

## I. Highlights unserer Unternehmen



### Henkel, Ad hoc Mitteilung Q1/21

Wer „Value“ sucht, wird bei Henkel unsere Erachtens nicht fündig. Zunächst aber zu den Quartalszahlen:

Henkel erwartet für Q1 starke +7% organisches Umsatzwachstum (oW) gegenüber dem Analysten-Konsens von +3,5%. Treiber ist die Kleb- und Dichtstoffsparte mit sehr dynamischen +12,5% oW. Zurückzuführen ist dies vor allem auf den starken Absatz bei den zyklischen Geschäften, aber auch der Absatz bei nicht-zyklischen Geschäften ist anhaltend hoch.

Wasch-, Putz- und Reinigungsmittel (WPR) ist mit +3,5% oW erwartungsgemäß solide auf langfristigem Durchschnitt und Beauty Care mit +1% oW befindet sich leicht im positiven Terrain trotz zeitweise/größtenteils geschlossener Friseurläden in Europa und Nordamerika.

Zunehmend offensichtlich werden Henkels Parallelen zu 2010: Nach der Rezession in 2009, in der Henkel (wie 2020) trotz des zyklischen Klebstoff-Geschäfts beim Umsatz nicht nur kaum schrumpfte, sondern jeweils einen Free Cash Flow im Rekordbereich verzeichnen konnte, stieg das organische Umsatzwachstum des Konzerns wegen der zyklischen Teilgeschäfte im Klebstoffsegment in 2010 sehr stark.

Die Kleb- und Dichtstoffsparte (Adhesives) verzeichnet die höchste operative Marge im Konzern und steht strukturell deutlich besser da als der Wettbewerb.

Laundry/Home ist mit dem weltweiten Premiummarken Persil/Pril/Somat bestens positioniert und der Umbau bei Beauty läuft erfolgreich, bei dem insbesondere die Positionierung neuer Marken und die Wiederbelebung angestaubter Marken zu nennen ist.

Außerdem konnte der gesamte Konzern mit seinem Effizienz- und Digitalisierungsprogramm einfacher und schneller werden sowie die Kostenbasis senken, was vor allem in Kombination mit der gut vorankommenden Optimierung des Betriebskapitals den hohen Free Cash Flow weiter treibt.

Henkel ist derzeit mit gut 17x FCF bewertet, wobei der Durchschnitt der Konsumgüterhersteller bei rd. 25x FCF liegt, bei den Adhesives-Wettbewerbern bei rd. 23x FCF. Insbesondere in Anbetracht des exzellenten Geschäftsmodells hatten wir Henkel für günstig bewertet, denn erstens konnte Henkel trotz Schließung der Friseurläden und Rückgang des teils zyklischen Klebstoff-Geschäfts in 2020 eine FCF-Marge von 12% verzeichnen, welche damit im Bereich des Rekordjahres 2019 liegt.

Zweitens wird durch die Öffnung der Friseursalons und zyklischer Adhesives-Erhölung ein deutliches Wachstum prognostiziert, welches Henkel bereits seit Q3 2020 ausweist. Drittens weist Henkel eine hohe Bilanzqualität auf und ist nahezu schuldenfrei (0,6 FCF Nettoschulden). Zudem kommt Henkel bei der Portfoliobereinigung und dem Konzernumbau bei Innovation, Einfachheit und Schnelligkeit gut voran, so konnten beispielsweise teils erhebliche Fortschritte bei der Produktentwicklung und „time to market“ erzielt werden. Als Adhesives-Weltmarktführer im wieder wachsenden Markt können deutliche Skaleneffekte und damit merklich steigende operative Margen erzielt werden.

### Rational, Geschäftsjahr 2020

Der weitweite Markt- und Technologieführer für innovative Lösungen zur thermischen Speisenzubereitung in den Profiküchen der Welt mit einem Marktanteil von rd. 50% erzielte in 2020 trotz 23% Umsatzrückgangs eine EBIT-Marge von 16,5% und eine Free Cash Flow-Marge von 7,7%, was die enorme Robustheit des Geschäftsmodells der Familienfirma in Landsberg am Lech unter Beweis stellt. Langfristig verzeichnet Rational organische Umsatzwachstumsraten von rd. 10%, eine Free Cash Flow-Marge von rd. 15% und eine sehr hohe Gesamtkapitalverzinsung (ROCE) von rund 50% bei über 75% Eigenkapitalquote.

