USA, während auch in Europa das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal widerstandsfähiger war als befürchtet.

\$16 Mrd.

PINTERESTS BEWERTUNG BEIM BÖRSENGANG

Die Aktien von Pinterest Inc legten bei ihrem Börsendebüt um fast 30 Prozent zu, was die Bewertung des Online-Sammelalbum-Unternehmens auf rund 16 Milliarden US-Dollar erhöht und ein Signal für den Appetit der Anleger auf neue Tech-Listings darstellt.

1.6%

EINZELHANDELSUMSÄTZE IN DEN USA STEIGEN STARK AN NACH DEM TAUCHGANG IM FEBRUAR

Die Einzelhandelsumsätze in den USA stiegen im März am stärksten seit 1,5 Jahren, da die privaten Haushalte den Kauf von Kraftfahrzeugen und anderen Gütern ankurbelten. Dies ist der jüngste Hinweis darauf, dass sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal nach einem Fehlstart beschleunigte.

3.2%

BIP-WACHSTUM IM ERSTEN QUARTAL IN DEN USA

Das Wirtschaftswachstum in den USA beschleunigte sich im ersten Quartal. Der Wachstumsschub wurde aber getrieben durch ein geringeres Handelsdefizit und die grösste Anhäufung nicht verkaufter Waren seit 2015, welche die Wirtschaft im Laufe dieses Jahres vorübergehend belasten werden.



MONTHLY TOPIC: KNOW-HOW ACCOUNTING

Das Anlagevermögen wird grösstenteils zu einem Standardgut. Vor einigen Jahrzehnten war die Ausrüstung oft die Quelle der Einzigartigkeit für ein Unternehmen, da sie aus mehreren Gründen nicht jedem Unternehmen zur Verfügung stand, unter anderem auch aufgrund begrenzter Finanzierung. Seit der Jahrtausendwende bieten Vermögenswerte wie Gebäude, Autos und Fabrikroboter keinen Wettbewerbsvorteil mehr. Wettbewerbsvorteile entstehen vielmehr durch die unternehmensinterne Investition in Know-how, das Marketing im Personalbereich oder durch den Abschluss von Fusionen und Übernahmen. Jedoch weisen Unternehmen mit substanziellen Know-how-Investitionen zu Unrecht geringere Gewinne, eine kleinere Vermögensbasis und höhere Bewertungs-Multiples auf.

In Europa und den USA haben Quality-Unternehmen höhere Investitionen, um ihren Wettbewerbsvorteil zu entwickeln und zu verteidigen (gemessen an F & E / Vertrieb, VVG / Vertrieb, Immaterielle Vermögenswerte / Bilanzsumme) als der durchschnittliche Markt (Abb. 3). Bemerkenswerterweise haben diese Unternehmen in den letzten zehn Jahren noch mehr Aufmerksamkeit auf das Thema gerichtet, denn diese Quoten sind sowohl in Europa als auch in den USA für Quality-Unternehmen gestiegen.

Die Muster sind ganz eindeutig in beiden Märkten: die Unternehmen mit höheren Investitionen in F&E sowie höheren Vertriebs- und Verwaltungskosten berichten eine höhere Brutto-Profitorientierung, da sie offensichtlich in der Lage sind, Produkte von höherem Wert anzubieten und dementsprechend Premiumpreise zu verlangen.

Lesen Sie den ganzen Artikel auf S. 2



VERZERTE KENNZAHLEN FÜR WISSENSINTENSIVE UNTERNEHMEN

Die wahre Bewertung und Rentabilität

Wäre es möglich, dass Amazon mit einem KGV von 20 statt 70 gehandelt wird und eine 3-jährige Eigenkapitalrentabilität von 24% statt 19% aufweist und in den Jahren 2012 bis 2014 keine Verluste anfielen. Kann das sein? Wir würden argumentieren, dass es möglich ist, wenn man die Besonderheiten der Technologieunternehmen berücksichtigt, die enorme Investitionen tätigen, welche jedoch nicht aktiviert, sondern als Aufwand erfasst werden müssen. Dies drückt auf die Rentabilität der Unternehmen und verhindert ausserdem das Wachstum der Vermögensbasis in den Bilanzen.

