

BÖRSE ▶ ONLINE

21
2022

25.5.-1.6.2022

Seit 1987
Deutschlands erstes
Börsenmagazin
Pflichtblatt aller Börsen

**Keine Angst vor
Inflation!**

Bei welchen
Aktien
sich die
Cashflows
alle
vier Jahre
verdoppeln

Fondsmanager
Dominikus Wagner
im Interview



**Gibt es
eine
Anlage-
strategie
ohne
Risiko?**

SICHER

**900 %
Gewinn**

Aktien, die
seit 10 Jahren
immer steigen

**Null
Risiko**

Fonds – seit
13 Jahren im
Dauer-Plus

**Richtig
Rendite**

ETFs – mit
genialer
Ausschüttung



Deutschland 5,40 €
Österreich 5,90 € • Schweiz 6,50 CHF
Belgien, Niederlande, Luxemburg 5,90 €
Italien, Spanien, Portugal 6,50 €

Dominikus Wagner

Im Alter von 27 Jahren beendete der heute 45-Jährige 2003 seine Karriere als Banker, um mit seinem Schulfreund Christian Florack in Bonn eine unabhängige Vermögensverwaltung zu gründen. Damals mit null Kunden. Heute verwaltet das Unternehmen 500 Millionen Euro und betreut einen Aktien- und einen Mischfonds (Unternehmerfonds flex)



„Keine Angst vor Inflation“

► **INTERVIEW** Vermögensverwalter Dominikus Wagner über übertriebene Zinssorgen, die Unterschiede bei Techaktien, unternehmerisches Investieren und den Reiz kapitalschlanker Geschäftsmodelle

Die Märkte kommen nicht zur Ruhe, insbesondere Technologieaktien sehen angeschlagen aus. BÖRSE ONLINE sprach mit Vermögensverwalter Dominikus Wagner, Manager des **Wagner & Florack Unternehmerfonds**, über die weiteren Aussichten.

BÖRSE ONLINE: Herr Wagner, die Techwerte an der Nasdaq stehen seit Wochen unter Druck – und damit auch einige Schwergewichte Ihres Portfolios. Denken Sie über Umschichtungen nach?

Dominikus Wagner: Im Gegenteil. Wir halten es eher mit Warren Buffett und Charlie Munger: Wir wollen uns an großartigen Unternehmen beteiligen, um langfristig an deren Erfolg zu partizipieren. Und die „guten“ Techfirmen verdienen verlässlich exorbitant viel, verzinsen das eingesetzte Kapital sehr hoch und sind angemessen, teils günstig bewertet. All dies gilt allerdings nur für zwei Hände voll Techfirmen, man muss ganz klar differenzieren.

Aber auch die großartigen Unternehmen werden gerade abverkauft. Sie leiden besonders unter der Zinswende, weil ihre Cashflows weniger wert werden. Heißt es zumindest.

Das ist HUMBUG. Und HUMBUG bitte in Versalien geschrieben. Richtig ist, dass Hoffnungswerte, deren erwartete Cashflows in ferner Zukunft liegen, bei steigenden Zinsen leiden. Gewinne von heute sind mehr wert als Gewinne, die – wenn überhaupt – erst in vielen Jahren anfallen. Da man das Geld während der Wartezeit ja auch anderweitig anlegen könnte, ergibt es Sinn, diese zukünftigen Zahlungsströme abzuzinsen oder abzudiskontieren, wie es in der Fachsprache heißt. Wenn der Zinssatz für ein solches Diskontierungsmodell um 200 oder 300 Basispunkte steigt, vermindert das den Wert zukünftiger Gewinne und Cashflows erheblich. Und damit eben auch die Bewertung solcher Unternehmen.

Und auf Ihr Portfolio hat das keinen Einfluss?

Wir investieren im Techsektor nur in Ausnahmeunternehmen, zu denen wir **Alphabet, Apple, Microsoft** und **Visa** zählen oder zum Beispiel auch **Adobe**. Diese Firmen erwirtschaften jetzt bereits traumhafte Cashflows, die sich alle vier bis fünf Jahre verdoppeln. Was spielt es da für eine Rolle, ob der Leitzins bei null, bei zwei oder bei vier Prozent liegt? Probleme werden natürlich hoch verschuldete Un-

ternehmen bekommen, deren Finanzierungskosten sich bei steigenden Zinsen erhöhen. Aber die meiden wir ebenfalls.

