

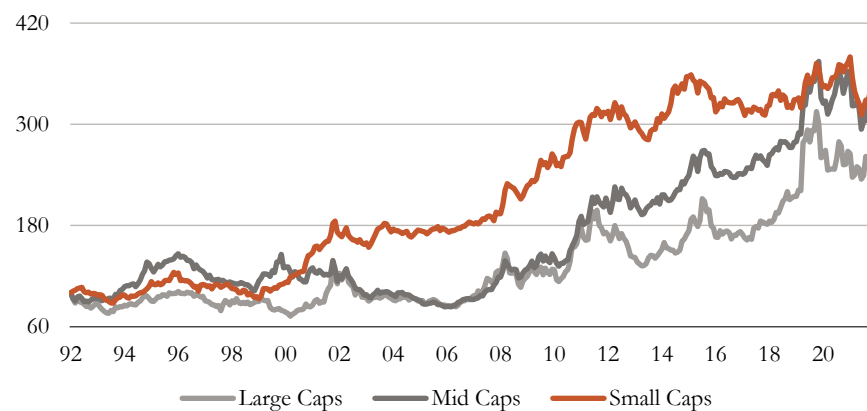
Warum Qualität den Unterschied macht

Alle unsere Fonds haben gemeinsam, dass Qualitätsunternehmen für uns an erster Stelle stehen. Warum sich Qualität langfristig auszahlt, welche Kriterien wir anlegen und wie sich unser Prozess von gängigen Indexanbietern unterscheidet, wollen wir in diesem Artikel vertiefen.

Warum in Qualitätsaktien investieren?

Dass Qualitätsunternehmen durchschnittlich eine Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt erzielen können, ist in der Literatur mehrfach belegt.¹ Eine einfache Rückrechnung für Europa in Abbildung 1 zeigt, dass Unternehmen mit guten Kapitalrenditen und geringen Verschuldungskennzahlen gegenüber Unternehmen mit schlechten Finanzkennzahlen über die letzten 30 Jahre eine deutliche Überrendite erzielen konnten. Dies gilt sowohl für kleine Unternehmen („Small Caps“) als auch für Großkonzerne („Large Caps“).

Abbildung 1: Relative Kursentwicklung von Aktien mit hoher Qualität im Vergleich zu Aktien mit niedriger Qualität für verschiedene Größenklassen.²



Quelle: Berenberg, Factset, MSCI, IBES, BofAML European Quant Strategy; Stand: September 2022.

Noch konkreter wird die Bedeutung von Qualitäts- als auch Wachstumskriterien anhand einzelner Unternehmensbeispiele. So konnten der niederländische Hersteller von komplexen Maschinen für die Halbleiterindustrie ASML oder der Schweizer Anbieter von Zahnersatzlösungen Straumann über die letzten zehn Jahre ihre Gewinne deutlich stärker steigern als der Gesamtmarkt. Wie Abbildungen 2 und 3 zeigen, wurde dies für Aktionäre mit einer deutlichen Überrendite gegenüber dem

¹ Vgl. beispielsweise: Asness, C.S., Frazzini, A. & Pedersen, L.H. Quality minus junk. Rev Account Studies 24, S. 38 (2019) für eine Übersicht zu dem Thema.

² Gemessen als oberstes minus unterstes Quintil. „Qualität“ wurde definiert als gleichgewichtete Kombination der Faktoren Return on Assets, Return on Capital, Return on Equity, 5yr Return on Equity und Leverage. Universum: MSCI Europe IMI Index, Größenklassifizierung nach MSCI.

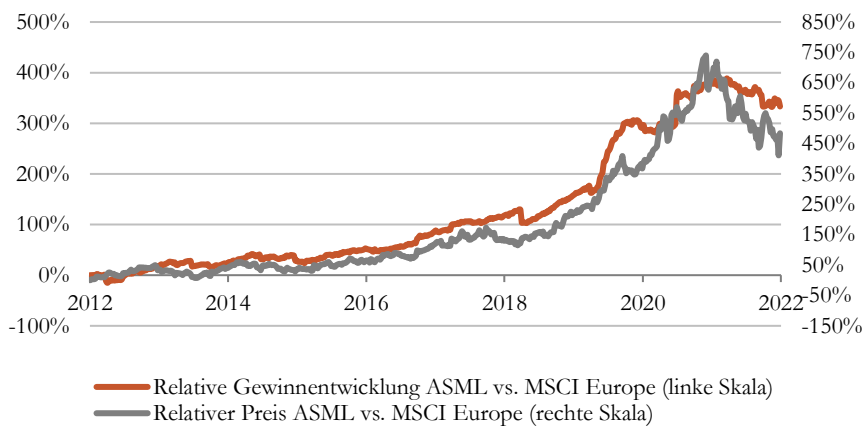
Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

