

BESSER ALS DAS BESTE FESTGELD: BAYER ZAHLT IHNEN 4,6% ZINSEN

BOERSE-ONLINE.DE

BÖRSE ONLINE

26
2023

29.6.-5.7.2023

Seit 1987
Deutschlands erstes
Börsenmagazin
Pflichtblatt aller Börsen

**Weltklasse
oder nichts!**

Ein Top-Fondsmanager,
seine Aktien-
auswahl,
seine
Strategie

Dominikus
Wagner



DIE UNGLAUBLICHE ANALYSE

BRINGEN DIESE AKTIEN

500%?

SERIÖS UND CHANCENREICH:

Die spannendsten Investments der Welt



26

Deutschland 5,80 €
Österreich 6,50 €
Schweiz 6,90 CHF
Spanien 6,90 €
Italien, Luxemburg 6,30 €



„Weltklasse oder nichts!“

Geschlaucht, aber zufrieden treffen wir Dominikus Wagner gegen Ende seiner Deutschland-Tournee in München an. Zuvor war er mit dem „Bündnis für Fonds“ durch die Republik getingelt, um seinem Unternehmerfonds zu mehr Bekanntheit zu verhelfen. Jetzt freue er sich wieder auf seinen eigenen Schreibtisch, sagt der 46-Jährige, um nicht vom Hotel aus seinen Hausaufgaben nachkommen zu müssen: der Analyse von Unternehmen. Wie er das angeht und auf welche Aktien er setzt, erklärt er im Interview.

BÖRSE ONLINE: Herr Wagner, warum ist Ihr Unternehmerfonds auch für Normalanleger wie Angestellte oder Rentner interessant?

Dominikus Wagner: Der Name hat nichts mit der Zielgruppe zu tun, sondern beschreibt unsere Investmentstrategie: Der unternehmerische Gedanke besteht darin, Aktien nicht einfach als Finanzpapiere zu kaufen, sondern sich als langfristiger Miteigentümer an Unternehmen höchster Qualität zu beteiligen, die verlässlich und hoch profitabel wachsen. Bei uns steht immer die Überlegung im Vordergrund: Würden wir, wenn wir das Geld dazu hätten, das ganze Unternehmen zu diesem Preis kaufen? Das setzt eine Analyse des Geschäftsmodells und der Bilanz aus unternehmerischer Sicht voraus. Gerade für die Bedürfnisse von Privatanlegern ist ein qualitätsorientierter Investmentansatz doch wie geschaffen. Denn mit robusten „Gewinnmaschinen“ lässt sich langfristig viel Geld verdienen.

Ist es nicht egal, ob man nach günstigen Aktien oder günstigen Unternehmen sucht?

Keineswegs. Die Aktie ist doch nur das Vehikel, um sich an einem Unternehmen zu beteiligen. Klar, es gibt Spekulanten, die mit Aktien ihre Rendite maximieren möchten, am besten kurzfristig. Ob das gelingt, steht auf einem anderen Blatt. Wir möchten als Miteigentümer an der operativen Geschäftsentwicklung unserer Firmen partizipieren. Daher ist für uns die Geschäftsmodellanalyse elementar. Dabei kommt es auf den unternehmerischen Gewinn an, also den Free Cashflow, der die langfristige Entwicklung des Unternehmenswerts und somit nachgelagert den Aktienkurs bestimmt. Daher untersuchen wir fortlaufend die ökonomische Ratio und die operativen Treiber, die der Entwicklung der Free Cashflows zugrunde liegen.

Günstig sind diese Aktien aber nicht. Schaut man sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an, sieht der eine oder andere Ihrer Titel eher teuer aus.

