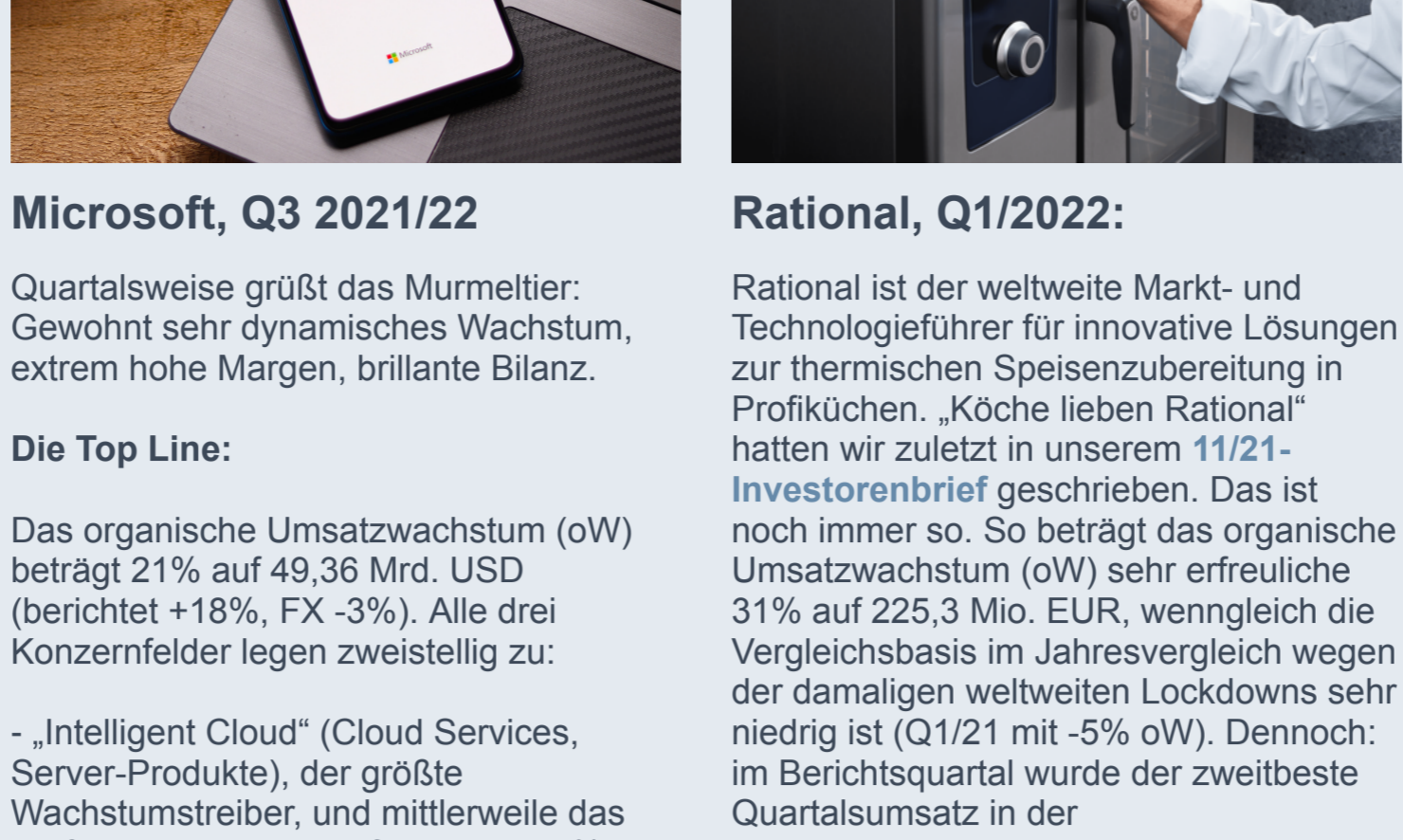


I. Highlights unserer Unternehmen



Microsoft, Q3 2021/22

Quartalsweise grüßt das Murmeltier: Gewohnt sehr dynamisches Wachstum, extrem hohe Margen, brillante Bilanz.

Die Top Line:

Das organische Umsatzwachstum (oW) beträgt 21% auf 49,36 Mrd. USD (berichtet +18%, FX -3%). Alle drei Konzernfelder legen zweistellig zu:

- „Intelligent Cloud“ (Cloud Services, Server-Produkte), der größte Umsatzstammsstreiber, und mittlerweile das größte Konzerngeschäft, legt mit 29% oW auf 19,05 Mrd. USD zu (Treiber weiterhin Azure mit 49% oW).

- „Productivity & Business Processes“ erzielt ein organisches Umsatzwachstum von 19% auf 15,79 Mrd. USD. Treiber sind wie immer Dynamics mit 21% oW und LinkedIn mit 35% oW auf 3,43 Mrd. USD; LinkedIn mit hohem Wachstum beim Werbeumsatz bei Marketing Solutions, aber auch das Talent Solutions-Geschäft wächst mit dem weltweit stärksten Arbeitsmarkt. Auch Office 365 Commercial wächst mit 20% oW stark; Office Consumer mit beschleunigtem 12% oW.

- „More Personal Computing“ erzielt ein organisches Umsatzwachstum von 13% auf 14,52 Mrd. USD (Windows OEM +11%, Windows Commercial +19%, Werbeumsatz bei Search und News +25% auf 2,95 Mrd. USD, Gaming-Umsatz +18% auf 1,76 Mrd. USD, Surface-Umsatz +Xbox-Content +6% auf 3,74 Mrd. USD).

Der gesamte cloud-basierte Umsatz (neben Azure sind das vor allem Dynamics 365, Office 365 Commercial sowie die LinkedIn-Umsätze mit Geschäftskunden) beträgt 23,4 Mrd. USD. Dies entspricht einem Anteil von 47,4% am Konzernumsatz (+500 bps), 96% des Konzernumsatzes stammt aus wiederkehrenden Umsätzen (+200 bps).

welterlesen

Rational, Q1/2022:

Rational ist der weltweit Markt- und Technologieführer für innovative Lösungen zur thermischen Spülspezialreinigung in Profiküchen. „Küche lieben Rational“ hatten wir zuletzt in unserem 11/21-Investorenbrief geschrieben. Das ist noch immer so. So beträgt das organische Umsatzwachstum (oW) sehr erfreuliche 31% auf 225,3 Mio. EUR, wovon die Vergleichsbasis im Jahresvergleich wegen der damaligen weltweiten Lockdowns sehr niedrig ist (Q1/21 mit -5% oW). Dennoch: im Berichtsquartal wurde der zweitbeste Quartalsumsatz in der Unternehmensgeschichte erzielt, lediglich im letzten Vor-Corona-Quartal (Q4/2019) wurde ein höherer Umsatz erwirtschaftet (231,1 Mio. EUR). Im Dreijahresvergleich (also Vergleich mit Q1/2019 vor Corona) beträgt das oW +16%, im Zweijahresvergleich (also Vergleich mit dem ersten Corona-Quartal mit Umsatzbruch im März 2020 bei im Lockdown geschlossenen Restaurants/Kantinen) +24% oW.

Der Umsatz liegt in allen Absatzregionen über dem Vor-Corona-Niveau; der Umsatz mit dem iCombi ist gegenüber Q1/2019 rund 9% höher, der iVario-Umsatz +88%.

Der Umsatz hat im Jahresvergleich mit dem iCombi 30% auf 195,1 Mio. EUR zugelegt, der iVario +69% auf 30,1 Mio. EUR. Rund 28% des Umsatzes stammt mittlerweile aus Nichtrestaurantumsatz (Reinigen, Zubehör und Service (z. B. sind neue Reinigungsabts billiger und umweltschonender und auch für alle Geräte verwendbar).

welterlesen

II. Neuigkeiten

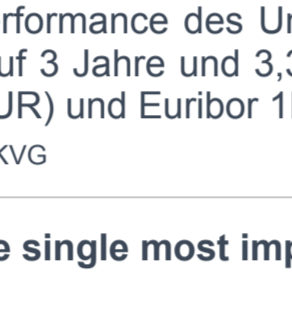
FONDS professionell KONGRESS



Am 21. und 22. Juni 2022 wird Wagner & Florack mit seinen Unternehmen erstmals beim FONDS professionell KONGRESS in Mannheim mit einem Messestand (Stand Nr. 42, Ebene 0) vertreten sein. Merken Sie sich gerne bereits unseren Vortrag am 21.06.2022 um 10:35 Uhr, Saal 6, mit dem Titel „In unruhigen Zeiten? Robuste Qualität!“ vor.

Weitere Informationen erhalten Sie hier

Investorenbrief P-Anteilsklasse



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

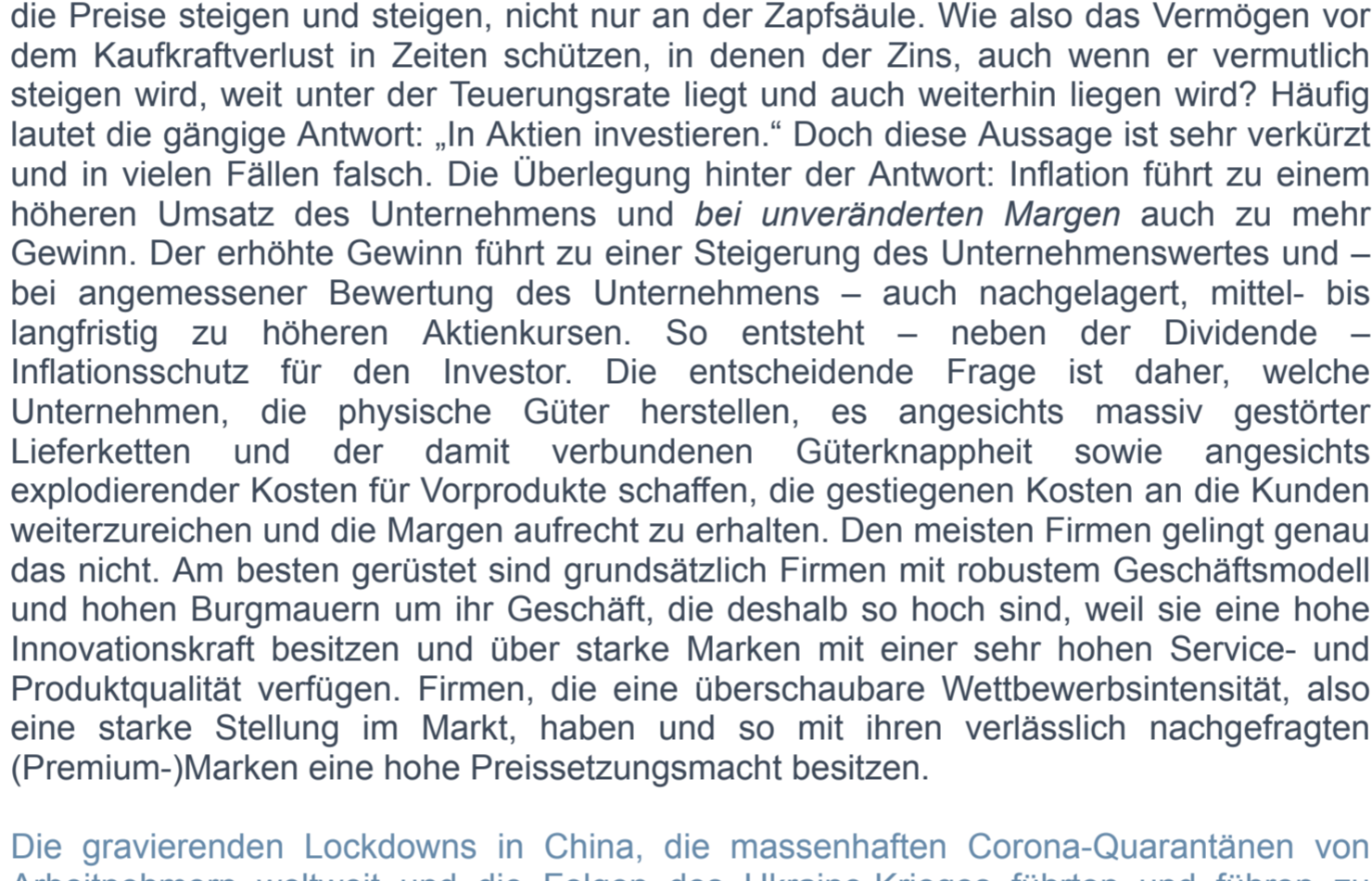
Jetzt abonnieren

III. Performance Update

Table comparing performance metrics (Performance, Volatilität, Sharpe Ratio, Alpha) for Wagner & Florack's fund against Morningstar Peer Group and Global Large-Cap Blend Equity.

Quelle: KVG

Volatilität-Rendite-Chart seit 01.06.2016 (Strategie-Umsetzung):

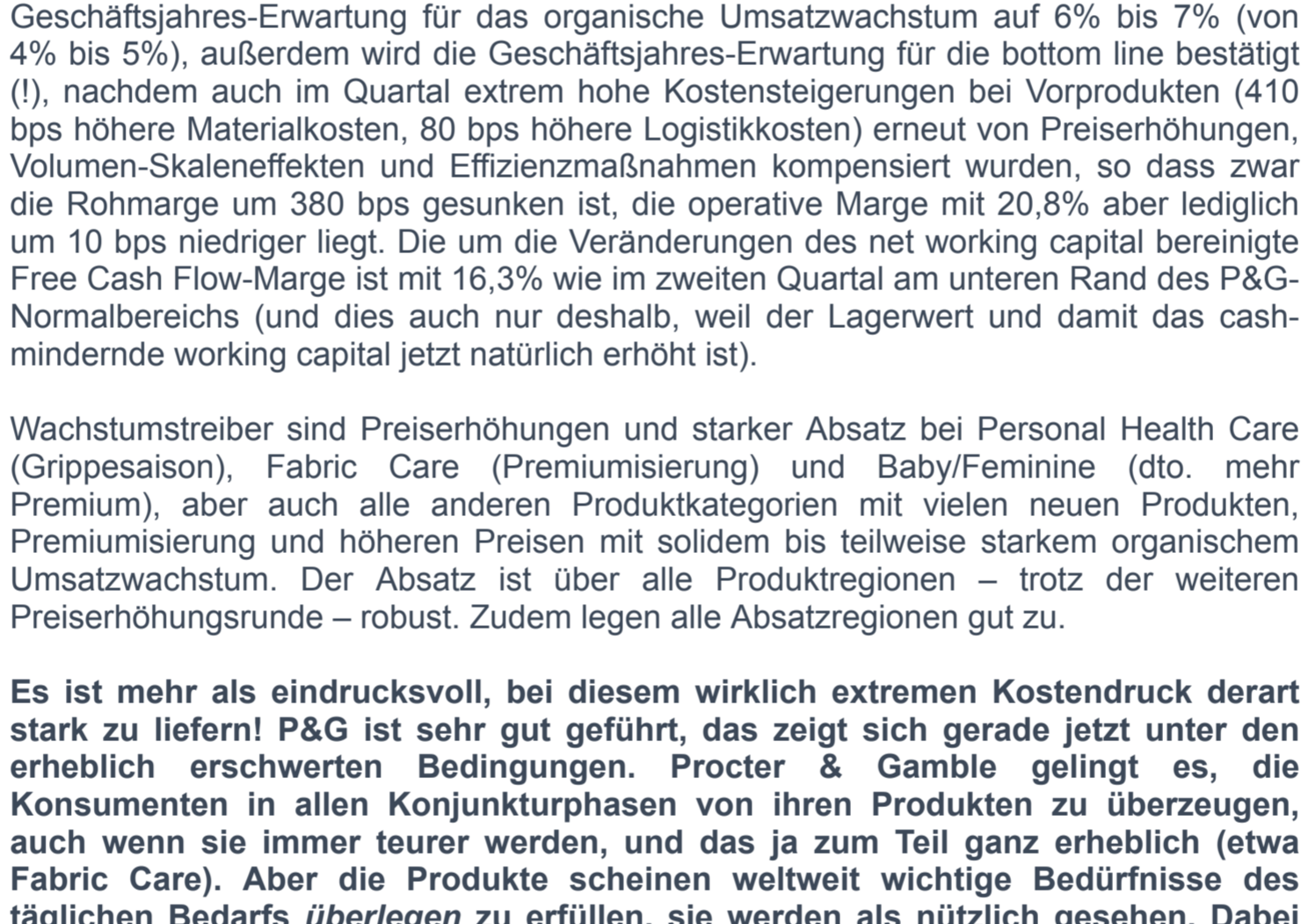


\*Pro Einheit Volatilität (Risiko) ist die Rendite des Unternehmensfonds auf 3 Jahre gut 35% höher als bei der Morningstar Peer Group, Global Large-Cap Blend Equity (Sharpe Ratio 0,96/0,71), auf 5 Jahre gut 45% (Sharpe Ratio 0,96/0,66). Die risikoadjustierte Outperformance des Unternehmensfonds verdeutlicht ebenso das hohe Alpha von 3,3% p.a. auf 3 Jahre und 3,3% p.a. auf 5 Jahre (Berechnungsbasis zum Index (MSCI World NR EUR) und Euribor 1M (risikofreier Zins)).

Quelle: KVG

„The single most important decision in evaluating a business is pricing power.“ (Warren Buffett)

IV. Schützen Aktien vor Inflation? Der Stand der Dinge



Liebe Investoren, sehr geehrte Damen und Herren,

die Preise steigen und steigen, nicht nur an der Zapfsäule. Wie also das Vermögen vor dem Kaufkraftverlust in Zeiten schützen, in denen der Zins, auch wenn er vermulct steigen wird, weit unter der Teuerungsrste liegt und auch weiterhin liegen wird? Häufig lautet die gängige Antwort: „In Aktien investieren.“ Doch diese Aussage ist sehr verkürzt und in vielen Fällen falsch. Die Überlegung hinter der Antwort: Inflation führt zu einem höheren Umsatz des Unternehmens und bei unveränderten Margen auch zu mehr Gewinn. Der erhöhte Gewinn führt zu einer Steigerung des Unternehmenswertes und bei angemessener Bewertung des Unternehmens – auch nachgelagert, mittel- bis langfristig zu höheren Aktienkursen. So entsteht – neben der Dividende – Inflationsschutz für den Investor. Die entscheidende Frage ist daher, welche Unternehmen, die physische Güter herstellen, es angesichts massiv gesteigerter Lieferketten und – damit verbundenen – Güternknappheit sowie angesichts explodierender Kosten für Vorprodukte schaffen, die gestiegenen Kosten an die Kunden weiterzureichen und die Margen aufrecht zu erhalten. Den meisten Firmen gelingt genau das nicht. Am besten gerüstet sind grundsätzlich Firmen mit robustem Geschäftsmodell und hohen Burgmauern um ihr Geschäft, die deshalb so hoch sind, weil sie eine hohe Innovationskraft besitzen und über starke Marken mit einer sehr hohen Service- und Produktqualität verfügen. Firmen, die eine überschaubare Wettbewerbsintensität, also eine starke Stellung im Markt, haben und so mit ihren verlässlich nachgefragten (Premium-)Marken eine hohe Preissetzungsmacht besitzen.

Die gravierenden Lockdowns in China, die massenhaften Corona-Quarantänen von Arbeitnehmern weltweit und die Folgen des Ukraine-Krieges führten und führen zu einem dramatischen Anstieg der Kosten und zu einer hohen Knappheit von Vorprodukten. Die Inputkosten sind wie die Lieferkettenstörungen sind nicht nur extrem hartnäckig, sondern auch sehr dynamisch und suchen historisch ihresgleichen. Der Druck auf die Margen ist so hoch wie nie, auch bei den Unternehmen unseres Portfolios, die physische Güter herstellen. Und es kann auf Grund des Versorgungsgengpasses bei den Vorprodukten teils die hohe Nachfrage nach Produkten nicht voll befriedigt werden, was entsprechend negative Auswirkungen auf den Absatz bedeutet. Festzustellen scheint: Die derzeitigen Kostenerhöhungen bei Materialien und Logistik werden nur sehr wenige Firmen mit weiteren Preiserhöhungen, Mix-Verbesserung und höherer Effizienz/Volumen-Skalen auffangen können!

Unsere robusten Gewinnmaschinen mit ihren beliebten Marken schaffen es jedoch – im Gegensatz zu sehr vielen anderen Unternehmen – den durch die explodierten Inputkosten entstehenden Druck auf die Margen über höhere Preise, einen besseren Mix, durch Effizienzmaßnahmen und Veränderungsfähigkeit zu begrenzen oder zu kompensieren.

Gehen wir ein wenig in medias res und schauen uns anhand einiger weniger Unternehmen exemplarisch an, wie sich unsere Firmen dem Druck entgegenstellen:

Ein beeindruckendes Beispiel hierfür ist wieder einmal Procter & Gamble, die im abgelaufenen Quartal ein organisches Umsatzwachstum von 10% verzeichnen. Der Konsum ist also weiterhin sehr stark – trotz erneuter und erfolgreicher Preiserhöhungen in allen Geschäftsbereichen und bei den meisten Produktkategorien. P&G erhöht die Geschäftsjahres-Erwartung für das organische Umsatzwachstum auf 6% bis 7% (von 4% bis 5%), auch wenn wird die Geschäftsjahres-Erwartung für die bottom line bestätigt (!), nachdem auch im Quartal extrem hohe Kostensteigerungen bei Vorprodukten (410 bps höhere Materialkosten, 80 bps höhere Logistikkosten) erneut von Preiserhöhungen, Volumen-Skaleneffekten und Effizienzmaßnahmen kompensiert wurden, so dass zwar die Rohmarge um 380 bps gesunken ist, die operative Marge mit 20,8% aber lediglich um 10 bps niedriger liegt. Die um die Veränderungen des net working capital bereinigte Free Cash Flow-Marge ist mit 16,3% wie im zweiten Quartal am unteren Rand des P&G-Normalbereichs (und dies auch nur deshalb, weil der Lagerwert und damit das cash-mindernde working capital jetzt natürlich erhöht ist).

Wachstumstreiber sind Preiserhöhungen und starker Absatz bei Personal Health Care (Geistespaissen), Fabric Care (Premiumisierung) und Baby/Feminine (dto. mehr Premium), aber auch alle anderen Produktkategorien mit vielen neuen Produkten, Premiumisierung und höheren Preisen mit solidem bis teilweise starkem organischem Umsatzwachstum. Der Absatz ist über alle Produktregionen – trotz der weiteren Preiserhöhungsrunde – robust. Zudem legen alle Absatzregionen gut zu.

Es ist mehr als eindrucksvoll, bei diesem wirklich extremen Kostendruck derart stark zu liefern! P&G ist sehr gut geführt, das zeigt sich gerade jetzt unter den erheblichen erscheinenden Preiserhöhungen. Procter & Gamble gelingt es, die Konsumenten in allen Konjunkturphasen von ihren Produkten zu überzeugen, auch wenn sie immer teurer werden, und das ja zum Teil ganz erheblich (etwa Fabric Care). Aber die Produkte scheinen weltweit wichtige Bedürfnisse des täglichen Bedarfs überlegen zu erfüllen, sie werden als nützlich gesehen. Dabei hilft natürlich auch die starke und intensive Markenkommunikation, die auch immerhin ca. 10 Mrd. USD pro Jahr kostet.

All dies illustriert die Überlegenheit der Unternehmensstrategie, hochwertiges, nützliches Produkte des täglichen Bedarfs zu liefern mit solidem retail execution und zielgerichteter Markenkommunikation. Und der Fokus auf ein konzentriertes Portfolio weltmarktführender Marken, die einen niedrigen Kapitaleinsatz erfordern, hohe Preissetzungsmacht haben und hohe Skaleneffekte erzielen, zahlt sich gerade jetzt im inflationären Kostenumfeld aus.

Was für uns ebenso beeindruckend ist: die enorme Anpassungsfähigkeit von P&G (und von SAÄMTLICHEN Logistikkategorien). Seit ca. einem Jahr geht es nicht nur ein massiv steigende Material-Logistikkosten, es geht viel mehr noch um einen erheblichen ANGEANGEN an Vorprodukten und das STÄNDIG wechselnd. Wie unsere Portfoliofirmen auf diese Herausforderungen reagieren, haben wir am Beispiel von Church & Dwight in unserem letzten Investorenbrief aufgezeigt. Erstklassige, gut geführte Unternehmen bewältigen diese Herausforderungen operativ sehr gut.

Auch Nestlé, als ein weiteres Beispiel, dokumentiert seine Marktdominanz mit sehr starken Umsatzzahlen (+7,6% organisches Umsatzwachstum trotz sehr hoher Vergleichsbasis; davon Preiserhöhungen +5,2%, Absatz +2,4%). Und trotz anhaltend hoher Knappheit und hoher Kosteninflation bei Vorprodukten/Logistik bestätigt Nestlé die Geschäftsjahres-Erwartung für die operative Marge von 17% bis 17,5% und kündigt weitere Preiserhöhungen an. Auf die letzten zwölf Monate bezogen hat Nestlé seine Preise kumuliert um 12,1% erhöht. Das nennt man Preissetzungsmacht! Auch unser Portfoliounternehmen L'Oréal lieferte im abgelaufenen Quartal ein sehr starkes organisches Umsatzwachstum (+13,5%) und bleibt trotz stark steigenden Kosten für Vorprodukte/Logistik laut CEO Hieronimus bei der Geschäftsjahres-Erwartung für „steigenden Gewinn“.

Die erwähnten Corona-Quarantänen, die Lockdowns usw. beeinträchtigen aktuell die bottom line massiv. Kleinere Akteure und – im Vergleich zu unseren Consumer Staples – weltbewerbsunterlegene Volumenmarken-Hersteller wie z. B. Kimberly-Clark rutschen sogar net working capital-bedingt in die roten Zahlen. Auch ist interessant, dass Firmen wie Unilever oder Kraft Heinz (an beiden Firmen sind wir nicht beteiligt) über ein aktuell hohes organisches Umsatzwachstum verfügen, das Wachstum jedoch preisgerieben ist, während der Absatz leicht gesunken ist. Beide Firmen, die als Beispiele fungieren sollen, scheinen – neben dem Problem der Güternknappheit bei Vorprodukten – mit ihren tendenziell volumenmarkenlastigen Markenportfolios die Preisschraube überdreht zu haben; procter & gamble der Absatz bei den Consumer-Staples-Portfoliofirmen wie z. B. Nestlé, Huggen & Irt und L'Oréal trotz starker und wiederholter Preiserhöhungen gestiegen. Die Preissetzungsmacht ist nun einmal unterschiedlich hoch. Je höher der Anteil der Premiummarken ist, umso robuster ist die Preissetzungsmacht.

Folgend noch einige Sätze zum abermalen herausragenden Quartal unseres Portfoliounternehmens Danaher. Der amerikanische Mischkonzern weist im abgelaufenen Quartal ein organisches Umsatzwachstum von 12% auf. Das liegt nicht nur weit über der Konsens-Erwartung, sondern ist auch tatsächlich herausragend, wie die Vergleichsbasis im Jahresvergleich (damals 30% oW) sehr hoch ist. Dieses Wachstum noch einmal um 12% zu steigern, ist eine hervorragende Leistung. In allen drei Geschäftsbereichen (Life Sciences (Produkte für die medizinische und pharmazeutische Forschung und Entwicklung auf zellulärer Ebene), Diagnostik (z. B. Molekulardiagnose-Soft- und Hardware) sowie Environment & Applied Solutions (u. a. Wasserfiltration-Qualitätsprüfung und Produkt-Tracking)) ist Danaher im hohen ersteligen bis niedrigen zweiteligen Bereich gewachsen und hat seine Marktanteile in den meisten Produktkategorien sowie auf allen größeren Absatzmärkten weiter ausgebaut.

Die bottom line ist zuverlässig brillant mit 22,4% Free Cash Flow-Marge (net working capital-bereinigt 27,6%), die Rohmarge gibt lediglich 80 bps auf 61,2% ab und das trotz ganz erheblich teurerer Vorprodukte. Volumen-Produktions-Skaleneffekte und laufende Effizienzmaßnahmen des Danaher Business Systems haben den Rückgang begrenzt.

Für das Anfang April gestartete Q2 erwartet Danaher wegen der China-Lockdowns ein leicht gebremstes organisches Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Bereich (die Lockdowns kosten 200 bis 300 bps oW). Für das Geschäftsjahr bleibt Danaher jedoch bei der Erwartung eines organischen Umsatzwachstums im hohen einstelligen Bereich.

Danaher ist und bleibt eine äußerst profitabile und mit seinem kaizen-beeinflussten Danaher Business System eine sehr effiziente Firma.

Was gibt es Neues zu unseren robusten Technologiefirmen, deren Produkte von Verbrauchern und Unternehmen stabil nachgefragt werden und deren Margen dauerhaft hoch sind, zu berichten? Unsere großen Portfoliooppositionen Apple, Alphabet, Visa und Microsoft überzeugen auch im abgelaufenen Quartal mit einem herausragenden Zahlenwerk, starkem Umsatzwachstum und mit – wie fast immer – extrem hohen Margen. Alle Firmen verdienen mehr und mehr und tun weiterhin sehr viel dafür, um noch schneller und stabiler zu wachsen. Anhand unseres Portfoliounternehmens Microsoft haben wir dies detaillierter veranschaulicht. Zum viel diskutierten Thema Zinsreagibilität von Tech-Firmen möchte ich auf unseren Standpunkt aus unsere Februar-Investorenbrief verweisen. Nur so viel an dieser Stelle: Häufig wird in der Börsenpresse auf die steigenden Zinsen verwiesen und dass deshalb der Fair Value nach Discounted Cash Flow-Methode (DCF) niedriger sein müsse (als bei sehr niedrigen bzw. niedrigeren Zinsen). Das ist richtig, insbesondere für Tech-Firmen, die kein tragfähiges und profitables Geschäftsmodell besitzen und deren in der DCF möglichen großen Gewinne oft erst in sehr vielen Jahren in der Zukunft erwartet werden (also extrem hoch bewertet sind), haben kleinere Zinsänderungen erhebliche Auswirkungen auf den Fair Value. Kapitalintensive Firmen mit niedrigen Margen und hoher Verschuldung, deren Finanzierungskosten nun steigen, und deren unternehmerischer Gewinn nur langsam wächst werden ebenfalls einen deutlich niedrigeren Fair Value nach DCF aufweisen als aktuell. Richtig ist aber auch, dass steigende Zinsen bei einer Verdoppelung des unternehmerischen Gewinns etwa alle vier Jahre eine untergeordnete Rolle für den Fair Value spielen. Genau das schaffen oben erwähnte Unternehmen.

Kurz und knapp | Conclusio: Firmen mit hoher Energie- und Rohstoffabhängigkeit sowie hohem Kapitalbedarf, deren Margen ohnehin schon in der Regel gering sind, verzeichnen einen deutlichen Margenrückgang. Die nächsten Quartale werden vermutlich ein noch deutlicheres (schlechteres) Bild zeichnen. Auch bei etlichen Firmen unseres Portfolios, die physische Güter herstellen, geraten die (hohen) Margen angesichts der gewaltigen und historisch beispiellosen Kostenexplosion unter Druck. Jedoch können unsere wettbewerbsüberlegenen Firmen den Margendruck zumindest begrenzen oder gar kompensieren. Trotz der enormen Anpassungsfähigkeit unserer produzierenden Portfoliounternehmen, der hohen Preissetzungsmacht und des stetig verbesserten Preis/Mix sowie der Effizienzgewinne besteht für die vermutlich nächsten Quartale operativ kein Anlass zu Optimismus. Im Gegenteil: Der Wind ist rau, sehr rau. Aber vor allem die Lieferkettenproblematik und somit die Margenbremse ist temporär. Die Dauer können wir selbstverständlich nicht vorhersehen. Aber die Lieferkettenstörung wird irgendwann oder alsbald vorübergehen / sich abschwächen, während bei unseren Firmen die Skaleneffekte aus Anpassungen und die höhere Effizienz bleiben. Bis dahin können wir auf die Resilienz und die hohen Margendruck begrenzende Preissetzungsmacht unserer produzierenden Portfoliofirmen setzen. Wie immer, bei Gegenwind oder gar Sturm, auch durch eine mögliche Rezession bedingt, sitzen wir gerne geschützt hinter einer Mauer. Und Firmen wie z. B. Danaher oder unsere Consumer Techs wachsen und wachsen und das bei angemessenen, teils sogar günstigen Bewertungen.

Und der Inflationsschutz? Die langfristige Entwicklung des unternehmerischen Gewinns, Free Cash Flow, bestimmt die langfristige Entwicklung des Unternehmenswertes. Durch die Steigerung des Unternehmenswertes steigt langfristig, eine angemessene Bewertung vorausgesetzt, auch der Aktienkurs. So entsteht – neben der erhöhten Dividende – langfristiger Inflationsschutz. Und der erwähnte unternehmerische Gewinn und dessen Wachstum wird wesentlich von der geringen Kapitalintensität und hohen Skaleneffekten des Geschäftsmodells, einer überschaubaren Wettbewerbsintensität, tiefen „Burggräben“ des Geschäftsmodells bedingt durch beständige und hohe Innovationskraft, starke Marken, Patente usw., kurzum, Preissetzungsmacht, positiv bestimmt. Genau das bringen unsere Portfoliounternehmen mit.

Der Fondsmanager und Administrator

Dominikus Wagner



Die Themen: I. Adobe, Church & Dwight II. Neugigkeiten III. Performance Update IV. Krieg und Lockdowns | OI- und Rüstungsaktien in den Unternehmerfonds?

Die Themen: I. Microsoft, Nestlé II. Neugigkeiten III. Performance Update IV. Der Ukraine-Krieg und die Folgen für die Unternehmerfonds

Zum Investorenbrief April Zum Investorenbrief März

Website Zu den Wagner & Florack Unternehmerfonds

Factsheet Wagner & Florack Unternehmerfonds I

Haben Sie noch Fragen? Kontaktieren Sie uns!

Kontakt

Würde Ihnen dieser Newsletter weitergeleitet? Jetzt abonnieren

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

Wichtige Hinweise: Dieses Veröffentlichung dient unter anderem der Werbemitteilung und ausschließlich Informationszwecken. Sie stellt keine Empfehlung oder

zur Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen beinhalten keine Analyse und keine Bewertung. 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, Bereitstellung zum Abrufen oder Online-

Zugänglichmachung der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in Verbindung mit anderen oder unverändert oder in Form einer Nachdruckveröffentlichung

Zustimmung von Wagner & Florack zulässig. Die Bilddrechte der Fotos obliegen Microsoft, Rational sowie Shutterstock.

© 2022 Wagner & Florack Vermögensverwaltung AG