Amazon, Netflix und Tesla fehlen in Ihrer Aufzählung der Ausnahmeunternehmen. Warum?

Bei Amazon erkennen wir zu wenig bis keine strategische Öffnung hin zum Erzielen von Profitabilität. Auf die vergangenen zwölf Monate bezogen war der Free Cashflow negativ, die Nettoschulden betragen rund 120 Milliarden US-Dollar. Mit immer weniger Cash müssen immer höhere Investitionsausgaben bezahlt werden. Das heißt, der Kapitalbedarf steigt und steigt, trotz des Umsatzwachstums. Zudem verschärft sich die Wettbewerbssituation für Amazon deutlich, auch im Cloud-Geschäft. Amazon Web Services, kurz AWS, ist die einzige Sparte, die hohe Margen erwirtschaftet. Aber hier greifen beispielsweise Microsoft und Alphabet frontal an.

Und Netflix?

Für uns war Netflix noch nie ein Technologieunternehmen, sondern eine Produktionsfirma. Insofern passt das Unternehmen eigentlich gar nicht in die Reihe der FAANG-Aktien. Der Vorteil von Plattformunternehmen wie Alphabet, die mit geringem Kapitaleinsatz hohe Skaleneffekte und damit beeindruckende Wachstumsraten erreichen, fehlt uns hier. Netflix muss ständig Geld in neue, teure Produktionen pumpen, um die Kunden bei der Stange zu halten. Und im Streamingmarkt wiederum greifen Konkurrenten wie Amazon und **Walt Disney** an.

Und dann wäre da noch Tesla – eine Aktie, über die Sie sich mehrfach negativ geäußert hatten, die aber trotzdem immer weiter stieg. Was stört Sie?

Wir suchen Unternehmen, die bereits jetzt erfolgreich sind und nicht erst eines fernen Tages. Den Erfolg machen wir am freien Cashflow fest. Und den sehe ich nicht wirklich bei Tesla – wenn überhaupt, dann nur schwach ausgeprägt. Und ich habe meine Zweifel, ob Tesla mit seinen zukunftssträchtigen Sparten und in der Autoproduktion einmal wirklich profitabel werden wird.

Warum?

Wachstum ist in der Automobilbranche immer mit Milliardeninvestitionen in neue Modelle und neue Werke verbunden. Das geht in der Regel mit hohen Schulden einher, weil die Margen schlichtweg zu gering sind. Lieber investieren wir in Unternehmen, ►

„Ich habe meine Zweifel, ob Tesla einmal wirklich profitabel wird.“

die Umsatz und Gewinn mit minimalem finanziellen Aufwand und Skaleneffekten steigern können. Das sind zum Beispiel wettbewerbsüberlegene und sehr robuste Anbieter von Alltagsprodukten wie Waschmittel, Kaffee oder Haarspray, etwa **Procter & Gamble**, **Nestlé** und **L'Oréal**.

Viele Analysten sagen, Tesla dürfe man nicht als Automobilhersteller bewerten, sondern eher als Softwarefirma. Liegen die alle falsch?

Sicher ist Tesla mehr als nur eine Automobilfirma – und Vorstandschef Elon Musk ein grandioser Visionär. Ich möchte mich aber an Firmen beteiligen, die bereits jetzt gutes Geld verdienen und das bei geringen unternehmerischen Risiken. Ich möchte nicht hoffen müssen. Und bei Tesla muss man auch angesichts der Bewertung sehr stark hoffen.

Stichwort Hoffnung: Wie schätzen Sie die aktuelle Marktlage angesichts der steigenden Inflation ein?

