



## MARATHON-AKTIEN

# Sechs Titel laufen dem Feld davon

Den **Performance-Marathon** an der Börse überstehen nur Unternehmen mit attraktiven Geschäftsmodellen. Sie allein verhelfen im Konkurrenzkampf zur nötigen Wettkampfhärte und führen zu einem nachhaltigen Gewinnwachstum. Sechs deutsche Aktien scheinen für einen Dauerlauf besonders gut gerüstet

**W**er einen Marathon über eine Streckendistanz von 42,195 Kilometern bewältigen will, braucht Ausdauer und muss topfit sein. Selbiges gilt auch für Unternehmen, die an der Börse über einen langen Zeitraum die Nase vorn haben wollen. Allerdings geht es am Aktienmarkt nicht darum, viele Kilometer zu laufen, sondern primär um die Generierung eines nachhaltigen und möglichst stetigen Umsatz- und Gewinnwachstums.

Letzteres gelingt Unternehmen besonders gut, die über ein Geschäftsmodell verfügen, das sie vor Konkurrenten schützt. Beim Versuch, so einen Burggraben aufzubauen, helfen Eigenschaften wie eine starke Marktstellung, Patentschutz, attraktive Marken, Kostenführerschaft, intensive Kundenbeziehungen, hohe Kosten bei einem Wechsel und ein guter Ruf.

Die mit diesen Merkmalen erreichbare Einzigartigkeit und schwierige Reproduzierbarkeit ziehen typischerweise die angestrebte Nachhaltigkeit beim Wachstum nach sich. Zudem tragen sie dazu bei, die Gewinnspannen hoch zu halten.

Anlegern, die ein interessant erscheinendes Unternehmen einem Geschäftsmodell-Schnelltest (Kriterien s. Kasten Seite 14) unterziehen wollen, rät die DZ Bank zu diesem Merkmale-Check als erstem Schritt. Wer es dann genauer wissen will, muss sich natürlich eingehender mit dem Unternehmen und dessen Bilanz beschäftigen. Und diesen Aufwand auf sich zu nehmen ist durchaus sinnvoll, weil die Langfristigkeit eines Geschäftsmodells aus Investorensicht ein äußerst wichtiger Aspekt ist.

Solche Unternehmen bezeichnet die Genossenschaftsbank als Marathon-AGs. Mithilfe von Parametern wie Unternehmensumsatz, Gewinn (Ebit), Unternehmens- und Buchwert haben die Analysten des Frankfurter Instituts den aktuellen „Trainingsstand“ deutscher Firmen anhand einer einfachen Punktwertung kürzlich erstmals wieder seit dem Jahr 2016 gemessen.

Bei dem dabei angewandten Value-Marathon-Scoring erhält eine Gesellschaft je einen Punkt für jedes der vergangenen zehn Jahre, in dem es mit Umsatz, Gewinn (auf Ebit-Basis), Unternehmens-

wert (Enterprise Value) und Buchwert aufwärtsging. Die maximal mögliche Punktzahl beträgt somit 40 Zähler. Beim aktuellen Test erhielten 92 Unternehmen mindestens 75 Prozent aller erreichbaren Punkte und damit aus Sicht der DZ Bank sehr gute Noten. Diese vergleichsweise hohe Zahl ist laut den Analysten auch auf den nun bereits seit neun Jahren währenden Konjunkturaufschwung zurückzuführen.

Wie schon bei früheren Checks fällt auf: Unter den Topwerten befinden sich überproportional viele mittelgroße und kleine Gesellschaften, die traditionell den klassischen Rückhalt der deutschen Volkswirtschaft darstellen. Es handelt sich dabei im Wesentlichen um bekannte Hidden Champions oder besser ausgedrückt: Public Champions. Wie die DZ Bank erläutert, weisen viele dieser Unternehmen eine langfristige Erfolgsgeschichte auf, auch wenn sie nicht so bekannt oder so groß sind wie die vielen Weltkonzerne im Leitindex DAX.

