

Baryon



Liebe Leserinnen und Leser

Wie üblich erreichten mich auch dieses Jahr viele Karten mit Glückwünschen zum Jahreswechsel. Ich mag diesen Brauch und bin jedes Jahr auch etwas neugierig, über die verwendeten Kartenmotive, welche manchmal sehr besinnlich zur Zeit passen oder mich völlig überraschend zum Nachdenken anregen.

Dieses Jahr wurde ich überrascht von den mir vermittelten Botschaften, die häufig sehr nachdenkliche Texte enthielten und die Zukunft eher düster gezeichnet haben. Ich kenne solche Situationen auch, vor allem dann, wenn ich vor einem fast unlösbaren Problem stehe und noch nicht weiss, wie ich die Lösung skizzieren soll. In diesen Momenten erinnere ich mich immer gerne an ein Gespräch mit einem guten Freund, der mir einmal aufgezeigt hat, dass es kaum sinnvoll ist, sich über Ereignisse aufzuregen, die man nicht beeinflussen kann. Gleichzeitig fügte er an, dass er selbstverständlich von mir erwarte, dass ich über den Tellerrand schauen kann.

Diese Gedanken vor Augen, sehe ich die Krisenherde in dieser Welt: ein Krieg, nahe den Grenzen Europas, der bald ins vierte Jahr geht; grosse Unruhen im Nahen Osten, ohne Aussicht auf Frieden; instabile Regierungen in Deutschland und Frankreich; weltweiter Migrationsdruck; Naturkatastrophen, die uns immer näherkommen und ein volkswirtschaftliches Umfeld, das kaum zum Investieren einlädt. Keine erbaulichen Aussichten für unsere Zukunft! Trotzdem stellt sich für mich die Frage: Was kann ich bei diesen Themen beeinflussen?

Sind diese Ereignisse und Umstände nicht einfach das Schicksal unserer Zeit, so wie es bereits vor 100 Jahren der Fall war?

Ich blicke in die von mir beeinflussbare Welt und sehe Menschen, die glücklich sind und deren Augen vor Freude funkeln. Ich höre helles Kinderlachen, erlebe weisse Weihnachten, höre das Schnauben meines Pferdes, wenn wir gemeinsam durch den Schnee stapfen, genieße die selbst gebackenen Weihnachtsguetzli, während ich Zeit mit Familie und Freunden verbringe, bestaune verschneite Landschaften, erlebe die Sonne, die uns über dem Nebel neckisch zum Sport machen anregt und habe beim Jassen mit Freunden gewonnen.

Meine beeinflussbare Welt – man muss sie sehen und sich an ihr erfreuen können.

Dem neuen Jahr blicke ich positiv entgegen. Vieles haben wir in den vergangenen Monaten in Angriff genommen und einige von uns haben in den vergangenen Monaten erkannt, dass Jammern nicht das Mass aller Dinge ist. Vielmehr hilft konsequentes Handeln im eigenen Umfeld, die Welt ein Stück besser zu machen. Daran müssen wir uns aufrichten und nach vorne schauen. Ich wünsche allen Leserinnen und Leser dieser Zeilen in den nächsten Stunden einen glücklichen Moment, der ihnen ein Lächeln ins Gesicht zaubert und die Augen zum Funkeln bringt.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Qualitätswachstumsaktien
 - Die Anlagestrategie im 1. Quartal 2025
-

QUALITÄTSWACHSTUMSAKTIEN

Daniel Waldmeier, Partner

Bei der Zusammenstellung der Aktienauswahl für den Aktienanteil in den Kundenportfolios der Vermögensverwaltung setzen wir neben Value-, Dividenden- und Turnaround-Aktien insbesondere auf Qualitätswachstumsaktien. Diese sind massgeblich mitverantwortlich für eine potenziell gute Performance. Qualitätswachstumsaktien sind jedoch schwer zu finden und müssen diverse Tests bestehen.