- Spotlight
- **Insights**
 - Aktien
 - Anleihen
 - Multi Asset
 - Systematic Solutions
 - Overlay
 - ESG

*Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.*

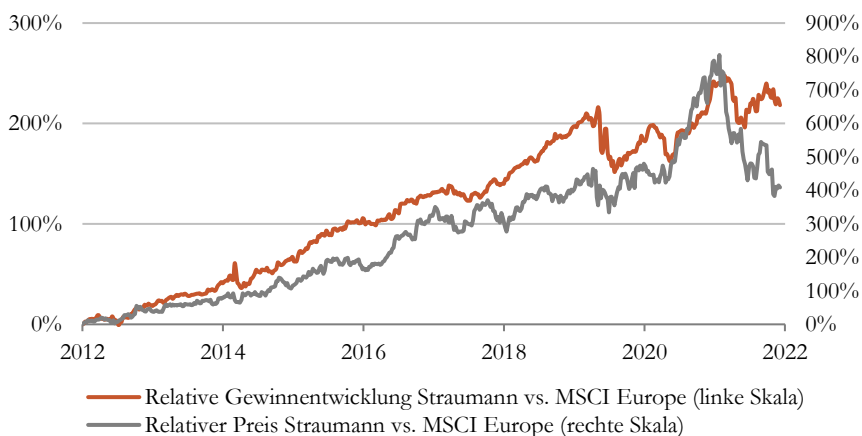
breiten Markt belohnt. Beispielsweise konnte ASML seit 2012 den Gewinn um durchschnittlich 13% p.a. stärker steigern als der MSCI Europe, wobei die Aktie über denselben Zeitraum eine Überrendite von durchschnittlich 24% p.a. erzielte.³ Die Grundlage hierfür waren Qualitätscharakteristiken, sprich ausgeprägte Wettbewerbsvorteile, solide Bilanzen und strukturelle Wachstumstreiber, die bei beiden Unternehmen die Basis für nachhaltiges Wachstum mit hohen Kapitalrenditen bildeten. Genau solche Unternehmen zu identifizieren und in ihrem Wachstumskurs über viele Jahre zu begleiten ist unser erklärtes Ziel.

Abbildung 2: Relative Gewinn- und Aktienkursentwicklung bei ASML im Vergleich zum MSCI Europe.



Quelle: Berenberg, Bloomberg, basierend auf Total Net Returns.

Abbildung 3: Relative Gewinn- und Aktienkursentwicklung bei Straumann im Vergleich zum MSCI Europe.



Quelle: Berenberg, Bloomberg, basierend auf Total Net Returns.

³ Gewinnentwicklung über die letzten 10 Jahre, basierend auf dem erwarteten Jahresgewinn für 2022E (Bloomberg). Preisentwicklung basierend auf dem Zeitraum 01.11.2012 – 01.11.2022.

Was bedeutet für uns „Qualität“?

Bei der Definition von „Qualitätsunternehmen“ verfolgen wir einen ganzheitlichen Ansatz, welcher sowohl qualitative als auch quantitative Faktoren einbezieht. Konzeptionell unterscheiden wir uns dabei deutlich von der Vorgehensweise gängiger Indexanbieter. So basiert die Einstufung von „Qualitätsunternehmen“ beim weltgrößten Indexanbieter MSCI auf den drei Hauptfaktoren (1) Eigenkapitalrendite, (2) Verschuldungsgrad und (3) Gewinnschwankung. Auf Basis dieser Kriterien wird ein Qualitäts-Score ermittelt und eine Indexgewichtung vorgenommen.⁴

Ein solches Vorgehen reicht aus unserer Sicht jedoch nicht aus, um Qualitätsunternehmen zuverlässig zu identifizieren. Zwar nehmen wir ebenfalls eine Vorauswahl anhand quantitativer Kennzahlen vor, um das weltweite Universum von über 100.000 Unternehmen für unsere Fonds zu selektieren [vgl. Infobox rechts]. Jedoch schließt sich hier eine ausführliche Analyse des Geschäftsmodells an. Diese umfasst sowohl eine Einschätzung der Wettbewerbsvorteile, der strukturellen Wachstumstreiber als auch der Qualität des Managements und wird in unserem Handbuch aus Februar 2021 ausführlich beschrieben [„Der Berenberg Aktienfonds-Leitfaden – unsere Investmentphilosophie und die Umsetzung in den Fonds“].