Wir haben aktuell 28 Unternehmen im Fonds. Alles Firmen, die ein robustes und konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell, niedrigen Kapitalbedarf und zugleich hohe Skaleneffekte besitzen und daher verlässlich und profitabel wachsen, auch in Rezessionen. Vom Zahnpasta- und Tierfutterhersteller **Colgate** bis zu Alphabet und Microsoft. Unsere Firmen besitzen hohe Preissetzungsmacht und kommen daher viel besser durch die Inflation als die

28

AKTIEN

UMFASST DAS PORTFOLIO
DES WAGNER & FLORACK
UNTERNEHMERFONDS.

meisten anderen. Natürlich verlieren auch solche Aktien in schlechten Marktphasen an Wert, aber längst nicht so dramatisch wie unprofitable Zykliker mit geringer Bilanzqualität. Kursschwankungen muss man als Aktionär leider akzeptieren. Wer echte Qualität zu angemessenen Bewertungen im Portfolio und zudem Zeit und Disziplin hat, braucht sich keine Sorgen zu machen. Man ist Miteigentümer an krisenfesten Unternehmen. Das ist sicher und bringt auch langfristigen Inflationsschutz mit sich.

Das klingt fast, als hätten Sie keine Unternehmen, die so richtig unter die Räder kamen.

Doch, haben wir. Beispiele sind **Paypal**, **SAP**, **Henkel** und **Fielmann**, die allerdings geringe Gewichtungen im Portfolio haben. Wir überprüfen weiterhin, wie es den Unternehmen operativ geht und ob unsere These zum Geschäftsmodell intakt ist.

SAP, Henkel, Fielmann – sehr viel mehr deutsche Aktien haben Sie nicht im Portfolio?

Wir wollen kein regionales, sondern ein Überzeugungsportfolio. Die Qualität entscheidet, nicht das Land. Mit **Beiersdorf** haben wir immerhin ein inländisches Unternehmen unter den Top Ten. Außerdem sind wir an **Rational**, dem Freund aller Köche, beteiligt. **Symrise** haben wir aus Bewertungsgründen bis auf eine kleine Restposition verkauft.

INTERVIEW: JENS CASTNER

WAGNER & FLORACK UNTERNEHMERFONDS

Was für Eigentümer zählt

Der Name **Wagner & Florack Unternehmerfonds** sagt bereits, worum es geht: um langfristige Beteiligungen an robusten, wachstumsstarken Geschäftsmodellen zu vernünftigen Bewertungen. Ähnlich wie bei den Börsenikonen Warren Buffett und Charlie Munger steht die Frage im Vordergrund: Würden wir das ganze Unternehmen zu diesem Preis kaufen?

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts stützen sie sich daher weniger auf gängige Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Umsatz-Verhältnis, sondern auf eigentümerbezogene Ertragskennziffern, allen voran die Relation des gesamten Unternehmenswerts (inklusive Schulden!) zum Free Cashflow. Aus diesem Grund schaffen es auf den ersten Blick hoch bewertete Aktien wie der Schweizer Süßwarenhersteller **Lindt & Sprüngli** oder der französische Luxuskonzern **Hermès** ins Portfolio. Optisch günstige Titel, etwa

aus der Autobranche, bleiben hingegen außen vor, weil sie nach diesem Bewertungsmodell teurer sind, als es bei einer oberflächlichen Analyse den Anschein hat. Zudem handelt es sich um ein extrem kapitalintensives Geschäft, was für Wagner und Florack nicht infrage kommt.

Die Basis des Portfolios bilden mit mehr als 40 Prozent Gewicht im Fonds Hersteller von Konsumgütern des täglichen Bedarfs, die sogenannten „consumer staples“ wie **Procter & Gamble**, **Nestlé** und **Church & Dwight**. Auch im mit gut 25 Prozent gewichteten Technologiesektor bevorzugt Wagner & Florack Unternehmen mit Endkundengeschäft („consumer tech“). Hier sind **Apple**, **Alphabet** und **Microsoft** die größten Positionen. Seit Juni 2016 setzen sie diese Strategie konsequent für institutionelle Investoren um, seit Ende 2018 gibt es auch eine Tranche für Privatanleger. JEC

W&F Unternehmerfonds in €



KAUFEN	
Kurs	134,53 €
Fondsvolumen	159,4 Mio. €
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Ausgabeaufschlag	5,00 %
Laufende Kosten	1,57 %
Auflagedatum	06.12.18
Risiko	Mittel
WKN	A2H9BB

Chart: BO Data/small charts