

INTERVIEW

Die Krise offenbart die Gewinner“

von HEIKE BANGERT

Die gestiegenen Zinsen machen der Wirtschaft zu schaffen. Erste Banken haben kapituliert. Währenddessen markiert der Dax ein Rekordhoch. Wie passt das zusammen?

Uwe Rathausky: Was die Bankenkrise anbetrifft, so warten wir in der Tat täglich auf neue Pleiten. Doch das muss man in den historischen Zusammenhang einordnen. In den Jahren nach der Lehman-Pleite im Jahr 2008 mussten in den USA jedes Jahr rund 200 Banken Insolvenz anmelden. Das heißt, wenn jetzt noch die eine oder andere Regionalbank in Schieflage gerät, ist das wenig überraschend. Im Unterschied zu 2008 sind die Bankbilanzen jedoch nicht toxisch. Der Zinsanstieg hat aber dazu geführt, dass einige Assets in den Bankbilanzen zwischenzeitlich nach unten korrigiert werden mussten. Dennoch sollte die Entwicklung mit Argusaugen betrachtet werden, denn ein Bank-Run findet heute in Sekundenschnelle und per Knopfdruck statt. Und im Gegensatz zu damals verfügen die Banken heute über ein vergleichsweise hohes Einlagevolumen und eine relativ hohe Bilanzsumme. Das traf damals nur auf die Washington Mutual zu. Lehman war eine Investmentbank und hatte keine Kundeneinlagen. Gegenüber 2008 ist das System aber auch dahin gehend besser geworden, dass die Risiken heute nicht mehr sozialisiert, sondern von den Anteilseignern getragen werden.

Doch wie passt das mit den haussierenden Börsen zusammen?

Rathausky: Nun, zum einen nimmt der Aktienmarkt die Erholung in der Wirtschaft vorweg. Vieles spricht dafür, dass wir auf der Zielgeraden der Zinsanstiege

Innovative Unternehmen sind Ihnen immer zu teuer? Ein Fehler. Langfristig zahlt sich das Investment in die Gewinneraktien aus, sagt **Uwe Rathausky**, Gründer und Vorstand der GANÉ AG



GANÉ AG

Mit einem verwalteten Vermögen von 6,8 Milliarden Euro und einem bilanzierten Eigenkapital von 109 Millionen Euro (30.6.2022) zählt Gané zu den mittelgroßen unabhängigen Vermögensverwaltern. Ihr Ansatz vereint die Investmentstile des Value Investing und der Event-Orientierung.

Vita

Uwe Rathausky

Geboren **1976**, arbeitet Rathausky während des **BWL-Studiums** bei der **Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG**, Pullach, **2007** promoviert er.

Von **2003** bis **2007** wirkt er als Prüfungsleiter bei Jahres- und Konzernabschlussprüfungen bei **KPMG** in Stuttgart mit.

2007 gründet er mit J. Henrik Muhle die **Gané AG**, in deren Vorstand er sitzt.

angekommen sind. Und die eine Wirtschaft als homogene Betrachtungsgruppe gibt es ja gar nicht. Wir erleben ein höchst dynamisches Umfeld, eine Welt, die von digitalen Umbrüchen und Innovationssprüngen angetrieben wird und viele Verlierer und manche Gewinner produziert. Entsprechend wird die Erholung an den Aktienmärkten auch nur von einigen Aktien getragen. Doch wenn ich mir insgesamt die jüngsten Quartalsergebnisse von unseren Unternehmen anschau, dann sehe ich keine tiefen Täler. Ganz im Gegenteil.

Weisen die überraschend guten Ergebnisse schon auf die Trendwende hin?

Rathausky: Das würde ich nun auch nicht sagen. Das Umfeld bleibt herausfordernd. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat bereits im Jahr 2018 davor gewarnt, dass zehn Prozent aller Unternehmen weltweit sogenannte Zombie-Unternehmen sind, also solche, die ihre Zinsaufwendungen nicht durch operative Erträge erwirtschaften können. Diese Unternehmen sind kontinuierlich auf die Refinanzierung durch den Kapitalmarkt angewiesen. Das war in den vergangenen Jahren zu günstigen Konditionen gegeben und ist jetzt nicht mehr der Fall.

