

# Mit tiefgreifender Recherche markante Entwicklungen erkennen

Zunehmende Prüfungsdichte unterstützt Analysearbeit – Hohe Cash-Bestände und operative Cash-flows halten Risiken in Grenzen

Von Norbert Kalliwoda \*)

**Börsen-Zeitung, 10.2.2007**  
Die „Suche nach dem goldenen Kalb“ stellt sich grundsätzlich als nicht einfaches Unterfangen dar. Ein aussichtsreiches Small- und Mid-Cap-Unternehmen zu entdecken, wird dadurch erschwert, dass die Marktsituation und das Wettbewerbsumfeld eines zu untersuchenden Small-/Mid Cap oftmals schwer zu durchschauen ist, da sich kleine und mittelständische Unternehmen auf relativ jungen bzw. neu geschaffenen Märkten bewegen. Denn es handelt sich bei kleineren Unternehmen meist um Nischenmärkte. Bei der Bewertung von Small-/Mid Caps kommt hinzu, dass man im Vergleich zu den Blue Chips häufig nicht auf eine lange Historie zurückgreifen kann. Nur selten sind Marktanteile eines Small-/Mid Cap und jeweiliges Marktwachstum mit substanzialen Daten greifbar. In solchen Fällen hilft es dem Analysten von Small-/Mid Caps, den betreffenden Vorstand direkt zu befragen und selbst auf Fachmessen oder an Expertenkreisen teilzunehmen, um zu einer schlüssigen Unternehmensbewertung zu kommen. Mit tiefgreifender Recherche kann es gelingen, markante Entwicklungen am Markt und in den Unternehmen rechtzeitig zu erkennen, um dann solche Überlegungen in Bewertungsmodelle einfließen lassen zu können. Gerade in Nischenmärkten, in denen spezielle Produktlösungen gefragt sind, lassen sich häufig hohe Gewinnmargen erzielen.

Der Vorteil von Small Caps ist oft die hohe Eigenbeteiligung der CEO/CFO (oft auch die Unternehmensgründer) am Aktienkapital, womit in der Regel eine überdurchschnittliche Leistungsbereitschaft und Identifikation mit dem Unternehmen einhergeht. Die Vorstände können dann auch häufig allein über den

optische Netzwerke spezialisiert. Den Kunden (Netzbetreibern und Unternehmen) von Adva wird es ermöglicht, ihre Netzwerke zu skalieren und intelligente, wettbewerbsfähige neue Dienste anzubieten. Hier sprechen wir die oben erwähnte Nischenproduktstrategie, die für Small-/Mid Caps so wichtig ist, an.

Ferner ist unserer Meinung nach Adva interessant, weil es sich in sinnvoller Weise durch M&A-Transaktionen vergrößert und somit positive Skaleneffekte erzielt. Auch organisch bereinigt wächst Adva seit elf Quartalen umsatz- und gewinnseitig. Advas Wettbewerber sind die in Fachkreisen großen Namen Cisco, Alcatel-Lucent, Nortel, Huawei, RAD Communications und Ciena. Unsere Peergroup-Untersuchungen zeigen, dass bei Adva im Vergleich zu den Referenzunternehmen mit dem operativen Geschäft bei geringerer Vermögensbindung höhere Umsatzerlöse erzielt wurden.

Für das Jahr 2007 gehen wir von einer Ebit-Marge von ca. 11% aus. Dies liegt über dem Kapitalkostensatz (WACC) von 8% und stellt somit eine Überrendite dar.

In diesem Nischenmarkt sind die Eintrittsbarrieren durch die spezifischen und idiosynkratischen Ausrüstungsinvestitionen sowohl bei den Anbietern als auch bei den Kunden relativ hoch, so dass nicht mit weiteren nennenswerten Wettbewerbern gerechnet werden muss. Derzeit ist Adva die Nr. 1 in Europa und Nr. 3 weltweit hinsichtlich der Datenübertragung mit optischen Wellenlängen-Multiplexersystemen (WDM/DWDM) im Metro-Bereich. Marktführerschaft trägt in Zeiten hohen Wettbewerbs zu stabilen oder nur leicht fallenden Gewinnmargen bei. Unsere Schätzungen der operativen Free Cash-flows vor Anlageinvestitionen lauten 11,8 Mill. Euro in 2006e (18,8 Mill. Euro in 2007e und 25,3 Mill. Euro in 2008e).

## VALOR

Auch Valor Computerized Systems bewegt sich in einem Nischenmarkt. Valor ist Mitglied des Prime-Standard-Index und hat sich auf produktivitätssteigernde Software-Lösungen für die Elektronikindustrie (Nokia, Continental, Toshiba) spezialisiert. Echtzeitüberwachung und exakte Rückverfolgbarkeit von eingesetzten Elektronik-Bauteilen sind Stärken von Valor. Der Wert wird unseres Erachtens sowohl von institutioneller Seite als auch von privaten Investoren vernachlässigt. Die Vorsteuergewinnmarge ist rund doppelt so hoch wie der Durchschnittswert bei den Softwareherstellern im Prime-Standard-Index. Möglicherweise ist die mangelnde Aufmerksamkeit auf die komplexen Produkte und Dienstleistungen von Valor zurückzuführen. Die Produkte helfen Unternehmen, ihre Produktivität zu steigern und Produktionsfehler zu minimieren.

Der Kasus Knaxus bei Softwareunternehmen ist generell die Service- und Vertriebskraft. Valor sammelt Pluspunkte durch ihren Consultative Selling Approach (verkaufsbereitenden

## Die Valor-Aktie



den Ansatz), womit maßgeschneiderte Produktions- und Prüfanlagen gemeint sind. Valors Produktionsanlagenkonzepte eignen sich, die Beschaffung und Verwendung bleifreier elektronischer Bauteile zu protokollieren und deren Schadstofffreiheit zu prüfen. Das kommt nicht nur bei den Kunden an, sondern ist laut gesetzlichen Auflagen in den meisten Industrieländern auch bereits vorgegeben. Valors Cash-Quote in Relation zur Bilanzsumme beträgt 27%, und die Vorsteuergewinnmarge schätzen wir für 2006 auf knapp 11% und für 2007 leicht darüber.

## IBS

Dass sich Produkt- und Branchen-spezialisierung auszahlen können, zeigt die IBS AG, die mit einer Ebit-Marge von 14% über dem Branchendurchschnitt liegt. Stärken des Softwareanbieters sind neugeschaffene Analyse- und Steuerungsinstru-

## Advanced Vision Technology



mente in Ergänzung zur klassischen Produktionsfehleranalyse.

Erfreulich für die IBS AG ist, dass sich das Wachstum über alle Segmente des Unternehmens erstreckt. Die amerikanische Tochtergesellschaft IBS America erholt sich im hartumkämpften USA-Markt, wodurch mit einer sich verbessernden geografischen Umsatz-Diversifikation das spezifische Länderrisiko sinkt. Derzeit kommen die sogenannten serviceorientierten Architekturen (SOA) bei Kunden spürbar an: Offene, serviceorientierte Architekturen binden bereits bei Kunden existierende teure Softwarelösungen mit ein. Gerade in der Automobilindustrie gelingt es dem Prime-Standard-Wert, ihre Kundenbeziehungen zu stärken, indem die Integration und Anbindung anderer Softwaremodule wie z.B. von SAP mit den IBS-Lösungen ermöglicht wird.

## Advanced Vision Technology (AVT)

Ein recht unbeachteter Wert ist der Prime-Standard-Wert Advanced Vision Technology. Das Unternehmen ist spezialisiert auf optische Inspektionssysteme (Machine Vision) für die Druckindustrie, speziell für die Anwendungsbereiche Verpackun-

gen und Etiketten. Aufgabe von AVT-Systemen ist die Gewährleistung von beständiger Qualität der Druckmaterialien.