Daneben erlaubt unser Prozess Qualitäts- mit Wachstumscharakteristiken zu kombinieren und den Austausch mit der Unternehmensführung, Industrieexperten und Sell-Side-Analysten einzubeziehen (vgl. Abbildung 4). Insgesamt ist es unser Ziel Unternehmen zu finden, die ihre Cashflows über die kommenden fünf Jahre im Durchschnitt verdoppeln können. Damit das Wachstum für Aktionäre jedoch auch wertschaffend ist, muss die erwartete Kapitalrendite (ROIC) nachhaltig über den Kapitalkosten (WACC) des Unternehmens liegen. Dies erfordert eine qualitative Einschätzung, wie lange die Differenzierung zum Wettbewerb und das Wachstumsprofil aufrechterhalten werden können. Ein rein quantitatives Screening kann diese Einschätzung aus unserer Sicht nicht ersetzen und greift deshalb insgesamt zu kurz.

Abbildung 4: Vergleich der methodischen Vorgehensweise zur Auswahl von Qualitätsaktien.

Berenberg Aktienteam

(1) Vorselektion

- Quality Screener anhand von über 25 Kriterien.

(2) Fundamentale Aktienanalyse

- Geschäftsmodell,
- Wettbewerbsvorteile,
- Managementqualität,
- Finanzielle Stärke, Bewertung und ESG.

(3) Einbeziehung von

- Management-Meetings,
- Industrieexperten,
- Aktienanalysten.

Ganzheitlicher Ansatz unter Einbeziehung quantitativer und qualitativer Kriterien

MSCI Quality Indices

Quantitative Auswahl anhand von 3 Hauptkriterien

- Eigenkapitalrendite,
- Verschuldungsgrad,
- Gewinnschwankung.

Gewichtung anhand eines „Quality-Scores“ unter Einhaltung weiterer quantitativer Restriktionen.

Fokus auf quantitative Kriterien

Quelle: Berenberg, MSCI.

⁴Vgl. https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Quality_Indices_Methodology.pdf für eine vollständige Übersicht.

Infobox

Mit unserem „Quality-Screener“ selektieren wir das globale Aktienuniversum nach aussichtsreichen Titeln vor. Er basiert auf den drei Unterfaktoren Rentabilität, Wachstum und Sicherheit, die zusammengenommen über 25 Kennzahlen abdecken und in einen Gesamt-Score überführen. Titel, die im Qualitäts-Ranking besonders gut abschneiden und insgesamt aussichtsreich erscheinen, werden einer genauen qualitativen Analyse unterzogen. Der Screener ist nicht unser einziger Weg zur Ideengenerierung, erleichtert jedoch den Zugang zu Titeln, welche keine Research-Abdeckung erfahren und aufgrund ihrer geringen Größe oft nur wenigen Investoren bekannt sind.

Im Ergebnis unterscheidet sich unsere Einschätzung eines Qualitätsunternehmens von reinen Indexlösungen. Beispielsweise weist MSCI für den „MSCI Europe Quality Index“ die Aktien des britischen Verbrauchsgüterherstellers Unilever unter den zehn größten Positionen aus.⁵ Eine genauere qualitative Analyse ergibt für uns jedoch, dass sich das Unternehmen weiterhin strukturellen Herausforderungen in Form steigender Rohstoffkosten, eines anstehenden CEO-Wechsels, schwacher Volumen-Trends und einer strukturellen Abwertung vieler Schwellenländerwährungen gegenüber sieht. Wir sehen deshalb im europäischen Kontext bei vielen anderen Unternehmen deutlich bessere Chancen und stärkere strukturelle Treiber, die wir ohne eine genaue fundamentale Analyse nicht identifizieren könnten. Für uns ist deshalb eine Mischung aus qualitativen und quantitativen Faktoren am erfolgversprechendsten, um gute Investmentmöglichkeiten ausfindig zu machen.

Gibt es „unprofitable Unternehmen“ in unseren Portfolios?

Wie zuvor beschrieben, meiden wir Unternehmen, die aggressiv mit niedrigen Renditen, ohne Rentabilität oder ohne Cashflow wachsen. Jedoch kann es Beispiele geben, in welchen die Struktur des Geschäftsmodells oder ein noch sehr frühes Entwicklungsstadium eines Unternehmens zu einem negativen Gewinn- oder Free Cashflow in einzelnen Jahren führen.

