

# «Mit Nestlé-Aktien kann man gut schlafen»

MITTWOCHSINTERVIEW Henrik Muhle, Value-Investor beim deutschen Fondshaus Gané, würde gerne Straumann und andere Schweizer Titel kaufen - doch noch seien sie zu teuer.

Freier Cashflow statt Buchwert - darauf fokussiert der 46-jährige Value-Investor Henrik Muhle bei der Titelauswahl. Er ist Mitgründer und Vorstandsmitglied der im deutschen Aschaffenburg ansässigen Fondsgesellschaft Gané - ein Name abgeleitet von Ganesha, dem indischen Weisheitsgott. Der Mischfonds von Gané enthält neben Aktien und einem kleinen Anteil Anleihen etwa 20% Cash, das zum antizyklischen Einstieg bei Kursrückschlägen genutzt werden soll.

**Herr Muhle, Sie konzentrieren sich auf die Auswahl günstiger Aktien, sogenannter Value-Titel. Wie gehen Sie dabei vor?**

Die klassische Definition des Value-Ansatzes nach Benjamin Graham ist, ein Unternehmen unter Wert zu kaufen. In diesem klassischen Ansatz verlässt man sich oft auf Bewertungskennzahlen, die sogenannten Multiples. Doch solch eine Methode funktioniert immer schlechter: Zu Grahams Zeiten vor gut hundert Jahren waren die Unternehmen auf leicht zu messendes, physisches Vermögen ausgerichtet, das man liquidieren konnte. Heute sind Firmen dagegen viel mehr auf Dienstleistungen ausgerichtet - das Vermögen liegt eher in den Köpfen der Menschen, in Patenten, starken Marken und der Marktstellung. Und Kennzahlen konzentrieren sich auf das Heute, sie ignorieren künftige Entwicklungen. Klassische Multiples führen dann in die Irre. In der Schweiz gibt es ja viele Beispiele von Unternehmen, die ein sehr hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis aufweisen - aber konsistent mit starkem Wachstum glänzen.

**Wie gehen Sie mit diesem Problem um?**

Wir halten uns an die Definition von Warren Buffett - der Wert eines Unter-

nehmens ist der abgezinste Cashflow, der über die restliche Lebenszeit vom Investor entnommen werden kann. Aus dieser Sicht ist für uns die wichtigste Kennzahl der freie Cashflow. Den definieren wir aus Eigentümersicht: Das ist der Teil des Cashflows nach dem Aufwand, um das Geschäft zu erhalten, und vor den Wachstumsinvestitionen. Der freie Cashflow kann also im Unternehmen investiert, für Akquisitionen verwendet oder an die Investoren ausgeschüttet werden.

**Was ist die beste Form der Cashflow-Verwendung?**

Je nach Situation des Unternehmens haben all diese Verwendungsformen ihre Berechtigung. Beispielsweise wächst Sika sehr erfolgreich mit Akquisitionen. Dagegen ist beim Vakuumventilhersteller VAT mit einem Marktanteil von rund 90% mit Zukäufen im Kernsegment nichts mehr zu holen. Und für Unternehmen, die nicht weiter wachsen können, kann es am sinnvollsten sein, die freien Mittel über Dividenden oder Buybacks an die Anleger auszuschütten. **Aber der aktuelle Cashflow sagt wenig über die künftige Entwicklung aus.**

Ja, die Einschätzung des künftigen Geldflusses ist eher Kunst als Wissenschaft. Es muss plausibel sein, dass der Markt wächst und der Anteil am Markt zumindest gehalten werden kann. Wir haben auch schon Aktien von Unternehmen gekauft, bei denen trotz aktuell niedrigem Cashflow abzuschätzen ist, dass sich das mittelfristig ändern wird. Ein Beispiel sind Auftragshersteller in der Pharmabranche: Dort hat es lange Produktzyklen und einen aufwändigen Zertifizierungsprozess. Danach sollte jedoch eine hohe Kapitalrentabilität gesichert sein. Aber beispielsweise Amazon funktioniert ganz anders: Dort

herrscht noch die Start-up-Kultur, bei der man mit Investitionen experimentiert, die auch floppen können. Hier ist es wichtig, zu analysieren, ob die Kunden dieses neue Angebot annehmen werden. Bei Amazon scheint es zu klappen.

**Wird Amazon nicht an Marktanteil verlieren, wenn die Pandemie vorbei ist?**

Das alte Kundenverhalten im Einzelhandel wird nicht einfach zurückkommen. Das gilt übrigens auch für den Rückgang im Geschäftstourismus, der die Hotellerie belasten wird. In meinem Bekanntenkreis haben die Leute verstanden, dass man mit Online-Bestellungen viel Zeit sparen kann. Aus meiner Sicht ist Amazon schon so etwas wie ein Versorger geworden, der für viele zum Alltag gehört.

