



Value und Event

Nachhaltige Gewinne

Bilanzanalyse: Gesucht sind Unternehmen mit zukunftsweisendem Geschäftsmodell und gutem Management zu attraktiven Preisen

Um Gewinneraktien herauszufiltern, bedarf es dröger Bilanzanalyse. Doch am Ende geben die Zahlen Auskunft darüber, ob ein Geschäftsmodell zukunfts- und gewinnträchtig ist



**Fondsmanager
Rathausky:** Unsere Unternehmen werden künftig noch erfolgreicher sein

Vier Bausteine des Erfolgs

Auf diesen Bausteinen fußt die Fundamentalanalyse des Gané-Teams. Ein langfristiges Investment muss sich in allen Bereichen qualifizieren.

BUSINESS

- einfaches Geschäftsmodell
- planbare Industrie
- Markteintrittsbarrieren
- Wettbewerbsvorteile
- Wachstumsperspektive
- hohe Margen
- Preissetzungsmacht

MANAGEMENT

- Fähigkeit, Fleiß und Integrität
- kein operatives/moralisches Versagen
- Steigerung der Wachstumsrate der betrieblichen Ertragskraft
- Steigerung der Ausschüttung
- langfristig angemessene Anreizstruktur
- Interessengleichheit mit Eigentümer

GANÉ-SCORING-MODEL

VALUATION

- Marktpreis = Eigen- und Fremdkapital, dauerhaft solides Finanzierungsverhältnis
- Unternehmenswert = Barwert des FCF, hohe Sicherheitsmarge zum Marktpreis
- Rendite = zeitgewichteter Zahlungsstrom, Aktien-Renten-Vergleichbarkeit

EVENT

- Events erhöhen den inneren Wert
- Events schließen die Lücke zwischen Marktpreis und innerem Wert
- Verbesserung des Timings für den Kauf
- Reduktion von Marktpreisschwankungen
- Erhöhung der Wahrscheinlichkeit, beim Investieren richtig zu liegen

Unter zehn Prozent Rendite bei Aktien und sechs Prozent bei Anleihen rührt Uwe Rathausky keinen Finger. Klingt überheblich? Mag sein, doch für die Anleger des Acatis Gané Value Event Fonds zahlten sich die strikten Eintrittshürden bislang aus. Seit Auflegung des preisgekrönten Mischfonds Ende 2008 erwirtschafteten Rathausky und sein Co-Manager Henrik Muhle Jahr für Jahr im Schnitt 9,8 Prozent Rendite – bei einer Risikoschwankung von moderaten neun Prozent. „Das Eingehen von Risiken muss bei uns adäquat abgegolten werden“, hält Rathausky stoisch an seinen Quoten fest, „ist das nicht der Fall, halten wir Liquidität und üben uns in Geduld.“

Krise als Chance. Das gilt umso mehr für die Krise. Als das Portfolio mitten in der Finanzkrise aufgelegt wurde, hätte der Zeitpunkt aus Sicht vieler Anleger schlechter nicht sein können. Lehman war pleite. Politiker und Notenbanker trafen sich, um die Weltwirtschaft zu retten. Investoren und Unternehmen sahen tiefschwarz. Im Nachhinein entpuppte sich genau das als Glücksfall. „Krisen bergen Chancen“, weiß Rathausky. Das gilt seiner Meinung nach auch für die Corona-Krise.

Die Welt wird nicht untergehen. „Solange die Zinsen niedrig bleiben und keiner für die enorme Verschuldung aufkommen muss, werden größere Verwerfungen ausbleiben“, ist er überzeugt, „ob die Verschuldung in Deutschland von 60 auf 80 Prozent des Bruttoinlandprodukts steigt oder die USA eine Quote von 130 Prozent aufweisen, ist so lange nicht von Belang, wie die Notenbanken weiter Geld in Umlauf bringen.“ Japan hat es mit Verschuldungsquoten um die 200 Prozent lange vorgemacht. Jetzt liegt diese bei 236 Prozent. Dass die Jüngeren später einmal für die Rettungsaktion in die Tasche greifen müssen, steht auf einem anderen Blatt. Kurzfristig ist es ohne Belang.

Gewinner identifizieren. Krisen verstärken Trends, die oft vorher da waren. Etwa der Trend zur Digitalisierung. „Plattformunternehmen wie Alphabet, Apple, Amazon, Microsoft, SAP und Wix.com konnte die Corona-Krise nichts anhaben“, beobachtet Rathausky, „im Gegenteil, sie profitieren sogar davon.“ Die Google-Mutter Alphabet stei-

gerte im ersten Quartal ihren Umsatz um 13 Prozent, Amazon um 26 Prozent, Microsoft um 15 Prozent, SAP um 17 Prozent und die cloudbasierte Website-Plattform Wix.com um 20 Prozent. Auch Gesundheitskonzerne wie Novo Nordisk verdienen in der Krise. Sie sitzen auf vollen Kassen und scheffeln so viel Geld, dass sie ihre Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen aufrechterhalten können.