Ein gutes Beispiel hierfür ist der polnische Supermarktbetreiber Dino Polska. Das Unternehmen betreibt rund 1.800 Geschäfte im Süden und Westen Polens. Mit einem differenzierten Fokus auf ländliche Regionen plant das Unternehmen seinen Bestand um etwa 300-400 Filialen p.a. über die kommenden Jahre auszuweiten.⁶ Auf 12-Monats-Sicht konnte Dino bereits einen Milliardengewinn in Zloty verbuchen und seine Erträge seit 2016 im Durchschnitt um 40 Prozent pro Jahr steigern.⁷ Jedoch werden die Gewinne zu wesentlichen Teilen in den Aufbau neuer Filialen reinvestiert. Der Free Cashflow berücksichtigt diese Investitionen und lag deshalb in 2021 noch nahe der Nulllinie. Dies ist für uns jedoch kein Ausdruck mangelnder Profitabilität. Stattdessen bilden Investitionen die Grundlage für eine Fortsetzung des Wachstumskurses, der sich in langfristig steigenden Free-Cashflow-Erwartungen niederschlägt und dadurch letztlich Mehrwert für Aktionäre schafft (vgl. Abbildung 5).

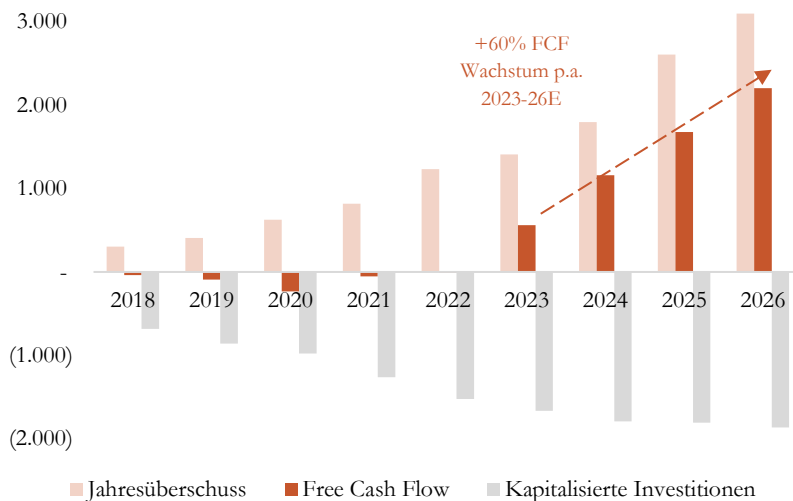
Ein anderes Beispiel ist der Schweizer Konzern Lonza Group, welcher im Auftrag von Pharma- und Biotechunternehmen Medikamente für klinische Studien sowie die kommerzielle Phase anfertigt. Wie in Abbildung 6 dargestellt, hat das Unternehmen in 2021 und 2022 seine Investitionen gegenüber den Vorjahren deutlich ausgeweitet. Der Free Cashflow war deshalb auf Sicht der letzten 12 Monate negativ. Jedoch ermöglichen die Investitionen eine deutliche Erhöhung der Fertigungskapazitäten ab 2025. Rund 70% der neu geschaffenen Kapazitäten sind bereits von Kunden vorgemerkt. Lonzas Wachstumsprofil sollte sich aufgrund der ausgeweiteten Investitionen deshalb über die kommenden Jahre mit guter Visibilität und geringen zyklischen Schwankungen beschleunigen. Lonza erwirtschaftet auf das eingesetzte Kapital eine deutlich zweistellige Rendite und zeigt EBITDA-Margen oberhalb von 30 Prozent. Die vorübergehend negativen Cashflows sind daher kein Ausdruck mangelnder Profitabilität oder schlechter Unternehmensführung, sondern stehen im direkten Zusammenhang mit langfristigen Wachstumsopportunitäten.

⁵ Vgl. MSCI, Stand 30. September 2022.

⁶ Dino Polska Geschäftsberichte und Earnings Calls.

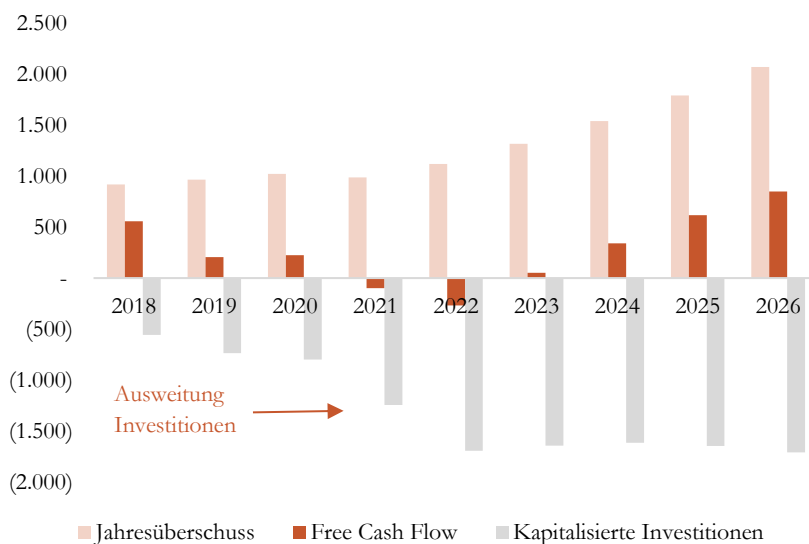
⁷ Jährliche Wachstumsrate des Nettogewinns zwischen 2016-2021.vgl. Geschäftsberichte.

