

«Bewertung für Tech-Titel nun wieder vernünftig»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT UWE RATHAUSKY Das Vorstandsmitglied des deutschen Fondshauses Gané setzt auf margenträchtige Titel mit niedrigem Kapitaleinsatz – wie etwa Novo Nordisk.

Herr Rathausky, an den Finanzmärkten hat sich die Stimmung verbessert – zu Recht?

Vergangenes Jahr hat eine sehr depressive Stimmung vorgeherrschte, was man an den hohen Kursverlusten ablesen kann. In solch einer Situation nimmt der Markt jede positive Nachricht dankbar auf, das kann eine Bodenbildung oder gar eine Umkehrreaktion auslösen. Es gibt derzeit konkrete Gründe für die Stimmungsaufhellung. So ist die Wahrscheinlichkeit eines Soft Landing – einer nur moderaten Wachstumsverlangsamung – deutlich gestiegen. Konjunkturreumlich stimmt auch positiv, dass China die Null-Covid-Strategie für beendet erklärt hat. Hier ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass das rückgängig gemacht wird. Gleichzeitig läuft der Arbeitsmarkt weiterhin sehr gut. In den USA gab es bisher nur ein Mal eine Rezession, wenn das Stellenwachstum so stark wie letztes Jahr ausgefallen war.

Erhöht ein heisser Arbeitsmarkt nicht das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale?

Der Hochpunkt der Inflation scheint – zumindest aus Marktsicht – überschritten, die Erwartungen der Konsumenten und der Unternehmen bezüglich der Inflationsentwicklung gehen zurück. Und in den USA steigt das Lohnwachstum nicht weiter. Die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale ist zwar nicht gebannt, aber der Zinsanstieg scheint schon einen Effekt zu haben. Und auch die Energiepreise, insbesondere beim Gas, sind ein Grund für die Entspannung an den Märkten. Bleibt die Inflation unter Kontrolle, könnte bald das Höchst bei den Leitzinsen erreicht sein.

Wie lange hält der positive Impuls an?

Mittelfristig können natürlich neue Krisenherde für Unsicherheit sorgen. Dazu haben sich die Kapitalkosten innerhalb kürzester Zeit für viele Unternehmen stark erhöht, was noch Verwerfungen an den Märkten auslösen könnte. Gelingt wegen höherer Zinsen die Refinanzierung nicht mehr, kann das zu einem starken Anstieg der Zahlungsausfälle führen. Trotz möglicher Verwerfungen sollte man als Anleger jetzt aber Einstiegsmöglichkeiten prüfen.

Sind die Fonds von Gané voll investiert?

Ja, noch Ende 2021 haben wir in unserem Mischfonds eine Aktienquote von 68% gehalten, nun haben wir sie auf 79% erhöht. Das ist für uns eine eher hohe Marge. Bei unserer Aktienauswahl setzen wir auf die weltbesten Geschäftsmodelle, die wir insbesondere bei Unternehmen sehen, die «Asset Light» sind – also mit wenig Kapitaleinsatz wirtschaften. Diese Gesellschaften haben eine hohe Kapitalrentabilität und hohe Rotertragsmargen. Derzeit halten wir auch wieder etwas länger laufende Anleihen, die sehr attraktiv sind, etwa von Lufthansa und Zalando, die wir bei einer Rendite von 7% erwerben konnten.

Hohe Margen zeigen Preissetzungsmacht – stellten die von Ihnen gehaltenen Unternehmen diese weiter unter Beweis?

Ja, operativ haben die Gesellschaften sich sehr gut geschlagen und konnten höhere Kosten weitergeben. Die Kunden möchten oder müssen das Produkt trotz höherer Preise weiter kaufen. So ist es etwa Microsoft und Apple einfach gelungen, die Abonnementspreise anzuheben. Und der Pharmahersteller Novo Nordisk, der sowieso schon am Kapazitätslimit operiert, konnte innerhalb der rechtlichen Rahmenbedingungen die Medikamentenpreise erhöhen. Auch die höheren Preise für Kosmetik von L'Occitane en Provence haben die Konsumenten toleriert.

Gab es auch Unternehmen in Ihrem Portfolio, die nicht geliefert haben?

Nein, da gab es keine Enttäuschungen. Nur hat sich das nicht immer in den Aktienkursen gespiegelt. So gab es etwa Kursverluste bei Microsoft und Apple trotz des guten Cashflows. Grund waren die höheren Kapitalkosten. Und im Nachhinein betrachtet haben wir uns zu früh am Immobilienkonzern Vonovia, einem eher



BILD: ZVG

«Microsoft und Apple ist es leicht gelungen, die Abopreise zu erhöhen.»

ungewöhnlichen Investment für uns, beteiligt. Die Investitionsüberlegung bleibt aus unserer Sicht aber richtig: Das Unternehmen ist sehr niedrig bewertet – der Net Asset Value des Immobilienbestands ist mehr als doppelt so hoch wie die Marktkapitalisierung. Und anders als bei anderen Unternehmen gibt es keine teure Entwicklungspipeline und einen hohen Vermietungsgrad.

Sind höhere Zinsen der Hauptgrund für die hohen Kursverluste vieler Immobiliertitel?