Bemerkenswert ist auch, dass viele dieser Marathon-AGs einen dynamischen Wachstumspfad beschritten haben, ohne

Bild 12.39F

Erfolgsrezept: Wie bei einem Marathonlauf sind auch bei Unternehmen bestimmte Voraussetzungen nötig, um erfolgreich sein zu können

dabei ausschließlich auf Akquisitionen zu setzen. Viele Firmen haben demnach ein hohes organisches Wachstum erzielt, indem sie sich frühzeitig auf internationale Märkte konzentrierten.

Solche nachhaltigen Umsatz- und Gewinnzuwächse honoriert die Börse. Das Problem im aktuellen Stadium ist allerdings, dass nach einer bereits lange anhaltenden Hausse im Nebenwertesegment viele Marathon-AG-Aktien anspruchsvoll bewertet sind. Wir stimmen aber mit dem

Urteil der DZ Bank dahingehend überein, dass Marathon-AGs als Langfristinvestments nur bei einem akzeptablen Preis infrage kommen.

#### Ein Sextett besteht den Test

Natürlich unterliegen auch Marathon-Unternehmen Leistungsschwankungen – manche von ihnen verlieren gar dauerhaft ihre Form. Wenn ein Leistungseinbruch wie jüngst beispielsweise bei **Fielmann** in Form einer Gewinnwarnung auftritt,

fragen sich Value-Anleger wie DZ-Bank-Analyst Michael Bissinger automatisch, ob eine damit einhergehende Kursschwäche eine Kaufchance bietet. Zentral bei der Suche nach einer Antwort auf diese Frage ist laut Bissinger, ob das schützende Geschäftsmodell nach wie vor intakt ist oder Schaden genommen hat.

Die ständige Kontrolle, inwieweit ein Geschäftsmodell weiterhin funktioniert, halten wir zwar ebenfalls für unerlässlich, langjährige Börsenerfahrung hat uns dies- ▶

#### SECHS DEUTSCHE MARATHON-AKTIE-FAVORITEN MIT KONTINUIERLICHER ENTWICKLUNG

Unternehmen	Sektor	Umsatz gesteigert in ... der letz- ten 10 Jahre	Umsatz CAGR <sup>1</sup> 10 Jahre	Ebit <sup>2</sup> gesteigert in ... der letz- ten 10 Jahre	Ebit CAGR 10 Jahre	EV <sup>3</sup> gesteigert in ... der letz- ten 10 Jahre	EV CAGR 10 Jahre	BW <sup>4</sup> /Aktie gesteigert in ... der letz- ten 10 Jahre	BW/ Aktie CAGR 10 Jahre	Gesamt- score
<b>Grenke AG</b>	Business Support Services	10	11,3 %	9	13,7 %	9	17,8 %	10	13,4 %	38
<b>MTU Aero Engines</b>	Industrie/Investitionsgüter	9	6,9 %	10	7,7 %	8	14,6 %	9	13,1 %	36
<b>Bechtle</b>	Technologie/IT-Services	9	9,9 %	8	10,9 %	8	18,3 %	10	11,0 %	35
<b>Adesso</b>	Technologie/Software	10	21,6 %	7	18,3 %	8	29,9 %	9	11,5 %	34
<b>VTG</b>	Transport/Logistik	8	6,5 %	8	8,6 %	9	13,7 %	9	8,0 %	34
<b>Deutsche Wohnen</b>	Immobilien	7	12,5 %	9	52,0 %	9	22,3 %	8	3,8 %	33

Maximal mögliche Punkte: 40; <sup>1</sup>CAGR = durchschnittliche Performance p. a.; <sup>2</sup>Ebit = Gewinn vor Steuern und Zinsen; <sup>3</sup>EV = Unternehmenswert; <sup>4</sup>BW = Buchwert

Quelle: Bloomberg, ThomsonReuters, DZ Bank, Stand: Juni 2018

## TITEL DAUERLÄUFER

### MERKMALE EINES GUTEN GESCHÄFTSMODELLS

Größenvorteile/Skaleneffekte
Schutz durch staatliche Regulierung (z. B. Fluggesellschaften, Stromproduzenten)
Starke Marken mit Kundentreue oder „Abhängigkeit“ (z. B. Nestlé, Coke, Philip Morris)
Hohe Kosten bei Anbieterwechsel (z. B. Softwareimplementierung)
Rendite auf eingesetztes Kapital (ROIC) übertrifft Kapitalkosten
Hoher nachhaltiger freier Cashflow
Netzwerkeffekte schützen Unternehmen (z. B. Facebook, Ebay, Mastercard)
Chance auf stabiles Wachstum
Verantwortlich handelndes Management
Preissetzungsmacht (z. B. Luxusgüterartikler, Apple)
Solide Bilanz
Hohe Reputation (z. B. Berkshire Hathaway, Goldman Sachs)
Geringer Investitionsaufwand für laufenden Betrieb benötigt