Abbildung 5: Entwicklung von Gewinnen, Investitionen und Free Cashflow bei Dino Polska (in PLN Mio.).



Quelle: Bloomberg Konsensschätzung, Berenberg, 21.10.2022.

Abbildung 6: Entwicklung von Gewinnen, Investitionen und Free Cashflow bei Lonza Group AG (in EUR Mio.).



Quelle: Bloomberg Konsensschätzung, Berenberg, 21.10.2022.

Ein Beispiel aus dem Nebenwertebereich ist Soitec. Der Technologieführer im Bereich Silicon-on-Insulator-Beschichtungen, die dank geringerem Transistorleakage die Effizienz von Siliziumwafern steigern, hat in den letzten Jahren seine Strategieänderung erfolgreich unter Beweis gestellt. 2015 haben sie das damals verlustbringende Photovoltaikgeschäft abgestoßen und sich auf das Kerngeschäft fokussiert, in dem sie mit bis zu 70% Marktanteil klar führen. Obwohl Soitecs sehr gute Marktpositionierung in dem strukturell wachsenden RF-SOI aber auch FD-SOI Endmarkt bekannt war, blieb der Markt skeptisch als sie 2017 und 2018 signifikante



Kapazitätserweiterungen in beiden Produktionsstätten Bernin I und Bernin II bekannt gaben. Begründet war diese Skepsis wohl damit, dass die Investitionen zu der Zeit den kompletten operativen Cashflow aufwogen. Soitecs Geschäftsmodell bedingt Investitionsphasen, die den Free Cash Flow belasten und von Phasen gefolgt werden, in denen Soitec von seinem operativen Hebel profitiert. Im Unterschied zu 2019 hat das Unternehmen nun aber eine Größe erreicht, bei der der operative Cashflow die Kapitalinvestitionen deckt. Die vorübergehende Phase des negativen Free Cash Flows war daher kein Ausdruck mangelnder Unternehmensqualität, sondern stand im direkten Zusammenhang mit Soitecs langfristigen Wachstumsopportunitäten. Mit relativ kontinuierlichem organischen Umsatzwachstum von 30%+ p.a. konnte Soitec beweisen, dass die strategischen Investitionen wichtig waren, um das signifikante Wachstumspotenzial in diversen Anwendungsbereichen wie Smartphones, aber auch Automobilen und IoT zu heben. Auch Soitecs Kapitalrenditen kehrten zu deutlich zweistelligen Levels zurück.

Zusammenfassend weisen von 420 Titeln in unseren Aktienfonds etwa 7% einen negativen Free Cashflow oder Ertrag für die letzten 12 Monate auf. Wie beschrieben, steht dies jedoch nicht im Widerspruch zu unserer Definition von Qualität, sondern ist Ausdruck von Investitionen, welche im Zusammenspiel mit hohen inkrementellen Renditen auf das eingesetzte Kapital zu einem langfristig verbesserten Profitabilitäts- und Wachstumsprofil beitragen. Für uns kommt es deshalb immer auf den Gesamtzusammenhang an, ob kurzfristig negative Ertrags- oder Free Cashflow Kennzahlen langfristig einen Mehrwert für Aktionäre schaffen und deshalb ein Investment rechtfertigen.



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Born | Head of Investments & CIO Equities bei Berenberg Wealth & Asset Management

CO-AUTOR



Matthias Born

Head of Investments & CIO Equities, Wealth & Asset Management

CO-AUTOR



Tim Gottschalk

Portfoliomanager, Wealth & Asset Management

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Systematic Solutions

Overlay

ESG

www.berenberg.de



WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Werbemittelung. Es handelt sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Werbemittelung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Sie sollten eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres- und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieser Fonds zu entnehmen sind. Die Verkaufsunterlagen können in deutscher Sprache bei der Universal-Investment-Gesellschaft mbH und der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden und stehen unter der Internetadresse www.berenberg.de/fonds zur Verfügung.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 31.10.2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
funds@berenberg.com