

moneymarkets

INTERVIEW

Wir investieren in robuste Gewinnmaschinen“



FONDSMANAGER WAGNER:
Nicht jede Aktie der ‚Magnificent Seven‘ verfügt über ein unangreifliches Geschäftsmodell

Was reizt Sie als Fondsmanager mehr: die Hausse oder die Baisse?

Dominikus Wagner: ‚Reizen‘ ist vielleicht der nicht passende Begriff. Ich freue mich natürlich über Haussen. Wie gut eine Firma wirklich ist, zeigt sich aber in Krisen. Und dann zu sehen, dass unsere Portfoliofirmen auch in der Krise verlässlich gutes Geld verdienen, lässt einen – bei aller intensiven Kontrolle – beruhigt und gelassen sein. Und auch immer wieder zu sehen, dass gute Firmen gestärkt aus Krisen hervorgehen, mag ja auch einen gewissen Reiz ausüben.

Über das konjunkturelle Umfeld sprechen Sie dabei weniger...

Wagner: Aus gutem Grund: Ich möchte es mit Firmen zu tun haben, die über ein Geschäftsmodell verfügen, das über alle Zyklen hinweg funktioniert. Das ist oft bei Firmen mit geringem Kapitaleinsatz, starken Marken sowie einer hohen Preissetzungs- und Innovationsführerschaft der Fall. Wenn die auch in der Krise verlässliche Umsätze und Gewinne erzielen und die Margen hochhalten, schützt mich das als Mit Eigentümer. Ich sehe das aus der Brille eines Unternehmers und rede deshalb weniger von Aktien als von Beteiligungen.

Die Frage nach dem Dax zum Jahresende kann ich mir also sparen?

Wagner: Ich denke darüber nach, bin aber froh, dass wir eine Investmentstrategie haben, die davon losgelöst funktioniert. Die Prognosen sind oft das Papier nicht wert, auf dem sie stehen. Aktien von Apple, Church & Dwight und Procter & Gamble unterliegen denselben Rahmenbedingungen wie Lufthansa, Daimler und Thyssenkrupp. Doch warum entwickeln sich

Wer hat das Zeug zum Dauerbrenner?

Ein Gespräch mit dem Fondsmanager Dominikus Wagner über **Unternehmen, die sich in der Krise nicht unterkriegen lassen**, und Superreiche, die immer reicher werden

von HEIKE BANGERT

Vita

Dominikus Wagner

Geboren **1976** in Bonn-Bad Godesberg, **Banklehre** und Studium der **Betriebswirtschaftslehre** an der Hochschule Bonn-Rhein-Sieg

Berufsstationen bei der Sparkasse Bonn und bei der **Deutschen Bank Singapur**

2011 gründet er mit Christian Florack die **Wagner & Florack AG**, ist als Vorstand und Fondsmanager für das Portfoliomanagement verantwortlich

einige Firmen besser als andere? Es liegt an der unterschiedlichen Qualität der Geschäftsmodelle. Warum sind Warren Buffett oder die Eigentümerfamilie von Hermès so vermögend? Weil sie langfristig an Firmen beteiligt sind, deren Produkte in der Rezession so gefragt sind wie zu Zeiten des Booms. Das kommt einem Turbo gleich, der die Gewinne nach oben treibt. Wir nennen diese Firmen ‚robuste Gewinnmaschinen‘.

Warum schaffen es viele Fondsmanager nicht, den Markt zu schlagen?

Wagner: Nun, zum einen gibt es gute, mittelmäßige und schlechte Fondsmanager. Viele bieten aber eine Mogelpackung an, indem sie aktives Management suggerieren und sich dennoch eng an den Index klammern. Die Wahrscheinlichkeit, dabei den Index zu schlagen, liegt aufgrund der hohen Kosten nahezu bei Null. Gleiches gilt für Transaktionskosten durch häufiges Umschichten im Portfolio. Wie soll der Zinseszinsseffekt zum Tragen kommen, wenn ich ständig das Pferd wechsele? Ich bin davon überzeugt, dass weder Timing noch Trading zum Erfolg führen.

Was verstehen Sie unter Qualitätsaktien?

Wagner: Das sind für mich Aktien von Unternehmen, die konsistent in der Lage sind, eine hohe Kapitalverzinsung zu erwirtschaften. Ich investiere, als würde ich das ganze Unternehmen kaufen. Dabei soll mein Eigenkapital als auch das Gesamtkapital anständig verzinst werden. Das gelingt nur durch beständig wiederkehrende Umsätze, einer guten Planbarkeit von Kosten und Investitionen sowie hohen Skaleneffekten bei nicht kapitalintensiven Geschäftsmodellen.

Was machen viele Anleger Ihrer Meinung nach falsch?