Welchen Herausforderungen sehen sich Unternehmen zudem gegenüber?

Rathausky: Wir stecken mitten in einem großem Strukturbruch. Das bringt viele Herausforderungen mit sich. Unternehmen müssen sich auf die veränderten Lieferketten, die Digitalisierung, Elektrifizierung und Automatisierung der Wirtschaft und das sich verändernde Konsumverhalten ein- und umstellen. Manche werden darunter massiv leiden und sogar vom Markt verschwinden wie beispielsweise im Einzelhandel Unternehmen wie Peek & Cloppenburg und Gerry Weber. Andere werden als Gewinner hervorgehen.

Spiegelt sich das in den überraschend guten Ergebnissen der großen Tech-Werte wider?

Rathausky: Durchaus. Unternehmen, die innovativ sind, die Produkte und Dienstleistungen anbieten, die von Kunden geliebt werden oder auf die sie nicht verzichten wollen, schaffen es, die Inflation zu überwälzen. Dazu gehören die drei großen Cloud-Infrastrukturanbieter der westlichen Welt: Microsoft, Alphabet und Amazon. Die Digitalisierung verleiht ihnen Rückenwind

und sorgt dafür, dass deren Plattformen auf lange Sicht immer wertvoller werden.

Welche Branchen zählen sonst zu den strukturellen Gewinnern?

Rathausky: Die Gesundheitsbranche. Novo Nordisk ist ein gutes Beispiel. Die Dänen sind Weltmarktführer in der Diabetes-Medikamentation. Die neuesten Wirkstoffe helfen zudem gegen Adipositas – also Fettleibigkeit – und zwar ohne relevante Nebenwirkungen. Sie sind erfolgreich und sogar auf Social Media ein Riesentrend. Deshalb hat das Unternehmen für 2023 die Jahresprognose für das Umsatzwachstum auf 24 bis 30 Prozent und für das operative Gewinnwachstum auf 28 bis 34 Prozent angehoben. Das ist nicht gottgegeben. Da steckt eine enorme Innovationskraft dahinter. Diese gibt es auch bei anderen Firmen. Sie zu finden, ist unsere Aufgabe.

Aber sind diese innovativen Unternehmen vordergründig nicht eigentlich immer zu teuer?

Rathausky: Richtig. Das ist der Grund, warum viele Investoren nicht in die besten Geschäftsmodelle investiert sind. Diese sind ihnen zum Zeitpunkt t0 zu teuer. Und wenn sie dann in t1 oder t2 zurückblicken, stellen sie fest, dass es doch besser gewesen wäre, in t0 eingestiegen zu sein. Wenn man nur auf Bewertungskriterien wie das Kurs-gewinnverhältnis (KGV), das Kursbuchwertverhältnis oder die Dividendenrendite sieht, ist man nie in Novo Nordisk investiert und hat mehrere 100 Prozent Wertentwicklung verpasst.

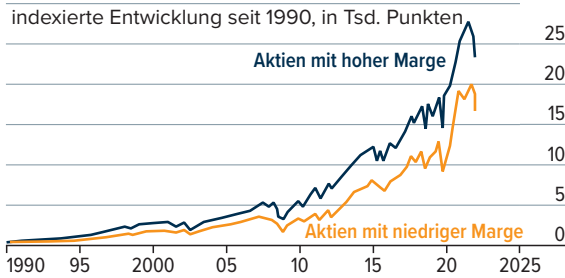
Worauf sollten Anleger stattdessen achten?