Qualität und Wachstum sind zwei entscheidende Faktoren, wenn es darum geht, Aktien für die Zusammenstellung eines Portfolios auszuwählen. Die beiden Faktoren sind dabei untrennbar miteinander verbunden. Ohne das eine bringt das andere wenig Mehrwert. Entscheidend für den langfristigen Erfolg der Vermögensanlage sind Investitionen in Unternehmen, die auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten rentabel wachsen können. Langfristig richtet sich der Börsenwert einer Unternehmung nach ihrer finanziellen Entwicklung. Kurzfristig ist eine Unter- oder Überbewertung möglich und externe Einflüsse, wie geopolitische Spannungen oder andere Krisen, können zu signifikanten Kurskorrekturen auch bei Qualitätswachstumsaktien führen. Wesentlich ist aber, dass sich diese Werte in der Folge wieder erholen und den Aufwärtstrend fortsetzen können. Dies steht im Kontrast zu Unternehmen, die ihre Hausaufgaben nicht oder nur ungenügend gemacht haben und deren Aktien sich infolgedessen unterdurchschnittlich entwickeln.

Qualität

Die Qualität eines Unternehmens in finanzieller Hinsicht misst sich primär an der Rentabilität und der Fähigkeit, einen hohen freien Cash Flow zu generieren. Der freie Cash Flow ist die Zunahme der Liquidität eines Unternehmens, über die es frei verfügen kann. Idealerweise werden damit zusätzliche Investitionen ins bestehende Geschäft getätigt oder eigene Aktien zurückgekauft. Unsere Analysen haben gezeigt, dass bei erfolgreichen Unternehmen der freie Cash Flow über 15% des Umsatzes ausmacht und über 75% des Rein- gewinnes beträgt. Rentable Unternehmen arbeiten

mit sehr wenig oder gar keinem verzinslichen Fremdkapital. Die Nettoverschuldung eines Unternehmens kann im Idealfall innerhalb eines Geschäftsjahres mit dem freien Cash Flow zurückbezahlt werden. Das macht unabhängig von den Banken und dem Kapitalmarkt und ist eine weitere Besonderheit von erfolgreichen Unternehmen.

Zentral sind auch die Höhe des eingesetzten Kapitals und dessen Rentabilität sowie die für den Fortbestand des Unternehmens notwendigen Investitionen. Bei erfolgreichen Unternehmen liegt die Rendite, berechnet aus dem Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT), in Prozenten des im Betrieb netto eingesetzten Kapitals bei über 20%. Sie sollte aber mindestens das Doppelte des unternehmensspezifischen Kapitalkostensatzes betragen.

Für die Beurteilung der fundamentalen Faktoren und damit der Qualität eines Unternehmens ist aber auch die Linearität der diversen Werte über die Zeit sowie über die verschiedenen Konjunkturzyklen und extern bedingten Krisenphasen (wie z.B. die COVID-Pandemie oder der Ukraine-Krieg) von entscheidender Bedeutung. Insbesondere achten wir diesbezüglich auf die Stetigkeit beim Umsatzwachstum, bei den Margen und der Cashflow-Generierung.

Zusammenfassend betrachtet, dienen die erläuterten Kennzahlen als Indikatoren für ein solides Geschäftsmodell, das hohe Eintrittsbarrieren mit einer starken Preissetzungsmacht kombiniert.

Wachstum

Ein Unternehmen muss wachsen. Nur steigende Gewinne pro Aktie können langfristig den

