

# Krisensichere Aktien

Nach dem schlechten Börsenjahr 2018 fragen sich Anleger, ob 2019 besser laufen könnte. Wir haben zwar auch keine Glaskugel, aber in dem aktuell von hohen Unsicherheiten geprägten Marktumfeld sollten Qualitätsaktien aus dem Growth-Segment besser abschneiden als zyklische Value-Titel.

Wolfgang Regner

**M**atthew Benkendorf, CIO der Quality Growth Boutique bei Vontobel, meint, dass „2019 das Jahr der Qualitätsaktien wird“. Und angesichts der großen Unsicherheiten sollten stabile Aktien tatsächlich outperformen – besonders jene, die auch bei nachlassendem Konjunkturwachstum ihre Umsätze und Gewinne noch steigern

können. Ebenfalls positiv für die sogenannten Quality Growth-Aktien sind die sinkenden Inflationserwartungen. Bei steigenden Preisindizes würden Growth-Aktien darunter leiden, dass ihre Cashflows, die in der Zukunft liegen, in der Gegenwart weniger wert würden, weil der Abzinsungsfaktor höher wäre. Doch diese Gefahr ist 2019 gering. Die Märkte

spekulieren darauf, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen nur einmal oder sogar überhaupt nicht erhöhen wird. In Europa kann von steigenden Zinsen ohnehin nicht die Rede sein. Weiters spricht für Qualitätswachstumsaktien, dass sie in der Regel in nachgebenden Märkten weniger an Kurswert verlieren als Aktien anderer Segmente. Besonders gilt dies für jene Unternehmen, die von Megatrends wie der Digitalisierung oder der Gesundheitsversorgung profitieren. So können etwa nur zehn Prozent der S&P 500-Aktien ihren Umsatz 2019 um 15 oder mehr Prozent steigern. Diese Aktien erhalten eine Knappheitsprämie, weil es so wenige dieser Unternehmen gibt. Und schließlich spielt solchen Titeln die Disruption in der Wirtschaft (Medienwelt, TV und Video-Segment, E-Commerce, mobile Zahlungsplattformen sowie im Bereich Healthcare und Automation) in die Hände. Sie können ihren Wachstumsvorsprung voll ausspielen.

## EINE BUNTE MISCHUNG

Anleger, die in Einzeltitel mit hoher Qualität und attraktivem Wachstumsprofil investieren wollen, suchen nun Unternehmen mit langfristig nachhaltigem Wachstum, hoher Profitabilität, geringem Verschuldungsgrad und relativ günstiger Bewertung, und die noch dazu ein langfristig positives Momentum aufweisen. Alphabet dürfte so ein langfristiger Gewinner sein. In den kommenden Jahren könnten sich die Einnahmequellen von den Werbeeinnahmen in Richtung der neuen Geschäftsfelder verschieben. Eine besonders gute Figur macht Alphabet im schnell wachsenden Cloud Com-

## WICHTIGE UNTERNEHMENS-KENNZAHLEN

### » EBIT-Gewinnmarge

Die EBIT-Marge zeigt, wieviel ein Unternehmensgeschäft, gemessen an seinem operativen Umsatz, an Rendite abwirft. Hat ein Unternehmen einen Umsatz von 100 Millionen Euro und ein operatives Ergebnis von zehn Millionen, so liegt die EBIT-Gewinnmarge bei zehn Prozent. Qualitätsunternehmen sollten hier zumindest auf leicht zweistellige Werte kommen.

### » ROCE: Die Profitabilität

Der Return on Capital Employed (ROCE) misst die Effizienz, mit der Unternehmen das Kapital (Eigen- plus Fremdkapital) einsetzen. Aufgrund von Wettbewerbsvorteilen schaffen es manche, trotz Konkurrenzdrucks über lange Zeiträume einen hohen ROCE zu erwirtschaften. Errechnet wird der ROCE, indem das Ergebnis nach Steuern ins Verhältnis zu dem eingesetzten Kapital gesetzt wird. Qualitätsunternehmen schaffen einen ROCE von über 20.