Hauptprodukt ist der im letzten Mai als Nachfolger des SelfCookingCenter vorgestellte iCombi Pro, ein Combi-Dämpfer mit intelligenten Garprozessen, welcher herkömmliche Geräte wie Grill, Herd oder Backofen ersetzt. Als Komplementärprodukt bietet Rational den iVario als Nachfolger des VarioCookingCenters an, welcher mit Kontakthitze oder in Flüssigkeit kocht und damit weitere traditionelle Gargeräte wie Fritteusen, Kessel oder Kippbratpfannen ersetzt. Dabei werden knapp 30% des Konzernumsatzes mit Zubehör, Pflegeprodukten, Ersatzteilen und Dienstleistungen erzielt, zu denen beispielsweise neue Koch-/Gar-/Grill- und Dampfprogramme zählen, welche online aufgespielt werden können. Die digitale Plattform „ConnectedCooking“ wurde gänzlich überarbeitet, mit der alle Rational-Geräte vernetzt, gesteuert, überwacht und optimiert werden. Neue Funktionen, wie zum Beispiel ein Hygienemanagement-Modul, welches wegen der corona-bedingten höheren Hygieneanforderungen stark nachgefragt wird, werden seit letztem Frühjahr als kostenpflichtige Software-Module vertrieben.

Die Geräte von Rational zeichnen sich insbesondere durch ihren hohen Kundennutzen aus und refinanzieren sich für Kunden innerhalb sehr kurzer Zeit durch 70% geringeren Stromverbrauch, 25% geringeren Rohwareneinsatz und niedrigeren Personaleinsatz. Ebenso ist der Platzbedarf bis zu 50% geringer. Nicht zuletzt hat Rational den Vorteil, dass sie anders als alle Wettbewerber nicht komplette, teure Großküchen verkaufen, sondern Profi-Kochgeräte.

Rational hat trotz der Pandemie die größte Produktumstellung der Unternehmensgeschichte durchgeführt und gemeistert, sowohl hinsichtlich der Produktionsumstellung als auch beim Vertrieb. Die neuen Geräte wurden online eingeführt. Das latente Kaufinteresse ist ungebrochen hoch, aber die Kunden halten sich derzeit noch mit Beschaffungen zurück. Die neuen Geräte stoßen lt. CEO Stadelmann weltweit auf reges Interesse, weshalb Rational nach Wiedereröffnung von Hotels, Restaurants, Betriebskantinen, Schulen und Universitäts-Mensen mit einer zügigen Absatzbelebung rechnet. Diese (zukünftige) Absatzbelebung sowie die intakten, strukturellen Wachstumstreiber, das grundsätzlich robuste und erstklassige Geschäftsmodell und die starke Bilanz, die eine Versicherung gegenüber fortbestehenden Risiken darstellt, waren die Gründe für unseren behutsamen Zukauf von Rational im März dieses Jahres (Rational-Gewichtung per 31.03.2021: 0,57%).

## II. Neuigkeiten



### Absage FONDS professionell KONGRESS

Der für den 06. und 07. Juli 2021 geplante FONDS professionell KONGRESS in Mannheim wurde leider, aber mittlerweile erwartungsgemäß, vom Veranstalter abgesagt. Wir halten Sie informiert über weitere Veranstaltungen und Webinare in der näheren Zukunft, so z.B. über unser nächstes und für Mai 2021 geplante KLARTEXT-Webinar.



### Investorenbrief P-Anteilsklasse

Für den Erhalt unseres rein auf die P-Anteilsklasse des Unternehmens bezogenen Investorenbriefes können Sie sich unter folgendem Link registrieren:

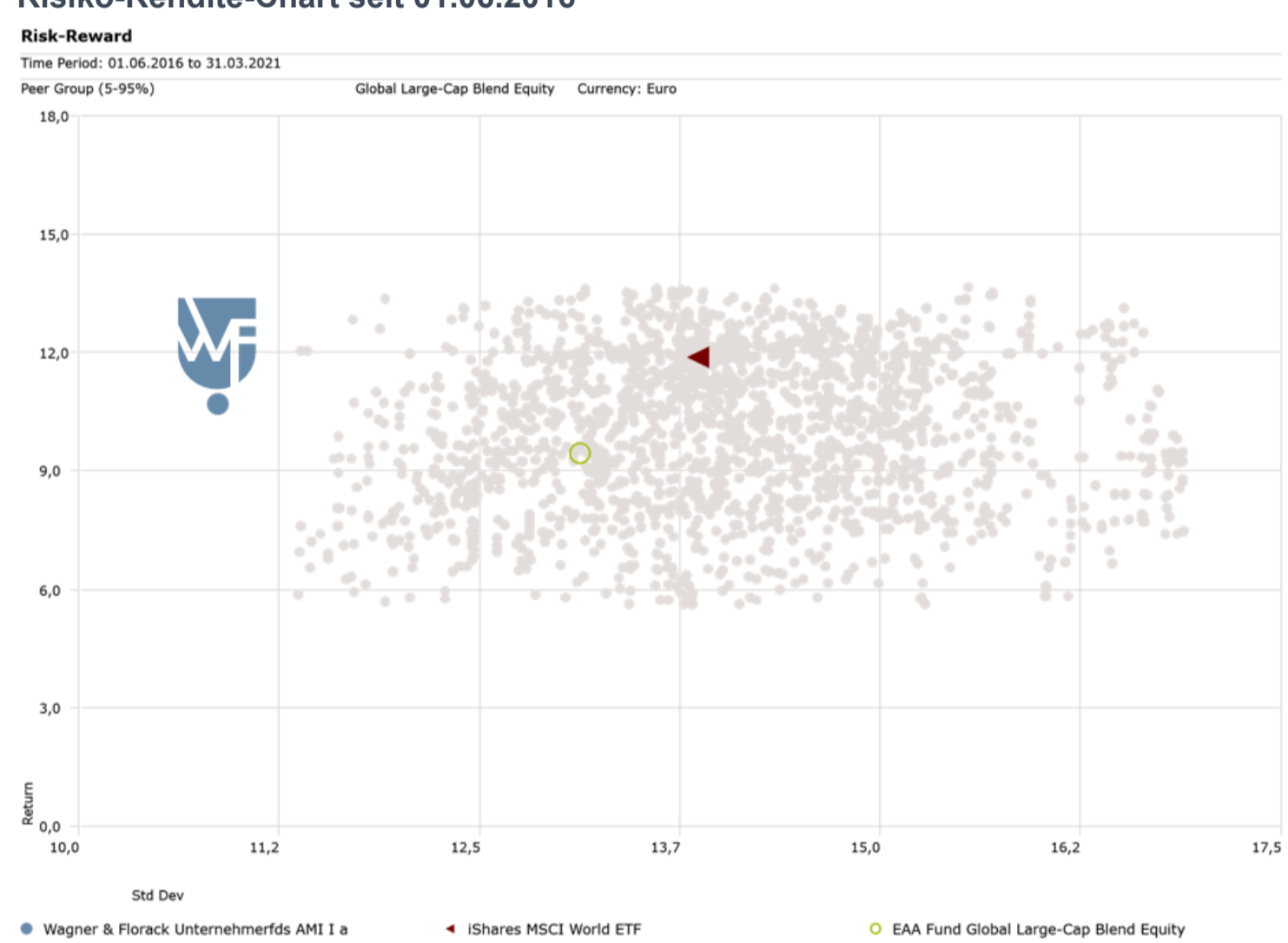
[Jetzt abonnieren](#)

## III. Performance Update

Stand 31.03.2021	W&F Unternehmerfonds			iShares MSCI World UCITS ETF		
	Performance	Volatilität	Sharpe Ratio	Performance	Volatilität	Sharpe Ratio
kumuliert 3 Jahre	49,3%	12,6%	1,2	49,3%	16,7%	0,9
kumuliert seit 1.6.16	63,3%	10,9%	1,0	72,0%	13,9%	0,9
2021 YTD 31.03.	2,7%	-	-	9,2%	-	-
2021 YTD 14.04.	6,1%	-	-	11,4%	-	-
2020	6,0%	14,7%	-	6,1%	23,3%	-
2019	29,6%	8,6%	-	29,7%	11,0%	-
2018	0,0%	12,1%	-	-4,3%	12,9%	-
2017	11,1%	7,9%	-	7,4%	6,6%	-

Quelle: Morningstar Direct

### Risiko-Rendite-Chart seit 01.06.2016



Pro Einheit Volatilität ((Risiko) ist die Rendite des Unternehmerfonds auf 3 Jahre rd. 27% höher als beim iShares MSCI World (Sharpe Ratio 1,17/0,92). Die risikoadjustierte Outperformance des Unternehmerfonds verdeutlicht ebenso das hohe Alpha von 5,0% p.a. auf 3 Jahre und 3,1% p.a. auf 5 Jahre (Berechnungsbasis zum Index und Euribor 1M).

Quelle: Morningstar Direct

"The inescapable fact is that the value of an asset, whatever it's character, cannot over the long term grow faster than its earnings." (Warren Buffett)

## IV. Volkswagen im Unternehmerfonds?

Zuletzt wurden wir nach unserem letzten Investorenbrief (03/21) und unseren Ausführungen, warum wir nicht in Zykliker (mit strukturellen Problemen) investieren, gefragt, wie es denn um ein mögliches Investment in Volkswagen bestellt sei. Ein Investment in VW könne doch nun womöglich u.a. aufgrund des beachtlichen Gewinns von VW für die Unternehmerfonds in Frage kommen.

Unser Standpunkt in aller Kürze: Große Teile der Wirtschaftspresse „jubeln“ über das Geschäft im Krisenjahr 2020 und melden einen „Gewinn von über 9 Mrd. EUR“. Gemeint ist allerdings das operative Ergebnis auf EBIT-Basis, ohne dies jedoch in der Überschrift zu erwähnen. Von dem sehr geringen EBIT mit 4,3% EBIT-Marge kommt beim wirklichen Unternehmensgewinn, dem Free Cash Flow (FCF), wenig an, aber immerhin mehr als in vergangenen Jahren: Die FCF-Marge, bereinigt um positive Effekte des Betriebskapitals (Net Working Capital, NWC), beträgt rd. 1,7% bzw. der absolute FCF rd. 3,5 Mrd. EUR. Die IG Metall stimmte im Krisenjahr 2020 mit gesunkenem Absatz zarten Einsparungen zu. VW setzt für 3,5 Mrd. EUR Free Cash Flow ganze 300 (!) Mrd. EUR Kapital ein, verzinst das Kapital also mit sehr geringen 1,1%.

### Was ist die Ursache des Problems?

Es ist wie bei vielen anderen Automobilherstellern: Die operativen Margen sind zu niedrig, um den enormen lang- und kurzfristigen Kapitalbedarf für Sachinvestitionen, Forschung & Entwicklung und für das Net Working Capital abzudecken. Die Nettoschulden inkl. Pensionsverpflichtungen betragen 182 Mrd. EUR, wobei denen 133 Mrd. EUR an verleasten Autos und Forderungen aus Leasing gegenüberstehen. Angenommen, VW kommt in den nächsten Jahren ohne nennenswerte Wertminderungen bei diesen Leasingaktiva aus (was meist nicht gelingt), betragen die Nettoschulden dennoch sehr hohe 14x FCF. Statt den enormen Schuldenberg abzutragen, wurde fast der gesamte Free Cash Flow als Dividende ausgeschüttet, was wir aus unternehmerischer Sicht nicht für verantwortungsbewusst halten. Zugehört hätte könnte man, dass die Substanz der Firma durch Aufnahme neuer Schulden für Dividendenausschüttungen nicht weiter als ohnehin schon gemindert wurde, wie man es aus den Vorjahren kennt. Dabei steigt der Investitionsbedarf ungebrochen weiter, über 80% des um das NWC bereinigten operativen Cash Flows von 22,5 Mrd. EUR fließt in Investitionen von Sachanlagen (capital expenditure, Capex) in Höhe von über 18 Mrd. EUR.

### Bewertung

Die VW-Aktie halten wir mit mittlerweile über 50x Free Cash Flow für deutlich überbeuert. Setzt man die Marktkapitalisierung von rd. 80 Mrd. EUR zum Ende 2020 vor dem jüngsten Kursanstieg an, liegt die Bewertung mit rd. 130 Mrd. EUR Enterprise Value (Marktkapitalisierung plus Nettoschulden) bei rd. 37x FCF. Unserer Meinung nach wären 10x bis 12x FCF bei dem chronisch niedrigmargigen Geschäft mit sehr hohem Kapitaleinsatz, sehr hohem Investitionsbedarf und der starken Zyklizität auch eher hoch bewertet. Folglich wäre aufgrund der Schulden von 14x Free Cash Flow nur ein erheblich geringeres Kursniveau der Aktie gerechtfertigt.



### Investorenbrief März

- Die Themen:  
 I. Lindt & Sprüngli, Nestlé  
 II. FONDS-KONGRESS, P-Klasse  
 III. Performance Update  
 IV. Sektortrotation | Analyse Lufthansa

[Zum Investorenbrief März](#)



### Investorenbrief Februar

- Die Themen:  
 I. Alphabet, Procter & Gamble  
 II. Sabine Schumann an Bord  
 III. Performance Update  
 IV. Unser Verständnis von Value & Growth

[Zum Investorenbrief Februar](#)

Website

[Zu den Wagner & Florack Unternehmerfonds](#)

Factsheet

[Wagner & Florack Unternehmerfonds I](#)

Haben Sie noch Fragen?  
Kontaktieren Sie uns!

[Kontakt](#)

Wurde Ihnen dieser Newsletter weitergeleitet?

[Jetzt abonnieren](#)

Wagner & Florack Vermögensverwaltung AG  
 Poppelsdorfer Allee 64  
 53115 Bonn  
 info@wagner-florack.de



### Wichtige Hinweise:

Diese Veröffentlichung dient unter anderem der Werbemitteilung und ausschließlich Informationszwecken. Sie stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. In der Veröffentlichung zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalt. Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Wagner & Florack zulässig. Die Bildrechte der Fotos obliegen den jeweiligen Firmen (Henkel / Rational).