Der Markt für die Machine-Vision-Industrie wächst jährlich um ca. 9%. Für 2007 wird das Marktvolumen auf 9,2 Mrd. Dollar geschätzt. Einer Untersuchung von MAN Roland zufolge beläuft sich der Anteil der Verpackungsindustrie am Print Market auf 20%. Verpackungen und Werbung hat das größte Wachstum von ca. 5% p.a. Hauptargument von AVT gegenüber ihren Industriekunden ist, dass man die in der Industrie vorherrschenden Fehlerrate von ca. 10% um die Hälfte mit ausgefeilten optischen Inspektionssystemen reduzieren könne. Packaging ist der größte Umsatzbringer von AVT, geht aber zugunsten der magerträchtigen-

## Die Roth & Rau-Aktie



ren Labels-Sparte nach unten. In 2005 wurden mit der Sparte Labels 19% erzielt. Die Finanzkennziffern der AVT sind gut. In 2005 konnte eine Nettogewinnmarge von 16,7% erwirtschaftet werden. Dies ist der beste Wert der hier vorgestellten Unternehmen. Auch von Q1-Q3/2006 beträgt die Netto-

Marge sogar 20%. Nicht weniger beeindruckend ist die Bilanz mit einer Cash-Quote von 65% (26,6 Mill. Dollar Cash bei einer Bilanzsumme von 41,457 Mill. Dollar).

## Roth & Rau AG

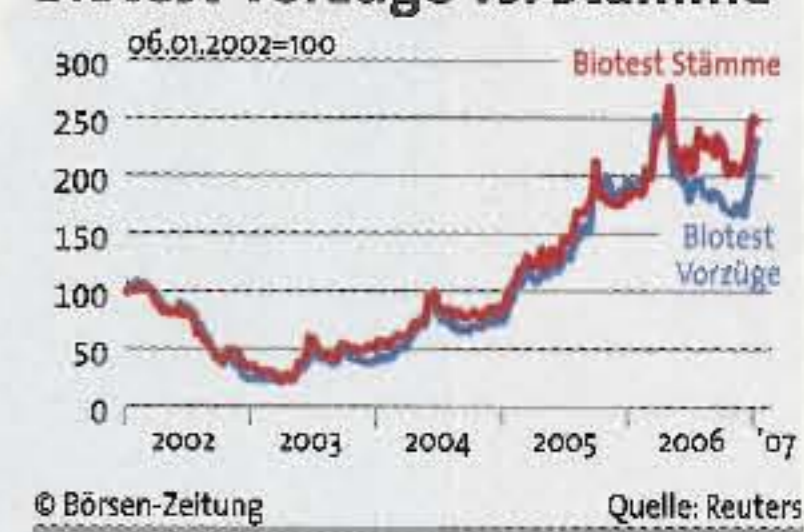
Roth & Rau AG produziert Antireflexbeschichtungsanlagen für die Solarzellenproduktion. Dieser Nischenmarkt ist unseres Erachtens zukunftsfruchtig. Die Bilanz und Cash-flows sind recht solide. Die Ebit-Marge des Spezialmaschinenbauers liegt bei etwa 11%. Die Geschäftsaussichten sind positiv, weil die Fertigungsmaschinen den Wirkungsgrad von Solarzellen erhöhen. Darüber hinaus fällt die Gesellschaft positiv durch ihre Bereitschaft zur freiwilligen Quartalsberichterstattung auf. Wesentliche Triebfedern des Branchenwachstums sind daneben die zunehmende Verteuerung der konventionellen Energieträger und eine erfolgreiche Internationalisierungsstrategie. Eine leichte Wachstumsbremse könnte entstehen, wenn nicht genügend geeignete Mitarbeiter zur Bewältigung des rasch anwachsenden Auftragsbestandes gewonnen werden können. Die Aktienkursperformance ist mit rund 12% seit IPO recht ansehnlich und sollte unserer Ansicht nach weiterhin im Gleichlauf mit den Fundamentaldaten steigen.

## Biotest AG

Im Dickicht der Segmente sticht des Weiteren die Biotest AG durch ihre unauffällige, aber solide Geschäftspolitik hervor. Das Unternehmen verarbeitet humanes Plasma und bietet daraus gewonnene therapeutische Plasmaproteine an. Diese nützen bei der Heilung von erkrankten Immunsystemen und bekämpfen Störungen des Blutgerinnungssy-

stems. Mit der Erreichung eines zweistelligen Wachstums bei Umsatz und Ebit konnte Biotest in den vergangenen Quartalen aus fundamentaler Sicht eine gute Performance vorweisen. Neben dem angestrebten Wachs-

## Biotest Vorzüge vs. Stämme



tumspfad verfügt die Gesellschaft bei einer Eigenkapitalquote von rund 49% über eine ausgewogene Kapitalstruktur. Einen wesentlichen Erfolgsbeitrag liefert der Pharmabereich mit einem Umsatzanteil von rund 73% (insb. Immunglobuline und Plasmaproteine), der dazu beiträgt, dass die Stagnation im Geschäftsfeld Diagnostik leichter verkraftet werden kann. Darüber hinaus bestehen derzeit seitens der EU-Kommission Bemühungen, den Grundsatz „one share – one vote“ zu überdenken. Dieser Aspekt könnte mittelfristig für eine zusätzliche Umtauschfantasie sorgen, da sich das Grundkapital in Stämme und in Vorzüge untergliedert. Erwähnenswert ist ebenso, dass die Gesellschaft bereits seit 60 Jahren besteht.

\*) Dr. Norbert Kalliwoda (CEFA) ist Inhaber der DR.Kalliwoda Research, Frankfurt

## Die Adva-Aktie



Streubesitz hinweg die Geschicke des Unternehmens lenken. Principal-Agent-Probleme, die Unternehmenserfolge in Konzernen etwa durch hohe Managementanreize für kurzfristige Erfolge beeinträchtigen können, sind bei unternehmergeführten AGs kaum zu erwarten. Ferner sprechen für Small Caps die Übernahmefantasien und Transaktionen, bei denen der Investor mit höheren Verkaufspreisen seiner Aktien rechnen kann (wie z.B. bei Linos AG, Techem AG).

Auf der Suche nach aussichtsreichen Small-/Mid Caps kann man neben den eigenen Recherchen und Schätzungen auch die neue, seit 1.1.2007 gültige Transparenzrichtlinie (Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz – TUG) nutzen. Es kommt zu einer verbesserten Offenlegung von Unternehmens-Beteiligungsstrukturen, und auch die Rechnungslegungstransparenz nimmt weiter zu. Zusätzlich werden die Schwellenwerte für Beteiligungsquoten nach unten gesetzt. Beteiligungsquoten von z.B. bereits 3% statt 5% werden gemeldet. Die Prüfungsdichte nimmt zu und unterstützt die Arbeit des Analysten von Small-/Mid-Cap-Unternehmen.

Zur Auffindung lukrativer Small-/Mid-Cap-Aktien sind auch deren Kundenbeziehungen zu teilweise Großkonzernen wie RWE, Eon, Daimler, MAN, Nokia, British Telecom und deren zukünftiges Investitionsverhalten von Relevanz. Daher haben konjunkturelle Entwicklungen zumindest indirekt einen Einfluss auf Small-/Mid Caps.

Adva Optical Networking (TecDax30) zum Beispiel spürte die Investitionszurückhaltung der Industrie- und Telefonkonzerne in den Jahren 2001 bis 2003. Seitdem erhöht sich der Unternehmenswert sukzessive. Adva profitiert insbesondere vom globalen Anstieg des Datenverkehrs und des Breitbandbedarfs für die effiziente Übertragung von E-Mails, Videokonferenzen und Sprache. Konkret hat sich Adva auf

**BÖRSE MÜNCHEN**  
Alles fordern. München ordern.

# das Börsensegment für den Mittelstand

QUALITÄT IN KUNSTSTOFF

Meine Bank!