

Wachstumsunternehmen zu Value-Bewertungen!

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»The more ambitious the forecast, the less realistic, and the more likely it is to be wrong.«

(Lawrence M. Stein, US-Value-Investor)

Investieren im rezessiven Umfeld

Deutschland steckt seit zwei Jahren in der Rezession, 2023 und 2024 ist die Wirtschaft hierzulande geschrumpft. Das hat es in der deutschen Nachkriegsgeschichte bisher nur einmal gegeben, nämlich in den Jahren 2002 und 2003 nach dem Zusammenbruch des Neuen Markts. Mit diesem negativen Umfeld haben auch die Firmen zu kämpfen. Deutschland erlebt aktuell die schlimmste Pleitewelle seit 20 Jahren. Vor allem Industrieunternehmen, Bauunternehmen und kleine unternehmensnahe Dienstleister sind betroffen.



Georg Geiger ist Gründer und Vorstand der Value-Holdings AG

www.value-holdings.de

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, beim Investieren sehr selektiv vorzugehen, um Reinfälle zu vermeiden. Dazu hilft es, bei der Auswahl der Investments die Kriterien des Value-Investing anzuwenden. Es sollten Unternehmen mit guter Marktstellung, überdurchschnittlichen Margen und Kapitalrenditen, gesunder Bilanz und niedriger Verschuldung sein. Doch auch Unternehmen mit heute noch gesunder Bilanz können in Schwierigkeiten kommen, wenn der Absatz stockt und sie nicht mehr wachsen.

Wachstumsunternehmen

In diesem Umfeld liegen Investments in sogenannte Wachstumsunternehmen nahe. Ein Wachstumsunternehmen zeichnet sich über einen längeren Zeitraum stetiges Wachstum aus, das erheblich über den Zuwachsraten der gesamten Volkswirtschaft liegt. Zudem sollten diese Unternehmen ein deutlich überproportionales Gewinnwachstum aufweisen. Wachstumsaktien bzw. Englisch »growth stocks« sind in der Regel deutlich teurer als Value-Unternehmen, d. h. die Bewertungsfaktoren wie Kurs-Gewinn-Verhältnis

(KGV), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder Enterprise-Value zum Gewinn vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EV/EBITDA) sind wesentlich höher. Aber es ist wichtig zu beachten: Wenn man für ein gutes Unternehmen zu viel bezahlt, ist es kein gutes Investment!

GARP – Growth at reasonable Prices

Wir bei Value-Holdings sind Value-Investoren. Aber günstige Bewertungen alleine reichen nicht aus. »Ein Schnäppchen, das ein Schnäppchen bleibt, ist kein Schnäppchen« heißt es an der Börse. Deshalb suchen auch wir nach Unternehmen in Sektoren, die in den kommenden Jahren starkes Wachstum versprechen und selektieren die dort tätigen Unternehmen nach unseren Value-Kriterien. Prognostizierte Wachstumsraten von 20% und mehr beim Umsatz, wie sie von Growth-Investoren gefordert werden, wären uns allerdings zu hoch. Wir halten ein solches Wachstumstempo für nicht nachhaltig und für zu risikoreich und stimmen deshalb mit dem obigen Zitat von Lawrence Stein absolut überein. Es gibt jedoch zahlreiche Unternehmen mit einem nachhaltigen Umsatzwachstum zwischen 5% und 15%, deren Gewinne überproportional steigen und die mit einem niedrigen KGV zwischen 10 und 15 bewertet werden. Das ist in unseren Augen Wachstum zu vernünftigen Preisen, oder eben GARP.

Sektoren mit nachhaltigen Wachstumsperspektiven

Wachstumsunternehmen finden sich oft in Sektoren mit Megatrends. KI ist aktuell in aller Munde, IT-Sicherheit, Gesundheit, Digital Health, Robotik, Infrastruktur und Climate Solutions sind weitere Schlagworte. Viele Unternehmen in diesen Sektoren befinden sich jedoch am Anfang ihrer Entwicklung. Sie weisen noch kaum Umsätze aus und schreiben Verluste. Oder sie setzen voll auf Wachstum und die Eroberung von Marktanteilen. »The winner takes it all« ist die Motivation. Doch um eine Marktposition wie Google, Amazon oder Meta zu erreichen, sind hohe Investitionen erforderlich, die meist über viele Jahre Gewinne verhindern. Und am Ende gibt es einen »Winner«, viele andere bleiben auf der Strecke.

Wir investieren deshalb in etablierte Unternehmen, die von den globalen Megatrends profitieren und dadurch ihr Umsatz- und Gewinnwachstum steigern können. Dabei sind wir in den vergangenen Jahren insbesondere in vier Sektoren fündig geworden: Medizintechnik, Halbleiter, Industrielle IoT und Infrastruktur (Energie, Verkehr). >>

Energieinfrastruktur ist ein Wachstumsmarkt für Jahrzehnte

Die deutsche Energiewende wurde bereits nach der Reaktorkatastrophe in Fukushima eingeleitet und nach dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine und der folgenden Gasmangellage wurde klar, die flächendeckende und stetige Energieversorgung Deutschlands ist äußerst fragil. Selbst wenn durch die Offshore-Windkraftanlagen in der Nordsee genügend Strom produziert werden könnte, muss er erst nach Süden transportiert werden. Das Gleiche gilt für Gas. Der Bau von LNG-Terminals reicht nicht aus, um die Industrie im Ruhrgebiet und im Süden der Republik zu versorgen.

In diesem Umfeld fand im März 2021 der Börsengang (IPO) der Friedrich Vorwerk AG statt. Ein Bauunternehmen, spezialisiert auf den Bau und den Betrieb von Gas- und Wasserstoffpipelines sowie Hochspannungsübertragungsnetzen. Dazu eine historisch hohe Profitabilität mit EBIT-Margen von 16% und großvolumigen Neuaufträgen für LNG-Terminals und Stromübertragungsnetzen. Eine perfekte IPO-Story. Der IPO-Preis von 45 Euro wurde von der Börse akzeptiert, zu verlockend waren die Perspektiven des Unternehmens. Aber ein Bauunternehmen mit 290 Mio Euro Umsatz und einer Marktkapitalisierung von 900 Mio Euro, dreimal Jahresumsatz? Ein KGV von 33 und ein EV/EBITDA von 15? Der Kurs stieg dann noch wenige Wochen bis auf 50 Euro. Unsere Unternehmensbewertung hatte einen Fair Value von 18 Euro ergeben. Doch dann begann die harte Realität für Unternehmen und Investoren. Die Großaufträge waren gewaltig, das Unternehmen hatte wenig Erfahrung mit diesen Dimensionen.

Während der Laufzeit der Rahmenverträge zog die Inflation an, Material und Personalkosten steigen, weshalb die vereinbarten Preise nicht mehr kostendeckend waren. Die schönen, neuen LNG-Projekte in Brunsbüttel und Wilhelmshaven produzierten Verluste. Die EBIT-Marge fiel im Gesamtunternehmen auf 3,7% statt auf 17% zu steigen, wie beim IPO versprochen. Zwei Jahre nach dem IPO lag der Kurs bei 10 Euro, von der Spitze hatte die Aktie 80% verloren. Dennoch: Das Unternehmen ist interessant. Wir führten zahlreiche Gespräche um zu erfahren, wie die Probleme behoben werden sollten. Klarere Projektdurchführungspläne wurden installiert, ein neues Projektcontrolling installiert und ein neues Vertragswerk mit Preisgleitklauseln eingeführt. Gleichzeitig wurden neue Aufträge gewonnen, die das Wachstum bis mindestens 2029 sicherstellen und

die EBIT-Margen stabilisieren. Nachdem sich die Ergebnisse aufgrund der umgesetzten Maßnahmen verbesserten stieg der Fair Value auf 27 Euro und wir hatten bei Kursen um 10 Euro die nötige »Margin of Safety« um zu investieren. Auch die Börse erkannte die verbesserten Aussichten von Friedrich Vorwerk bald, schon nach knapp zwei Jahren konnten wir die Position nach Erreichen des Kursziels bei 27 Euro verkaufen.

Fazit: Wachstum ist nicht alles! Es kommt immer auch auf die Bewertung an. Erfüllen Wachstumsunternehmen mit hohen Bewertungen die Erwartungen der Investoren nicht, dann drohen herbe Kursverluste. Ist die Bewertung dieser Aktien zum Kaufzeitpunkt günstig, sind Enttäuschungen beim Tempo der Umsatz- und Gewinnsteigerungen leichter zu verschmerzen, weshalb diese Aktien dann in der Regel weniger hart abgestraft werden. Und wenn der erwartete Wachstumskurs eintritt, versprechen Investitionen in Wachstumsunternehmen zu vernünftigen Preisen ein gutes Gewinnpotential. In der nächsten Ausgabe wollen wir Ihnen ein Wachstumsunternehmen aus dem Bereich Verkehrstechnik vorstellen, das alle unsere Anforderungen diesbezüglich erfüllt. □

Hinweis auf den Value-Holdings-Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings im Rahmen der Value-Investing-Strategie in Wachstumsunternehmen investiert, dann können Sie sich gerne auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings Fondsbericht und/oder den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an: investoreninfo@value-holdings.de

BUND
Naturschutz
in Bayern e.V.

GESTATTEN:
SCHORSCH
AUS
SCHWABEN

SPENDEN. MITMACHEN. LEBEN RETTEN.
Direkt bei Ihnen vor Ort.

www.bund-naturschutz.de

ANZEIGE

Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

Ja zu Herausforderungen. Ja zu verrückten Ideen. Ja zur Aufbruchstimmung. Ja zu Neugier. Ja zu Ungeduld. Ja zum An-sich-Glauben. Ja zum Ausprobieren. Und Scheiterndürfen. Ja zu „Warum nicht?“. Ja zu „Jetzt erst recht!“. Ja zu hohen Zielen. Und übers Ziel hinausschießen. Ja zu Quereinsteigern. Ja zu Auf-, Aus- und Umsteigern. Ja zu Digital Nomads. Ja zu New Work. Und zur Expertise der Alten. Ja zu einfach mal anfangen. Ja zu nie auslernen. Ja zu Open Source. Und Open Minds. Ja zu KI und IoT. Ja zum Wissenwollen. Und Machenwollen. Ja zu Wagemut. Ja zu Ehrgeiz. Ja zu Erfahrung. Und neuen Erfahrungen. Ja zum Zweifeln. Ja zur Zusammenarbeit. Ja zu Experimentierfreude. Und Erfindergeist. Ja zu neuen Wegen. Ja zu schwierigen Entscheidungen. Ja zu interdisziplinär. Und zu außergewöhnlich. Ja zu Vorbildern. Ja zu Nachhaltigkeit. Ja zu „Jetzt, nicht irgendwann“. Ja zum Infragestellen. Und Antwortensuchen. Ja zu einem ehrlichen Nein. Ja zum Kleinanfangen. Ja zum Große-Pläne-Haben. Ja zur Beharrlichkeit. Ja zum Um-die-Ecke-Denken. Ja zum Hinfallen. Und Wiederaufstehen. Ja zum Träumen. Ja zum Handeln. Ja zum Ja-Sagen. Ja zu **BEREIT FÜR NEUES DENKEN.**



Mehr erfahren und testen unter [handelsblatt.com/neuesdenken](https://www.handelsblatt.com/neuesdenken)

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Chefredakteur: Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen.

Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo.

Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung.

Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet.

Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.