

Rational AG (SDAX)

Erneute Bestmarken beim operativen Ergebnis – Höhere Steuern verhindern Rekordgewinn – Dynamische Auslandsmärkte bieten ausreichend Potenzial

In unserem vorjährigen Bericht über die Rational AG aus dem bayerischen Landsberg am Lech (s. NJ 6/03) sahen wir beim Kurs von € 36 eine klare Unterbewertung; denn trotz steigender Gewinne führten Abgaben, vor allem von institutionellen Anlegern, in der damaligen Baissephase zu einem vorher nie gekannten niedrigen KGV von weniger als 15 und einer Dividendenrendite von 3.6 %. Diese Annahmen basierten für das Geschäftsjahr 2003 auf einem Gewinn je Aktie von € 2.60 und einer Dividende von € 1.50.

Dividende mit Jubiläumsbonus

Mit € 2.36 (2.34) blieb der Gewinn je Aktie hinter den Erwartungen zurück, doch ist der geringere Anstieg ausschließlich auf die hohe Steuerquote von 37.1 (30.6) % zurückzuführen. Dagegen liegt die Dividende mit € 1.85 (1.30) deutlich über unserer Schätzung. Aus Anlass des 30jährigen Firmenjubiläums wird ein Bonus von € 0.45 gezahlt. Bei unverändert 11.37 Mio. Aktien werden € 21.0 Mio. für die Ausschüttung benötigt, die bereits zum Jahresende 2003 mit € 47.7 (41.0) Mio. in Form von liquiden Mitteln mehr als ausreichend zur Verfügung standen.

Weltmarktanteil steigt auf 49 (47) %

Im Geschäftsjahr 2003 wuchs der Absatz

der Rational AG, „Hersteller von Combi-Dämpfern für Profi-Küchen“, um 9 % und damit stärker als in der Branche, obwohl angesichts der unsicheren konjunkturellen Lage eher Konsolidierung als Expansion angesagt war. Insbesondere in Fernost profitierte Rational mit einem Umsatzwachstum von 32 % von der dort verstärkt einsetzenden Dynamik. Der Weltmarktanteil näherte sich mit 49 (47) % der 50%-Marke an, die wahrscheinlich im laufenden Jahr fallen wird. Da bisher erst 20 % der potenziellen Küchen auf die moderne Combi-Dämpfer-Technologie umgestellt sind, kann sich das anhaltende Wachstum noch viele Jahre fortsetzen.

Starker Euro dämpft Wachstum

Der Umsatz legte jedoch nur unterproportional um 5.2 % auf € 186.6 (177.3) Mio. zu, da der starke Euro verhinderte, dass die tatsächlichen zweistelligen Zuwächse in den Landeswährungen sich im Abschluss voll auswirkten. Der Auslandsanteil erreichte 82 (81) %. Das einfache Geschäftsmodell und die Konzentration auf die thermische Zubereitung von Speisen in Groß- und Gewerbeküchen, das nicht immer von allen Börsianern verstanden wird, führt seit vielen Jahren zu hoher Ertragskraft, deren Grundlage laufende Prozessoptimierungen und Produktivitätssteigerungen sind. Gleichzeitig besteht ein strenges Kostenmanagement, so dass 2003 erneut die Ausgaben für Vertrieb, Marketing und Service gesenkt werden konnten. Als Folge erreichte das EBIT mit einem Plus von 11 % den Rekordwert von € 42.3 (38.2) Mio. Die EBIT-Marge erhöhte sich auf 22.7 (21.5) % und damit auf einen Wert, von dem viele Unternehmen nur träumen können. Um 11 % legte auch das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit auf € 42.6 (38.4) Mio. zu. Nach Steuern von € 15.8 (11.7) Mio. auf Grund von mehr Gewerbe- und Körperschaftsteuer sowie der vorjährigen Ausschüttung von KSt.-Guthaben verblieb ein Jahresüberschuss von € 26.8 (26.6) Mio., der aber immer noch eine Nettoumsatzrendite von extrem hohen 14.4 (15.0) % bedeutet.

Hervorragender Cashflow

Die geringe Anlagenintensität und das bei

minimalen Fertigungstiefe nur sehr niedrige Working Capital ermöglichte auch 2003 einen Cashflow, den der Vorstand als „hervorragend“ bezeichnet: Die € 29.8 Mio. bzw. € 2.62 (2.81) je Aktie aus dem operativen Bereich liegen nur auf Grund der hohen Steuerbelastung leicht unter dem Vorjahreswert von € 31.9 Mio. Bei Investitionen von lediglich € 6.0 (4.3) Mio. nahmen die Zahlungsmittel um € 19.8 Mio. zu.

Sehr gute Bilanzrelationen

Die sehr gute Ertragskraft der Rational AG spiegelt sich naturgemäß in den ebenfalls sehr guten Bilanzrelationen wider. Obwohl sich die Bilanzsumme auf € 128 (114) Mio. ausweitete, stieg die Eigenkapitalquote auf 70.8 (69.2) %, da sich das Eigenkapital auf € 90.6 (78.9) Mio. erhöhte. Der Jahresüberschuss und der bestehende Gewinnvortrag ergaben einen Bilanzgewinn von € 50.9 (38.0) Mio. Die Verbindlichkeiten gegenüber Banken von € 2.4 (2.9) Mio. sind zu vernachlässigen; es handelt sich um einen niedrig verzinslichen Kredit in den USA, dessen gesunkenen Wert zu einem sonstigen Ertrag von € 0.5 Mio. führte. Das Anlagevermögen von € 27.5 (26.0) Mio. sowie das Umlaufvermögen ohne Wertpapiere und Barmittel von € 48.9 (44.5) Mio. sind durch das Eigenkapital mehr als gedeckt.

Die geringe Fertigungstiefe erfordert lediglich ein Working Capital von € 37.0 (33.6) Mio., das nur 20 (19) % des Umsatzes ausmacht. Die Verzinsung des eingesetzten Kapitals, die in dem Begriff ROCE ausgedrückt wird, von unverändert 42.3 % ist ein absoluter Spitzenwert.

Wachstumsmotor Ausland

Auch wenn Deutschland 2003 mit einem Gesamtumsatzanteil von 18 % immer noch der größte Einzelmarkt der Rational AG war, hat sich hier zu Lande mit rund 70 % inzwischen ein ziemlicher Sättigungsgrad eingestellt. Dennoch sieht die Rational AG durch den Ersatzteilbedarf weiter eine große Nachfrage. Auf Grund der schwachen Konjunktur in Deutschland waren es jedoch im vergangenen Jahr vor allem die ausländischen Tochter-



Der Vorstand der Rational AG mit (v.l.) Peter Wiedemann, Dr. Günter Blaschke, Vorsitzender, und Erich Baumgärtner) leitet ein Unternehmen, das 2003 mit dem GEO-Award für seine hervorragende Qualität ausgezeichnet wurde.

gesellschaften, die einen wesentlichen Beitrag zur Stabilität der Geschäftsentwicklung leisteten. Sie wuchsen 2003 mit 10 % erneut überproportional. Außergewöhnlich erfolgreich war die Rational AG im strategisch wichtigen asiatischen Raum. Nach 32 % Umsatzplus ist Asien heute nach Europa bereits der zweitgrößte Absatzmarkt.

Erfolg durch Spezialisierung

Der Erfolg der Rational AG, nach eigenen Angaben mit großem Abstand Produktführer und ein „Erfinderunternehmen“, basiert auf einem einfachen Geschäftsmodell. Kernkompetenz des Unternehmens ist die Übertragung von Wärmeenergie auf Lebensmittel, das heißt, die Zubereitung von warmem Essen außer Haus. Es gibt auch nur eine einzige Zielgruppe: Menschen weltweit, die in Profiküchen kochen, sei es in Betriebsrestaurants, Krankenhäusern, Altenheimen, Universitäten oder Schulen, bei Fluggesellschaften, in Fast-Food-Kettenrestaurants, mittleren oder großen Restaurants, Hotels oder in der Handelsgastronomie in Kaufhäusern. 1976 erfand Rational den „Combi Dämpfer“, ein Gerät, in dem sowohl mit

Wasser als auch mit Hitze gegart werden kann und schuf damit einen neuen Weltmarkt. Seitdem verfügt das Unternehmen über 171 Patente und Patentanmeldungen rund um das Arbeiten in Profiküchen. Täglich werden weltweit über 85 Millionen Essen mit der Rational-Technologie zubereitet.

Positive Prognose für 2004

Der Vorstand der Rational AG sieht das Unternehmen auch im laufenden Jahr weiter auf Wachstumskurs. In der Bilanzpressekonferenz am 18.03.2004 in München sagte Vorstandschef Günter Blaschke, er erwarte ein zweistelliges Umsatzwachstum bei gleichzeitig zweistelligen Ergebnissesteigerung. „Vorausgesetzt die Konjunktur entwickelt sich so, wie wir uns das vorstellen, nämlich moderat positiv, und der Euro wird nicht plötzlich noch doppelt so stark.“ Für die Rational AG sei es jetzt an der Zeit, den vor drei Jahren eingeschlagenen Konsolidierungskurs zu verlassen und durchzustarten. „Unser Motto 2004 lautet: Take off,“ so Blaschke.

Neues Produkt soll Wachstum sichern

Anhaltenden Erfolg, auch in den kommen-



Die Aktien der Rational AG sind ideal für langfristig orientierte Anleger: Die Dividenden steigen und der Unternehmenswert wächst.

den Jahren, will sich das Unternehmen mit der Einführung einer völlig neuen Gartechnologie sichern. „Wir tun etwas, womit keiner rechnet“, sagte Blaschke, „wir bringen eine neue Technologie auf den Weltmarkt, eine ähnlich revolutionäre Erfindung wie unser Combi-Dämpfer, ein Quantensprung in der Gartechnologie.“ Das neue Produkt soll noch in diesem Jahr eingeführt werden, nähere Angaben zum Termin wollte Blaschke nicht machen, ebenso wenig nannte er Produktdetails. Fest steht, es wird die gegenwärtige Generation von Combi-Dämpfern ablösen und wirkt sich schon jetzt auf die Handlungsschwerpunkte 2004 aus: „Weil es nichts nützt, das beste Produkt der Erde zu haben, wenn es keiner weiß, werden wir in diesem Jahr vor allem in den Ausbau des weltweiten Vertriebsnetzwerkes investieren,“ sagte Blaschke. „Was allerdings unsere Ergebnisprognose anbelangt – da spielt das neue Produkt keine große Rolle. Umsatz und Gewinn könnten sich zwar noch weiter verbessern, es kann aber auch alles so bleiben, wie wir das bisher erwarten.“

Eva-Maria Class Klaus Hellwig

FAZIT

Das „einfache“ Geschäftsmodell der **Rational AG**, die mit aller Konsequenz nur eine Zielgruppe bedient und auf Spezialisierung statt Diversifizierung setzt, ist überaus erfolgreich und profitabel. Von den Ertragskennziffern der Rational AG kann die Mehrzahl produzierender Unternehmen nur träumen. Und warum soll Rational diesen Weg verlassen, wenn das Absatzpotenzial für Combi-Dämpfer weltweit 2.5 Mio. Küchen umfasst, von denen erst 20 % diese moderne Technologie nutzen? Vermutlich ist das Geschäftsmodell sogar zu „einfach“ für manche Marktteilnehmer; denn sonst würde der Kurs sich so wie der Gewinn entwickeln: Stetig nach oben. Die Auf- und Abschwünge der Rational-Aktie spiegeln daher keineswegs einen schwankenden Unternehmenswert und -ertrag wider, sondern die sich wandelnden Einschätzungen der Anleger. Zwar war es vor einem Jahr leicht, eine krasse Unterbewertung festzustellen und zum Kauf zu raten (s. NJ 6/03), doch sehen wir immer noch viel Potenzial für Anleger, die an ihren Aktien lange Zeit festhalten und jede Kurschwäche zum Nachkauf nutzen. Unterstützt wird diese Strategie durch ständig steigende Dividenden (€ 0.65, € 1., € 1.30, € 1.85). Die immer weiter wachsenden Gewinne werden im Unternehmen nicht komplett gebraucht, so dass sich die Ausschüttungen weiter erhöhen dürfen.