### » WACC: Die Kapitalkosten

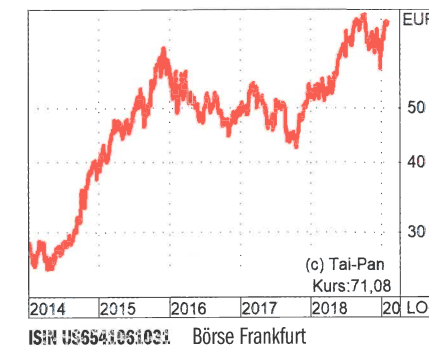
Ein hoher ROCE kann entweder durch hohe Rentabilität pro Umsatzeinheit (z. B. Apple) oder durch hohe Rotation des eingesetzten Kapitals erreicht werden (z. B. Kone) – oder auch eine Kombination aus beidem (z. B. Colgate-Palmolive). Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz („Weighted Average Cost of Capital“, WACC) ist die Rentabilität, die die Investitionen des Unternehmens mindestens erzielen müssen, um die Kapitalgeber zu befriedigen. Um Wert zu schaffen, muss ein Unternehmen also einen ROCE erwirtschaften, der über seinem WACC liegt.

### » EV/EBITDA: Der Verschuldungsgrad

Den Verschuldungsgrad errechnet man, indem man den Enterprise Value (EV), das ist die Marktkapitalisierung plus die langfristige Nettoverschuldung, durch das operative Ergebnis ohne Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (EBITDA) teilt. Es handelt sich wie beim KGV um einen Gewinnmultiplikator – je geringer, desto besser. Es wird nicht die gesamte Passivseite der Bilanz, sondern die Netto-Finanzverschuldung berücksichtigt. Das Eigenkapital wird nicht mit Buchwerten, sondern zum Marktwert erfasst. Bei Qualitätsunternehmen sollte dieser Wert zwischen dem Vier- und Achtfachen des EBITDA liegen.

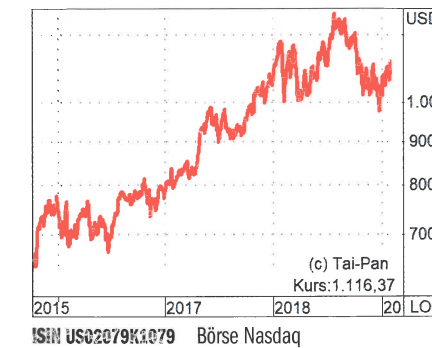
## NIKE: CHINA-GESCHÄFT TROTZ ZÖLLEN STARK

Der US-Sportartikelriese Nike hat Umsatz und Gewinn im jüngsten Geschäftsquartal dank starker Online-Verkäufe und hoher Nachfrage in China und Nordamerika kräftig gesteigert. In den drei Monaten bis Ende November kletterten die Erlöse im Jahresvergleich um zehn Prozent auf 9,37 Milliarden Dollar. Der Überschuss wuchs ebenfalls um zehn Prozent auf 847 Millionen Dollar (=0,52 Dollar pro Aktie). Im Heimatmarkt Nordamerika, wo Nike zeitweise geschwächt hatte, gab es ein Umsatzplus von neun Prozent. Wachstumstreiber bleibt jedoch das China-Geschäft, das um 26 Prozent zulegte. Die Zahlen übertrafen die Erwartungen klar und kamen am Markt gut an. Die digitale Transformation bei Nike läuft zudem nach Plan, die Profitabilität steigt. Angesichts einer vollen Produktpipeline ist der Ausblick für 2019 stark.



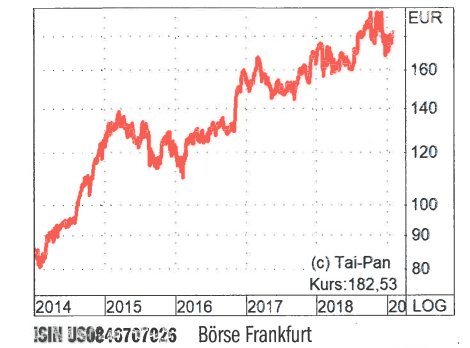
## ALPHABET: ZUKUNFTSWERKSTATT MIT POTENZIAL

Kaum ein anderes Unternehmen beschäftigt sich mehr mit disruptiven Technologien als die Google-Mutter Alphabet. So ist das Unternehmen in Megatrends wie mobiles Bezahlen, Big Data, Künstliche Intelligenz, Cloud Computing und sogar der DNA-Analyse zu finden. Noch aber verdient der Konzern sein Geld vorwiegend mit dem klassischen Anzeigengeschäft. Bereits seit Jahren profitiert Google von einer steigenden Anzahl an Kunden, die Werbung in der Suchmaschine und Spots auf dem Videokanal YouTube schalten. Im dritten Quartal stiegen die Anzeigeneinnahmen um ein Fünftel auf 29 Milliarden Dollar, das entspricht einem Anteil an den Gesamterlösen von mehr als 80 Prozent. Auch die Ertragsdynamik bleibt bei Alphabet hoch. Von Juli bis September nahm der Überschuss um nahezu 37 Prozent auf 9,2 Milliarden Dollar zu.



