UNTERNEHMERFONDS
WAGNER & FLORACK

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren.

Dezember 2022

I. Viel Licht, aber auch Schatten?

Berichtssaison Teil 2

Die langfristige Entwicklung des unternehmerischen Gewinns, Free Cash Flow, ist von entscheidender Bedeutung. Denn der Free Cash Flow bestimmt die langfristige Entwicklung des Unternehmenswertes und somit nachgelagert dann ebenfalls den Aktienkurs der Firma. Daher untersuchen wir fortlaufend durch z. B. Analyse der Quartals- und Geschäftsberichte die ökonomische Ratio und operativen Treiber, die der Entwicklung der Free Cash Flows jeweils zugrunde liegen. Es gilt für uns grundsätzlich die jeweiligen Geschäftsmodelle, die Burggräben um das Geschäft herum und deren Veränderung zu verstehen und insbesondere über Risiken nachzudenken. Und nicht erst dann, wenn sich die Rahmenbedingungen verschlechtern oder verschlechtert haben. Aktuell schauen wir mit Argusaugen darauf, wie unsere Unternehmen, deren Wettbewerber und auch Firmen, an denen wir nicht beteiligt sind, dem Sturm aus z. B. Inflation und konjunktureller Abschwächung trotzen und ob unsere Investmentthesen zu unseren Portfoliofirmen intakt sind. Die zurückliegende Berichtssaison war diesbezüglich besonders aufschlussreich. In unserem ersten Teil zur Berichtssaison haben wir anhand von **Procter & Gamble, Colgate-Palmolive, Alphabet, Microsoft, Visa, Adobe und Apple** bereits aufgezeigt, dass erstklassige Firmen selbst unter schwierigen Rahmenbedingungen in der Lage sind, ordentlich bis sehr stark zu wachsen. Werfen wir folgend in unserem zweiten Teil zur Berichtssaison einen kritischen Blick auf eine Reihe weiterer Portfoliounternehmen.

Viel Licht, aber auch Schatten? Teil 2

Danaher weiterhin beeindruckend

Danaher verzeichnet auch im dritten Quartal 2022 ein sehr gutes Ergebnis, das Umsatzwachstum ist robust dynamisch und die Margen sehr hoch. So hat sich das *organische Umsatzwachstum (oW)* gegenüber dem sehr guten zweiten Quartal nochmals um +10% auf 7,66 Mrd. USD leicht beschleunigt und liegt damit nun auch leicht über der Guidance, die im hohen einstelligen Bereich erwartet wurde, sowie über dem Analysten-Konsens. Eine Schwäche im Konzerngeschäft ist nicht auszumachen, alle Geschäftsbereiche und Absatzregionen legen solide bis stark zu. Zudem wächst das Unternehmen in den beiden Hauptgeschäftsfeldern *Life Science* und

Diagnostics weiterhin schneller als die Wettbewerber.

Was verbirgt sich hinter diesen beiden Geschäftsfeldern, was macht Danaher? Der Bereich "Life Science" besteht aus erstens *Bioproccessing*, in welchem die Danaher-Töchter Cytiva und Pall mit ihren *kompletten* Produktionsanlagen die gesamte Wertschöpfungskette für die Herstellung von Medikamenten und Impfstoffen abdecken. Zweitens bedient Danaher mit seinen Töchtern wie z. B. Beckman Coulter, Sciex, Leica Microsystems und anderen das Segment der Messgeräte und -instrumente, Verbrauchsmaterialien und Software für die Pharma- und Biotech-Forschung. Mit der Auftragsherstellung und wissenschaftlichen Dienstleistungen zur Antikörpergenerierung, Proteinherstellung und Plasmid-DNA-Produktion ist Danaher drittens mit seiner Tochter Aldevron im Genomics-Geschäft erfolgreich aktiv. Im Geschäftsbereich *Life Science* wächst Danaher im dritten Quartal mit einem oW von +8% auf 3,78 Mrd. USD.

Der zweite große Geschäftsbereich, "Diagnostics", in welchem Danaher mit seinen Töchtern Beckman Coulter, Cepheid, Leica Microsystems und Radiometer Messgeräte/-instrumente, Verbrauchsmaterialien, Tests und Software für medizinische Labore und Krankenhäuser anbietet, ist mit +13,5% im dritten Quartal 2022 organisch gewachsen.