**Wie sind Sie zurzeit im schweizerischen Markt investiert?**

Momentan halten wir nur Nestlé. Auf unserer Kaufliste steht aber ganz vorne der Dentalimplantatspezialist Straumann, wenn die Bewertungen etwas zurückkommen. Auch andere schweizerische Qualitätstitel wären bei etwas günstigeren Preisen interessant. Darunter finden sich unter anderem Ems-Chemie, Lonza, VAT, Geberit und Schindler. Bei vielen Valoren würde es schon reichen, wenn die Kurse nicht weiter steigen und die Unternehmen gleichzeitig ihren Cashflow wie bisher steigern. Dann würden die Aktien in ihre Bewertung hineinwachsen.

**Warum sind Sie nicht früher eingestiegen?**

Wir haben uns nach dem Kurseinbruch wegen der Coronapandemie vergangenes Jahr zu zurückhaltend hinsichtlich Schweizer Unternehmen positioniert. Die Preise hatten sich überraschend schnell erholt. Das war auch schon 2009

zu beobachten. Die Lehre daraus ist, dass, wenn Qualitätsaktien in der Schweiz günstig zu haben sind, man zuschlagen sollte. Bei US-Titeln haben wir das zum Glück getan.

#### **Was gefällt Ihnen an Straumann?**

Hier ist besonders das Geschäft mit Clear Aligners - durchsichtigen Zahnspangen - interessant. Der Marktführer in den USA, Align Technologies, ist mit dem Zwanzigfachen des Umsatzes bewertet. Demnach ist Straumann zu günstig oder Align Technologies zu hoch eingestuft. Das Geschäft wächst mit 20% pro Jahr sehr schnell. Und in Europa ist das Geschäft noch wenig erschlossen. Straumann sagt, dass man einen langen Atem habe. Die spannende Frage ist nun, ob man die Marktführerschaft erreichen kann. Ausserdem hat mir die schnell agierende Unternehmenskultur imponiert: Auf den Umsatzrückgang im vergangenen Jahr hat man sofort mit einem Kostensparprogramm geantwortet.

#### **Warum halten Sie teuer erscheinende Basiskonsumittel wie Nestlé?**

Ja, die Kurse sind hoch. Aber solche defensiven Aktien - ähnlich wie Roche und Novartis - muss man mit Anleihen vergleichen. Wie schon vor der Pandemie gilt, dass die Dividendenrenditen viel höher als die Anleihenrenditen sind. Dieser Vorteil besteht weiterhin. Und die Nestlé-Dividende wird kaum sinken, eher weiter steigen. Wer keine Anleihen im Portfolio halten muss, der kann

auch mit einer Nestlé ruhig schlafen. Nestlé-CEO Mark Schneider hat gezeigt, dass er einen guten Job bei der Transformation macht. Besonders das Trendthema gesunde Ernährung verspricht weiteres Wachstum. Von diesem Trend wird in unserem Portfolio auch Danone profitieren.

#### **Gibt es weitere Aktien, die als Anleiheersatz zu empfehlen sind?**

Wir halten ebenfalls die deutschen Versicherer Allianz und Münchener Rück. Auch hier lockt eine gute Dividende, die trotz Pandemie nicht ausgesetzt wurde und wohl weiter erhöht wird. Die deutschen Versicherer scheinen insgesamt bessere Arbeit zu leisten als die Schweizer Konkurrenz wie Swiss Re.

#### **Halten Sie zyklische Valoren in Ihren Fonds?**

Der IT-Konzern SAP ist ein halber Zykliker, den wir nach der Gewinnwarnung im Herbst aufgestockt haben. Das Unternehmen hat den US-Reisekostenabrechner Concur gekauft, dessen Geschäft wegen des Ausbleibens von Geschäftsreisen eingebrochen ist. Dazu wurden viele Budgets für die Implementierung von SAP-Lösungen zusammengekürzt. Aber solche Projekte sollten nun nachgeholt werden. Von der Pandemie betroffen war auch der Bierbrauer AB InBev - obwohl der Absatz gar nicht so stark eingebrochen ist. Der Finanzmarkt hat angesichts der hohen Unsicherheit wohl überreagiert, wobei auch Schulden und Fremdwährungen derzeit

noch belasten.

#### **Sie haben Amazon erwähnt - in welchen Tech-Titeln sind Sie investiert?**

Neben Amazon und SAP halten wir Apple, Microsoft, die Google-Mutter Alphabet und die israelische Wix.com. Wix hostet Webseiten mit einem Freemium-Modell: Man muss für die einfache Version nichts bezahlen, es kostet nur, wenn man zusätzliche Angebote wie einen Online-Shop nutzt. Das Unternehmen wächst hervorragend. Und man kann gut voraussehen, wie viele neue zahlende Kunden hinzukommen werden.

#### **Apple bietet zwar einen hohen Cashflow, aber gibt es noch Wachstumspotenzial?**

Da machen wir uns keine Sorgen. Sicherlich ist kein neues revolutionäres Produkt wie der iPod oder das iPhone in Sicht. Aber das Smartphone ist noch lange nicht am Ende seines Lebenszyklus. Einen Konkurrenten, der Apple wirklich gefährlich werden kann, sehen wir nicht. Und in vielen grossen Märkten wie in Indien, wo die Mittelschicht rasant wächst, ist der Marktanteil noch winzig. In den nächsten Jahren wird Apple für viele Menschen auf der Welt wohl noch wichtiger werden.

«Klassische Bewertungskennzahlen führen in die Irre.»