Quelle: DZ BANK

bezüglich aber auch Demut gelehrt. Das bedeutet, wir halten es dann für am wahrscheinlichsten, dass ein Geschäftsmodell weiterhin greift, wenn auch der Markt das so sieht.

Deshalb setzen wir bevorzugt auf Aktien mit einem intakten charttechnischen Aufwärtstrend. Bei der Aufgabe, aus der

Liste der deutschen Marathon AGs der DZ Bank jene Titel mit den besten Kursaussichten herauszufiltern, müssen Kandidaten nicht nur im Zehnjahresvergleich gut abschneiden, sondern (bis auf eine Ausnahme) auch in der jüngeren Vergangenheit seit 2015 positive Dynamik aufweisen. Ein weiteres Auslesekriterium war zudem

ein Kurs-Gewinn-Verhältnis, das sich spätestens auf Basis der Gewinnschätzungen für 2020 oder 2021 bei unter 20 bewegt.

Übrig geblieben bei dieser Vorgehensweise sind letztlich lediglich sechs Gesellschaften, die aus unserer Sicht besonders gut gerüstet sind für einen anhaltenden Kurs-Dauerlauf. JÜRGEN BÖTTNER

### ADESSO

## Kleine Marathon-Aktie mit großem Akku

Adesso ist nach Marktkapitalisierung der kleinste Wert unserer sechs Favoriten. In Sachen Wertentwicklung zählt er aber zu den Großen. Seit Oktober 2012 verzehn-



KAUFEN			
Risiko	Hoch	WKN	A0Z23Q
Börsenwert	358,9 Mio. €	KGV 2019e	21,8
Kurs	58,20 €	Kursziel	70,00 €
Dividendenrendite	0,8 %	Stoppkurs	48,00 €

fachte sich der Kurs. Der Wert liegt beim Test der DZ Bank sowohl im kurzfristigen Zeitraum ab 2015 als auch über zehn Jahre hinweg gut im Rennen. Bei der Steigerung des Unternehmenswerts auf Sicht eines Jahrzehnts rangieren die Dortmunder mit knapp 30 Prozent per annum sogar unter den Top 10 aller deutschen Marathon-AGs. Wegen des starken Wachstums zählt Adesso mittlerweile in Deutschland zu den führenden Anbietern für Beratung und Softwareentwicklung bei branchenspezifischen Prozessen, IT-Transformation und Digitalisierung. Wie gut die Marktstellung ist, zeigt auch der kürzlich erfolgte Zuschlag im Zuge einer europaweiten Ausschreibung für einen bedeutenden Rahmenvertrag der Bundesverwaltung – Auftragsvolumen bis zu 25 Millionen Euro. Das Beschaffungssamt des Bundesministeriums hat die Gesellschaft für weitere sechs Jahre mit der Pflege, Wartung und Weiterentwicklung seiner elektronischen Vergabeplattform beauftragt. Durch Marktpenetration, Branchenausweitung, Internationalisierung und Ausbau eigener Softwarelösun-



Adesso ist im Bereich Beratung und Softwareentwicklung in Deutschland führend

gen ist es Adesso gelungen, sich ein bewährtes Wachstumsmodell zu erarbeiten. Darüber hinaus bieten Digitalisierung, E-Commerce und Effizienzverbesserungen große Wachstumschancen und führen zu einer Optimierung der Kerngeschäftsprozesse bei den Kunden von Adesso. Analysten sehen den Gewinn je Aktie von 2017 bis 2022 von 1,79 Euro auf 5,07 Euro steigen. Erfüllt Adesso diese Zielvorgaben, wäre bestimmt auch künftig der Status als Marathon-AG gesichert.