## BERKSHIRE HATHAWAY: DAS IMPERIUM DES BÖRSENGURUS

Der berühmteste Privatinvestor der Welt ist Warren Buffett. In seiner Investmentholding sind die Top-5-Investments allesamt Top-Qualitätswerte. Nummer eins ist bereits Apple, wo Buffett erst 2014 eingestiegen ist, dann kommen die Lebensmittelhersteller Kraft-Heinz und Coca-Cola sowie die Finanzkonzerne Wells Fargo und Bank of America. Top war auch der Rekordgewinn von 18,54 Milliarden US-Dollar, den das Konglomerat im dritten Quartal erwirtschaftet hatte – viermal soviel wie im Vorjahreszeitraum. Allerdings stammt der Löwenanteil mit 11,66 Milliarden Dollar aus dem Investmentgeschäft. Immer noch lukrativ ist das nicht börsennotierte Versicherungsgeschäft, das mehr als die Hälfte der Erlöse erzielt. Operativ verdienten die 90 Einzelfirmen 6,88 Milliarden Dollar – das Doppelte des Vorjahreswerts.



puting-Markt. Aktuell sind die Kalifornier mit einem Marktanteil von acht Prozent die Nummer drei hinter Amazon und Microsoft. Auch im Gesundheitswesen fasst die Zukunftswerkstatt aus dem Silicon Valley immer mehr Fuß. Beispielsweise tüfteln die Experten zusammen mit Johnson & Johnson an Operationsrobotern. Zudem verfügt das Unternehmen über ein Patent für ein elektronisches Auge, und zusammen mit dem französischen Pharmariesen Sanofi ist Alphabet in den milliardenschweren Markt der Diabetesbehandlung eingestiegen. Des-

halb kam die Aktie in der jüngsten Börsenbaisse relativ glimpflich davon und bleibt ein Kauf. Das sieht auch Frank Schwarz, Fondsmanager des MainFirst Global Equities Fund, genauso. „Nehmen wir als Beispiel die Werbeeinnahmen mit einem globalen Volumen von 300 Milliarden Dollar. Derzeit hält Google davon 33 Prozent beziehungsweise rund 100 Milliarden Dollar, 2016 waren es laut der Mediaagentur Zenith erst 80 Milliarden. Facebook hat 45 und Amazon acht Milliarden. In fünf Jahren werden alle drei bei 150 Milliarden liegen – wo ist also das

Wachstum? Jedenfalls nicht bei den traditionellen Werbeagenturen.“

## AUF MEGATRENDS SETZEN

Megatrends wie Big Data oder digitale und mobile Technologien eröffnen auch den Medtechs neue Wachstumschancen. Intelligente Medtech-Geräte können sich über das Internet verbinden und wichtige Daten austauschen. Mittels Big Data-Analyse lassen sich etwa für Diabetes-Patienten bessere und effektivere Behandlungen erstellen. Ein Beispiel für diesen neuen Trend ist die Partnerschaft »

zwischen Johnson & Johnson und der Google-Mutter Alphabet, die mit Verb Surgical Operationen durch Big Data und intelligente Roboter verbessern wollen. Ein anderes ist ein internetfähiger Inhalator für Lungenpatienten, den Boehringer Ingelheim und Qualcomm gemeinsam auf den Weg bringen.

Top-Anbieter liefern ganze Systeme und werden zum Dienstleistungs- und Outsourcingpartner und teilen sich das Risiko mit den Kunden. So hat das größte Medizintechnikunternehmen Medtronic damit begonnen, für Krankenhausketten ganze Operationssäle zu bauen, zu finanzieren und zu betreiben. Das bedeutet: Medtronic verkauft als ‚Shop-in-Shop‘ dem Krankenhaus zu Fixpreisen ‚All inclusive‘-Herzschrittmacher- und Transkatheterherzklappen-Operationen und übernimmt damit auch die Verantwortung für das klinische Ergebnis. Medtronic erhält im Gegenzug einen fi-

nen, langfristigen Vertrag und einen gesicherten Marktanteil für Implantate (z.B. Herzschrittmacher, Stents, Transkatheter, Herzklappen etc.).