Unternehmenswert steigern. Denn eine gesunde Bilanz und eine hohe Rendite bei Nullwachstum reichen nicht aus, um die Opportunitätskosten des eingesetzten Kapitals der Aktionäre zu decken. Erfolgreiche Unternehmen betreiben ein rentables Geschäftsmodell und erreichen die eingangs erwähnten Qualitätsmerkmale bei gleichzeitig steigenden Umsätzen. Ein Unternehmen kann organisch oder durch Zukäufe wachsen. Wachstumschancen ergeben sich je nach Marktanteil, Grösse und Wachstum des adressierbaren Marktes und werden von gut geführten Unternehmen konsequent genutzt. Diese Unternehmen verstehen es, freien Cash Flow in das bestehende Geschäft zu reinvestieren und dadurch eine Art Zinseszinsseffekt zu erzielen, der über steigende Gewinne pro Aktie zu höheren Aktienkursen führt. Als Kennzahl berechnen wir das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum über 5 Jahre, welches idealerweise mindestens 7% beträgt und zusammen mit der durchschnittlichen EBITDA-Umsatzrentabilität über den gleichen Zeitraum einen Wert von über 40% (im Idealfall, insbesondere bei Technologieunternehmen) ergibt. Als Schnelltest verwenden wir einen rollierenden Kombinationswert, der sich aus der Verkettung von Umsatzwachstum, freiem Cash Flow in Prozent des Umsatzes und der Rendite auf dem operativen Nettokapital berechnet. Je höher und konstanter dieser Wert ausfällt, desto besser.

Bewertung

Für die Bewertung der Unternehmen und die Berechnung der verschiedenen Kennzahlen prognostizieren wir die zukünftigen freien Cash Flows und diskontieren diese mit einem unternehmensspezifischen Kapitalkostensatz (DCF-Modell). Um den Unternehmenswert langfristig zu steigern, muss eine Rendite auf dem eingesetzten Kapital erwirtschaftet werden, welche über den Kapitalkosten liegt. Die Kapitalkosten eines Unternehmens lassen sich aus der Rendite auf dem Eigenkapital und dem Zinssatz für das eingesetzte Fremdkapital ableiten. Die Berechnung des Kapitalkostensatzes (WACC) ist für die Bewertung zentral. Wir kombinieren dazu zwei verschiedene Konzepte, um ein möglichst stabiles und realitätsgetreues Ergebnis zu erreichen. Einerseits ermitteln wir den Satz mithilfe des Capital Asset Pricing Models (CAPM), das vereinfacht auf dem

systematischen Risiko, der risikofreien Rendite und der Marktrisikoprämie für die Aktie basiert. Andererseits bedienen wir uns eines statischen Modelles, welches die Nettoverschuldung, die Finanzierungsstruktur und die Cashflow-Generierung berücksichtigt.

Überprüfung

Das DCF-Modell ist abhängig von den verschiedenen Annahmen, die über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens getroffen werden im Hinblick auf z.B. Umsatzwachstum, Gewinnmargen, Marktentwicklung etc. Wir verwenden das Modell, um ein Gefühl dafür zu bekommen, welche Erwartungen der Marktteilnehmer bereits im aktuellen Aktienkurs berücksichtigt sind und vergleichen die Werte mit unseren Annahmen. Daraus leiten wir das Kurspotenzial und die Volatilität bezüglich einzelner Input-Parameter ab.

Ein weiterer Gradmesser für die Stichhaltigkeit der gewonnenen Ergebnisse ist die historische Kursentwicklung des Aktienpreises. Wir verwenden logarithmische Charts über 10 bis 15 Jahre und überprüfen die Entwicklung der Kurse über verschiedene Börsenphasen und deren Schwankungsbreite. Die historische Kursentwicklung gibt aus unserer Sicht am besten darüber Auskunft, ob ein Unternehmen in der Lage ist, mit den Fundamentaldaten, seiner Kommunikation und der Unternehmensstrategie zu überzeugen und langfristig für den Aktionär einen Mehrwert zu schaffen.