Warum Danaher ein Portfoliounternehmen mit einer der höchsten Gewichtungen im *Unternehmerfonds* und *Unternehmerfonds flex* ist:

Danaher bedient mehrere säkulare Wachstumstrends mit strukturell hoher Absatzrobustheit ganz hervorragend und erzielt dabei zuverlässig sehr hohe und langfristig steigende Margen (operative Marge *Life Science* Q3: 27,8%; *Diagnostics*: 28,4%; Konzernebene: 26,3%). Mit seinem branchenführend hohen F&E-Budget, seinem Kaizen basierten „Danaher Business System" und seiner effizienten M&A Execution sichert Danaher seine starke Marktposition brillant ab.

Und Danaher steht unseres Erachtens - wie die Top-Technologiefirmen von Alphabet bis Microsoft - erst am Anfang eines noch höheren Wachstumspfades, da es Danaher mit seiner ständigen Wandlungsbereitschaft und dem erwähnten „Danaher Business System" gelingt, sich permanent neue Wachstumsgeschäfte zu erschließen und dabei die ohnehin schon hohen Margen weiter zu erhöhen. So erschließt sich, warum der Free Cash Flow, der im dritten Quartal 1,7 Mrd. USD sowie 5,2 Mrd. USD in den ersten neun Monaten (9M) beträgt, über die letzten Jahre rasant anstieg und weiter ansteigen wird, und warum die Free Cash Flow-Marge (Q3: 22,6%; 9M: 22,3%) hoch ist, ebenso wie die Verzinsung des eingesetzten Kapitals.

Outstanding

Der Blick auf die Umsatzentwicklung des französischen Luxusgüterherstellers **Hermès** in Q3/2022 offenbart: Diese Firma ragt selbst unter den weltbesten Unternehmen beständig heraus! Mit einem *organischem Umsatzwachstum (oW) von +24,3%* auf 3,14 Mrd. EUR übertrifft Hermès sogar leicht das äußerst dynamische erste Halbjahr (+23,2% oW). Dabei legen alle Absatzregionen zweistellig zu. Treiber bleibt der größte Absatzmarkt Asien mit +31,7% oW auf 1,85 Mrd. EUR, gefolgt von Amerika mit +18,1% oW auf 536 Mio. EUR, aber auch Europa mit +11,7% oW auf 700 Mio. EUR. In Europa dürften US-Touristen den gegenüber dem Euro starken US-Dollar für Käufe genutzt haben. Trotz dieses Rückenwindes für Europa dokumentieren die Zahlen – und nicht nur die von Hermès – deutlich, dass die größten Wachstumsraten in Asien und Amerika zu erzielen sind und leider nicht in Europa.
Bis auf das kleinste Produktsegment Parfüm (+7,4% oW auf 113 Mio. EUR) wachsen alle Produktsegmente von Hermès zweistellig:

Zum einen das größte Konzerngeschäft, die Lederwaren, mit verlässlich hohem

organischen Wachstum von +13,2% auf 1,3 Mrd. EUR, zum anderen das Geschäft mit Uhren mit einem organischen Umsatzwachstum von sage und schreibe +55,2% auf 139 Mio. EUR sowie das zweitgrößte Konzerngeschäft mit Ready-to-wear/Accessories (wie Gürtel, Handschuhe, Schuhe, Hüte und Kostüm-Schmuck) mit wiederum sage und schreibe +42% auf 919 Mio. EUR. Alle anderen Produktsegmente wachsen jeweils größer als 22%, dazu zählen Schmuck, Hermès Home inkl. Jacht-Interieur sowie Seidenschals/Textilien.

Bedenkt man, dass Hermès im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres mit einer *operativen Marge* von 42,1% und einer *Free Cash Flow-Marge* von 30,4% Rekordwerte erreicht hat, ist auch für das gesamte Geschäftsjahr von einem ausgezeichneten Ergebnis auszugehen. Und das vierte Quartal, das das Weihnachtsgeschäft umfasst und welches bei Hermès stark ausfallen dürfte, steht noch aus. Eine Konsumzurückhaltung nach Luxus-Gütern ist angesichts der schwächelnden Konjunktur und der hohen Inflation bei den wirklich Wohlhabenden nicht zu beobachten, schon gar nicht bei Hermès mit seiner einzigartigen Marke. Im Gegenteil.

Luxus bleibt gefragt

Die Umsatzzahlen von **L'Oréal** sind erfreulich. Das *organische Umsatzwachstum (oW)* im dritten Quartal 2022 legt um +9,1% auf 9,58 Mrd. EUR zu. Eigentlich sogar um +10,1% oW, allerdings ist ein Teil der Umsätze aus dem asiatischem Luxus-Reisegeschäft zum 1.7. bilanziell umgeschichtet worden, weshalb das oW in Q2 110 bps höher und dafür in Q3 100 bps niedriger ausfällt. Das Umsatzwachstum ist insofern beachtlich, als dass die temporären Lockdowns in China sowie der lieferkettenbedingte Vorproduktmangel (vor allem bei Parfüm-Fläschchen/-Verpackungen) zu berücksichtigen sind, die beide das Luxus-Geschäft gebremst haben.

Aber „Luxus" bleibt auch weiterhin gefragt: Das Luxus-Segment ist um +4,6% organisch auf 3,61 Mrd. EUR gewachsen (ohne Bilanz-Umbuchung wären es +5,6% oW gewesen), vor allem während der weltweit lockdownfreien Zeiten, besonders im September, sind hier die Umsätze insbesondere mit den Marken Lancôme, Helena Rubinstein und Yves Saint Laurent gestiegen (sogar mit Rekord-Marktanteilen in China). Auch Active Cosmetics mit seinen Hautpflegeprodukten legt wie seit Jahren besonders dynamisch mit +26% oW auf 1,32 Mrd. EUR zu (hier sind Vichy, La Roche, CeRaVe und Biotherm die Top-Marken).

Consumer Products und seine Top-Marken L'Oréal Paris, Garnier, Maybelline und Nyx wachsen wie schon in H1 erneut sehr stark mit +10% oW auf 3,55 Mrd. EUR und die Professional/Friseur-Sparte wächst solide mit +4,3% oW auf 1,09 Mrd. EUR (Treiber hier sind Kérastase, Redken, Biotherm und L'Oréal Professionnel).

Alle Absatzregionen haben im hohen einstelligen bis zweistelligen Bereich zugelegt, wobei das Wachstum in China wegen der Lockdowns diesmal etwas softer ausfällt. Das höchste organische Wachstum weisen nach wie vor die E-Commerce-Vertriebskanäle auf, die weiter über 20% zulegen (Umsatzanteil im Konzern über 30%).

Unser Portfoliounternehmen **Beiersdorf** liefert, wie schon das ganze Jahr über, auch im dritten Quartal 2022 mit einem organischen Umsatzwachstum von +12,3% ausgezeichnete Zahlen. Sehr erfreulich ist auch das Wachstum in China, wo Beiersdorf konsequent auf das Online-Geschäft, die Eroberung von *white spots*, die höherwertige Positionierung von Nivea, Eucerin und La Prairie setzt und damit trotz Lockdowns sehr erfolgreich ist. Auch alle anderen Absatzregionen sowie alle Geschäftssegmente, tesa inklusive, in allen Absatzindustrien verzeichnen ein starkes Wachstum. Der Konzern hebt seine Prognose für das organische Umsatzwachstum auf 9%-10% an (zuvor: mittlerer einstelliger Bereich), die Guidance für die *operative Marge* liegt auf Vorjahresniveau bei ca. 13%, trotz der auch weiterhin hohen Rohstoff- und Transportkosten.

Darüber hinaus wirkt auch das Effizienz- und Wachstumsprogramm *Care+,* das den Free Cash Flow aktuell und noch für eine absehbare Zeit geplant niedrig hält, immer stärker: Erhöhte Prozesseffizienz und Rationalisierung der Supply Chain, Eroberung von *white spots* (gerade in den Wachstumsmärkten USA, Asien und Lateinamerika – regional und Vertriebskanäle), wo Beiersdorf ein kleinerer Akteur mit viel Potential ist, sowie der Fokus auf den Online-Vertrieb, was gerade zur online-affinen Kundschaft bei der Hautpflege gut passt (wie L'Oréal brillant zeigt).

CEO Warnery weiß mit Care+ sehr gut umzugehen, welches er zwar bereits als Vorstandsmitglied selbst mitentwickelt hat, allerdings auch eigene Hebel anzusetzen weiß. Unseres Erachtens wird er einen noch stärkeren Fokus auf F&E setzen, echte Durchbruchs-Innovationen in der Hautpflege (gerade die Pigmentflecken-Thematik) vorantreiben sowie sich noch stärker auf höherwertige Hautpflege und eine höherwertige Positionierung (insbesondere von Nivea) konzentrieren.

Technologiefirma Sonova

Hörgeräte werden offensichtlich als diskretionäre Güter wahrgenommen. **Sonova**, Weltmarktführer für Hörgeräte aller Art mit Sitz in der Schweiz, weist in H1/2022/23 ein verhaltenes *organisches Umsatzwachstum (oW)* von +5% auf 1,9 Mrd. CHF aus. Grund hierfür ist die Kaufzurückhaltung, vor allem bei höherwertigeren Produkten im US-Markt, was laut Management auch bis in H2 so bleiben soll. Die Prognose des oW für das Geschäftsjahr wird daher auf das untere Ende der prognostizierten Wachstumsspanne gesenkt.

Der Kauf von Hörgeräten wird aber derzeit nur nach hinten verschoben, nicht gänzlich aufgehoben werden, weil es dafür ein zu wichtiges Produkt ist. Im ersten Halbjahr hat sich die *Free-Cash-Flow-Marge* auf rund 10% halbiert, die um net working capital-Effekte *bereinigte Free Cash Flow-Marge* beträgt dagegen schon deutlich höhere 17,7%; das heißt, der Haupteffekt des Rückgangs der berichteten Free Cash Flow-Marge ist die net working capital-Veränderung, also höhere Beschaffungskosten und/oder größere Lagerhaltung wegen der gestörten Lieferkette. Das Delta zu der meist üblichen Marge um/über 20% sind im Wesentlichen die höheren Beschaffungskosten, der stärkere Schweizer Franken, die niedrigeren Volumenskalen, der schlechtere Produktmix wegen Kaufzurückhaltung im US-Markt sowie diversere M&A-Projekte (in China sowie für das Retailgeschäft Alpaca in den USA und Sennheiser in Deutschland).

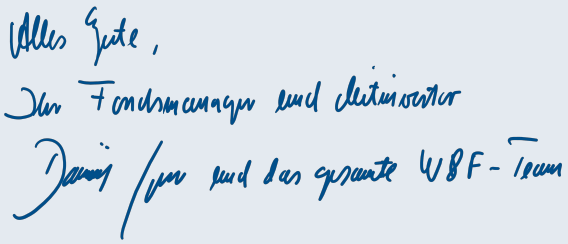
Sonova ist eine echte Technologiefirma. Denn Sonovas Hörgeräte und implantierbare Hörsysteme sind hochleistungsfähige und hochinnovative High-Tech-Geräte, die zudem fortlaufend verbessert werden. Dies ist der Grund, warum Sonovas High-Tech-Produkte von den Konsumenten stark nachgefragt werden, obwohl sie hochpreisig sind. Neben der Innovationsführerschaft und der hohen Produktqualität profitiert Sonova zudem von den stark alternden Gesellschaften in Westeuropa, den USA und China.

Conclusio der Berichtssaison: Viel Licht und ein wenig Schatten,

der aber aufgrund der sich deutlich eingetrübten Konjunktur, des heftigen Gegenwindes aus Inputkosteninflation / Lieferkettenproblemen und teils heftigen Gegenwindes aus Währungen zu erwarten war, im Normbereich liegt und zudem nur temporär ist.

Die abgelaufene Berichtssaison zeigt zum einen die enorme Resilienz und zum anderen die beeindruckende Wettbewerbsüberlegenheit unserer Portfoliounternehmen. Eine sich möglicherweise weiter eintrübende Konjunktur und möglicherweise weiter stark schwankende Kapitalmärkte brauchen uns nicht allzu sehr irritieren. Unsere Portfoliofirmen haben gezeigt und werden auch weiterhin zeigen, dass sie in der Lage sind, selbst unter schwierigen Rahmenbedingungen ordentlich bis sehr stark zu wachsen und dabei immer mehr zu verdienen. In Kombination mit der Tatsache, dass etliche Portfoliounternehmen günstig bewertet sind, ist der Nährboden für einen *langfristigen* Investmenterfolg sehr gut.

Ich wünsche Ihnen und Ihren Lieben im Namen des Unternehmerfonds- und des gesamten Wagner & Florack-Teams frohe und gesegnete Weihnachten und einen guten Rutsch in ein hoffentlich friedvolles neues Jahr mit viel Glück, Gesundheit und Zufriedenheit. Wir danken herzlich für die vertrauensvolle Zusammenarbeit, die gute Partnerschaft und Ihre Verbundenheit!



Dominikus Wagner

Glossar:
FY = Financial Year
FYe = expected Financial Year
H1, H2 = Halbjahr 1, Halbjahr 2
oW = organisches Umsatzwachstum
Q1, Q2 usw. = Quartal 1, Quartal 2 usw.

II. Neuigkeiten

Diskussion: Gibt es sinnvolle Alternativen zu Aktien?

Im „Frankfurter Kreis“ diskutierten u.a. darüber Hubertus Clausius (Seahawk), Stefan Riße (Acatis), Karl Safft (Seilern) und Dominikus Wagner.

Zum Video (Dauer 5:43 min)

III. Performance Update

	Wagner & Florack Unternehmerfonds					Morningstar Peer Group Global Large-Cap Blend Equity				
	Performance	Performance p.a.	Volatilität	Sharpe Ratio	Alpha*	Performance	Performance p.a.	Volatilität	Sharpe Ratio	Alpha*
3 Jahre (30.11.22)	14,7%	4,7%	14,2%	0,4	-1,5% p. a.	21,2%	6,6%	16,4%	0,5	-2,4% p. a.
5 Jahre (30.11.22)	48,8%	8,3%	13,0%	0,7	1,2% p. a.	39,9%	6,9%	14,7%	0,6	-2,6% p. a.
2022 YTD (30.11.22)	-15,3%	-	-	-	-	-8,9%	-	-	-	-
2021	25,9%	-	11,3%	-	-	25,7%	-	7,5%	-	-
2020	6,8%	-	14,7%	-	-	4,5%	-	22,1%	-	-
2019	29,6%	-	8,6%	-	-	26,1%	-	10,4%	-	-
2018	0,0%	-	12,1%	-	-	-7,9%	-	12,2%	-	-
2017	11,1%	-	7,9%	-	-	8,2%	-	6,0%	-	-

Quelle: KVG

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

*Pro Einheit Volatilität (/Risiko) ist die Rendite des Unternehmerfonds auf 5 Jahre gut 26% höher als bei der Morningstar Peer Group ‚Global Large-Cap Blend Equity' (Sharpe Ratio 0,71/0,56). Die risikoadjustierte Outperformance des Unternehmerfonds verdeutlicht ebenso das Alpha von 1,2% p.a. auf 5 Jahre (Berechnungsbasis zum Index (MSCI World NR EUR) und Euribor 1M (risikofreier Zins)).

Quelle: KVG

„Time is the friend of a good company."
(Warren Buffett)

SCOPE (B) Fonds Rating November 2022

ESG FUND RATING RATED BY ISS ESG

2022 BOUTIQUEN AWARDS Gewinner der Kategorie ANLEGERKOMMUNIKATION

Die Themen:
I. Bullenmarkt oder Bärenmarktrallye?
II. Neuigkeiten
III. Performance Update

Zum Investorenbrief November

Die Themen:
I. Vorsicht bei Immobilien-Aktien
II. Neuigkeiten
III. Performance Update
IV. Kurzfristige Kaffeesatzleserei | Einordnung des Kapitalmarktumfeldes

Zum Investorenbrief Oktober

Website

Zu den Wagner & Florack Unternehmerfonds

Factsheet

Wagner & Florack Unternehmerfonds I

Eigentümerleitfaden

Zu unserem Eigentümerleitfaden

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 Shutterstock sowie Danaher, Hermès, L'Oréal und Beiersdorf.

© 2022 Wagner & Florack Vermögensverwaltung AG