Eine grosse Anzahl von Investoren vermeiden IT-Unternehmen wie Tencent, Amazon und Qorvo in ihren Portfolios und werfen ihnen eine übermässig hohe Bewertung vor. Offenbar haben sie immer noch eine starke Erinnerung an die jüngsten Ereignisse im Jahr 2001, als die Dotcom-Blase platzte. Die Vertreter anderer Wissens-intensiver Branchen werden oft vernachlässigt.

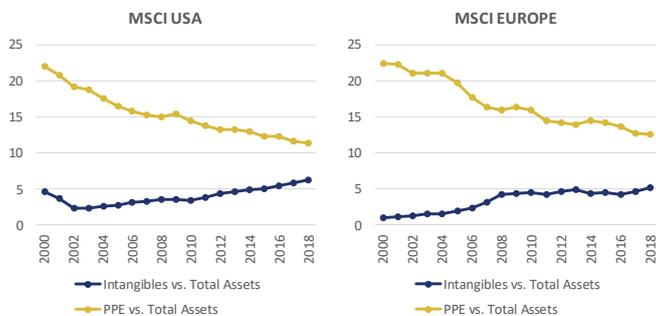
Es wird argumentiert, dass diese Unternehmen in der Tat zu Unrecht geringere Gewinne, eine geringere Vermögensbasis und höhere Bewertungskennzahlen aufweisen. Daher sind sie aus heutiger Sicht für den breiten Anlegerkreis nicht erreichbar. Nach den Rechnungslegungsvorschriften, welche nach Lev und Gu1 als veraltet gelten, müssen Unternehmen Kosten wie Kundenakquise, Personalschulungskosten, Know-how-Entwicklung aufwenden statt sie zu aktivieren - die Kosten, die für die Geschäftsentwicklung und den wirtschaftlichen Wallgraben von entscheidender Bedeutung sind. Zuerst muss das Problem erkannt und dann müssen entsprechende Massnahmen entwickelt werden.

In diesem Artikel geben wir einen Überblick über die tektonischen Veränderungen in der Vermögensstruktur in der Vergangenheit und die Veränderung der Bedeutung von F&E, dem Haupttreiber des Wettbewerbsvorteils. Darüber hinaus analysieren wir den Zusammenhang zwischen der Bruttorentabilität des Unternehmens und seinen Investitionen in F&E sowie in Vertrieb, allgemeine und Administrationskosten (die Unternehmen weisen keine separaten Marketing- oder Schulungskosten aus).

Immaterielle Werte stossen dazu

Das Anlagevermögen wird grösstenteils zu einem Standardgut. Vor einigen Jahrzehnten war die Ausrüstung oft die Quelle der Einzigartigkeit für ein Unternehmen, da sie aus mehreren Gründen nicht jedem Unternehmen zur Verfügung stand, unter anderem auch aufgrund begrenzter Finanzierung. Seit der Jahrtausendwende bieten Vermögenswerte wie Gebäude, Autos und Fabrikroboter keinen Wettbewerbsvorteil mehr. Wettbewerbsvorteile entstehen vielmehr durch die unternehmensinterne Investition in Know-how, das Marketing im Personalbereich oder durch den Abschluss von Fusionen und Übernahmen.

Abb. 1: Median der immateriellen Vermögenswerte und der Vermögens- und Sachanlagen im Vergleich zur Bilanzsumme



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Die obigen Grafiken (Abb. 1) zeigen, dass sich dieser Trend sowohl in den Bilanzen von US- als auch von europäischen Unternehmen widerspiegelt. In den USA verringerte sich der Anteil des Anlagevermögens von 22% (2001) auf 11% (2018); in Europa von 22% auf 13%. Der Anteil der immateriellen Vermögenswerte an der Bilanzsumme ist in Europa im Vergleich zu den USA schneller gestiegen (von 1% auf 5,1%: USA: von 4% auf 6%).

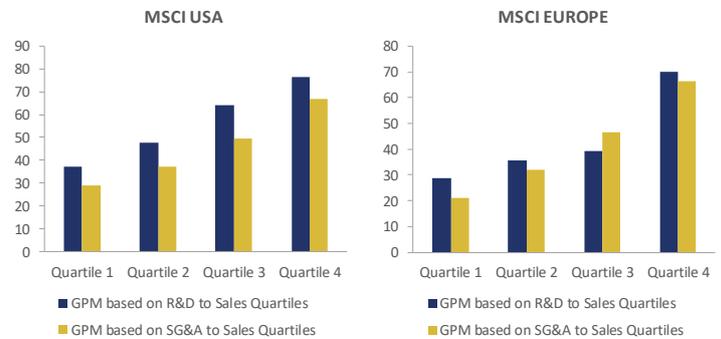
Disclaimer: This document may contain confidential information that is not intended for third parties. If you are not the intended recipient of this document, you must not publish or pass on its content in any way. This document is for information purposes only and constitutes neither an offer nor a 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.

F&E- und VVG-Kosten als Quelle für Wettbewerbsvorteile

Das Bestreben der Unternehmensmanager, im Wettbewerb zu bestehen, spiegelt sich nicht nur in höheren Investitionen in immaterielle Vermögenswerte wider, sondern zeigt sich auch in der F&E-Statistik: Im Jahr 2018 gaben 37% der grössten US-Unternehmen F&E-Aufwendungen an, was einem Anstieg von 60% im Vergleich zum Beginn des Jahrtausends entspricht. In Europa gaben 32% F&E-Aufwendungen an, was zwei Mal so hoch ist wie noch im Jahr 2000.

Wir haben in den folgenden Diagrammen (Abb. 2) die Bruttogewinnmargen auf der Grundlage der F&E-Kosten und Umsatz, sowie die Quartil der Vertriebs-, allgemeinen und Verwaltungskosten dargestellt. Die Muster sind ganz eindeutig in beiden Märkten: die Unternehmen mit höheren Investitionen in F&E sowie höheren Vertriebs- und Verwaltungskosten berichten eine höhere Brutto-Profitorientierung, da sie offensichtlich in der Lage sind, Produkte von höherem Wert anzubieten und dementsprechend Premium-Preise zu verlangen.

Abb. 2: Median Bruttogewinnmarge basierend auf F & E / VVG-Kosten pro Umsatzquartil, 2018 (1. Quartil - niedrigste Kosten; 4. Quartil - höchste Kosten)



Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Interessanterweise gibt es im Vergleich zu den USA in Europa einen stärkeren Unterschied in den Margen zwischen den Unternehmen, die der internen Know-how-Entwicklung weniger Aufmerksamkeit schenken, und den Unternehmen, die sich dieses Themas bewusst sind: 41-45% Unterschied in Europa gegenüber 38-39% Unterschied in den USA.

Natürlich sollte man sich darüber im Klaren sein, dass die Investition in Initiativen, Schulungen und Produkte alleine nicht hilft. Der Prozess sollte produktiv und effizient sein, was für Aussenstehende oft schwer zu kontrollieren ist. Hinweise wie die bisherige Erfolgsbilanz und der Verkauf neuer Produkte sollten jedoch hilfreich sein, um die Plausibilität der Anlagestrategie zu verstehen.

Quality-Unternehmen erkennen die Wichtigkeit

Natürlich mussten wir unbedingt untersuchen, wie die Quality-Unternehmen dieses spezielle Problem angehen. In Europa und den USA haben Unternehmen, die der Quality-Klassifizierung entsprechen, höhere Investitionen, um ihren Wettbewerbsvorteil zu entwickeln und zu verteidigen (gemessen an F & E / Vertrieb, VVG / Vertrieb, Immaterielle Vermögenswerte / Bilanzsumme) als der durchschnittliche Markt (Abb. 3). Bemerkenswerterweise haben diese Unternehmen in den letzten zehn Jahren noch mehr Aufmerksamkeit auf das Thema gerichtet, denn diese Quoten sind sowohl in Europa als auch in den USA für Quality-Unternehmen gestiegen.

Abb. 3: Median von F&E/VVG-Kosten zu Umsatz, Quality-Unt. vs. Benchmarks, 2018

	USA		Europe	
	Quality	Market	Quality	Market
R&D to sales	10.0%	7.2%	5.8%	2.4%
SG&A to sales	26.0%	17.9%	29.0%	18.8%
Intangibles/Total Assets	11.0%	6.2%	8.9%	5.1%

Quelle: Hérens Quality Asset Management, Reuters

Natürlich stellt sich die Frage, wie sich diese Investitionen auf die Aktienrendite und die relative Performance auswirken. Dieser Frage widmen wir uns in der nächsten Ausgabe. Path Forward for Investors and Managers, Wiley.