Attraktiv sind auch ausgewählte Pharmaaktien wie Merck, die 2018 gegen den allgemeinen Trend gestiegen sind. Vor allem die Fortschritte in der Immuntherapie gegen Krebs sind enorm. Gleichzeitig hat sich die Zahl der zugelassenen Medikamente der Big Player gegenüber 2016 auf 173 mehr als verdoppelt. AstraZeneca stehen gute Jahre bevor – dank neuer Medikamente im Produktportfolio, die nicht von Patentabläufen gefährdet sind. Zuletzt hat AstraZeneca einen Erfolg bei seinem Hoffnungsträger Lynparza erzielt. Die US-Gesundheitsbehörde FDA erteilte dem Medikament für die Behandlung von Bauchspeicheldrüsenkrebs den sogenannten „Orphan Drug Status“, das bedeutet schnellere Zulassung und längere Patentlaufzeiten.

Verkäufe von Krebsmitteln wie Tagrisso, Lynparza und Imfinzi zogen im dritten Quartal weiterhin deutlich an.

Bei Microsoft wiederum boomt der Cloud-Bereich. Der Konzern mit seiner Plattform „Azure“ ist mit einem Marktanteil von 17 Prozent zur Nummer zwei hinter Amazon aufgestiegen. Allein im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2018/19 legte Azure um 76 Prozent zu. Auch die Geschäfte beim Triebwerksbauer MTU Aero Engines laufen rund. Bei den Münchnern beträgt der Auftragsbestand über 15 Milliarden Euro, das ist mehr als das 3,5-Fache des für 2018 angestrebten Umsatzes. „MTU hat sich Aufträge für acht Jahre im Voraus gesichert und der Umsatz 2050 ist jetzt schon relativ genau berechenbar“, meint MainFirst-Fondsmanager Frank Schwarz. Weitere aussichtsreiche Qualitätsaktien sind Johnson & Johnson, Nestlé, L’Oreal, Intel und Fresenius. «

## INTERVIEW | Bernhard Lafer, Fondsmanager des Spängler IQAM Quality Equity Europe

### Warum verfolgen Sie eine Qualitätsaktienstrategie?

**BERNHARD LAFER:** Wir sehen die Qualitätsaktienstrategie als Anlagephilosophie. Die Konzentration auf erstklassige Qualitätstitel führt zu einer risikooptimierten Portfoliokonstruktion und einem unterdurchschnittlichen Risiko. Das zeigen Datenreihen, die Jahrzehnte zurückreichen. So hat etwa Spängler IQAM Invest seit über 20 Jahren Erfahrung mit Quality-Strategien und diese sehr erfolgreich eingesetzt. Im Zentrum stehen die Faktoren stabiles Gewinnwachstum, geringer Verschuldungsgrad und erstklassige Qualität. Diese Ertragsfaktoren und darauf aufbauende Asset Management-Modelle sind nicht nur wissenschaftlich fundiert und transparent nachvollziehbar, sondern haben sich auch in der Praxis bewährt. Der IQAM Quality Equity Europe wurde schon am 19.12.1989 aufgelegt.



verlieren diese Unternehmen in der Regel deutlich weniger an der Börse. Daraus resultiert das Potenzial für langfristige, nachhaltige Wertschöpfung.

### Qualität ist aber meist teuer...

Ja, Qualität hat auch ihren Preis. Wir möchten aber für Qualität nicht zu viel bezahlen, daher achten wir neben den hohen Qualitätsanforderungen an Unternehmen auch auf eine relativ günstige Bewertung. Neben Quality setzen wir also auch auf Value, auf einen attraktiven Preis und die Werthaltigkeit des Investments. Unternehmen können allerdings für lange Perioden sehr günstig bleiben. Deshalb berücksichtigen wir zusätzlich, ob die Unternehmen neben der hohen Qualität und der attraktiven Bewertung auch eine positive Marktdynamik, ein positives Sentiment haben. Heraus kommt eine Kombination von Qualität, Value und Sentiment. Wir suchen Unternehmen mit langfristig stabiler Profitabilität, konstantem Gewinnwachstum, einer attraktiven Dividendenrendite und einem positiven IQAM Sentiment Index (positives Momentum). Dazu kommen die Bilanzfaktoren Kurs-Buchwert-Verhältnis und ein geringer Verschuldungsgrad. Am Ende steht noch eine Risiko-Optimierung nach möglichst niedriger Varianz, also werden schwankungsarme Titel bevorzugt.

### Wie definieren Sie „Qualität“ bei Unternehmen?

Qualität bedeutet bei Spängler IQAM Invest, dass die Unternehmen im Portfolio eine langfristig hohe Profitabilität, eine stabil positive Gewinnentwicklung mit geringen Schwankungen und einen geringen Verschuldungsgrad aufweisen. Das sind die Qualitätskriterien, auf die man als Investor auch in schwierigen Zeiten vertrauen kann. Dadurch