Rathausky: Wichtig ist die Gewinndynamik eines Geschäftsmodells und die Fähigkeit des Managements, Kapital zu allokalieren. Von den althergebrachten Kennziffern muss man sich lösen. Eher sollte man überlegen, wo ein Unternehmen in fünf bis zehn Jahren stehen wird. In Anbetracht der Gewinndynamik sinkt das KGV von Novo Nordisk schnell von mehr als 30 in den mittleren 20er-Bereich. Zudem kauft das Unternehmen jedes Jahr rund ein Prozent der eigenen Aktien zurück, was den Gewinn je Aktie abermals erhöht. Entscheidend ist die Preissetzungsmacht eines Unternehmens. Wir stellen sogar fest, dass manche Unternehmen die Inflation nutzen, um die Preise stärker anzuheben, als es die Aufwandspositionen eigentlich notwendig machen. ▶

Hohe Rohertragsmarge

Aktien von Unternehmen mit einer hohen Rohertragsmarge, dem Verhältnis des Rohgewinns zum erzielten Umsatz eines Unternehmens, sind an der Börse erfolgreicher als solche mit niedrigen Werten.

MSCI Welt Aktienindex nach Rohertragsmarge

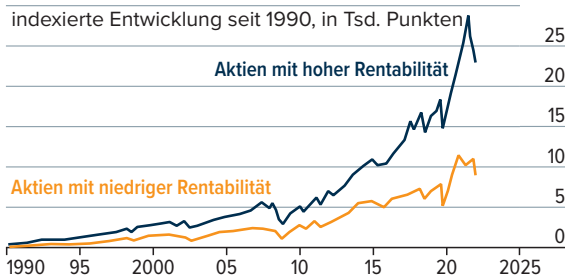


Quellen: Gané, Goldman Sachs Inv. Research: MSCI-World, ind. Rendite für obere und untere Dezile

Entscheidende Kapitalrentabilität

Eigentlich eine Binsen: Unternehmen mit hoher Kapitalrentabilität schneiden am Aktienmarkt besser ab als Unternehmen, die zu den unrentabelsten zählen. Doch der Unterschied ist eklatant.

MSCI Welt Aktienindex nach Kapitalrentabilität

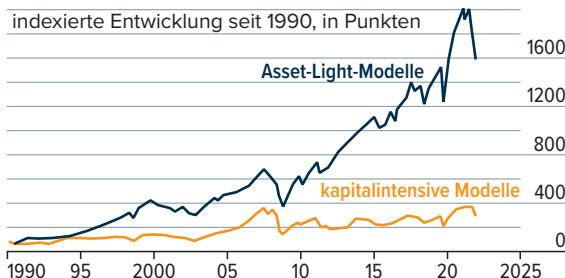


Quellen: Gané, Goldman Sachs Inv. Research: MSCI-World, ind. Rendite für obere und untere Dezile

Günstige Asset-Light-Modelle

Weniger kapitalintensive Geschäftsmodelle schneiden an der Börse deutlich besser ab als kapitalintensive Geschäftsmodelle. Das zeigt sich nicht nur, aber vor allem in Zeiten der Krise.

MSCI Welt Aktienindex nach Geschäftsmodellen



Quellen: Gané, Goldman Sachs Invest. Research: MSCI-World, ind. Rendite für obere und untere Dezile

Welche Unternehmen sind das zum Beispiel?

Rathausky: Ein Positivbeispiel ist Straumann, Weltmarktführer für Dentalimplantologie aus der Schweiz. Sie haben im vergangenen Jahr und zu Beginn dieses Jahres die Preise nur um jeweils vier Prozent angehoben, um die Kostensteigerungen abzudecken. Auch eine stärkere Anhebung hätte die Nachfrage nicht negativ tangiert. Im Vordergrund steht aber der langfristige Kundennutzen, nicht die kurzfristige Gewinnoptimierung. Auch Apple, Hubspot, Microsoft und andere Tech-Werte konnten ihre Abo-Preise locker anheben, ohne dass sich deswegen das Konsumverhalten ändert.

Offenbart die Krise demnach die guten Geschäftsmodelle?

Rathausky: Das könnte man so sagen. Wir achten jedoch auch in guten Jahren auf beste Qualität. Ausschlaggebende Indikatoren für ein gutes Geschäftsmodell sind unter anderem die Kapitalrentabilität und die Rohertragsmarge eines Unternehmens. Bei beiden gilt: Je höher, desto besser. Zudem schneiden weniger kapitalintensive Geschäftsmodelle besser ab als kapitalintensivere. Das lässt sich anhand des MSCI-Weltaktienindex seit 1990 sehr gut darstellen. Die Performance-Unterschiede gemessen am jeweiligen besten und schlechtesten Dezil des Index sind gravierend.

Wir haben gerade mit dem Gané Global Equity Fund (Anm. d. Red: ISIN DE000A3DEBF5) einen globalen Aktienfonds aufgelegt, bei dem wir 25 Titel im Portfolio haben, die im Schnitt über eine durchschnittliche Kapitalrentabilität von 22 Prozent verfügen, die damit 100 Prozent über dem Schnitt jener des MSCI-Weltaktienindex liegt. Die durchschnittliche Rohertragsmarge beträgt mehr als 60 Prozent gegenüber 40 Prozent im Index. Das schlägt sich in sehr guten Quartalszahlen nieder, die die Unternehmen jüngst vermeldeten. Und noch wichtiger: Das zeigt sich auch in der Wertentwicklung des Fonds.

Und dafür sollte man als Anleger die höhere Bewertung in Kauf nehmen?

Rathausky: Die ist ja nur optisch. Viel wichtiger ist der freie Cashflow. Nehme ich zum Beispiel den freien Cashflow eines Unternehmens A, setze diesen ins Verhältnis zum Unternehmenswert und invertiere dann die Kennzahl, stelle sie quasi auf den Kopf, erhalte ich bei einem Faktor von 25 eine Ausgangsrendite von vier Prozent. Und wenn ich davon ausgehe, dass ein Unternehmen wie Novo Nordisk auf dieser Basis in den kommenden Jahren kräftig im Umsatz und in der Marge wachsen wird, inflationsbereinigt, dann ist doch eine Ausgangsrendite von vier Prozent sehr attraktiv. Setze ich dem jetzt ein Unternehmen B entgegen, das ein optisch günstiges KGV von 15 hat, dazu aber eine schlechte Zahlungsmittelgenerierungsfähigkeit und überdies die Notwendigkeit, in große Erhaltungsinvestitionen oder in eine Veränderung des Geschäftsmodells zu investieren, um überhaupt relevant zu bleiben, dann ist doch für jeden ersichtlich, dass man als Investor bei Unternehmen A besser aufgehoben ist.

Damit setzen Sie sich aber von anderen Modern-Value-Strategien ab...

Rathausky: Wachstum ist ein unabdingbarer Bestandteil der Value-Gleichung. Das sagte schon Warren Buffett. Das Modern Value zu nennen, ist meines Erachtens vollkommener Mumpitz – ein Marketingbegriff, um modern rüberzukommen.

Umweltschonendes Bauen

Durch die Krise wurde die Bauaktie abgestraft. Doch Sika ist ein Gewinner der Krise und führend, wenn es darum geht, den CO₂-Abdruck zu reduzieren.

Sika



Quelle: Bloomberg

Runderneuerung bei Hugo Boss

Mit Daniel Grieder kam frischer Wind zu Hugo Boss. Die Verjüngung der Marken bescherte dem Modekonzern aus Metzingen einen starken Turnaround.

Hugo Boss

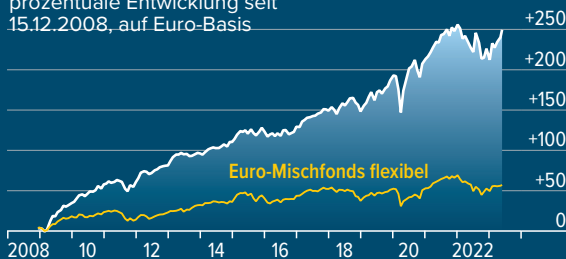


Quelle: Bloomberg

249 Prozent seit Auflage 2008

Acatis Value Event Fonds A

prozentuale Entwicklung seit 15.12.2008, auf Euro-Basis



WKN/ISIN (thes.)	AOX754/DE000AOX7541
Fondsvolumen	7,15 Mrd. €
laufende Kosten	1,80 %
Fondswährung	EUR
Wertentw. 1/5/10 Jahre/seit Auflage	10,2/35,6/77,9/248,9 %
Auflagedatum	15.12.2008

Quelle: Morningstar Direct, Stand: 23.5.23

Wertentwicklung auf Euro-Basis

Wie setzen Sie die Erkenntnisse in den Fonds um?

Rathausky: Wir kombinieren Value Investing mit einer Event-Orientierung. So möchten wir sowohl das fundamentale als auch das marktpreisbedingte Risiko einer Investition eingrenzen. Der freie Cashflow und das Wachstum eines Unternehmens sind dabei die wichtigsten Parameter. Dabei achten wir natürlich darauf, dass wir für das Wachstum nicht zu viel bezahlen. Keine Frage.

Mit dieser Strategie haben wir im Aktienteil unseres Value Event-Mischfonds seit seiner Auflage Ende 2008 bis Ende 2021 im Schnitt eine Rendite von 18 Prozent pro Jahr vor Kosten erzielt. Diese lag vier Prozentpunkte über dem MSCI-Weltaktienindex, beides auf Euro-Basis gerechnet. Dabei stellten wir fest, dass die Unternehmen mit der eben erwähnten operativen Dynamik, eine unserer drei Event-Kategorien, in die wir investieren, am besten abgeschnitten haben. Auf diese dritte Kategorie fokussieren wir uns im neuen Aktienfonds ausschließlich.

Welche Unternehmen sind das?

Rathausky: Zum Beispiel Hugo Boss. Die eingeleiteten Veränderungen des neuen CEO Daniel Grieder sind tiefgreifend und sehr erfolgreich. Im ersten Quartal ist Hugo Boss um 25 Prozent und mit hoher Profitabilität gewachsen. Sika ist auch ein gutes Beispiel. Der Schweizer Weltmarktführer für Bauchemie beherrscht den Markt für die CO₂-Reduktion in der Zementfertigung. Sika erzielt bereits heute – nach eigenen Angaben – 70 Prozent des Umsatzes mit Produkten, die einen positiven Nachhaltigkeitsbeitrag leisten. Die Quote soll auf 80 Prozent gesteigert werden. Die Baukrise lastete bisher weniger auf den Zahlen des Unternehmens als auf dem Aktienkurs. Trotz Krise konnte Sika das erste Quartal mit einem leichten Wachstum abschließen. Für das Geschäftsjahr 2023 erwartet man eine Umsatzsteigerung in Lokalwährungen von sechs bis acht Prozent sowie eine überproportionale EBIT-Steigerung.

Nicht immer geht die Rechnung auf, etwa bei Grenke...

Rathausky: Das stimmt. Aber die Shortseller-Attacke auf Grenke hat sich ja als weitgehend unbegründet erwiesen. Die Vorwürfe der Bilanzfälschung waren schlicht an den Haaren herbeigezogen. Und natürlich litt Grenke unter höheren Ausfallraten und weniger Leasingneugeschäft in der Coronapandemie. Aber beides ist durch und die Ampeln stehen nun wieder auf Grün.

Und gilt das auch für die großen Positionen Adobe und Thule?

Rathausky: Gerade auch für die. Thule ist ein sehr innovatives Unternehmen für Transportlösungen aller Art: Dachboxen, Fahrradanhänger, Rucksäcke. Jetzt kommen Kindersitze und PKW-Hundeböden als modulare Systeme dazu. Das Unternehmen erschafft sich kontinuierlich neue Märkte, die mit hochwertigen, sehr funktionalen und langlebigen Produkten bedient werden. Und Adobe schwimmt mit einer Rohermarge von 88 Prozent und einer Kapitalrentabilität von über 30 Prozent auf einer digitalen Erfolgswelle, die noch lange anhalten dürfte. Das sind zwei Aktien, von denen wir sehr lange profitieren sollten. ■