Verlierer vermeiden. „Es ist ein wenig zu kurz gesprungen anzunehmen, dass Wachstumsunternehmen nicht werthaltig sein können“, weist der Portfolio-Manager jene Kritiker in die Schranken, die in den vergangenen Jahren keine guten Value-Jahre gesehen hätten. „Leider ist viel Wert vernichtet worden“, bedauert er, „sehen Sie sich doch einmal die Lufthansa, Metro, thyssenkrupp und die Deutsche Bank an.“ Da sei es sinnlos, mit Kurs-Buchwert-Verhältnissen zu argumentieren: „Der Buchwert eines Unternehmens ist am Ende nur so viel wert, wie daraus Zahlungsmittelüberschüsse generiert werden können.“ Value und Wachstum gehören für Rathausky deshalb untrennbar zusammen. Auf den Cashflow kommt es ihm an.

Fundamentale Analyse. Um die Spreu vom Weizen zu trennen, sitzen Rathausky und Muhle viele Stunden über den Bilanzen der Unternehmen gebeugt. Fundamentalanalyse nennt man das. Wie zukunftsorientiert ist das Geschäftsmodell? Wie hoch sind die Markteintrittsbarrieren, die Wettbewerbsvorteile, die Margen, die Preissetzungsmacht? Wie fähig und willens ist das Management? Wie verläuft die Eigentümerstruktur? Wie ist die Aktie bewertet? Nur wer sich in allen Punkten qualifiziert, gelangt beim Gané-Team in die nächste Runde. Als vierter Baustein kommt eine Event-Komponente hinzu, die als Performance-Treiber für den Aktienmarkt gedacht ist. Das kann ein operativer Katalysator sein oder eine Veränderung in der Aktionärs- und Kapitalstruktur des Unternehmens wie Aktienrückkäufe, Kapitalerhöhungen oder Übernahmen. Für Unternehmen wie Allianz, Berkshire Hathaway und Wix.com trifft all das derzeit zu (s. S. 36). ■ ▷

HEIKE BANGERT

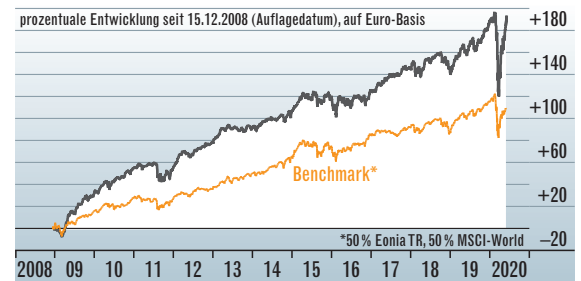
ACATIS GANÉ VALUE EVENT FONDS

Gutes Chance-Risiko-Verhältnis

„Wir haben das Virus unterschätzt“, sagt Uwe Rathausky über den Beginn der Corona-Krise. Mit einer Aktienquote von 67 Prozent und 33 Prozent in Liquidität und geldmarktnahen Anleihen hielt er damals den Mischfonds Acatis Gané Value Event Ende Februar für vorsichtig positioniert. „Für diesen Absturz war es eindeutig zu viel“, räumt er im Nachhinein ein. Auch erwiesen sich Anleihen in norwegischer Krone als nicht günstig, nachdem die Krone gegenüber dem Euro nachgab.

Doch das ist nur die eine Seite der Medaille. Dass der Fonds seit Jahresanfang wieder im Plus ist, verdankt er der strikten Anlagestrategie. Das Ziel ist eine „aktienähnliche, kontinuierliche Rendite, die den Anleger in allen Börsenphasen ruhig schlafen lässt“. Hierfür durchlaufen die Unternehmen ein Scoring-Modell mit 30 qualitativen und quantitativen Faktoren. Nur wer in allen vier Bereichen – hervorragendes Geschäftsmodell, gute Managementqualität, günstige Bewertung und Vorliegen eines positiven kursrelevanten Events – punktet, wird aufgenommen.

