

«Mit Nestlé-Aktien kann man gut schlafen»

MITTWOCHSINTERVIEW Henrik Muhle, Value-Investor beim deutschen Fondshaus Gané, würde gerne Straumann und andere Schweizer Titel kaufen – doch noch seien sie zu teuer.

Freier Cashflow statt Buchwert – darauf fokussiert der 46-jährige Value-Investor Henrik Muhle bei der Titelauswahl. Er ist Mitgründer und Vorstandsmitglied der im deutschen Aschaffenburg ansässigen Fondsgesellschaft Gané – ein Name abgeleitet von Ganesha, dem indischen Weisheitsgott. Der Mischfonds von Gané enthält neben Aktien und einem kleinen Anteil Anleihen etwa 20% Cash, das zum antizyklischen Einstieg bei Kursrückschlägen genutzt werden soll.

Herr Muhle, Sie konzentrieren sich auf die Auswahl günstiger Aktien, sogenannter Value-Titel. Wie gehen Sie dabei vor?
Die klassische Definition des Value-Ansatzes nach Benjamin Graham ist, ein Unternehmen unter Wert zu kaufen. In diesem klassischen Ansatz verlässt man sich oft auf Bewertungskennzahlen, die sogenannten Multiples. Doch solch eine Methode funktioniert immer schlechter: Zu Grahams Zeiten vor gut hundert Jahren waren die Unternehmen auf leicht zu messendes, physisches Vermögen ausgerichtet, das man liquidieren konnte. Heute sind Firmen dagegen viel mehr auf Dienstleistungen ausgerichtet – das Vermögen liegt eher in den Köpfen der Menschen, in Patenten, starken Marken und der Marktstellung. Und Kennzahlen konzentrieren sich auf das Heute, sie ignorieren künftige Entwicklungen. Klassische Multiples führen dann in die Irre. In der Schweiz gibt es ja viele Beispiele von Unternehmen, die ein sehr hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis aufweisen – aber konsistent mit starkem Wachstum glänzen.

«Die Nestlé-Dividende wird kaum sinken. Wer keine Anleihen im Portfolio halten muss, der kann auch mit einer Nestlé ruhig schlafen.»

Wie gehen Sie mit diesem Problem um?

Wir halten uns an die Definition von Warren Buffett – der Wert eines Unternehmens ist der abgezinste Cashflow, der über die restliche Lebenszeit vom Investor entnommen werden kann. Aus dieser Sicht ist für uns die wichtigste Kennzahl der freie Cashflow. Den definieren wir aus Eigentümersicht: Das ist der Teil des Cashflows nach dem Aufwand, um das Geschäft zu erhalten, und vor den Wachstumsinvestitionen. Der freie Cashflow kann also im Unternehmen investiert, für Akquisitionen verwendet oder an die Investoren ausgeschüttet werden.

Was ist die beste Form der Cashflow-Verwendung?

Je nach Situation des Unternehmens haben all diese Verwendungsformen ihre Berechtigung. Beispielsweise wächst Sika sehr erfolgreich mit Akquisitionen. Dagegen ist beim Vakuumventilhersteller VAT mit einem Marktanteil von rund 90% mit Zukäufen im Kernsegment nichts mehr zu holen. Und für Unternehmen, die nicht weiter wachsen können, kann es am sinnvollsten sein, die freien Mittel über Dividenden oder Buybacks an die Anleger auszuschütten.

Aber der aktuelle Cashflow sagt wenig über die künftige Entwicklung aus.

Ja, die Einschätzung des künftigen Geldflusses ist eher Kunst als Wissenschaft. Es muss plausibel sein, dass der Markt wächst und der Anteil am Markt zumindest gehalten werden kann. Wir haben auch schon Aktien von Unternehmen gekauft, bei denen trotz aktuell niedrigem Cashflow abzuschätzen ist, dass sich das mittelfristig ändern wird. Ein Beispiel sind Auftragshersteller in der Pharmabranche: Dort hat es lange Produktzyklen und einen aufwändigen Zertifizierungsprozess. Danach sollte jedoch eine hohe Kapitalrentabilität gesichert sein. Aber beispielsweise Amazon funktioniert ganz an-



«Klassische Bewertungskennzahlen führen in die Irre.»

ders: Dort herrscht noch die Start-up-Kultur, bei der man mit Investitionen experimentiert, die auch floppen können. Hier ist es wichtig, zu analysieren, ob die Kunden dieses neue Angebot annehmen werden. Bei Amazon scheint es zu klappen.

Wird Amazon nicht an Marktanteil verlieren, wenn die Pandemie vorbei ist?

Das alte Kundenverhalten im Einzelhandel wird nicht einfach zurückkommen. Das gilt übrigens auch für den Rückgang im Geschäftstourismus, der die Hotellerie belasten wird. In meinem Bekanntenkreis haben die Leute verstanden, dass man mit Online-Bestellungen viel Zeit sparen kann. Aus meiner Sicht ist Amazon schon so etwas wie ein Versorger geworden, der für viele zum Alltag gehört.

Wie sind Sie zurzeit im schweizerischen Markt investiert?

Momentan halten wir nur Nestlé. Auf unserer Kaufliste steht aber ganz vorne der Dentalimplantatspezialist Straumann, wenn die Bewertungen etwas zurückkommen. Auch andere schweizerische Qualitätstitel wären bei etwas günstigeren Preisen interessant. Darunter finden sich unter anderem Ems-Chemie, Lonza, VAT, Geberit und Schindler. Bei vielen Werten würde es schon reichen, wenn die Kurse nicht weiter steigen und die Unternehmen gleichzeitig ihren Cashflow wie bisher steigern. Dann würden die Aktien in ihre Bewertung hineinwachsen.

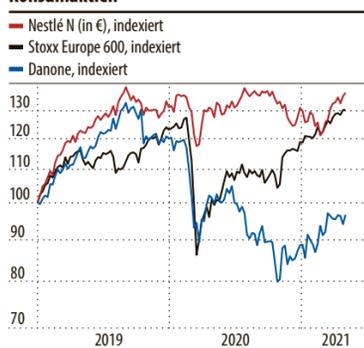
Warum sind Sie nicht früher eingestiegen?

Wir haben uns nach dem Kurseinbruch wegen der Coronapandemie vergangenes Jahr zu zurückhaltend hinsichtlich Schweizer Unternehmen positioniert. Die Preise hatten sich überraschend schnell erholt. Das war auch schon 2009 zu beobachten. Die Lehre daraus ist, dass, wenn Qualitätsaktien in der Schweiz günstig zu haben sind, man zuschlagen sollte. Bei US-Titeln haben wir das zum Glück getan.

Was gefällt Ihnen an Straumann?

Hier ist besonders das Geschäft mit Clear Alignern – durchsichtigen Zahnschienen –

Konsumaktien



Quelle: Refinitiv / FuW

interessant. Der Marktführer in den USA, Align Technologies, ist mit dem Zwanzigfachen des Umsatzes bewertet. Demnach ist Straumann zu günstig oder Align Technologies zu hoch eingestuft. Das Geschäft wächst mit 20% pro Jahr sehr schnell. Und in Europa ist das Geschäft noch wenig erschlossen. Straumann sagt, dass man einen langen Atem habe. Die spannende Frage ist nun, ob man die Marktführerschaft erreichen kann. Ausserdem hat mir die schnell agierende Unternehmenskultur imponiert: Auf den Umsatzrückgang im vergangenen Jahr hat man sofort mit einem Kostensparprogramm geantwortet.

Warum halten Sie teuer erscheinende Basiskonsumtitel wie Nestlé?

Ja, die Kurse sind hoch. Aber solche defensiven Aktien – ähnlich wie Roche und Novartis – muss man mit Anleihen vergleichen. Wie schon vor der Pandemie gilt, dass die Dividendenrenditen viel höher als die Anleihenrenditen sind. Dieser Vorteil besteht weiterhin. Und die Nestlé-Dividende wird kaum sinken, eher weiter steigen. Wer keine Anleihen im Portfolio halten muss, der kann auch mit einer Nestlé ruhig schlafen. Nestlé-CEO Mark Schneider hat gezeigt, dass er einen guten Job bei der Transformation macht. Besonders das Trendthema gesunde Ernährung verspricht weiteres Wachstum. Von diesem Trend wird in unserem Portfolio auch Danone profitieren.

Gibt es weitere Aktien, die als Anleihenersatz zu empfehlen sind?

Wir halten ebenfalls die deutschen Versicherer Allianz und Münchener Rück. Auch hier lockt eine gute Dividende, die trotz Pandemie nicht ausgesetzt wurde und wohl weiter erhöht wird. Die deutschen Versicherer scheinen insgesamt bessere Arbeit zu leisten als die Schweizer Konkurrenz wie Swiss Re.

Halten Sie zyklische Werten in Ihren Fonds?

Der IT-Konzern SAP ist ein halber Zyklizer, den wir nach der Gewinnwarnung im Herbst aufgestockt haben. Das Unternehmen hat den US-Reisekostenabrechner Concur gekauft, dessen Geschäft wegen des Ausbleibens von Geschäftsreisen eingebrochen ist. Dazu wurden viele Budgets für die Implementierung von SAP-Lösungen zusammengekürzt. Aber solche Projekte sollten nun nachgeholt werden. Von der Pandemie betroffen war auch der Bierbrauer AB InBev – obwohl der Absatz gar nicht so stark eingebrochen ist. Der Finanzmarkt hat angesichts der hohen Unsicherheit wohl überreagiert, wobei auch Schulden und Fremdwährungen derzeit noch belasten.

Sie haben Amazon erwähnt – in welchen Tech-Titeln sind Sie investiert?

Neben Amazon und SAP halten wir Apple, Microsoft, die Google-Mutter Alphabet und die israelische Wix.com. Wix hostet Webseiten mit einem Freemium-Modell: Man muss für die einfache Version nichts bezahlen, es kostet nur, wenn man zusätzliche Angebote wie einen Online-Shop nutzt. Das Unternehmen wächst hervorragend. Und man kann gut voraussehen, wie viele neue zahlende Kunden hinzukommen werden.

Apple bietet zwar einen hohen Cashflow, aber gibt es noch Wachstumspotenzial?

Da machen wir uns keine Sorgen. Sicherlich ist kein neues revolutionäres Produkt wie der iPod oder das iPhone in Sicht. Aber das Smartphone ist noch lange nicht am Ende seines Lebenszyklus. Einen Konkurrenten, der Apple wirklich gefährlich werden kann, sehen wir nicht. Und in vielen grossen Märkten wie in Indien, wo die Mittelschicht rasant wächst, ist der Marktanteil noch winzig. In den nächsten Jahren wird Apple für viele Menschen auf der Welt wohl noch wichtiger werden.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN

Markttechnik

Gesundheit für das Portfolio

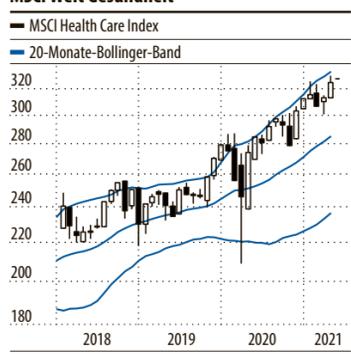
Am 23. April erreichte der MSCI Health Care einen neuen historischen Höchststand. Seit dem Tief im März des letzten Jahres hat er 77% zugelegt. Damit gehört er zu den schwächsten Sektorenindizes relativ zum MSCI Welt, dessen Anstieg in dieser Zeit 85% betrug. Diese relative Schwäche liegt aber an seiner grössten Industrie: Pharma.

Vier Industrien liefen hingegen sehr gut. Der iShares Health Care Providers glänzte mit einem Anstieg von 97%, Medical Devices legten 98% zu, Health Care Equipment 123% und Health Care Services 144%. Diese vier Industrien sind nicht nur seit März 2020 stärker als der MSCI Health Care, ihre Geschichte relativer Stärke geht auf März 2016 zurück. Um meine Botschaften anzubringen, sind noch ein paar Zahlen nötig: Seit März 2016 legte der MSCI Welt 78% zu, der MSCI Health Care 65%, Medical Equipment 196%, Medical Services 189%, Providers 115%, Services 99%.

Verlierer verkaufen

Trends dauern meistens länger und führen weiter, als man denkt. Mir ist keine Prognose bekannt, die solche Entwicklungen im Jahr 2016 vorausgesagt hätte. Länger und weiter gilt auch für relative Trends. Auch diese weisen immer wieder Rückschläge auf. Der Versuch, ihnen auszuweichen, trägt nicht zum Anlageerfolg bei, im Gegenteil, denn dies verursacht Transaktionskosten, löst Steuern aus, und – schlimmer – man kann den tiefsten Punkt von Korrekturen in steigenden Haupttrends meistens erst im Nachhinein erkennen.

MSCI Welt Gesundheit



Quelle: Refinitiv / FuW

Ferner neigt man dazu, gedanklich bei den Gründen zu verweilen, die als Ursache für den Rückschlag angesehen wurden, während der Markt schon wieder den alten Trend aufgenommen hat.

Ganz wichtig sind aber noch drei Punkte: Erstens darf man sich nicht scheuen, zu kaufen, wenn Höchstkurse erreicht wurden, sofern die technischen Daten nach einer sauberen Analyse positiv sind. Zweitens muss man vor dem Kauf festlegen, was zwingend und ohne Rücksicht auf den Einstandskurs verkauft werden muss. Drittens ist die relative Stärke die absolute Vetomacht. Man kauft relativ starke Aktien in relativ starken Industrien in relativ starken Sektoren, die relative Stärke zum MSCI Welt aufweisen. Relativ starke Industrien in relativ schwachen Sektoren, die relative Stärke zum MSCI Welt aufweisen, können auch gekauft werden. Alles, was relativ schwach ist, muss mit einem Veto belegt werden.

Wie weiter?

Seit Monaten nimmt die Marktbreite zu. Das führt dazu, dass in vielen Bereichen relativ schwach gewesene Sektoren und Industrien jetzt neu relative Stärke aufbauen, während stark gewesene eher relativ zurückfallen. Davon sind alle vier genannten Industrien aus dem Gesundheitsbereich bis jetzt verschont geblieben. Ihre relative Stärke bleibt ungebrochen. Die zuvor relativ schwache Industrie Biotechnologie verliert nicht mehr zum MSCI Welt und ist im Begriff, relative Stärke aufzubauen.

In der Pharmaindustrie gibt es nach wie vor einzelne Aktien mit positivem Profil. Insgesamt ist die Quote der Konstituenten, die relative Stärke aufweisen, noch zu gering, um der ganzen Industrie Auftrieb zu verleihen. Somit steht heute Health Care gleich da wie in der Kolumne vom 16. Dezember 2020 beschrieben: Mit Pharmaaktien sollte man weiterhin vorsichtig sein, Biotechnologie kann man anfangen einzusammeln, und die andern vier Industrien gehören weiterhin zu den Favoriten.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

Meinungen zur Börsenlage

Selektiv kaufen

«Sell in May and go away»: Oft ist im Mai das Momentum eines positiven Jahresstarts verfliegen. Auf den ersten Blick scheint es auch diesmal so zu sein. Die Unternehmen haben die hohen Erwartungen meist erfüllt, die wichtigsten Wirtschaftsräume bleiben auf Erholungskurs, und die Zentralbanken bestätigen ihre «Zinskulanz». Trotz Risiken – Inflation, Covid-Mutation, Steuerschock in den USA – erwarten wir nur eine leichte Schwäche der Aktienmärkte bis Frühsommer, sie lässt sich für Käufe nutzen. Der mittelfristige Wirtschaftsausblick ist sehr gut, die Liquidität ist hoch. Interessante Kaufkandidaten sind Wachstumswerte mit soliden Fundamentaldaten und Value-Aktien mit Momentum. **HELVETIC TRUST**

Neue Normalität

Arbeiten, Studieren, Freizeitgestaltung – während Covid-19 geschieht dies grösstenteils im Internet. Davon profitieren die grossen Technologiekonzerne. Die Quartalszahlen sind mehrheitlich auf dem Stand der Zeit vor Corona angekommen und liegen teilweise sogar darüber. Die Nachfrage nach digitalen Produkten wird sogar noch grösser. Aber auch bei anderen Branchen, etwa der Internet-Werbung, ist eine Rückkehr der Dynamik zu spüren. Wenn Sie Ihre Anlagen entsprechend dem IT-Wachstum ausrichten möchten, empfehlen wir u. a. Infineon, Amazon, Alphabet, Apple, Facebook, Microsoft oder Netflix. **BANK CLER**

US-Infrastruktur

Das US-Infrastrukturprogramm von 2250 Mrd. \$ ist über eine Periode von acht Jahren geplant und soll mit Steuererhöhungen über fünfzehn Jahre hinweg finanziert werden. Dennoch wird die amerikanische Staatsverschuldung, die bereits um mehr als 15% des BIP zugenommen hat, vorerst wohl nicht reduziert. Damit könnten sich die Tendenzen zu höheren Renditen bzw. sinkenden Kursen von US-Staatsanleihen fortsetzen. Hingegen sollten Aktien von Unternehmen profitieren, die dank Regierungsausgaben für Infrastruktur, Bautätigkeit und Modernisierung des Elektrizitäts-, des Energie- und des Verkehrswesens zu höheren Auftragsvolumen kommen. **MAERKI BAUMANN**

Value in Europa

Unser Aktienportfolio für Europa nach Valuekriterien präsentiert sich in frischem Grün. Neu unter den fundamental günstigsten Titeln sind Rio Tinto und Skanska (Bergbau bzw. Industrie), die konsumnahen Ahold Delhaize und Kindred Group sowie der Versicherer Phoenix Group, ebenso wie das Chemieunternehmen Yara International und die Technologiewerte United Internet und Sopra Steria Group. Weiterhin dazu gehören Aurubis, ASM International und A2A, ferner Barratt Developments, British American Tobacco sowie Covestro. Im Portfolio enthalten sind auch Diasorin, Hikma Pharmaceuticals, IG Group und Legal & General. **SALMANN INVESTMENT MANAGEMENT**