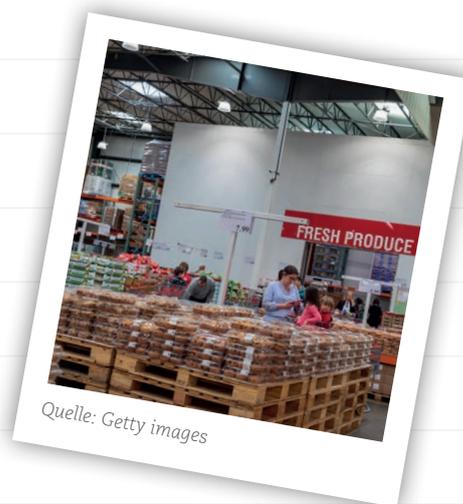


A Postcard From:

Rémi Adam
 Louis Citroën
 Petra Daroczi
 Christophe Nagy
 Justin Streeter
 Joshua Veit

Grüße vom US-Anlageteam von Comgest!

Es ist schon eine Weile her, seit wir das letzte Mal unterwegs sein konnten. Aber auch wenn die Pandemie zwischenzeitlich das Reisen weltweit beschränkt hat, haben wir bei Comgest keine Pause bei unseren Analysen der Fundamentaldaten und unserem aktiven Engagement eingelegt. Tatsächlich waren wir auf den digitalen Autobahnen mehr denn je unterwegs auf der Suche nach neuen Anlageideen für die US-Aktienstrategie von Comgest und um die Beziehungen zu unseren Portfoliounternehmen auf der anderen Seite des Atlantiks zu pflegen. Als Qualitätswachstumsanleger berücksichtigen wir bei unseren Bottom-up-Analysen auch diverse nicht finanzielle Merkmale, auf die wir bei Unternehmen für unsere Portfolios großen Wert legen. Dazu gehören die allgemeinen Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG), die es uns nach unserer Überzeugung ermöglichen, die Qualität eines Unternehmens sowie seine Risiken und Chancen zu beurteilen. Im Rahmen dieser Postkarte beschäftigen wir uns mit einem dieser nicht finanziellen Merkmale, nämlich den Investitionen in Humankapital am Beispiel des Lebensmitteleinzelhandels.



Quelle: Getty images

DIE MENSCHLICHE DIMENSION

In vielen Zoom-Diskussionen hören wir von Unternehmen immer wieder: „Unsere Mitarbeiter sind unsere wichtigste Ressource.“ Häufig jedoch sind solche Aussagen nicht mehr als reine Lippenbekenntnisse. Eine auswendig gelernte Phrase des Managements, die für die Mitarbeiter kaum Bedeutung hat und der Nachhaltigkeit des Unternehmens mehr schadet als nützt. Unser Ziel ist es, gut geführte Firmen mit robusten Geschäftsmodellen zu identifizieren. Zu den wichtigen Ressourcen, die wir uns anschauen, zählt auch das Personal. Wir fragten uns deshalb, ob es eine Methode gibt, anhand der wir feststellen können, ob ein

Abbildung 1: Investitionen – Ausgaben für „Kauf, Instandhaltung und Verbesserung von Sachanlagen“

In Millionen USD	2020	2019	2018	2017
Durchschnittlicher Kapitaleinsatz				
Fortgeführte Geschäftsbereiche	9.964,2	9.831,2	9.170,0	8.227,0
Barpositionen	812,3	91,4	77,1	496,5
Zwischensumme	10.776,5	9.992,6	9.247,1	8.723,5
Nicht fortgeführte Geschäftsbereiche	0,6	0,6	2,8	13,4
Gesamt	10.777,1	9.923,2	9.249,9	8.736,9
Investitionen				
Fortgeführte Geschäftsbereiche	363,4	404,3	475,2	464,2
Sachanlagen aus Akquisitionen				
Fortgeführte Geschäftsbereiche	11,3	18,1	148,3	465,6

Quelle: Beispielhafter Jahresbericht mit Ausweis der Investitionen.

Notes From The “Virtual” Road

des Comgest U.S. Investment Teams

November 2021

Unternehmen „seine wichtigste Ressource“ wirklich zu schätzen weiß und weiterentwickelt. Tatsächlich glauben wir, dass es eine solche Methode gibt.

Unter **Investitionen** versteht man im Allgemeinen Aufwendungen für Sachanlagen wie den Kauf und die Wartung von Immobilien, Maschinen und Produktivvermögen. Diese Kapitalaufwendungen tauchen zunächst in der Kapitalflussrechnung auf und werden später in der Gewinn- und Verlustrechnung, auch Erfolgsrechnung genannt, ausgewiesen. „**Investitionen in Humankapital**“ hingegen bleiben in den Jahresabschlüssen ein weitgehend verdeckter Kostenfaktor, da sie in vielen Gewinn- und Verlustrechnungen nicht als gesonderter Posten aufgeführt werden. So beinhalten etwa die Herstellungskosten neben vielen anderen Posten auch Personalkosten. Im Allgemeinen fließen die Investitionen in Humankapital über die Abschreibung dieser Aufwendungen in die Erfolgsrechnung ein. Wenn wir uns die tatsächlichen Investitionen eines Unternehmens in sein Humankapital anschauen, stellen wir uns folgende Fragen: Bietet das Unternehmen angemessene Löhne und Mitarbeiterleistungen? Stellt es seinen Beschäftigten Weiterbildungsmöglichkeiten zur Verfügung? Ermöglicht es eine interne Mobilität, um im eigenen Unternehmen die „Führungskräfte von morgen“ heranzuziehen? Und angesichts unserer Erfahrungen mit Covid: Sollte auch „mentales Wohlbefinden“ und nicht einfach nur „Wohlbefinden“ einen Mehrwert darstellen?

Abbildung 2: Wie Comgest Investitionen in Humankapital „berücksichtigt“

(Beträge in Millionen)

Geschäftsjahresende 31. Januar 2020

Angemessene Löhne	?
Nicht finanzielle Leistungen	?
Weiterbildung	?
Mobilität der Mitarbeiter	?

Quelle: Comgest.

RISIKEN UND CHANCEN MAL NICHT DURCH DIE FINANZIELLE BRILLE BETRACHTEN

Investitionen in Sachanlagen dienen dem Zweck, Produktionsausfälle zu verringern, die Produktivität zu erhöhen und die Lebensdauer zu verlängern. Ähnlich sehen wir das bei Investitionen in Humankapital. Auch sie sollten eine geringere Fluktuation, eine produktivere Belegschaft und einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil zur Folge haben. Mehr noch sollten sie dazu beitragen, geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten. Dies möchten wir am Vergleich zweier Unternehmen aus der Lebensmittelbranche veranschaulichen:

Walmart und Costco.



Bei Investitionen im Lebensmitteleinzelhandel sind solche in die Omnichannel- oder Digitalstrategie seit drei bis fünf Jahren das zentrale Thema. Verstärkt investiert wird in die Umsetzung des E-Commerce, also in Lastwagen und Lagerhäuser, in Robotertechnik (Walmart unterstützt mehrere Robotik-Initiativen¹), in Automatisierung und entsprechende Websites. Sowohl Costco als auch Walmart hatten hier großen Nachholbedarf. Keine Frage: Investitionen in physische Anlagen wie Roboter oder eine ausgefeilte Website sind für das Wachstum wichtig. Aber sie sind unseres Erachtens nicht der einzige Erfolgsfaktor. Walmart beschäftigt über zwei Millionen Menschen und steht mit anderen Einzelhändlern in einem intensiven Wettbewerb um talentierte Mitarbeiter. So bieten etwa McDonald's und Burger King in den USA Anstellungsprämien von 500 USD bzw. 1.500 USD². Schlechtes Personalmanagement verursacht überdies versteckte Kosten, wenn Mitarbeiter ersetzt werden müssen.

¹ Tech Crunch, <https://tcrn.ch/3iSieTg>

² Wall Street Journal, <https://on.wsj.com/3FGkh6T>

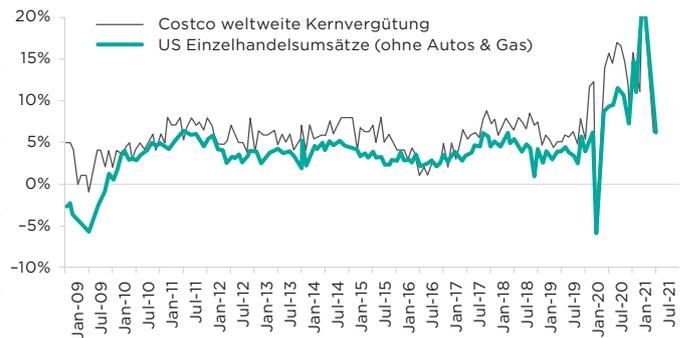
Notes From The “Virtual” Road

des Comgest U.S. Investment Teams

November 2021

Wenn wir Costco und Walmart durch die ESG-Brille betrachten, schneidet Costco besser ab. Es hat den seit 2018 gezahlten Mindeststundenlohn von 13 USD 2020 auf 15 USD angehoben und während der Pandemie seinen Mitarbeitern eine „Gefahrenzulage“ von 2 USD pro Stunde gezahlt.³ Das liegt deutlich über dem gesetzlichen Mindestlohn von 7,25 USD pro Stunde⁴ und den 12 USD, die Walmart zahlt.⁵ Beim durchschnittlichen Stundenlohn geht die Schere noch weiter auf: Costco zahlt 23 USD und stellt damit Walmart mit seinem Durchschnittsstundenlohn von 16,40 USD weit in den Schatten. Wie mitarbeiterorientiert Costcos Firmenkultur ist, macht auch die folgende Anekdote deutlich, bei der es um die Verpflichtung geht, 90% der Kosten für die Gesundheitsfürsorge der Mitarbeiter zu übernehmen: Als der Mitbegründer und ehemalige CEO, James Sinegal, feststellte, dass Costco nur 88% der Kosten übernahm, erstattete er den Mitarbeitern nicht nur die zusätzlichen 2%. Er veranlasste auch, dass Aktien direkt auf ihr Rentenkonto gebucht wurden, sodass sie diese Leistung nicht versteuern mussten.⁶ Offenbar zahlt sich diese Unternehmenspolitik aus: Im Durchschnitt bleiben Mitarbeiter neun Jahre bei Costco. Auch ihre Karrieremöglichkeiten können sich sehen lassen, denn rund 70% der Lagerleiter haben als Stundenkräfte angefangen.⁷

Abbildung 3: Costcos Kernvergütung korreliert zu 83% mit den US-Einzelhandelsumsätzen ... Aber die „Vergütungsprämie“ lag in den letzten 15 Jahren im Schnitt bei 200 Bp ... und bei 250 Bp in den letzten 2,5 Jahren während der Corona-Pandemie.⁸



Quelle: BLS, Unternehmensdaten, Evercore ISI.

DIE WACHSTUMSTREIBER VERSTÄRKEN

Der Blick durch diese nicht finanzielle Brille verhilft uns zu fundierteren Einblicken, etwa wenn wir das Umsatzwachstum von Costco und Walmart analysieren. Wir sind überzeugt, dass die Investitionen in Humankapital, die Costco seit vielen Jahren tätigt, einer der Gründe für sein beständig hohes Umsatzwachstum von 3–7% sind. Walmart dagegen hatte vor dem 2014 erfolgten Wechsel an der Firmenspitze zu wenig in die Schulung seines Personals und das Kundenerlebnis investiert. Dass sich Investitionen in Mitarbeiter auszahlen, hat man inzwischen auch bei Walmart erkannt: In den letzten fünf Jahren hat der Einzelhandelsriese fast 3,5 Mrd. USD in die Aus- und Weiterbildung seiner Belegschaft im Rahmen von Initiativen wie „Retail Opportunity“, „Walmart Academy“, „Pathways“ und „Live Better U“ gesteckt.⁸

Investitionen in Humankapital sind ein zusätzlicher Aspekt, der es uns ermöglicht zu beurteilen, ob ein Unternehmen nachhaltig wächst. Das Engagement für die Mitarbeiter, sei es über die Vergütung, über Leistungsanreize, Weiterbildung oder Ähnliches, ist eine nicht finanzielle Kennzahl, die uns helfen kann, die Firmenkultur besser zu verstehen. Bei Comgest ist die Qualität eines Unternehmens seit vielen Jahren Dreh- und Angelpunkt unserer Anlagephilosophie. Und zu dieser Qualität gehören auch nachhaltige Wettbewerbsvorteile – einer davon sind die Investitionen in das Humankapital. Sind die Mitarbeiter die wichtigste Ressource, dann beinhaltet die Strategie eines erfolgreichen Unternehmens erhebliche Kapitalaufwendungen, um talentierte Mitarbeiter zu rekrutieren, zu halten und weiterzubilden. Dies ist eines der „sozialen“ ESG-Kriterien, auf die wir bei Comgest achten, wenn wir neue oder bestehende Anlageideen auf den Prüfstand stellen. Investitionen in Humankapital spielen bei unseren Bewertungen und Anlageentscheidungen

³ Quelle: Geschäftsberichte

⁴ US-Arbeitsministerium, <https://bit.ly/3DjTSK2>

⁵ CNBC, <https://cnb.cx/2WRfcXI>

⁶ The Washington Post, <https://wapo.st/3mAtQeE>

⁷ Quelle: Geschäftsberichte

⁸ Walmart, <https://bit.ly/3mzcvD1>

Notes From The “Virtual” Road

des Comgest U.S. Investment Teams

November 2021

eine zentrale Rolle. Mitunter sind sie jedoch schwer zu messen, da die meisten dazu verwendeten Kennzahlen weder einheitlich noch verbindlich sind. Aus diesem Grund investieren wir in unsere personellen Ressourcen, um unsere Research-Kapazitäten weiter zu stärken – insbesondere im ESG-Bereich.

INVESTITIONEN IN HUMANKAPITAL BEI COMGEST

Comgest hat sein Anlageteam durch die **ESG-Analystin Petra Daroczi** verstärkt. Sie gehört dem Team aus nunmehr fünf ESG-Analysten/Portfoliomanagern und einem ESG Reporting Officer seit Januar 2021 an. Petra Daroczi ist zudem CFA®-Charterholderin mit mehreren ESG-Zertifizierungen. Ihrem Wechsel zu Comgest gingen elf Jahre in der Vermögensverwaltung mit Schwerpunkt ESG voraus. Bei Comgest ist sie verantwortlich für die ESG-Analyse von Unternehmen aus Industrieländern und besonders solchen aus den USA. Mithilfe des erweiterten ESG-Teams erhalten wir tiefere Einblicke in ein Unternehmen und können die Faktoren besser verstehen, die seinen dauerhaften Erfolg in seinem Ökosystem und im Rahmen der US-Aktienstrategie von Comgest begründen.



Notes From The “Virtual” Road

des Comgest U.S. Investment Teams



November 2021

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Dokument wurde ausschließlich für professionelle/qualifizierte Anleger erstellt und darf nur von diesen genutzt werden.

Keine Anlageberatung

Dieses Material dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung dar. Es sollte nicht als Aufforderung zum Kauf oder als Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers angesehen werden. Es berücksichtigt weder individuelle Anlageziele und -strategien noch die Steuersituation oder den Anlagehorizont eines Anlegers. Die in diesem Material enthaltenen Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Vor einer Anlageentscheidung sollten Anleger den aktuellen Prospekt und die Wesentlichen Informationen für Anleger (KIID) des jeweiligen Fonds lesen, die unter anderem auf der Webseite www.comgest.de kostenlos abrufbar sind und die ausführliche Informationen über die Risiken einer Anlage enthalten.

Hinweise auf die Zusammenfassung der Anlegerrechte und die Möglichkeit der Einstellung des Vertriebs sind dagegen hier entbehrlich, da kein konkreter Fonds genannt wird.

Keine Anlageempfehlung

Diese Publikation enthält Verweise auf bestimmte Unternehmen, die die Anlageexperten von Comgest während ihrer jüngsten Reise durch die USA besucht haben. Eine Erörterung oder Erwähnung bestimmter Unternehmen sollte nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder einer bestimmten Anlage angesehen werden. Es sollte nicht davon ausgegangen werden, dass eines der erörterten Unternehmen profitabel war oder sein wird oder dass Empfehlungen oder Entscheidungen, die in der Zukunft getroffen werden, profitabel sein werden.

Keine Finanzanalyse

Die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen sind keine „Finanzanalyse“ und werden gemäß MIFID II als „Marketing-Mitteilung“ klassifiziert. Diese Marketing-Mitteilung wurde demnach (a) nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt (b) nicht dem Verbot des Handels im Vorfeld der Verbreitung von Finanzanalysen.

Beschränkungen bei der Verwendung von Informationen

Dieses Material und die hierin enthaltenen Informationen dürfen ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Comgest weder ganz noch in Teilen reproduziert, veröffentlicht, verteilt, übertragen, angezeigt oder anderweitig in irgendeiner Weise von Dritten verwertet werden.

Haftungsbeschränkung

Bestimmte Informationen, die in dieser Präsentation enthalten sind, stammen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden, deren Richtigkeit aber nicht garantiert werden kann. Comgest übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen.

Notes From The “Virtual” Road

des Comgest U.S. Investment Teams



November 2021

comgest.com

AMSTERDAM
BOSTON
BRÜSSEL
DUBLIN
DÜSSELDORF
HONGKONG

LONDON
MAILAND
PARIS
SINGAPUR
SYDNEY
TOKIO