Acatis Gané Value Event Fonds A



WKN/ISIN (thesaurierend):	A0X754/DE000A0X7541
Fondsvolumen:	3,97 Milliarden Euro
TER (Gesamtkostenquote):	1,79 Prozent
Wertentwicklung 1/3/5/10 Jahre p.a. in %:	9,8/6,3/5,1/7,5
Volatilität 3 Jahre annualisiert:	7,1 Prozent

Stand: 1.6.2020, Wertentwicklung auf Euro-Basis

Quelle: Morningstar Direct



Dividende bestätigt

Ein Kurssturz von 50 Prozent? Dafür sollte es gute Gründe geben. Gibt es aber nicht bei der Versicherungsaktie Allianz. Im Vergleich zu den Krisen 2001/03 und 2008/09 ist der Versicherungskonzern durch die Corona-Krise deutlich weniger berührt. Dazu sollte man wissen: Pandemien sind nicht versichert. „Negative und positive Effekte einzelner Sparten wiegen sich bei der Allianz weitgehend auf“, sagt Uwe Rathausky und rechnet vor: Auf der Kapitalseite kam das Anleihenportfolio weitgehend ungeschoren davon. Das Aktienportfolio wurde überschaubar getroffen. Die Eigenmittel übersteigen mit 84 Milliarden Euro den Eigenmittelbedarf (40 Milliarden Euro) um 44 Milliarden Euro. Das den Aktionären zuzurechnende Aktienportfolio beträgt 18 Milliarden Euro. Rathausky: „Selbst bei einem Totalausfall des Aktienportfolios würde die Solvency-II-Quote über der nachhaltigen Zielgröße von 160 Prozent liegen.“ Ende 2019 waren es 212 Prozent. Und auch die Dividende wurde bestätigt – 9,60 Euro für das Geschäftsjahr 2019 nach neun Euro im Vorjahr.

Allianz



WKN/ISIN:	840400/DE0008404005
Börsenwert:	76,0 Milliarden Euro
Gewinn je Aktie 2020/21e:	15,72/19,63 Euro
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2020/21:	11,5/9,3
Dividendenrendite 2020/21e:	5,3/5,6 Prozent

e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

Innerer Wert über Aktienkurs

Sie gilt als das Value-Portfolio par excellence. Die Beteiligungsholding Berkshire Hathaway des legendären Value-Investors Warren Buffett, einer der reichsten Menschen weltweit, wird rund um den Globus kopiert. Nicht wenige Berkshire-Aktionäre sind längst selbst zu Millionären geworden. Doch auch die Berkshire-Aktie kam bislang nicht ungeschoren durch die Corona-Krise. Ende März lag der innere Wert mit 345 000 Dollar deutlich über dem damaligen Börsenkurs von 270 000 Dollar (A-Aktie). Auch derzeit bei 278 560 Dollar ist die Aktie günstig bewertet. Die Wachstumsrate des Buchwerts pro Aktie lag in den Jahren 1965 bis 2019 bei durchschnittlich 20 Prozent pro Jahr, zwischen 2005 und 2019 bei rund elf Prozent. „Der innere Wert dürfte sich auch künftig langfristig um rund elf Prozent pro Jahr erhöhen“, kalkuliert Fondsmanager Uwe Rathausky. Als Katalysator dafür nennt er die riesigen Versicherungsprämien von 130 Milliarden US-Dollar, die das Unternehmen jährlich vereinnahmt, sowie Aktienrückkäufe, die bereits in der Vergangenheit die Lücke zwischen dem Börsenkurs und dem inneren Wert geschlossen haben.

Berkshire Hathaway, A-Aktie



WKN/ISIN (B-Aktie):	524126/US0846707026
Börsenwert:	451,6 Milliarden Euro
Gewinn je Aktie 2020/21e:	8,45/9,480 Euro
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2020/21:	19,8/17,7
Dividendenrendite 2020/21e:	—/—

e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream



Eigene Website für alle

Die eigene Website? Warum nicht. Man muss man kein Nerd sein, um sich diese bei der in Israel gegründeten cloudbasierten Website-Plattform Wix zu erstellen. Mehr als 500 vorgefertigte Designvorlagen stehen Kunden zur Verfügung. Alles geht nach dem Baukastenprinzip. 2013 ging das Start-up an die US-Börse. Zwischenzeitlich nutzen mehr als 165 Millionen den Service. Die Monetarisierung erfolgt über ein Freemium-Modell, in dem Basisleistungen gratis angeboten werden und vollwertige sowie erweiterte Leistungen für Premium-Abonnenten kostenpflichtig sind. Die Premium-Kunden gewinnt Wix zu 60 Prozent aus der Gruppe registrierter Nutzer und zu rund 40 Prozent aus Neukunden.

Das schafft reichlich Geld in die Kasse. Der freie Cashflow beträgt 17 Prozent. Aufgrund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells soll die Marge langfristig von 17 auf 30 Prozent steigen. „Wir halten das für plausibel“, sagt Uwe Rathausky, „da die Verwaltungsaufwendungen nur zehn Prozent der Umsatzerlöse ausmachen.“

Wix.com



WKN/ISIN:	541512/IL0011301780
Börsenwert:	11,9 Milliarden Euro
Gewinn je Aktie 2020/21e:	0,87/1,44 Euro
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2020/21:	235,5/142,8
Dividendenrendite 2020/21e:	—/—

e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream