

Rational (SDAX)

Bei Kursen um € 275 abzustauben, wäre eine feine Sache

„Für kaum ein Unternehmen an der Börse trifft die alte Wahrheit, dass Qualität ihren Preis hat, so sehr zu wie auf Rational“, lautete der Eingangssatz im NJ 11/14. Seitdem hat Rational in kürzester Zeit bei der Marktkapitalisierung nicht nur die Marke von € 3 Mrd., sondern auch gleich € 4 Mrd. durchstoßen. Keine Überraschung für uns, aber Grund genug, der Rational AG eine Titelgeschichte zu widmen, denn ein Ende der Erfolgsstory ist weit und breit nicht in Sicht.

Obwohl die Rational AG nach fundamentalen Bewertungskriterien stark überteuert wirkt, raten wir weiterhin, Kursschwächen zum Einstieg bzw. Aufstocken zu nutzen. Grund: Der Weltmarktführer erwirtschaftet eine konstante EBIT-Marge von 26 bis 29 %, verfügt über ein freies Kundenpotenzial von geschätzt 90 % und dominiert jeglichen Wettbewerber. Beim Blick auf den Zehnjahres-Chart fällt auf, dass die jährliche Rendite einschließlich Dividenden bei mehr als 20 % liegt. Diese Performance sucht auf dem deutschen Kurszettel ihresgleichen. Auch lässt sich daraus ein möglicher Handelsansatz ableiten. Seit dem Jahr 2009 ist die Aktie nicht mehr nachhaltig unter die 200-Tage-Linie gefallen. Zuletzt war das im Jahr 2008, dem Jahr der Finanzkrise, der Fall. Aktuell notiert sie sehr deutlich oberhalb der 200-Tage-Linie, ein Kursrückschlag auf etwa € 275 wäre demnach ein attraktives Einstiegsniveau. Das deckt sich auch mit unserer Trendgeraden, die einen Einstieg auf diesem Kursniveau nahelegt. Wie das Chartbild signa-

liert, gab es in den vergangenen Jahren immer wieder ausreichend Gelegenheit, zu Kursen auf dem Niveau der 200-Tage-Linie einzusteigen. Allerdings ist Geduld gefragt, um mit einem Abstauberlimit bei € 275 zum Zuge zu kommen.

Was macht den Erfolg aus?

Genau diese Frage stellte der Vorstandsvorsitzende Dr. Peter Stadelmann (s. Interview S. 10) in der HV am 29.04.2015 und beantwortete sie in seiner Eingangsrede ausführlich mit dem klar definierten Unternehmensleitbild. Die Aktienkursentwicklung ist letztlich Spiegelbild der nachhaltig intakten Philosophie. Oberstes Unternehmensziel und Pflicht ist der Kundennutzen gefolgt von der klaren Fokussierung auf ein Produkt und die damit einhergehende Spezialisierung. Der Schweizer, Volkswirt und promovierter Betriebswirt war, bevor er zu Rational kam, 20 Jahre in führenden Funktionen für das renommierte Malik Management Zentrum in St. Gallen tätig. „Unternehmensziel ist nicht, Gewinn zu erzielen, nicht, Arbeitsplätze zu steigern, nicht, die Mitarbeiterzufriedenheit, sondern einzig und allein, aus Kundensicht den Wettbewerb anzuführen. Alles andere ergibt sich daraus. Wir sind überzeugt, wenn wir das richtige Ziel ansteuern, kommt es zu einem Sog des Marktes nach unseren Produkten. Der Markt arbeitet dann nachgelagert für uns. Unsere Kunden sind die Apostel unserer Produkte, 83 % von ihnen empfehlen uns uneingeschränkt weiter.“

Gelebte Rundumbetreuung

Nach diesem zugegeben mantraartig vorgetragenen Statement lächelte Stadelmann: „Neue Mitarbeiter können das nicht glauben, merken dann doch recht schnell, dass wir das Leitbild wirklich so meinen.“ Lieber nehmen wir temporär einen Verlust in Kauf, als einen Kunden suboptimal zu bedienen. 300 Mitarbeiter sind professionelle Köche und sorgen neben fortlaufenden Innovationen für eine Rundumbetreuung der Kunden vor Ort, während und nach dem Kaufabschluss. 2014 nahmen 86 000 Interessenten an Live-Garen-Demonstrationen teil. Jeder Käufer erhält für sein Personal kostenlose Einführungen vor Ort, Zugang zu einer 24/7-Hotline sowie kostenlose Basisseminare zur Ausbildung. Ergänzend bietet Rational seit diesem Jahr kostenpflichtige Spezialseminare zur Weiterbildung an.

Klare Fokussierung, kaum Fluktuation

„Die Fokussierung und die damit einhergehende Spezialisierung dienen der Konzentration auf das immer Gleiche und auf das immer mehr von dem Gleichen“, so Stadelmann. Die Fertigungstiefe wird bei hoher Loyalität mit langfristigen Lieferantenpartnern bewusst niedrig gehalten und ermöglicht so die mit einer Rohertragsmarge von 61 % hohe Wertschöpfung. Das wenig kapitalintensive Geschäftsmodell kann sich daher ganz auf den potenziellen Kunden konzentrieren. Und das ist jeder Betrieb mit mehr als 30 Essen am Tag. Neben Restaurants, Firmenkantinen, Krankenhäusern, Schulen, Gefängnissen, Bäckern etc. bieten aktuell auch immer mehr

Rational AG, Landsberg am Lech

Telefon: 08191/327-2209

Internet: www.rational-online.com

ISIN DE0007010803,

11.37 Mio. Stückaktien, AK € 11.37 Mio.

KGV 2015e 34, KBV 11.8 (3/15)

Börsenwert: € 4.01 Mrd.

Kurs am 20.05.2015:

€ 352.75 (Xetra), 357.20 H / 212.85 T

Aktionäre: Siegfried Meister 62.9 %,

Aufsichtsrat 8 %, Streubesitz 29.1 %

Kennzahlen	2014	2013
Umsatz	496.7 Mio.	461.1 Mio.
EBIT	145.2 Mio.	128.3 Mio.
Jahresergebnis	110.1 Mio.	97.2 Mio.
Ergebnis je Aktie	9.68	8.55
EK-Quote	73.4 %	71.3 %



Die Aktie der Rational AG hat ihre Tauglichkeit als Daueranlage längst bewiesen.

FAZIT: Mit Qualität lässt sich viel Geld verdienen, wie der Blick auf die Kursentwicklung der **Rational AG** belegt. Seit dem Börsengang 2000 ist der Kurs im Durchschnitt um 18 % pro Jahr gestiegen. Summiert man die ausgeschütteten Dividenden dazu, erhöht sich der Zuwachs gar auf 21 % pro Jahr. Diese schon mehrfach zitierte Aussage gilt, so unglaublich es klingt, bis zum heutigen Tag. Blickt man auf die heimischen Indizes, ist festzustellen, dass dort Rational inzwischen die teuerste deutsche Aktie ist, nachdem zuletzt sogar der (schweizerische) Highflyer BB Biotech deutlich abgehängt wurde. Auf lange Sicht könnte die Aktie der Rational AG möglicherweise sogar vierstellig notieren, denn auch künftig soll weder mit Gratisaktien noch mit einem Aktiensplit künstlich auf die optische Kursentwicklung Einfluss genommen werden. **AM/CS**

Supermärkte warmes Essen an. Stadelmann schätzt, dass das weltweite Potenzial bei Combi-Dämpfern (inklusive Wettbewerbern) zu 30 % und bei VarioCooking-Centern erst zu 1 % ausgeschöpft ist. „Der Markt wächst und wird nie aussterben. Wir konzentrieren uns auf ein menschliches Grundbedürfnis. Daher spüren wir im Vergleich zu anderen Branchen nur eine geringe konjunkturelle Abhängigkeit.“ Die Geräte werden in Einzelfertigung just in time gebaut. Ein Mitarbeiter fertigt nach Kundenwunsch und steht mit seinem Namensschild für sein Produkt. Nach einer aktuellen Veröffentlichung in der FAZ vom 27.04.2015 können sich deutschlandweit nur 15 % der Mitarbeiter für das eigene Unternehmen begeistern. Bei Rational bekennen sich 92 % der Mitarbeiter mit Stolz zu ihrem Arbeitsplatz. Entsprechend gering ist die Fluktuation.

Stetige Marktbesetzung

Um das stetige Wachstum logistisch unterfüttern zu können, wurde im Juli 2014 in Landsberg ein neues Serviceteilecenter mit 7700 Quadratmetern fertiggestellt und sichert nun weltweit die termingerechte Materialversorgung. In Singapur, Kolumbien und in der Türkei wurden 2014 neue Kompetenzzentren eröffnet, da die Landsberger in diesen Regionen besonders starke Wachstumsmöglichkeiten sehen. Für eine kleine Sonderkonjunktur sorgte in Großbritannien ein neues Gesetz zur Schulküchenverpflegung. Die Umsätze in Spanien und Italien zogen ebenfalls erfreulich an und konnten den rückläufigen Markt in Russland kompensieren. Das mit Abstand größte Potenzial bieten jedoch die USA mit ihrer großen Kettengastronomie. Hier

konnte Rational im Jahr 2014 zweistellig zulegen, da auch dort die Technologie zunehmend bekannter wird. Bei einer Live-einblendung ins Weiße Haus während des Super-Bowl-Finales stand Barack Obama in der Küche, gut erkennbar vor Geräten von Rational. Auch am amerikanischen Kapitalmarkt zeigt Rational Flagge und wird dort in Form von ADR gehandelt. Das noch junge VarioCooking-Segment Frima beschleunigte 2014 nicht nur beim Wachstum, sondern holte auch bei der Rendite deutlich auf. Die Marge von Frima stieg auf 17 (10) %. Mit zunehmendem Ausstoß und sinkenden Fixkosten wird es hier weiter nach oben gehen, so Stadelmann.

F&E-Kosten gehen direkt in den Aufwand

In Summe konnte Rational im Jahr 2014 den Umsatz um 8 % auf € 496.7 (461.1) Mio. steigern. Der Auslandsumsatz blieb mit 87 % konstant. Das EBIT verbesserte sich überproportional um 13.2 % auf € 145.2 (128.3) Mio. Die um 15 % ebenfalls gestiegenen Forschungs- und Entwicklungskosten in Höhe von € 19.1 (16.7) Mio. werden nicht aktiviert, sondern sofort in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Der Jahresüberschuss von € 110.1 (97.2) Mio. übertraf das Vorjahr um 13 % und entsprach einem Gewinn je Aktie von € 9.68 (8.55). Die liquiden Mittel stellen mit ca. 50 % die größte Position in der Bilanz. In der HV zeigten sich die Aktionäre mit einer Ausschüttungsquote von 70 % zufrieden. Die Dividende stieg auf € 6.80 (6.-). Leichtes Murren verursachte bei einigen Aktionären jedoch der Punkt 10 der



Die Erfolgsgeschichte von Rational macht Appetit auf höhere Kurse.

Tagesordnung. Die Großaktionäre Meister und Kurtz erneuerten hier ein bestehendes Sonderrecht bei der künftigen Entsendung in den Aufsichtsrat, nachdem dieser von drei auf sechs Mitglieder erweitert worden war.

Hervorragender Jahresauftakt

Der intakte Wachstumstrend von Rational lässt sich eindrucksvoll an den jüngst veröffentlichten Zahlen zum ersten Quartal 2015 ablesen. Der Umsatz konnte um 24 % auf € 124.7 (100.8) Mio. gesteigert werden. Auch währungsbereinigt fiel das Plus mit 19 % durchaus beeindruckend aus. Das EBIT legte währungsbereinigt um 69 % auf € 35 (20.7) Mio. zu und das Ergebnis je Aktie um 70 % auf € 2.34 (1.38). Der Boden für die nächste Dividendenerhöhung wird also gerade bestellt. Der Umsatz dürfte sich im Gesamtjahr 2015 der Marke von € 550 Mio. annähern, das Ergebnis je Aktie über € 10 klettern. Damit ist die Aktie mit einem KGV 2015e von mehr als 30 sicher kein Schnäppchen mehr. Bezogen auf unser favorisiertes Einstiegsniveau von € 275 errechnet sich ein KGV 2015e von 27. Da die EBIT-Margen ebenfalls langfristig um diesen Wert schwanken, scheint uns diese Vorgehensweise vertretbar zu sein.

Andreas Mitteldorf/
Carsten Stern

Seit 10 Jahren beträgt die jährliche Rendite mehr als 20 %



Rational

„Wir sind der Konkurrenz um fünf bis sieben Jahre voraus“

Seit Jahren eilt die Rational AG von Erfolg zu Erfolg. Die Aktie hat diese Entwicklung nachvollzogen. Über die Perspektiven für die nächsten Jahre und vorhandene Kurschancen sprach das Nebenwerte-Journal mit dem Vorstandsvorsitzenden Dr. Peter Stadelmann.

NJ: Herr Dr. Stadelmann, seit Jahren glänzt Rational mit deutlich zweistelligen EBIT-Margen. Das ruft im Normalfall schnell Nachahmer auf den Plan, die günstiger anbieten und so einen Margenverfall einleiten. Warum passiert das bei Rational nicht? Ist Ihre Technologie so einzigartig, dass sie niemand nachbauen kann?

Stadelmann: Was wir wissen, ist folgendes: Unsere Wettbewerber kaufen unsere Geräte, bauen sie auseinander und versuchen, sie zu kopieren. Die Steuerung des Garens, sprich die Software, ist ein entscheidender Unterschied zu Konkurrenzprodukten. Das kann man nicht „nachbauen“. Unser Weltmarktanteil wird auf 54 % geschätzt. D.h. jeder zweite Combi-Dämpfer ist von uns. Damit haben wir einen enormen Vorsprung beim Wissen und bei der Erfahrung von Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Combi-Dämpfern. Wir wissen viel mehr über das Garen. Unsere Produkte liefern beste Garergebnisse, sind sehr leistungsfähig, zuverlässig und ressourcenschonend. Und unsere Produkte sind nicht teurer, als die besten Produkte unserer Wettbewerber. Das macht uns in Summe bei unseren Kunden nahezu unersetzlich. Entsprechend hoch ist die Kundentreue, die wir immer wieder messen lassen. Über 90 %, die einmal bei uns gekauft haben, bestellen wieder.

NJ: Klingt so ein bisschen wie nach dem alten Focus-Slogan: Fakten, Fakten, Fakten und in Ihrem Fall immer an Kunden denken. Hört sich mir fast zu einfach an, um wahr zu sein?

Stadelmann: Ich sehe Ihnen diese Zuspitzung nach, aber im Kern macht genau dies unseren Erfolg aus. Je mehr wir uns konzentrieren, umso einfacher werden alle Prozesse und umso schneller werden wir besser. Bei Rational konzentrieren wir uns auf den Combi-Dämpfer, bei Frima, unserer Schwester, auf das VarioCooking Center. Denken Sie an einen Profikoch in einem Restaurant. Er braucht, stringent zu Ende gedacht, nur diese zwei Geräte. Beide bieten wir an und bei beiden wollen wir das für den Kunden beste Produkt liefern. Oder anders formuliert: Beim Stiften von Kundennutzen wollen wir uns von Niemandem überbieten lassen. Damit kann ein Koch seine komplette Küche betreiben und Speisen in immer gleichbleibender, hoher Qualität anbieten. Entsprechend erfolgreich läuft sein

Restaurant. Und wenn es den Kunden unserer Kunden gut geht, gilt das auch für uns. Heißt, wir machen unsere Kunden erfolgreicher in ihrem Geschäft. Und dafür belohnen sie uns mit hoher Kundentreue.

NJ: Ist die Konzentration auf nur ein Produkt nicht sogar gefährlich?

Stadelmann: Ganz im Gegenteil: Durch unseren klaren Fokus auf Combi-Dämpfer bei Rational und das Vario Cooking Center bei Frima sind wir der Konkurrenz seit Jahren um Längen voraus. Wir schätzen unseren technologischen Vorsprung auf etwa fünf bis sieben Jahre. Übrigens ersetzt jedes der beiden Geräte jeweils mehrere andere traditionelle Küchengeräte.

NJ: Fünf bis sieben Jahre technologischer Vorsprung, hierzu bitte ein Beispiel?

Stadelmann: Wir sprechen beispielsweise von sogenannter Gar-Intelligenz, an der sich unsere Konkurrenz im Übrigen seit elf Jahren bildlich gesprochen die Zähne ausbeißt. Was heißt das ganz konkret? Nehmen Sie z. B. ein Hühnchen. Es spielt für unser Gerät keine Rolle, ob das Hühnchen tiefgefroren oder angetaut in das Gerät kommt. Auch die Füllmenge macht keinen Unterschied. Das Gerät erkennt dies selbsttätig und steuert den Garprozess so, dass zum Schluss genau das gewünschte Ergebnis, sagen wir, ein Hühnchen mit goldbrauner Kruste und einer Kerntemperatur von 70 Grad Celsius, herauskommt. Und dieser Vorgang ist beliebig häufig wiederholbar. Der Koch muss nur drei Knöpfe drücken, wenn sie mir diese saloppe Formulierung durchgehen lassen.

NJ: Verstehe, dann leuchtet es auch ein, warum Ihre Aufwendungen für Forschung und Entwicklung mit immerhin 4 % vom Umsatz so hoch ausfallen?

Stadelmann: Danke für die Steilvorlage, jetzt muss ich diesen Punkt nicht irgendwo in eine meiner Antworten einfließen lassen. Das, was ich vorhin als Gar-Intelligenz bezeichnet habe, läuft in der Industrie unter dem Schlagwort Web 4.0. Das machen wir schon seit dem Jahr 2004. Natürlich ist es relativ einfach, die Temperatur im Gar-Raum zu messen. Aber daraus die Rückschlüsse für den Kochprozess zu ziehen, damit dieser immer erfolgreich verläuft, das können bisher nur wir. Daher rührt auch die hohe Kundenzufriedenheit und -treue. Daher stimmen seit Jahren unsere Zahlen.

NJ: Nun halten Ihre Geräte eine gefühlte halbe Ewigkeit, Sie haben eingangs unseres Gesprächs erwähnt, dass 33 Jahre alte Geräte aus der Anfangszeit von Rational noch heute funktionieren und auch noch im Einsatz sind. Wie wollen Sie, überspitzt formuliert, weiter



Dr. Peter Stadelmann: „Beim Stiften von Kundennutzen wollen wir uns von Niemandem überbieten lassen.“

wachsen, wenn keiner ein Ersatzgerät benötigt?

Stadelmann: Natürlich ersetzen unsere Kunden ihre Altgeräte gegen neue, weil sie z. B. leistungsfähiger sind als die vor 33 Jahren. Aber technisch funktionieren sie auch heute lange einwandfrei – das ist Kundennutzen. Ergo, wir haben ein regelmäßiges Ersatzgeschäft. Das Wachstum kommt jedoch auch aus dem Erschließen neuer Kundengruppen und Regionen. Hier denke ich an den Lebensmitteleinzelhandel, an den sich unsere neue Baking Line richtet. Wir staten z. B. die Restaurants von Ikea aus. Mit jedem neuen Möbelhaus kommt eine neue Küche. Oder denken Sie an Restaurantketten, Kantinen, Caterer und viele mehr. Anders ausgedrückt, auch der deutsche Markt ist noch nicht gesättigt. Weltweit nutzen erst 30 % einen Combi-Dämpfer, 70 % noch nicht. Beim Vario-Cooking Center sind es erst 1 %, hier liegt noch ein riesiger Markt vor uns.

NJ: Außerdem expandieren Sie international. Allerdings fielen im Jahr 2014 die Erlöse in Asien und den USA, obwohl Sie in beiden Regionen wachsen. Was hat nicht funktioniert?

Stadelmann: In den USA fehlte es 2014 u. a. an eigenen Vertriebsleuten, die in der Regel selber Köche sind. Daher ist das US-Geschäft ein wenig langsamer angelaufen. Im Q1 2015 sehen Sie einen deutlichen Aufwärtstrend, der anhalten dürfte.

NJ: Warum lesen sich Ihre Prognosen dann in der Regel so konservativ. Wäre angesichts Ihrer tadellosen Historie nicht ein bisschen mehr Optimismus angesagt?

Stadelmann: Wir wollen mit unseren Zahlen lieber positiv überraschen. Wobei ich sagen muss: Wir bereiten den Markt auch stets auf Prognoseanhebungen vor.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern