

Deutschland: Weltmeister der Hidden Champions und nicht der „kranke Mann Europas“

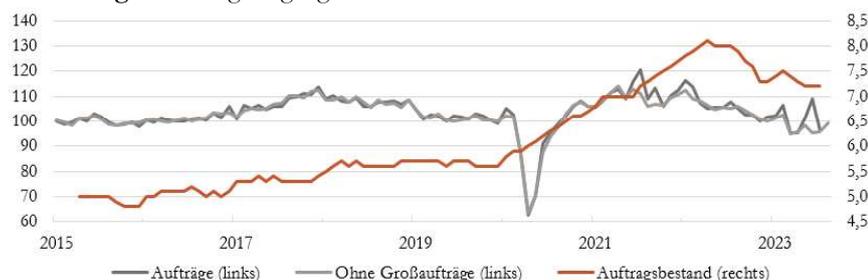
Negative Nachrichten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland prägen derzeit unsere Medienlandschaft. Das ist nicht zu Unrecht der Fall, da die deutsche Wirtschaft bei noch immer zu hoher Inflation stagniert. Zudem sind die Aussichten getrübt von anhaltend steigenden Zinsen, ausbleibenden positiven Effekten durch die Wiedereröffnung Chinas sowie einer negativen Konsumentenstimmung. Es mehren sich die Stimmen, dass Deutschland vor strukturellen Herausforderungen steht. Kritisiert werden politische Entscheidungen und die Abhängigkeit vom russischen Gasimport, was Zweifel an der globalen Wettbewerbsfähigkeit einzelner Sektoren wie der Chemie- oder Automobilindustrie aufkommen lässt. Heraufbeschwört werden eine De-Industrialisierung und ein Fachkräftemangel.

Doch was heißt das für das deutsche Aktienuniversum? Wie attraktiv sind aktuell deutsche Aktien? Die Fragen zur Zukunftsfähigkeit der deutschen Wirtschaft werden wir im Folgenden genauer beleuchten.

Kurzfristige konjunkturbedingte Gegenwinde für die deutsche Volkswirtschaft belasten...

Zu Beginn muss unterschieden werden zwischen kurzfristigen konjunkturellen Gegenwinden und strukturellen idiosynkratischen Herausforderungen, die die Zukunftsfähigkeit einer Volkswirtschaft infrage stellen. Die deutsche Unternehmenslandschaft ist zu Teilen ausgerichtet auf den Export von zyklischen Wirtschaftsgütern. Vor allem der Automobil-, Maschinenbau- und Chemie-Sektor sind stärkeren globalen Konjunkturzyklen ausgesetzt. Somit ist Deutschland im Vergleich zu vielen anderen großen Volkswirtschaften stärker abhängig von der globalen Wirtschaftsentwicklung. Das zeigte sich zum Ende der Pandemie als Lieferengpässe ihr Ende fanden und die deutsche Wirtschaft überproportional stark von einer hohen globalen Nachfrage profitierte (Abb. 1). Aktuell arbeiten noch viele Industrieunternehmen ihre gut gefüllten Auftragsbücher ab, was zu einer erfreulichen Entwicklung der Unternehmensgewinne in den letzten Quartalen geführt hat und so beispielsweise auch die negativen Auswirkungen der hohen Energiepreise im letzten Winter abzufedern konnte.

Abbildung 1: Auftragsgänge in Deutschland



Quelle: Bundesbank, BMWK, Destatis, 01.01.2015 - 31.08.2023.

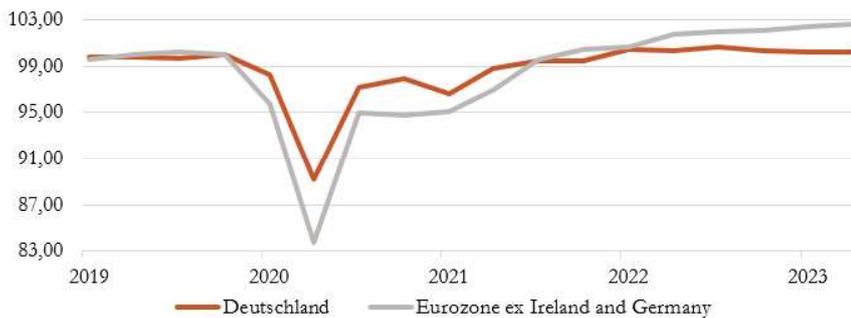
Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

- Insights
- **Spotlight**
- Equities
- Fixed Income
- Multi Asset
- Systematic Solutions
- Overlay
- ESG

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.

Gleichwohl ist in Abb. 2 zu erkennen, dass die oben genannten globalen volkswirtschaftlichen Punkte zuletzt zu einer sich abschwächenden Auftrags- und Wirtschaftsdynamik geführt haben und sich Deutschland als export- und industriefokussierte Volkswirtschaft im Vergleich zur restlichen Eurozone unterdurchschnittlich entwickelt. Die hier geschilderten konjunkturbedingten Effekte sind jedoch nicht zu gleichzusetzen mit möglichen strukturellen Problemen Deutschlands.

Abbildung 2: Reale GDP-Entwicklung in Deutschland



Quelle: GDP-Pressmitteilung, Eurostat; 01.01.2019 - 31.08.2023.

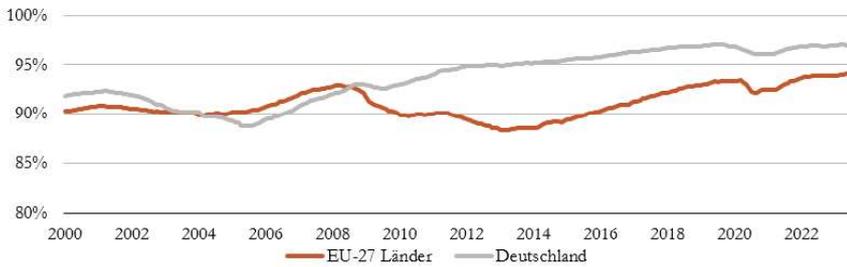
...doch Deutschland ist weit entfernt wieder als kranker Mann Europas bezeichnet zu werden...

Dass die Zukunft der deutschen Wirtschaft allemal nicht so düster ist, wie in den Medien dargestellt, zeigte Berenbergs Chefsvolkswirt Dr. Holger Schmieding kürzlich in seiner Publikation „The German economy: What is the problem“. Er erläuterte, dass das aktuelle Schwächeln nicht direkt einen Verfall des einstigen Exportweltmeisters bedeutet und Deutschland weit entfernt ist, als „kranker Mann Europas“ betitelt zu werden. Die heutige Situation in Deutschland unterscheidet sich deutlich von der strukturellen Malaise der Jahre 1995-2004, auch wenn einige politische Fehlentscheidungen zum Arbeitsmarkt und der Energieversorgung Deutschland derzeit möglicherweise vermeidbare Probleme bereiten. Deutschland zählt noch immer aufgrund der nachstehenden Faktoren zu den erfolgreichsten Volkswirtschaften im internationalen Kontext.

Ein starker Arbeitsmarkt unterstützt den Wohlstand in der Gesellschaft

Aufgrund von erfolgreichen Reformen in den frühen 2000ern erfreut sich Deutschland eines stabilen Arbeitsmarktes und dieser ist das Grundgerüst für den allgemeinen Wohlstand in der Gesellschaft. Trotz des oben erläuterten zyklischen Abschwunges bleibt die Beschäftigungsquote auf Rekordniveau mit einer anhaltend hohen Nachfrage nach Arbeitskräften weit über dem Durchschnitt im Vergleich zu den anderen 27 EU-Ländern (Abb. 3). Das war beispielsweise in der Finanzkrise mit einer Arbeitslosenquote von knapp 8% ein deutlich anderes Bild. Im September 2023 liegt die Arbeitslosenquote in Deutschland bei gerade einmal 3,0%.

Abbildung 3: Beschäftigungsquote in Deutschland und EU-27 Ländern



Quelle: Eurostat; 01.01.2000 - 31.08.2023.

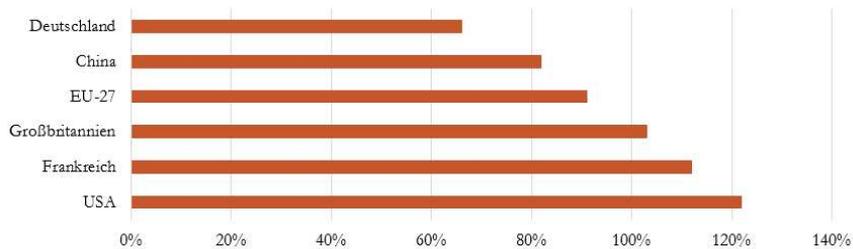
Eine hohe Beschäftigung ist das Grundgerüst für den Wohlstand einer Gesellschaft. Es zahlen viele Menschen ins Sozialsystem ein und weniger Menschen beanspruchen Sozialleistungen. Das unterstützt den privaten Konsum, der von 2010 bis 2019 mit 1,5% weit über dem Eurozone-Durchschnitt von 0,5% gewachsen ist. Damit ist Deutschland trotz eines anhaltenden Fachkräftemangels in der Lage, das bestmögliche aus seinem Humankapital herauszuholen, auch wenn ein Fachkräftemangel und eine alternde Gesellschaft Stolpersteine bereiten und ein konsequentes Handeln der Politik erfordern.

Eine komfortable Finanzsituation erlaubt mehr Handlungsspielraum

Ebenso hervorzuheben und nicht zu unterschätzen ist Deutschlands umfangreiches und zugleich reformiertes, föderales Sozial- und Wirtschaftssystem. Aufgrund der mit der Agenda 2010 vollzogenen Reformen sowie den soliden Finanzen (Abb. 4) ist Deutschland in der Lage, aktuelle Belastungen besser zu meistern als viele andere Volkswirtschaften. Die Staatsverschuldung lag im ersten Quartal 2023 bei 66% relativ zum BIP und damit deutlich niedriger als bei dem Großteil der fortschrittlichen Volkswirtschaften oder dem EU-27 Durchschnitt (Abb. 4). Von der komfortablen Finanzsituation können die deutschen Unternehmen erheblich profitieren. Der Staatshaushalt erlaubt es, mehr zu investieren sowie rein theoretisch „mehr politische Fehler“ (wie im Beispiel der Energieversorgung) abzufedern, als es in vielen Vergleichsländern der Fall wäre. Erzielt wurde dies durch eine stärkere Deckelung der Staatsausgaben in guten Zeiten, sodass man besser gerüstet ist für schwierige Zeiten.

Das kristallisierte sich auch in der Covid-Pandemie heraus, die Deutschland deutlich besser meisterte als viele andere Länder. Unter anderem mit den vorhandenen Tools des Kurzarbeitergeldes oder der KfW-Kredite, die schnell ausgerollt werden konnten. Diese zeigten schon in der Finanzkrise ihre positiven Effekte. Denn Deutschland besitzt Mechanismen, die in Krisenzeiten eine größere Flexibilität erlauben, effektiv agieren zu können. Für das kommende Jahr wird die Bundesregierung ihre Nettoverschuldung um voraussichtlich fünf Milliarden Euro erhöhen können, um mit Investitionspaketen den konjunkturbedingten Abschwung entgegenzuwirken. Grund dafür ist ein Mechanismus, der eine zusätzliche Neuverschuldung während eines wirtschaftlichen Abschwungs erlaubt und daher mit der als Schuldenbremse bekannten verfassungsrechtlichen Grenze im Einklang steht. Insbesondere im europäischen Vergleich sind diese Möglichkeiten ein wirklicher „Standortvorteil“ für die deutschen Unternehmen.

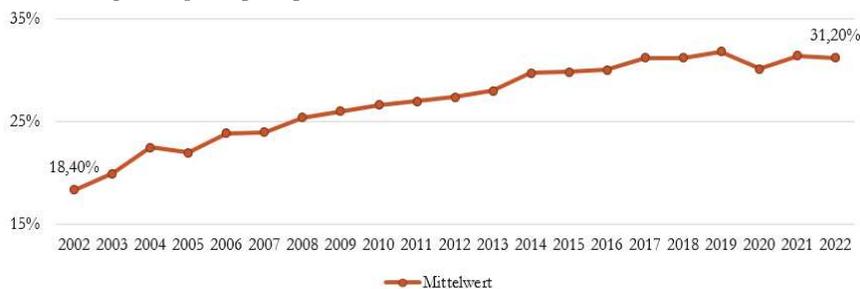
Abbildung 4: Staatsverschuldung in Relation zum BIP



Quelle: Destatis, Q1 2023.

Eine vergleichbare erstklassige Finanzsituation können auch die mittelständischen Unternehmen in Deutschland vorweisen. Seit Anfang der frühen 2000er Jahre hat der Mittelstand in der Breite seine Eigenkapitalquote gesteigert. Die Unternehmen haben so ihre Resilienz gegenüber unerwarteten Ereignissen deutlich gestärkt. Diese Entwicklung wurde gestärkt durch Änderungen in der Banken-Regulatorik, aber auch die intrinsische Motivation der mittelständischen Unternehmenseigentümer. Denn eine gute Eigenkapitalausstattung ermöglicht nicht nur Verluste in wirtschaftlichen schwierigen Zeiten länger abzufedern und antizyklisch zu investieren, sondern stärkt auch die Bonität der Unternehmen und hilft den Fremdkapitalzugang offen zu halten. Dies hat sich in den vergangenen drei Jahren, die von zwei kurz aufeinander folgenden Krisen geprägt waren, eindrücklich gezeigt. So schafften es die Unternehmen trotz Energiekrise und Pandemie ihre Eigenkapitalquote auf über 31% zu halten (Abb. 5). Die Kapitalstruktur der Unternehmen ist somit auch im Angesicht der jüngsten Krise ausgesprochen robust.

Abbildung 5: Eigenkapitalquoten in mittelständischen Unternehmen



Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2023; 01.01.2002 - 31.12.2022.

Stabilität unterstützt strukturelle Trends

Auch bei berechtigter Kritik zu politischen Fehlentscheidungen und einem hohen Bürokratieaufwand sind die funktionierenden und handelnden Organe in Deutschland die Grundlage für eine langfristig positive Entwicklung einer Volkswirtschaft. Grundsätzlich ist wichtig festzuhalten, dass Krisen oft Katalysatoren für strukturelle Transformationen sind. Daraus können sich für Unternehmen erhebliche Chancen ergeben, vorausgesetzt die Rahmenbedingungen durch politische Programme, Mechanismen und ein gefestigtes Wirtschaftssystem erlauben dies.

Die deutsche Politik zeichnet sich dadurch aus, dass man lernfähig und diskussionsbereit ist, Veränderungen wahrnimmt und auf diese reagiert. Die Regierung arbeitet trotz aller Kritik mit Hochdruck an zwei der wichtigsten Themen in Deutschland; der Zuwanderung und der Verkürzung von Planungs- und Genehmigungsverfahren für erneuerbare Energien. So wurde bereits ein Gesetz verabschiedet, um qualifizierte Einwanderer nach dem Vorbild des kanadischen Punktesystems zu immigrieren. Auch das Flüssiggas-Terminal an der Küste von Wilhelmshaven, welches in



Rekordzeit gebaut wurde, unterstreicht den Fortschritt in den öffentlichen Verfahren. Dies macht es auch für Unternehmen viel einfacher, sich an veränderte Rahmenbedingungen anzupassen. So beschleunigt der Wegfall russischer Gasimporte durch den Russland-Ukraine-Krieg den Ausbau erneuerbarer Energien. Die von der Bundesregierung verkündeten Jahresziele von neun Gigawatt beim Ausbau der Solarenergie wurden bereits im September und damit drei Monate vor Jahresende erreicht. Das Tempo bleibt ungebrochen hoch. Damit trugen in den Monaten Mai bis August alle erneuerbaren Energiequellen zusammen stets mehr als 60% zur gesamten Stromerzeugung in Deutschland bei.¹ Zum Vergleich waren es 2020 lediglich 45% beziehungsweise 31% im Jahr 2020. Auch die Corona-Pandemie führte zu deutlichen Verbesserungen bei der allgemeinen Digitalisierung sowie bei der Forschung und Entwicklung in der Medizin.

Der Mittelstand- Wachstumsmotor der deutschen Wirtschaft

Potenziert werden die oben genannten Gegebenheiten durch ein strukturelles Phänomen der deutschen Wirtschaft, welches kein anderes Land in der Form zu bieten hat – der wahre und vielleicht etwas versteckte Erfolgsfaktor der deutschen Wirtschaft. Wie häufig suggeriert wird, ist diese nämlich nicht an den Erfolg einiger großer Konzerne geknüpft. Natürlich bestimmen diese zumindest zum Teil das kurzfristige Auf und Ab der deutschen Konjunktur, wie die Lage einiger deutscher Automobilhersteller zeigt. Doch entscheidend ist die Vielzahl von kleinen und mittleren Unternehmen alias der Mittelstand, als Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Mit knapp 1600 mittelständischen Unternehmen hat Deutschland vier Mal so viele Hidden Champions² – also Weltmarktführer in Nischenmärkten – als die USA, die Nummer zwei mit circa 350 Hidden Champions (Abb. 6). Die Diversität führt dazu, dass Innovationen in jeglichen Segmenten vorangetrieben werden und Deutschland damit auf vielen Beinen steht.

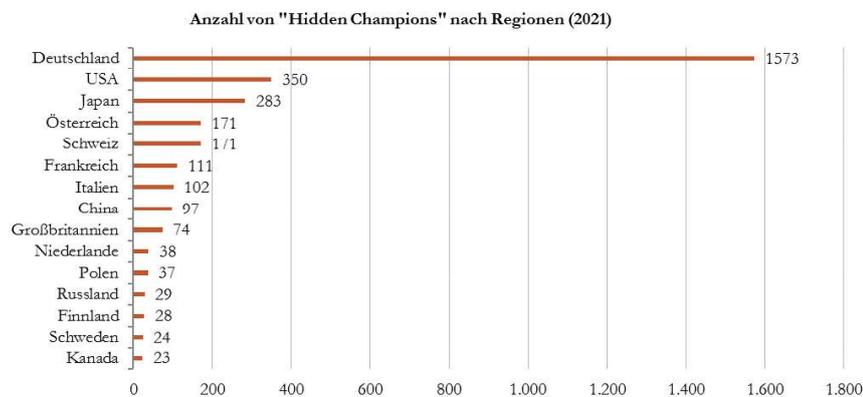
Der hochdiverse Mittelstand macht Deutschland stark und zeichnet sich durch Unternehmenskulturen aus, in der Eigentum und Leitung häufig in einer Hand liegen, sodass mit Agilität und Unternehmergeist bereits über mehrere Generationen erfolgreich strukturelle Marktveränderungen gemeistert wurden. Daher wird der Mittelstand auch gerne als eine der besten Innovationssuchmaschinen bezeichnet, die je entwickelt wurde. Das schlägt sich auch in der Anzahl der Patentanmeldungen nieder. Hier ist Deutschland mit 57 214 Patentanmeldungen im Jahr 2022 langjähriger Vizeweltmeister nach den USA. Dabei werden 90% aller deutschen Patentanmeldungen von kleinen und mittelständischen Unternehmen eingereicht. Insbesondere Innovationen in der Digitaltechnik spielen hier eine wichtige Rolle.³

¹ Fraunhofer Institut; <https://energy-charts.info/>, Oktober 2023.

² Hidden champion: Top 3 on global market or top on their own continent with annual revenues below \$5bn and low public brand awareness, 2020 data. Quelle: Herrmann Simon (2021), Institut der deutschen Wirtschaft.

³ Europäisches Patentamt, Oktober 2023.

Abbildung 6: Anzahl von "Hidden Champions" nach Regionen (2021)



Quelle: Herrmann Simon (2021), Institut der deutschen Wirtschaft.

Doch nicht nur der Hunger nach Innovationen gehört zur DNA des Mittelstands, sondern auch die Fähigkeit auf strukturelle Herausforderungen agil und schnell zu reagieren. Das zeigt sich in den erst kürzlich veröffentlichten Zahlen zu den Investitionsvorhaben deutscher Unternehmen. Entgegen den Befürchtungen vor signifikanten krisenbedingten Anpassungen nahmen die Neuinvestitionen im Mittelstand im Jahr 2022 um nominal 15% beziehungsweise preisbereinigt um 4% zu und damit deutlich stärker als die Neuinvestitionen von Großunternehmen, die mit „lediglich“ 7,2% wuchsen oder preisbereinigt einen Rückgang von 3,6% verzeichnen mussten. Insgesamt kamen 45% der Neuinvestitionen in Deutschland von mittelständischen Unternehmen im Jahr 2022 (Abb. 7).⁴

Gründe für die gestiegene Investitionsbereitschaft sollten neben einem „Corona-Nachholeffekt“ vor allem das Reagieren auf die Energiekrise sein. Ähnlich wie während der Corona-Pandemie im Bereich der Digitalisierung waren Unternehmen gezwungen, rasch auf diese veränderten Rahmenbedingungen mit Maßnahmen zu reagieren. Bereits im Mai 2022 hatten mehr als 69% der mittelständischen Unternehmen entsprechende Maßnahmen zur Senkung des Energieverbrauchs oder zur Nutzung erneuerbarer Energien ergriffen, darunter auch investive Maßnahmen in den Bereichen Elektromobilität, erneuerbare Energien und Energieeffizienz.⁵ Dies macht deutlich, dass auch wenn Krisen die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung belasten, diese oft strukturelle Trends beschleunigen und sich aus den daraus notwendigen Investitionen für Unternehmen insbesondere aus der zweiten Reihe erhebliche Chancen ergeben können.

⁴ KfW-Mittelstandspanel 2023, Oktober 2023.

⁵ Schwartz, M., Brüggemann, A. und M. Schwarz, Energiekosten im Mittelstand steigen: Unternehmen geben Preiserhöhungen weiter und ergreifen Maßnahmen zur Energieeinsparung, Fokus Volkswirtschaft Nr. 384, KfW Research, 2022.

Abbildung 7: Neuinvestitionen im deutschen Mittelstand



Quelle: Destatis, KfW-Mittelstandspanel; 01.01.2005 - 31.12.2022.

Die Perlen aus der zweiten Reihe im Investmentfokus

Neben den oben beschriebenen Charakteristika zeichnen sich somit viele mittelständische Unternehmen durch einzigartige Geschäftsmodelle aus, die von strukturellen Trends profitieren, und damit überproportional wachsen. In Zeiten, in denen sich die Signale mehren, dass das zyklische Wachstum eher geringer ausfallen wird, sollten gerade diese Unternehmen sich von der Masse abheben können.

Mit den beiden Fonds „Berenberg Mittelstand“ und „Berenberg Aktien Deutschland“ richten wir ganz klar den Fokus auf diese „Hidden Champions“ in Deutschland. Der Fokus des Investmentansatzes liegt auf Unternehmen mit hoher Qualität und attraktiven langfristigen Wachstumsaussichten. Defizite beim Wachstum oder der Wettbewerbsposition eines Unternehmens können für uns nicht durch eine niedrigere Bewertung ausgeglichen werden. Unser Fokus liegt deshalb nicht auf der Suche nach vermeintlichen „Schnäppchen“, sondern auf Unternehmen mit einer guten Wettbewerbsposition, starken Managementteams und soliden Bilanzen, die von strukturellen Treibern innerhalb ihrer Industrie profitieren. Im Kern basiert unsere Investmentphilosophie darauf, Unternehmen zu finden, bei denen der Markt die Langfristigkeit des Wachstums unterschätzt. Langfristig ist für uns das Ertragswachstum der Unternehmen der entscheidende Werttreiber. Veränderungen im Bewertungsniveau erachten wir dagegen als kurzfristigen und nur schwer kontrollierbaren Einflussfaktor. Im Folgenden möchten wir Ihnen daher eine kleine Auswahl von Holdings in unseren Fonds vorstellen, die die „DNA“ und Einzigartigkeit der Geschäftsmodelle des Mittelstands verdeutlichen, insbesondere auch im Hinblick auf Innovations- und Wandlungsfähigkeit.

Strukturelles Wachstum im zyklischen Markt

Nemetschek ist beispielsweise ein Unternehmen, das zwar in einem zyklischen Markt agiert, aber dabei ganz klar von strukturellen Trends profitiert. Das Unternehmen wurde 1963 von Professor Nemetschek gegründet und ist ein Pionier in der Entwicklung von 3D CAD-Lösungen für die globale Bauindustrie. Seit den 1970er Jahren bietet das Unternehmen Softwarelösungen für Architekten, Ingenieure und Bauunternehmen an und hat sich mittlerweile als der de-facto Marktstandard in Europa und darüber hinaus etabliert. Momentan schwächelt in Deutschland vor allem der Wohnungsbau. So liegt die Zahl der Baugenehmigungen im Juli 2023 um 31,5% unter dem Vorjahresmonat.⁶ Die führende Marktposition von Nemetschek und der hohe Umsatzanteil von Infrastrukturprojekten führen jedoch dazu, dass das Unternehmen nur bedingt von der Flaute im Wohnungsbau betroffen ist. Nemetschek treibt die Digitalisierung im Bausektor voran, die noch sehr am Anfang steht. Während der Bauphase werden im Durchschnitt 20% der Materialien verschwendet und allzu oft (genauer gesagt 30% der Zeit) handelt es sich bei Bauarbeiten um

⁶ Destatis, Pressemitteilung Nr. 381, September 2023.



ineffiziente Nacharbeit. Diese Fakten untermauern die Notwendigkeit für Planungssicherheit und mehr Effizienz. Somit bleibt Nemetschek auch in schwierigeren Zeiten für die Bauindustrie ein existenzieller Partner.

Einzigartiges Geschäftsmodell verschafft Rückenwind

Ein deutlicher Profiteur des beschleunigten Ausbaus erneuerbarer Energien hierzulande ist der Wind- und Solarparkentwickler bzw. Betreiber Energiekontor. Als Pionier in der Windindustrie –gegründet im Jahr 1990– hat das Unternehmen sich eine einzigartige Stellung im Markt aufgebaut. Energiekontors Unternehmensbereiche decken nämlich die gesamte Wertschöpfungskette ab. So ist das Unternehmen Projektentwickler sowie auch Betreiber von Wind- und Solarparks und Vorreiter beim Wechsel von FiT (Feed-in-tariffs) hin zu PPA (Power Purchase Agreements). Bei einem PPA schließt ein Unternehmen direkt mit dem Stromerzeuger einen Stromvertrag mit individuellen Vertragsstrukturen über mehrere Jahre ab. PPAs schaffen damit eine flexiblere Vermarktung des Stroms und ermöglichen den lokalen Bezug abseits von staatlichen Programmen. Diese Kombination aus dem eher volatilen Entwicklungsgeschäft und dem stabilen und liquiditätsstarken Stromerzeugungsgeschäft ist ein entscheidender Wettbewerbsvorteil gegenüber zahlreichen „neuern Wettbewerbern“, insbesondere in einem mehr herausfordernden Zinsumfeld. Zudem besitzt Energiekontor eine starke und langjährige Expertise, was die Regulierungen auf lokaler Ebene aber auch die einzelnen Bauregionen betrifft. So ist Energiekontor in der Lage seine Planungs-, Genehmigungs- und Bauprozesse höchst effektiv zu gestalten, was dem Unternehmen einen klaren Wettbewerbs- und Renditevorteil ermöglicht.

Eine solide und gut gemanagte Finanzsituation ermöglicht einzigartige Opportunities zum Ausbau der Marktposition

Krisen beschleunigen nicht nur die strukturellen Trends unserer Zeit, sondern sind für solide, gut finanzierte Unternehmen auch eine optimale Chance ihre eigene Marktposition durch Akquisitionen zu stärken und langfristig schneller zu wachsen. Ein Unternehmen, welches die Corona-Krise genutzt hat, um genau dies zu tun, ist der Autovermieter Sixt aus München. Während andere Autovermieter mit der Verschuldung zu kämpfen hatten, konnte Sixt im Sommer 2020 die Konzessionen für 10 Flughäfen in den USA von einem insolventen Wettbewerber kaufen. Durchschnittlich beläuft sich die Wartezeit für eine solche Lizenz auf bis zu 10 Jahre je nach Flughafen. Somit konnte Sixt die bereits begonnene Expansion in die USA deutlich beschleunigen und sich auf einen Schlag deutliche Marktanteile hinzukaufen. Die positiven Auswirkungen dessen lassen sich eindeutig in den Finanzkennzahlen des Unternehmens ablesen. Zwischen 2020 und 2022 wuchs der Umsatz in den USA durchschnittlich um 25% und trug somit wesentlich zum Wachstum der Gruppe bei. Mit ihrem exklusiven Premiumansatz hat das Unternehmen zudem einen neuen Markt in den USA eröffnet und bereits nach 2 Jahren über 10% Marktanteil an Flughäfen wie Miami und Los Angeles. Die „Game-Changer“-Bedeutung dieser gut getimten Akquisition wird auch dadurch deutlich, dass das US-Airport-Geschäft mittelfristig das gleiche Marktpotential für Sixt haben dürfte wie aktuell das Europa-Geschäft des Unternehmens. Möglich sind solche Schritte von externem Wachstum aber nur dann, wenn ein Unternehmen konsequent über Jahre und Generationen hinweg an seiner Strategie und Finanzposition arbeitet, um im richtigen Moment „bereit“ zu sein.

Agilität und unternehmerischer Geist treiben Innovationen über Generationen hinweg

Die Wandlungsfähigkeit des deutschen Mittelstands verdeutlicht auch die Unternehmensentwicklung von Fuchs Petrolub. Fuchs Petrolub agiert im Chemiesektor und hat sich auf Spezialprodukte, insbesondere Schmierstoffe, fokussiert, die für spezielle Anwendungen zertifiziert werden. Über ein knappes Jahrhundert hat sich das Unternehmen eine starke Marktstellung mit einer entsprechend breiten Kundenbasis

aufgebaut. Mit seiner Innovationskraft und stetiger Weiterentwicklung in den Produkten profitiert das Unternehmen nun von der Umstellung auf Elektrofahrzeuge. So wurden vor kurzem Verträge mit asiatischen Automobilherstellern gewonnen. Zudem verdient Fuchs Petrolub attraktive Margen und verfügt über eine äußerst solide Bilanz, was die stetige Expansion in neue Märkte ermöglicht. Fuchs Petrolub ist somit ein gutes Beispiel aus dem deutschen Mittelstand, das über Generationen hinweg vom unternehmerischen Geist seiner Inhaber geprägt wird und auch in schwierigen Zeiten für den Chemiesektor in der Lage ist, eine gute Profitabilität zu erwirtschaften.

Diese Unternehmensbeispiele charakterisieren die Vielfältigkeit der deutschen Wirtschaft im Bereich des Mittelstandes und ihre Kraft eigenständig durch Innovation zu wachsen. Obwohl sich viele dieser Unternehmen auf globaler Ebene führende Marktpositionen aufgebaut haben, sind sie oftmals in der Breite der Öffentlichkeit wenig bekannt.

Starke Abwertung unterstützt Attraktivität von deutschen Nebenwerten

Blickt man nun auf die Wertentwicklung der Aktienmärkte, dann wird die Stärke der kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland im aktuellen Umfeld wenig berücksichtigt. So hatte der Dax in den letzten Monaten die Nebenwerte-Indizes klar überflügelt. Der MDAX liegt circa 30%, respektive der SDAX circa 27% unter den Höchstständen aus 2021, wohingegen der DAX im Juni ein neues Allzeithoch erreichte (Abb. 8). Das ist ein untypisches Bild, da kleinere Unternehmen grundsätzlich stärker wachsen und somit ihren inneren Wert stärker steigern. Die ungewöhnliche Entwicklung ist aber weniger fundamental, sondern mehr durch die aktuelle Stimmung am Kapitalmarkt begründet. Nachdem Investoren letztes Jahr Europa und insbesondere Deutschland gemieden haben, positionierten sich sie zum Jahresanfang mit verbessernden wirtschaftlichen Aussichten insbesondere im Bereich der liquideren Large Caps. Auch die vor kurzem sich verschärfte geopolitischen Risiken im Nahen Osten haben die kurzfristigere Präferenz für liquidere Large-Caps unterstützt.

Abbildung 8: Performanceentwicklung deutscher Indizes



Quelle: Berenberg, Bloomberg, 01.02.2021 - 15.10.2023.

Die Kurskorrektur der Nebenwerte schlägt sich auch in der durchschnittlichen Aktienbewertung nieder. So handeln Nebenwerte in Europa derzeit weit unter ihren durchschnittlichen historischen Bewertungen. Beispielsweise weist der MDAX trotz unveränderten vielversprechenden Wachstumschancen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 11x 2025 auf und ist damit aktuell weit unter seinem historischen durchschnittlichen 2-Jahres-KGV von 36x bewertet. Auch der Dax handelt auf einem 2-

Jahres-KGV von 11x, jedoch ähnlich zu seiner historischen Bewertung, die ebenfalls bei 11x liegt.

Gründe, wie die deutlich stärkeren Wachstumsaussichten, führende Marktpositionen und einzigartige Geschäftsmodelle rechtfertigen die historisch höhere durchschnittliche Bewertung von deutschen Nebenwerten im Vergleich zu den klassischen Dax-Unternehmen. Insgesamt scheinen momentan die Stärken der kleineren deutschen Qualitätsunternehmen sowohl in der absoluten als auch relativen Bewertung nicht reflektiert. Daher erachten wir ein Investment in deutschen Nebenwerten so attraktiv wie selten zuvor. Es lohnt sich somit bei der Aktienauswahl in Deutschland insbesondere auf die Perlen der zweiten Reihe zu blicken.

	2 J -KGV	Umsatzwachstum p.a. (2023-25E)	Gewinnwachstum p.a. (2023-25E)	Bewertung vs. Gewinnwachstum	Return on Equity (2022)	Net debt/ EBITDA (2022)
Berenberg Aktien Mittelstand	15,6x	8,0%	12,0%	1,3	17,5%	1,1x
Benchmark*	13,1x	3,5%	5,7%	2,3	6,2%	2,1x

Dies wird auch deutlich, wenn man sich die aktuellen Portfoliobewertungsparameter der Berenberg Mittelstandsstrategie absolut und relativ im historischen Vergleich ansieht. Von Ende 2019 bis Oktober 2021 bestand ein allgemein gutes Umfeld für Wachstums- und Qualitätsaktien. Gründe hierfür waren unter anderem beschleunigte strukturelle Trends, eine Flucht in Qualitätstitel im Umfeld der Corona-Krise sowie die Hoffnung auf dauerhaft niedrige Zinsen. Für den oben genannten Zeitraum hat sich die Bewertung des Berenberg Aktien Mittelstand von 20x auf in der Spitze 26x des erwarteten jährlichen Gewinns ausgeweitet – bei nahezu unveränderten Portfolio-Holdings. Hierauf folgte eine deutliche Bewertungskorrektur in den letzten 18 Monaten. Ausgehend vom Bewertungshoch im Herbst 2021 hat sich das KGV unserer Unternehmen im Aktien Mittelstand seitdem um etwa 40% reduziert (Abb. 9). Der wesentliche Treiber hierfür waren steigende Inflations- und Zinserwartungen, während die Gewinnentwicklung unserer Unternehmen mit einer Steigerungsrate von 11% für das Gesamtjahr 2022 wenig beeinträchtigt, war. Somit waren über die letzten 18 Monate die Veränderungen in den Bewertungsniveaus der dominierende Treiber für die absolute und relative Wertentwicklung unserer Aktienfonds. Besonders ausgeprägt war dies in der ersten Jahreshälfte 2022 sowie im 3. Quartal 2023. Aktuell handelt das Portfolio mit einem für die kommenden 12 Monate erwarteten Median-KGV von 14x und damit deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts seit Fondsaufgabe von 20x.

Abbildung 9: Portfoliobewertung des Aktien Mittelstands



Quelle: Berenberg, Bloomberg, 01.01.2016 - 20.10.2023.

Dies erscheint insbesondere auch attraktiv, wenn man die derzeitige Bewertung in Relation zu verschiedenen Portfoliokennzahlen setzt. So liegt das erwartete Umsatz- und Gewinnwachstum bis 2025 des Portfolios mit durchschnittlich jährlich 8% bzw. 12% deutlich über dem Niveau des Marktes (MDAX bzw. SDAX). Grund dafür ist, dass Wachstum des Portfolios - wie oben erläutert - aufgrund des



Investmentansatzes stärker getrieben ist durch strukturelle Wachstumstreiber als zyklische wirtschaftliche Entwicklungen. Die Qualität der Portfoliounternehmen zeigt sich auch bei der Analyse ihrer Rentabilität (Return on Equity) bzw. ihrer Finanzstärke. Wenn man als Maßstab für Letztere die Relation aus operativem Ergebnis und Nettoverschuldung (Net debt/EBITDA) heranzieht, liegt dieser Wert mit 1.1x um ca. 50% niedriger als im breiteren Markt. Diese finanzielle Stärke der Portfoliounternehmen ist u.E. ein noch unterschätzter zukünftiger Wettbewerbsvorteil aufgrund des veränderten Zinsumfeldes. Unternehmen mit starken Bilanzen werden auch in einem schwierigeren wirtschaftlichen Umfeld (wie oben erläutert) weiter in Produkte-, Innovationen und Mitarbeiter investieren können. Zudem eröffnen wirtschaftliche Schwächephasen oftmals attraktive M&A-Möglichkeiten, um die Wettbewerbsposition nachhaltig auszubauen, wie am Beispiel von Sixt deutlich wurde.

Abschließend kann gesagt werden, dass die Selektion qualitativ hochwertiger Geschäftsmodelle mit einer stabilen Ertragsentwicklung vor dem Hintergrund der eingetrübten konjunkturellen Lage nochmals wichtiger wird. Wir sehen deshalb für unseren Ansatz attraktive Chancen und glauben, dass die normalisierten Bewertungsniveaus, gepaart mit weiterhin soliden Wachstumskennzahlen für gelistete deutsche „Hidden Champions“ über das Portfolio hinweg, gute Einstiegschancen bieten.



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Born | Head of Investments & CIO Equities bei Berenberg Wealth & Asset Management

AUTOR



Andreas Strobl

Head of German Equities, Wealth & Asset Management

CO-AUTOR



Sebastian Leigh

Portfoliomanager, Wealth & Asset Management

CO-AUTOR



Johanna Beeck

Portfoliomanager, Wealth & Asset Management

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Funds and Solutions:

- Insights
- ▶ **Spotlight**
- Equities
- Fixed Income
- Multi Asset
- Systematic Solutions
- Overlay
- ESG

[Berenberg Aktienkompetenz](#)



WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Für Investoren in der Schweiz: Herkunftsland des Fonds ist Deutschland / Luxemburg. Der Fonds ist in der Schweiz zum Vertrieb an nicht qualifizierte Anleger zugelassen. Zahlstelle in der Schweiz ist die Telco AG, Bahnhofstrasse 4, CH-6430 Schwyz. Vertreter in der Schweiz ist die 1741 Fund Solutions AG, Burggraben 16, 9000 St. Gallen. Der Verkaufsprospekt inkl. Allgemeiner und Besonderer Vertragsbedingungen, Wesentliche Informationen für die Anlegerinnen und Anleger (KIHD) sowie der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos beim Vertreter in der Schweiz bezogen werden (Telefon: +41 58 458 48 00). Für die in der Schweiz und von der Schweiz aus vertriebenen Anteile ist am Sitz des Vertreters Erfüllungsort und Gerichtsstand begründet.

Datum 31.10.2023

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/
funds@berenberg.com