



Wirtschaft im Umbruch

5 Schlussfolgerungen für den deutschen Mittelstand

Dr. Michael Heise on Global Economics

Februar 2023



Was bedeutet die Krisenrealität der vergangenen Jahre für den deutschen Mittelstand? Welche Schlussfolgerungen sollten die Unternehmen aus den aktuellen Entwicklungen rund um Covid, Ukrainekrieg und Inflation ziehen? Inflation, Energieprobleme, steigende Zinsen: Das vergangene Jahr hat Verbrauchern viel abverlangt. Welche Probleme werden uns erhalten bleiben, wo zeichnen sich Lösungen ab.



1. Politische und wirtschaftliche Umbrüche

Das Jahr 2022 war von zahlreichen politischen und wirtschaftlichen Umbrüchen geprägt. 2023 hat für die Wirtschaft und die Kapitalmärkte etwas ruhiger begonnen, aber es wäre unrealistisch, die Krisen als überwunden anzusehen. Nach wie vor gibt es erhebliche makroökonomische Unsicherheiten – eine viel zu hohe Inflation und die Möglichkeit einer noch deutlicher strafferen Geldpolitik – den unabsehbaren Krieg in der Ukraine und beträchtliche geopolitische Spannungen zwischen den USA und China, die für die gesamte Weltwirtschaft von Bedeutung sind.

Änderungen der weltweiten Handels- und Kapitalströme und neue Formen der Globalisierung haben begonnen, die für das Geschäftsmodell Deutschland von besonderer Bedeutung sind. Denn der wirtschaftliche Erfolg Deutschlands ist auf eine hohe Internationalisierung der Wirtschaft gegründet, die von einem starken Mittelstand und einer leistungsfähigen Industrie vorangetrieben wurde.

Eine besonders sichtbare geoökonomische Veränderung ist, dass China und Russland wirtschaftlich immer stärker zusammenwachsen, während sich deutsche Unternehmen, die in Russland

einst eine dominante Bedeutung hatten, aufgrund der Sanktionen weitgehend zurückgezogen haben. Bedeutsamer noch ist, dass die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Deutschland und seinem größten Handelspartner China inzwischen auch als riskante Abhängigkeiten angesehen werden, die aufgrund der schwer kalkulierbaren politischen Entwicklungen in diesem riesigen „Einparteienland“ gefährlich werden könnten.

Es wird kaum möglich sein, das Geschäft mit China in überschaubarer Zeit durch andere Länder zu ersetzen, sondern es wird eher ein längerfristiger Trend sein, die Wirtschaftsbeziehungen zu anderen asiatischen Partnerländern und darüber hinaus mit den Partnern im westlichen Wertebündnis zu verstärken. Unter den großen Schwellenländern Asiens dürften Indien und Indonesien profitieren. Auch die Vereinigten Staaten von Amerika dürften aufgrund der politischen Rahmenbedingungen, einer sicheren Energieversorgung und hohen Subventionen für die Investitionen europäischer und deutscher Unternehmen sehr attraktiv sein. Es ist also mit deutlichen Veränderungen der internationalen Produktions- und Lieferketten zu rechnen.

Welche Schlussfolgerungen sollten vor allem mittelständische Unternehmen in Deutschland aus den Entwicklungen ziehen? Dazu fünf Vorschläge, die ein Gedanke verbindet: Gewinne sind wichtig, Widerstandsfähigkeit auch.

Erstens: Die Unternehmen sollten auf scheinbar „Unabsehbares“ gefasst sein. Nach Jahren einer „Polikrise“, die mit der Covid-Pandemie begann, sollte man gegenüber zukünftigen Überraschungen widerstandsfähig sein und auch Krisenszenarien überleben können.

Zweitens: Der deutsche Mittelstand hat vor der Covid-Pandemie hohe Eigenkapitalquoten ausgewiesen, die ihn ohne große Insolvenzwellen durch die Krisen haben kommen lassen. Für Finanzoptimierer stellen die Eigenkapitalquoten zwar eine Begrenzung der möglichen Renditen dar, aber Renditemaximierung nützt wenig, wenn das Überleben in Krisen nicht gesichert ist.

Drittens: Auch mittelständische Unternehmen sollten starke einseitige Abhängigkeiten von einzelnen Partnern reduzieren. Das kann die Bezugsquellen von Vorprodukten betreffen, die für die Stabilität von Wertschöpfungsketten wichtig sind, es kann die Diversifizierung von Absatzmärkten und Produktionsstätten bedeuten. Daneben werden etwas höhere Lagerbestände und weniger Just-in-time-Optimierung die neue Realität prägen.

Viertens: Es ist richtig und wichtig, dass mittelständische Unternehmen auch in Zukunft nicht auf eine Besserung der Standortbedingungen durch die Politik warten, sondern sich auch widrigen Bedingungen anpassen. Verbesserungspotential in der Wirtschaftspolitik gibt es reichlich: beim Bürokratieabbau, der Mittelständler besonders am Herzen liegt, bei der in Deutschland besonders hohen Steuer- und Abgabenbelastung, bei einer sicheren und günstigen Versorgung der Wirtschaft mit Energie, beim Ausbau der Infrastruktur. Ändert sich an diesen Rahmenbedingungen nichts, werden weitere Anpassungsmaßnahmen der Unternehmen zu erwarten sein, um die Wettbewerbsfähigkeit trotz schwieriger Standortbedingungen zu erhalten, etwa arbeitssparende Rationalisierungen, Produktionsverlagerungen ins Ausland, wie sie im energieintensiven Bereich, aber auch bei Forschung und Entwicklung derzeit wieder geschehen, oder aber eine verminderte Fertigungstiefe und der Import von benötigten Produktkomponenten. Solche Strategien haben die Unternehmen auch in der Vergangenheit wettbewerbsfähig gehalten, sie gehen allerdings vielfach zulasten der Investitionen und der Beschäftigung am Standort Deutschland.

Fünftens: Die Lehre aus vielen Krisen der Vergangenheit ist es, gerade in schwierigen Zeiten Innovationsanstrengungen nicht zu reduzieren, sondern eher noch zu erhöhen. Neue Technologien, oder neue Wege, den Kundenbedarf noch besser zu treffen, sind oft das Grundgerüst für langfristige Markterfolge.

Fazit

Eine starke und erfolgreiche Entwicklung des Mittelstandes ist für den Wohlstand in Deutschland von essentieller Bedeutung. Diese Erkenntnis wird kaum bestritten, führt aber leider nicht dazu, dass die Rahmenbedingungen für die mittelständische Wirtschaft durchgreifend verbessert werden. Wir diskutieren zwar die sogenannte Deindustrialisierung und beobachten seit fünf Jahren einen tendenziell fallenden Trend der deutschen Industrieproduktion, aber können offenbar keinen Konsens für wirksame strukturelle Maßnahmen finden. Entlastungsmaßnahmen im Rahmen des (Energie-)Krisenmanagements sind wichtig, werden aber die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft nicht auf lange Sicht verbessern.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsbarrieren, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 9494 88 050
E-Mail: research@leanval.investments