Wagner: Der Fehler vieler Anleger besteht darin, einem Trend hinterherzujagen, der ein vermeintlich hohes Absatzpotenzial verspricht. Anhand von Solar- und Windkraftherstellern lässt sich das verdeutlichen. Das sind besonders kapitalintensive Firmen, die kaum Skaleneffekte haben, einer hohen Wettbewerbsintensität ausgesetzt sind und deshalb über keinerlei Preissetzungsmacht verfügen. Verschlechtert sich ihr Umfeld, etwa weil Lieferketten unterbrochen werden, rutschen sie schnell in tiefrote Zahlen.

Wo hingegen setzt Ihre Analyse ein?

Wagner: Entscheidend ist die Cashflow-Generierung. Wir analysieren, warum eine Firma erfolgreich ist, und wie verletzlich sie sein kann, sollte sich das Umfeld verschlechtern. Wir müssen wissen, dass eine Firma gut durch die Krise kommt.

Aus welchen Sektoren kommen krisenresistente Unternehmen?

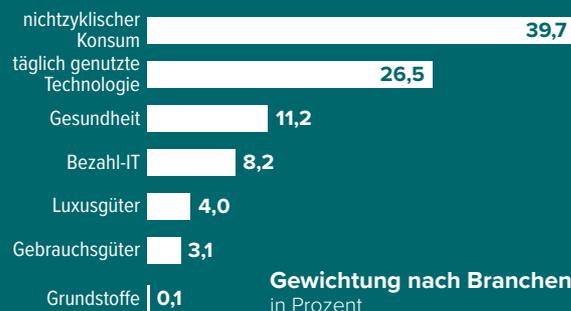
Wagner: Vornehmlich aus Branchen und Sektoren, die Güter und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs herstellen und erbringen – von der Zahnpasta über Nahrungsmittel bis hin zu Produkten aus dem Techsektor, die aus dem täglichen Leben von Milliarden von Menschen und Unternehmen nicht mehr wegzudenken sind: Produkte und Dienstleistungen von Microsoft, Google, Adobe, Apple oder Visa.

Zählt auch SAP dazu, die eine Firmensoftware anbieten?

Wagner: Ja, allerdings muss ich bei SAP einschränken, dass ►

Konsumgüter und IT-Dienste

Die Branchenaufteilung rankt sich um das täglich Notwendige in Haushalten und Unternehmen. Oben stehen Konsumgüter und IT-Dienstleistungen



Quelle: Bloomberg

Zahnpasta und Software

Anbieter von Zahnpasta über Nahrungsmittel bis hin zu Dienstleistungen, die das tägliche Leben beeinflussen, bestimmen das Portfolio

Aktie	ISIN	Branche	Anteil in %
Procter & Gamble	US7427181091	Konsumgüter	6,9
Alphabet	US02079K3059	Verbrauchertech.	6,9
Nestlé	CH0038863350	Konsumgüter	6,7
Apple	US0378331005	Technologie	6,3
Microsoft	US5949181045	Verbrauchertech.	6,1
Danaher	US2358511028	Sonstige	5,0
Visa	US92826C8394	Verbrauchertech.	4,9
Church & Dwight	US1713401024	Konsumgüter	4,8
Beiersdorf	DE0005200000	Konsumgüter	4,8
L'Oréal	FR0000120321	Konsumgüter	4,3

Quelle: Wagner & Florack, Stand: 9.2.24

Wagner & Florack Unternehmerfonds P



WKN/ISIN (ausschüttend)	A2H9BB/DE000A2H9BB2
Fondsvolumen	264,9 Mrd. €
laufende Kosten	1,58
Fondswährung	EUR
Wertentwicklung 1/3/5 Jahre	21,0/28,4/69,8 %
Auflegedatum	6.12.2018

Quelle: Morningstar Direct, Stand: 14.2.24

Wertentwicklung auf Euro-Basis

es sich zwar um ein gutes Unternehmen handelt, es aber Mitbewerbern wie Google oder Microsoft deutlich hinterherhinkt.

Und was sind die No-Gos Ihrer Investmentstrategie?

Wagner: Wir investieren nicht in Unternehmen, die kapitalintensiv und chronisch margenschwach sind, sich einem hohen Wettbewerb aussetzen und deshalb wenig Preissetzungsmacht haben. Ich denke dabei an Automobilhersteller und -zulieferer, Maschinenbauer, Basischemie. Ja, Porsche ist eine bessere Firma als VW. Das Chance-Risiko-Verhältnis ist bei unseren Portfoliofirmen dennoch um Welten besser. Und egal wer das Zeitalter der Banken ausruft, wir werden nie in Banken investieren. Wir mögen keinen hohen Fremdkapitaleinsatz, außerdem sind die Risiken nicht transparent.

Und Sie werden auch bei Sektorrotationen nicht schwach?