Ja, Vonovia ist zum Beispiel mit einem durchschnittlichen Zins von 1,3% und einer mittleren Laufzeit von sieben Jahren refinanziert. Und plötzlich sieht man sich für Anschlussfinanzierungen einem Zins

«Metas Geschäftsmodell ist nicht so stark, wie die Nutzerzahlen es nahelegen.»

von 5% gegenüber. Insbesondere wenn sich Unternehmen zu hohen Investitionen verpflichtet haben und nun unter steigenden Baukosten leiden, stellt sich schnell die Frage, ob die Kapitalkosten überhaupt noch verdient werden können. Derzeit wollen viele im Markt gleichzeitig ihren Immobilienbestand reduzieren. Das geht natürlich nicht auf. Wenn aber absehbar ist, dass die Zinsen nicht viel mehr steigen werden, sollte sich die Unsicherheit um den Immobiliensektor legen. In Deutschland bleibt Wohnraum ja knapp – es wird jährlich etwa nur die Hälfte der nötigen 400 000 Wohnungen gebaut.

Waren die grossen Kursverluste im Tech-Sektor angemessen?

Im Tech-Bereich ist regelrecht eine Blase geplatzt. Unternehmen, die noch kaum Cashflow generieren oder in denen noch nicht einmal das Geschäftsmodell klar ist, wurden zu Recht abgestraft. Hier sind Träume geplatzt, die wohl nicht mehr zurückkommen. Aber auch die Kurse von

Gesellschaften mit sehr stabilem Geschäftsmodell in unserem Portfolio – neben Microsoft und Apple sind das etwa Alphabet, PayPal und Adobe – sind unter Druck gekommen. Hier hat der Rückgang jedoch nur die Bewertungen wieder auf ein vernünftiges Niveau gebracht. Und als Aktionär kann man sich freuen.

Was ist das Positive an dem Kursrückgang?

Diese Unternehmen schütten nicht nur Dividende aus, sondern kaufen vor allem kräftig eigene Aktien zurück. So ist die gesamte Ausschüttungsrendite von Apple nun 5%. Sind die Kurse niedrig, können die Unternehmen auch ihre Valoren günstiger zurückkaufen – zugunsten von Aktionären, die ihre Titel nicht verkaufen.

Und die Geschäftsmodelle etablierter Tech-Unternehmen funktionieren weiterhin?

Ja, der Digitalisierungstrend setzt sich ja fort. Staaten und Unternehmen sind gezwungen, sich weiter zu digitalisieren. Und in den westlichen Ländern gibt es dafür drei grosse Infrastrukturanbieter: Microsoft, Amazon und die Google-Holding Alphabet. Wir fragen uns immer, ob die Unternehmen in fünf bis sieben Jahren stärker als heute dastehen werden. Diese Anbieter werden ihre Relevanz bei den Kunden weiter ausbauen – das ist ein optimistisch stimmendes Zeichen. Das gilt aber beispielsweise nicht für Facebook.

In Facebook/Meta waren Sie nie investiert?

Nein, das Geschäftsmodell des Unternehmens ist nicht so stark, wie die Nutzerzahlen es nahelegen. Denn das Verhalten der Nutzer kann sich schnell ändern. Zwar gibt es einen positiven Netzwerkeffekt für die grossen Anbieter, aber die Einstiegsbarrieren sind gering – diese Plattformen sind relativ simpel programmiert. Wir sehen derzeit, wie TikTok am Erfolg von Meta kratzt. Und gleichzeitig wird der gesamte freie Cashflow in die Idee Metaverse investiert – mit unsicherem Ausgang. Das ist ganz anders als die Innovationsstrategie von Alphabet oder Amazon. Sie haben viele kleine Projekte am Laufen. Sind sie erfolgreich, werden sie ausgebaut. Meta setzt dagegen alles auf eine Karte.

Was überzeugt Sie bei Novo Nordisk?

Es ist einzigartig, dass sie seit der Gründung vor hunderten Jahren so stark auf den Diabetesbereich konzentriert ist – bei anderen Pharmagesellschaften ist das nur ein Bereich unter vielen. Novo Nordisk ist bezüglich Marge und Rentabilität eine der besten Gesellschaften überhaupt. Für Aktionäre ist zudem positiv, dass durch die Rückkäufe die Aktienzahl jährlich um etwa 2% sinkt. Und das Unternehmen schafft sich immer wieder neue Märkte. Etwa mit dem neuen Diabeteswirkstoff Semaglutid, der sehr erfolgreich bei der Behandlung von starkem Übergewicht eingesetzt wird. Die einzige Frage ist die Bewertung. Für einen klassischen Value-Investor erscheint die Aktie derzeit wohl zu teuer. Aber den besten Unternehmen gelingt es immer wieder, in ihre Bewertung hineinzuwachsen. Im Rückblick war in der Vergangenheit jeder Rücksetzer immer ein guter Einstiegszeitpunkt – trotz der vermeintlich hohen Bewertung.

Was für ein weniger bekanntes Unternehmen finden Sie attraktiv?

Prosus ist eine in Amsterdam gelistete schuldenfreie Internetbeteiligungsgesellschaft. Sie hält 26% am chinesischen Internetkonzern Tencent. Der Wert der Beteiligungen beträgt 110€ je Aktie – der Kurs notiert dagegen bei 75€. Das Unternehmen führt ein aggressives Aktienrückkaufprogramm durch, bei dem Tencent-Valoren verkauft und in gleichem Masse eigene Titel zurückgekauft werden. Seit Auflage des Programms vor sechs Monaten konnten bereits 8% der eigenen Papiere erworben werden. Es ist ein fantastisches Investment. Der Net Asset Value wächst mit jeder zurückgekauften Aktie.

Margenträchtige Firmen