▶ **INTERVIEW** Der Fondsmanager Dominikus Wagner über die Suche nach herausragenden Unternehmen und die Gründe, warum er ruhigen Schlaf noch über die Performance seines Portfolios stellt

Dominikus Wagner

Der Bank- und Diplom-Kaufmann gründete gemeinsam mit Christian Florack im Jahr 2003 eine unabhängige Vermögensverwaltung. Seit 2011 firmiert das Bonner Unternehmen als Wagner & Florack AG. Der Unternehmerfonds ging 2012 mit einem Dividendenfokus für institutionelle Investoren an den Start, seit Juni 2016 wird der Fonds rein überzeugungsgetrieben gemanagt. Dividenden spielen nur noch eine untergeordnete Rolle. Seit Dezember 2018 gibt es auch eine Tranche für Privatanleger.

Die Bewertung ist ein Schlüssel zum Erfolg von mehreren. Wir investieren in Qualitätsfirmen, die unter ihrem Wert oder zu einem fairen Preis zu kaufen sind. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis, kurz KGV, spielt dabei in unseren Überlegungen keine Rolle. Es ist unternehmerisch gesehen weitgehend irrelevant: Nicht das Nachsteuerergebnis ist der eigentliche Unternehmensgewinn, sondern der Free Cashflow. Nur der Free Cashflow berücksichtigt Abschreibungen, Betriebskapital und Investitionen. Da wir so tun, als würden wir das ganze Unternehmen kaufen, müssen wir Schulden anteilig zum Aktienkurs hinzuaddieren beziehungsweise Nettofinanzpositionen abziehen und dies dann ins Verhältnis zum echten Unternehmensgewinn setzen. Dann zeigt sich, dass die Bewertung der Portfoliofirmen, die gemessen am KGV eher teuer aussehen, in Wahrheit nicht zu teuer oder gar mitunter günstig bewertet sind. Außerdem suchen wir nach herausragenden Geschäftsmodellen, die nur einen relativ geringen Kapitaleinsatz erfordern und hohe Skaleneffekte ermöglichen, die wie ein Turbo auf die Gewinne wirken. Diese Firmen kriegen Sie nicht „für'n Appel und'n Ei“, aber der Preis muss angemessen sein. Und bei diesen Firmen steigt der echte Unternehmensgewinn stärker als der Umsatz.

Ein schöner Traum, der in Zeiten von Inflation und Rezession schnell zerplatzen kann, wie das vergangene Jahr gezeigt hat.

Aus diesem Grund haben wir ein konzentriertes, aber ausreichend diversifiziertes Portfolio, das derzeit aus etwa 30 Unternehmen besteht. Es gibt eben nicht viele Firmen, die auch in der Rezession gut verdienen und eine hohe Preissetzungsmacht besitzen, um den Kostendruck an die Kunden weitergeben zu können, ohne dass der Absatz sinkt.

2022 hat es trotzdem einige der letzten Aufrechten erwischt. Apple zum Beispiel.

Sie sprechen den Kursrutsch von **Apple** im vergangenen Jahr an. Im Zuge des kräftigen Zinsanstiegs wurden Technologiefirmen querbeet und undifferenziert abgestraft. Im Fall vieler Geldverbrenner-Firmen völlig zu Recht. Auch die Aktie von Apple geriet in diesen Sog. Aber zu Unrecht. In der Zwischenzeit hat der Markt erkannt, dass die Bedeutung des Zinsniveaus für die Bewertung einer verlässlichen Cash-Maschine wie Apple überschaubar ist, denn zum einen ist die Kasse prall gefüllt und zum anderen erwirtschaftet Apple traumhafte Cashflows, die verlässlich und extrem stark steigen. Wenig überraschend ist daher, dass die Aktie aktuell ein neues Allzeithoch markiert. Hätten wir uns vor ▶

Zinssensitivitäts-Diskussionen bezüglich Apple und Co verrückt machen lassen, hätten wir den Kursanstieg in diesem Jahr nicht mitgenommen.

Späte Genugtuung also?

Wissen Sie, viel wichtiger als das kurzfristige Kursgeplänkel ist für uns die Frage, ob sich das operative Geschäft weiter in die richtige Richtung entwickelt. Und das ist der Fall. Zwischenzeitlich wuchs Apple zwar – wechsellkursbereinigt – aufgrund der konjunkturellen Eintrübung, erheblicher Lieferengpässe und erhöhter Inputkosten spürbar langsamer als gewohnt. An der langfristig weiterhin sehr hohen und verlässlichen Wachstumsdynamik ändert das aber nichts. Grund dafür ist aber ganz eindeutig nicht nur die Absatzentwicklung des iPhones, wie etliche Analysten immer wieder meinen.

Sondern?

Das iPhone ist nur die Einstiegsdroge in das Ökosystem von Apple. Und das wächst immens. Der Charme des Geschäftsmodells besteht in ständig neuen Zusatzprodukten und Services, die selbst mich dazu animieren, den Geldbeutel aufzumachen. Hier eine App, da ein Musik-Abo oder eine Erweiterung des Cloud-Speichers wegen der vielen Urlaubsfotos, dort neue In-Ear-Kopfhörer. Apple macht allein mit Air Pods mehr Umsatz als **Beiersdorf** insgesamt – auch eine hervorragende Firma, die wir im Portfolio haben. Aber Margen und Wachstum bewegen sich bei Apple auf einem ganz anderen Niveau.

Margen sind für Sie demnach ein wichtiges

Bewertungskriterium?

Absolut. Kapitalverzinsung und Margen. Und da tun sich enorme Unterschiede auf, wenn man sich den weltweiten Kurszettel anschaut. Selbst maximal krisenfeste Unternehmen wie **Procter & Gamble** erwirtschaften höhere Free-Cashflow-Margen als die meisten anderen Firmen. Und deutlich höhere als die vermeintlich günstigen Firmen nach KGV – bei sehr viel geringeren Risiken.

Wer tut sich da besonders hervor?

Der Luxusgüterkonzern **Hermès** beispielsweise mit einer Free-Cashflow-Marge um die 30 Prozent und einer gigantischen Gesamtkapitalverzinsung. Hermès spielt in einer eigenen Liga. Sogar im Vergleich zu **LVMH**. Und das ist schon ein erstklassiges Unternehmen. Oder aber natürlich die Plattformfirmen mit ihrem starken Wachstum und ihren hohen Skaleneffekten. Hier sticht **Visa** besonders heraus, eine Firma, über die hierzulande komischerweise wenig berichtet wird. Hier reden wir von einer Free-Cashflow-Marge zwischen 60 und 70 Prozent. Und das verlässlich. Da treibt es Betriebswirten die Tränen in die Augen. Viele nehmen Visa in erster Linie als Kreditkartenanbieter wahr, aber das Interessante ist die Zahlungsinfrastruktur im Hintergrund. Das Unternehmen kassiert bei jeder Transaktion über Apple Pay oder Paypal mit. Und mit B2B-Überweisungen besetzt Visa einen von mehreren langfris-



„Investieren heißt identifizieren“ ist eine von Wagners Leitlinien

tigen starken Wachstumstreibern. Natürlich nimmt der Zahlungsverkehr in der Rezession ab, vielleicht verlangsamt sich das Wachstum dadurch etwas. Dennoch verdient die Firma auch dann noch extrem gut. Deshalb, und angesichts der hohen Margen und der starken Bilanz, kann ich hier ganz entspannt das Ende der Wirtschaftsflaute abwarten.

Ihnen ist aber sicher nicht entgangen, dass mit dem Jahreswechsel ein Rotationsprozess eingesetzt hat. Zykliler laufen wieder, hohe Dividendenrenditen sind als Inflationsschutz gefragt.

Das ist eine temporäre Erscheinung, die sich früher oder später wieder normalisieren wird. Bei meinen Investments ist mir wichtig, dass ich ruhig schlafen kann, das stelle ich sogar noch über die Performance. Mit kapitalintensiven Industrien wie Automobilwerten, die noch dazu hohem Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind, würde ich keine Ruhe finden. Und langfristig verdiene ich mit meinen „robusten Gewinnmaschinen“ deutlich mehr, bei unternehmerisch sehr geringen Risiken. Müsste ich jedes Mal umschichten, wenn am Markt ein neuer Trend gespielt wird oder sich die wirtschaftliche Lage ändert, hätte ich einen schlechten Job gemacht.

Aber hin und wieder müssen Sie schon handeln?

Selbstverständlich. Märkte und Unternehmen verändern sich im Lauf der Zeit, deshalb müssen wir ständig überprüfen, ob unsere Investmentthese noch zutrifft, ob die Bewertung noch stimmt oder ob wir ein noch besseres Unternehmen finden, das eine Firma aus unserem Portfolio verdrängen könnte. Wir nennen das aktive Kontrolle. Trotzdem meinen wir: „Hin und her macht Taschen leer“ und halten unsere Aktien für sehr lange Zeit – am liebsten wäre uns für die Ewigkeit –, denn anders kann sich die gewaltige Kraft des Zinseszinses von Weltklassefirmen nicht entfalten.

Was ist Weltklasse für Sie?

Weltklasse sind für uns Unternehmen, die beständig hohe Kapitalverzinsungen erwirtschaften, auch und gerade in wirtschaftlich schwierigen Phasen wie einer Rezession. Diese Verlässlichkeit ist das Gütesiegel echter Qualitätsunternehmen. Neben Apple, Hermès, Procter & Gamble und Visa zählen wir zum Beispiel auch **Nestlé** dazu. Diese Firmen dominieren ihre Märkte, sind sehr resilient und profitabel. **Uni-**

lever und **Kraft Heinz** mögen auch gute Unternehmen sein, aber zur Weltklasse fehlt ihnen ein Stück. Beide haben den Umsatz zuletzt nur wegen Preiserhöhungen gesteigert, der Absatz bröckelte jedoch. Das heißt: Die Kunden haben die Preiserhöhungen nicht geschluckt. Nestlé hingegen verzeichnet trotz angehobener Preise auch Mengenwachstum und optimiert das Produktportfolio laufend. Das Management analysiert den Markt frühzeitig und stellt sich konsequenter als andere auf Wachstumstrends ein. Margenschwache Produkte fliegen aus dem Sortiment. Zuletzt wurde der Bereich Tiefkühlpizza in ein Joint Venture ausgelagert. Dafür hat das Unternehmen stark in Nahrungsergänzungsmittel und Tiernahrung investiert. Niemand wird seine Katze in der Rezession verhungern lassen.

Welche deutschen Unternehmen spielen in dieser Liga mit?

Leider sehr wenige. Neben Beiersdorf haben wir den Großküchenausrüster **Rational** im Portfolio, ebenso **Fielmann**. Und **Henkel**. Da haben wir die Position allerdings reduziert. Henkel ist seit einigen Jahren eine einzige Kursenttäuschung.

Würden Sie Nvidia zur Weltklasse zählen?

Auf jeden Fall ist es eine sehr gute Firma. Nvidia hat sich durch die kluge Weiterentwicklung von Chips und Software einen großen Vorsprung vor dem Wettbewerb verschafft. Allerdings ist schwer abzuschätzen, ob nicht morgen Wettbewerber wie **Intel** oder **Qualcomm** eine überlegene Technologie auf den Markt bringen. Zudem ist mir das Chipgeschäft zu zyklisch. Hinzu kommt: Großkunden wie **Apple**, **Google** und **Meta** entwickeln bereits eigene



WENN ICH BEI ÄNDERUNGEN VON TRENDS ODER KONJUNKTUR STÄNDIG UMSCHICHTEN MÜSSTE, HÄTTE ICH EINEN SCHLECHTEN JOB GEMACHT.“

Chips. Wir fühlen uns im Tech-Sektor mit Unternehmen wie **Adobe**, **Microsoft** oder **Alphabet** deutlich wohler – wegen des geringeren Risikos.

Alphabet? Sind die nicht im Hinblick auf KI gegenüber Microsoft arg ins Hintertreffen geraten?

Nein. Unterschätzen Sie Alphabet nicht. Ohne die Tochter Google geht bei künstlicher Intelligenz, kurz KI, kaum etwas. Google forscht seit Jahren unablässig an KI und ist durch den Rivalen ChatGPT nun gezwungen, die vorhandenen PS auch auf die Straße zu bringen. Auf der jüngsten Entwicklerkonferenz antwortete Google mit einer regelrechten Kanonade an neuen KI-Produkten. Beim Thema KI sehen wir Google in der Poleposition. Andererseits profitieren wir über unser Portfoliounternehmen Microsoft auch von der Innovationskraft von ChatGPT.

Die ständigen Kartellrechtsverfahren und Strafzahlungen gegen Alphabet stören Sie nicht?

Es ist ein Hemmschuh, den es für uns zu beobachten gilt, der aber wohl unvermeidlich ist für ein Krakenunternehmen, das sich in alle Bereiche des Alltags ausbreitet. Trotzdem bleibt nach Strafzahlungen und dem immensen Forschungs- und Entwicklungsaufwand, den Google betreibt, um seinen Burggraben zu schützen, immer noch eine Free-Cashflow-Marge von 25 Prozent. Alphabet kann es sich sogar erlauben, Geld in Geschäftsbereiche zu pumpen, die noch auf Jahre hinaus nicht profitabel sein werden, und verdient trotzdem Milliarden. Dass sich der lange Atem bezahlt macht, zeigt das Beispiel Youtube. Google steht nicht nur wegen der Cloud-Plattform und KI am Anfang eines noch höheren Wachstumspfads. INTERVIEW: J. CASTNER

WAGNER & FLORACK UNTERNEHMERFONDS AMI P A
Zwei Branchen bilden den Schwerpunkt

Wie man es auch dreht und wendet, nach eingehender Analyse von Geschäftsmodellen und Kennzahlen landen Dominikus Wagner und sein Kollege Dirk Schmitt, der zuvor unter anderem für Floßbach von Storch arbeitete, immer wieder bei zwei Branchen: nichtzyklische Konsumgüter und Technologie. Diese Sektoren machen jeweils etwa 40 Prozent des Portfolios im **Wagner & Florack Unternehmerfonds AMI P a** aus. Herausragende Unternehmen mit tiefen Burggräben, die üppige Margen und hohe freie Cashflows erwirtschaften, finden sich hier schwerpunktmäßig. Aber nicht nur, wie etwa Beteiligungen an **Hermès**, **Danaher** oder **Sonova** zeigen. Da Wagner und Schmitt

zumindest bis zu einem gewissen Grad auch nach dem Buffett-Leitsatz „Kaufe nur, was du verstehst“ verfahren, setzen sie in beiden Schwerpunktbranchen – also auch im Techsektor – bevorzugt auf Unternehmen mit Endkundengeschäft. Die Top-Positionen im Fonds sind folgerichtig der Haushaltswarenkonzern **Procter & Gamble**, der Consumer-Techgigant **Apple** und der Nahrungsmittelhersteller **Nestlé** – Unternehmen, die sich durch ein hohes Maß an Krisenresistenz und Preissetzungsmacht auszeichnen. Trotz schwerer Krisen wie der Corona-Pandemie und des Ukraine-Krieges, stieg der Wert der Ende 2018 aufgelegten Privatanleger-Tranche um mehr als 50 Prozent.

W&F Untern.- AMI in €



KAUFEN	
Kurs	149,97€
Fondsvolumen	220,0 Mio. €
Ausgabeaufschlag	5,00 %
Laufende Kosten	1,56 %
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Auflagedatum	06.12.18
Risiko	Mittel
WKN	A2H9BB