Wagner: Nicht in den geringsten Ansätzen. Gedanklich kaufen wir eine Aktie für die Ewigkeit und nicht, weil eine Sektorrotation ausgerufen wurde. Manchmal gereicht uns das zum Nachteil – etwa in der Zeit von Herbst 2020 bis ins Frühjahr 2021. Firmen wie Nestlé, Procter & Gamble und Co. lagen damals wie Blei im Portfolio. Zuvor hatten die Kurse aber auch sehr viel weniger nachgegeben. Abgerechnet wird über alle Börsenzyklen. Irgendwann erkannte auch der Markt, dass mit Lufthansa, Thyssenkrupp und Tui selbst nach Beendigung der Lockdowns nichts oder nur sehr wenig zu verdienen ist.

Seit Monaten dominieren die ‚Magnificent Seven‘ die Börsen. Welche passen in Ihr Konzept und welche nicht?

Wagner: Danke für die differenzierte Frage. Viele tun ja so, als wären die ähnlich. Dabei könnten die Unterschiede nicht größer sein. Bei Apple, Microsoft und Alphabet haben wir es mit Plattformunternehmen zu tun, die ein kapitalleichtes und hoch skalierbares Geschäftsmodell betreiben. Auf der anderen Seite stehen Tesla als Produktionsfirma mit wackeligem Geschäftsmodell und Amazon mit hoher Verschuldung, begrenztem Wachstum und ebensolchen Margen. Oft sieht man bei Amazon zwar einen hohen Nettogewinn. Doch der zuletzt nur geringe und oftmals tiefrote freie Barmitteleinfluss zeigt, was wirklich los ist. Investitionen in Logistik und Lager belasten den Cashflow. Die Verschuldung beträgt rund 140 Milliarden Dollar. Da wird mir richtig schummrig. Das Kapital fehlt Amazon bei Investitionen in die Cloud und in künstliche Intelligenz – Bereiche, bei denen Microsoft und Google Vollgas geben. Die Wettbewerbsstärke in diesem Segment lässt nach.

Und wie sieht es bei Meta aus?

Wagner: Die sind wieder gut dabei. Mark Zuckerberg hat die Ausgabenorgien bei den Gehältern beendet und sich wieder auf das Kerngeschäft konzentriert. Meta verfügt über viel Geld und investiert geschickt in KI. Was wir an Meta nicht so mögen, ist, dass die Firma stark von Mark Zuckerberg abhängt.

MICROSOFT

Glorreichster unter den Sieben

Dass von den „Glorreichen Sieben“ am Ende nur vier übrig bleiben, dürfte Cineasten wie Anlegern bekannt sein. Microsoft ist einer der Anwärter. Die positive Grundstimmung gegenüber dem Cash-Generierer aus Seattle ist ungebrochen. 202 Milliarden Euro Umsatz und 70 Milliarden Euro Nettoertrag in 2023 aus Windows-Lizenzen, Server-, Office-Produkten, Cloud-Anwendungen und Gaming sprechen für sich.

WKN/ISIN	870747/US5949181045
Börsenwert	2844 Mrd. €
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2024e/25e	35,3/30,7
Dividendenrendite für 2024e/25e	0,7/0,8 %
Kursziel/Stoppkurs	440,00/345,00 €
Risiko ■ ■ ■ ■ ■	Kurspotenzial 15%

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

Aktie auf Allzeithoch

Die Microsoft-Aktie hat sich vom Markt entkoppelt. Analysten billigen ihr dennoch weiteres Kurspotenzial zu



VISA

Der Immer-Gewinner

Mehr Geld in der Kasse? Dafür gibt es bei Visa immer einen Grund: Neue Kunden aus den Schwellenländern, digital-affinere Konsumenten in den Industrieländern, mehr Konsum oder die neue Reiselust: Am Ende gewinnt stets der Kreditkartenanbieter und Zahlungsabwickler Visa. Um elf Prozent steigerte Visa im Geschäftsjahr 2022/23 den Umsatz (30,6 Milliarden Euro). Der Nettobetrag lag bei 17 Milliarden Euro.

WKN/ISIN	A0NC7B/US92826C8394
Börsenwert	533 Mrd. €
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2024e/25e	28,0/24,9
Dividendenrendite für 2024e/25e	0,8/0,9 %
Kursziel/Stoppkurs	110,00/225,00 €
Risiko ■ ■ ■ ■ ■	Kurspotenzial 10%

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

Auf Höchstkurs

Das Wachstum hat sich ein wenig verlangsamt, doch Visa legt weiter zu. Der Aktienkurs spiegelt das wider



Bei Apple brechen die Umsätze in China ein. Fällt das ins Gewicht?

Wagner: Insgesamt ist Apple währungsbereinigt gewachsen, wenn auch verhaltener als sonst. Bei Apple wird zudem häufig unterschätzt, dass die Servicedienstleistungen zweistellig wachsen – etwa bei Apple Music, Apple Pay oder Apple Care. Das führt zu mehr Umsatz bei höheren Margen. Das iPhone ist nur die Einstiegsdroge. China mag temporär belasten. Doch das ändert aber nichts daran, dass wir es mit einer extrem profitablen Firma zu tun haben, die sehr viel Wachstumspotenzial bei angemessener Bewertung birgt.

Trifft das auch auf die Luxusgüterhersteller zu, die gleichfalls in oder wegen China Federn lassen mussten?

Wagner: Nicht so bei Hermès. Auch im Luxusbereich gibt es große Unterschiede. Hermès ist deutlich besser immunisiert gegen eine Wachstumsschwäche als alle Mitbewerber. Das liegt an deren Fokussierung am maximalen Luxus-High-End. Die haben mit Abstand die beste Marktpositionierung, die höchsten Margen und die eine brillante Bilanz. Den Käufer von Hermès-Produkten kümmert es nicht, wenn die Wirtschaft schwächelt, den Käufer eines Rimowa-Koffers von LVMH womöglich schon.

In Anbetracht des Bekanntheitsgrads der Top-Ten-Aktien in Ihrem Portfolio könnte man denken, wozu brauche ich Ihren Fonds?

Wagner: Das könnte man. Und einiges ist schon gewonnen,

wenn man die ‚No-Go-Firmen‘ vermieden hat. Aber die Frage ist: Wie kann ich erstklassige von guten und mittelmäßigen Unternehmen unterscheiden? Warum verdient eine Nestlé auf Dauer mehr als eine Danone? Viele Analysten sehen zuerst auf die Zahlen. Wir fangen mit den Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells an.

Fakt ist, diese Qualitätsunternehmen sind zumeist teuer – zu teuer?

Wagner: Qualität ist das eine, Preis und Wert sind das andere. Richtig ist aber auch, Qualität hat ihren Preis. Unternehmerisch betrachtet und durch die Brille eines Miteigentümers nehme ich eine andere Bewertung vor als Analysten.

Und welche Aktien standen unerreichbar auf Ihrer Wunschliste?

Wagner: Rational war uns lange Zeit zu teuer. Kaufen konnten wir sie erst in der Corona-Zeit, als der Aktienkurs eingebrochen ist. ■



Das ganze Interview mit **Dominikus Wagner** senden wir im Podcast **FOCUS MONEY talks** (62. Episode) überall dort, wo es Podcasts gibt, oder scannen Sie diesen QR-Code.

CHURCH & DWIGHT

Langfristig nach oben

Gewinn verdoppelt – und dennoch fällt die Aktie? Auch das gibt es bei Church & Dwight. 5,5 Milliarden Euro setzte der US-Konsumgüterkonzern im Vorjahr um – 9,2 Prozent mehr als 2022. Der Nettogewinn verdoppelte sich gar auf 703 Millionen Euro. Die Sparmaßnahmen fruchteten. Der Kurs gab dennoch nach, weil sich Anleger mehr erhofft hatten. Geschenkt, in der Vergangenheit glich Church & Dwight das immer aus.

WKN/ISIN	864371/US1713401024
Börsenwert	22,4 Mrd. €
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2024e/25e	28,2/26,0
Dividendenrendite für 2024e/25e	1,2/1,2 %
Kursziel/Stoppkurs	100,00/81,00 €
Risiko ■ ■ ■ ■	Kurspotenzial 10%

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

Wellenförmiger Verlauf

Die Church & Dwight-Aktie segelt durch gute wie schlechte Zeiten – auf lange Sicht geht es nach oben



BEIERSDORF

Milliarden mit Klassikern

Beiersdorf – dafür steht die blaue Nivea-Dose, aber auch Labello, Eucerin, Hansaplast, Tesa und die Luxus-Marke La Prairie. Dass man mit den langweiligen Haushalts- und Kosmetikklassikern milliardenschwere Umsätze macht, stellt Beiersdorf Jahr für Jahr unter Beweis. 9,5 Milliarden Euro Umsatz und 899 Millionen Euro Nettogewinn waren es 2023. Grund, die Dividende zu erhöhen – um satte 43 Prozent auf einen Euro je Aktie.

WKN/ISIN	520000/DE0005200000
Börsenwert	34,7 Mrd. €
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2024e/25e	30,8/27,7
Dividendenrendite für 2024e/25e	0,6/0,6 %
Kursziel/Stoppkurs	155,00/120,00 €
Risiko ■ ■ ■ ■	Kurspotenzial 12%

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

Gefragter Klassiker

Zum beliebten Dauerbrenner entwickelte sich die Beiersdorf-Aktie. Sie notiert nahe ihres Allzeithochs