Fazit

Die Mehrzahl der Qualitätswachstumsaktien findet sich insbesondere in den Sektoren Software, Medizinaltechnologie und Industrie. Geografisch liegt der Schwerpunkt klar in den USA. In der Schweiz und den europäischen Nachbarländern gibt es hingegen leider nur wenige Qualitätswachstumsaktien, die die hohen Anforderungen erfüllen. Der häufigste Malus liegt in der ausgeprägten Zyklizität, d.h. der starken Abhängigkeit der Unternehmen von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung. Insgesamt umfasst unsere Selektionsliste rund 50 Werte dieser Art, die wir je nach Anlagestrategie und Risikoprofil in den Kundenportfolios als Kernanlagen im Aktienteil verwenden.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 1. QUARTAL 2025

Das neue Jahr ist gespickt mit vielen Ereignissen auf der politischen Bühne. Dennoch erwarten wir ein gutes Jahr für die Aktienmärkte. Die Volatilität dürfte aber zeitweise wieder deutlich zunehmen, wodurch die Qualität der Anlagen eine noch entscheidendere Rolle spielt. Zinssenkungen unterstützen die Märkte in der ersten Jahreshälfte, während ein neuer wirtschaftlicher Aufschwung in den USA und später auch in Europa positive Impulse in der zweiten Jahreshälfte setzt.

Wirtschaftliches Umfeld

Die US-Wirtschaft hat sich in den letzten Monaten besser als befürchtet entwickelt und der aktuelle Zahlenkranz spricht eher für ein «no-landing». Das FED wird die Zinsen dennoch weiter senken und den Tiefpunkt im Zyklus im Sommer 2025 erreichen. Die von der neuen US-Regierung in Aussicht gestellten Importzölle stellen einen grossen Unsicherheitsfaktor dar. Wir gehen davon aus, dass die Zölle v.a. als Druckmittel für die Erzielung von Handelsabkommen und anderen Zugeständnissen dienen. Die Steuersenkungen werden die US-heimische Industrie unterstützen und könnten bei einer Kombination von Importzöllen, einer starken Wirtschaftsleistung und einem ausgetrockneten Arbeitsmarkt die Teuerung wieder anheizen.

In Europa hingegen dürfte sich die wirtschaftliche Erholung bis weit ins 2025 hinziehen. Die schlechte Verfassung der Wirtschaft, insbesondere in Deutschland und in Frankreich sowie die politische Orientierungslosigkeit geben derzeit wenig Lichtblicke. Die EZB ist gefordert, die Wirtschaft zu unterstützen und Zinssenkungen auch in einem Umfeld mit einer zwar tiefen, aber dennoch hartnäckigen Inflationsrate vorzunehmen. Die Wirtschaftsleistung in der Schweiz hat kürzlich auch spürbar nachgegeben und wir gehen derzeit davon aus, dass die SNB die Zinsen gegen Mitte 2025 wieder in die Nähe von Null senken wird.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte dürften im Jahr 2025 ihren Aufwärtstrend fortsetzen, wobei die bisherigen Anlage-themen – Digitalisierung und insbesondere Künstliche Intelligenz – das Geschehen dominieren werden. Die wirtschaftlichen Probleme in Europa und China dürften generell den US-Aktienmarkt begünstigen. Die Lieferkettenproblematik rückt mit drohenden US-Importzöllen wieder in den Vordergrund und wird die Volatilität an den Märkten zwischenzeitlich ansteigen lassen. Die Aussichten auf einen wirtschaftlichen Aufschwung im Laufe des Jahres könnten neben dem Technologiesektor auch zunehmend internationale Industriewerte begünstigen. In Zeiten grosser Unsicherheit empfiehlt es sich, auf ausgewiesene Gewinner zu setzen, d.h. in Qualitätswachstumsaktien zu investieren und einen vorsichtigen Anlagestil zu wählen.

Anleihenmärkte

Aus Rendite-/Risikoüberlegungen favorisieren wir den mittleren Laufzeitenbereich.

Währungen

Die Massnahmen der neuen US-Regierung sprechen eher für einen stärkeren USD. Der EUR wird aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Probleme voraussichtlich schwach bleiben.

Daniel Waldmeier, Partner

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 206 20 50, Telefax +41 44 201 90 89

baryon@baryon.com, www.baryon.com