

***Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt und das PRIIPs-KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.***

## **Fortezza Finanz - Aktienwerk**

### **Quartalsbericht zum 30.06.2024**

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

in diesem Quartalsbericht gehen wir auf ein Unternehmen aus unserem Portfolio näher ein.

#### **Bilfinger**

Bilfinger hat eine durchaus bewegte Geschichte hinter sich, die im Jahr 1880 begann. Seit diesem Zeitpunkt hat sich die Firma bis zur Jahrtausendwende zu einem internationalen Bauunternehmen im Hoch- und Tiefbau entwickelt. 2001 hat man begonnen die zyklischen Bauaktivitäten zu reduzieren und stabilere Industriedienstleistungsunternehmen zu erwerben. Im Zeitraum zwischen 2014 - 2016 ist man komplett aus den Bauaktivitäten inkl. Immobiliendienstleistungen ausgestiegen und hat sich fortan auf den Bereich der Industriedienstleistungen konzentriert. Seitdem haben wir Bilfinger auf dem Radar.

Denn das zugrunde liegende Geschäft ist attraktiv und verspricht Wachstum. Die Kunden von Bilfinger kommen aus der Prozessindustrie - Öl/Gas, Chemie, Energie und Pharma sind die Branchen, für die Bilfinger hauptsächlich Dienstleistungen erbringt. Sie alle haben gemein, dass sie sehr große Produktionsstätten besitzen, in denen viele Gase und Flüssigkeiten Teil des Produktionsprozesses sind. Mit Beratung, Engineering, Montage und Instandhaltungsdienstleistungen hilft Bilfinger diesen Kunden ihre Anlagen in Schuss zu halten. Zwei Trends helfen Bilfinger momentan ungemein - Effizienzsteigerung und Nachhaltigkeit. Gerade die Prozessindustrie ist angehalten, Co2 einsparen zu müssen und gleichzeitig die eigenen Anlagen effizienter und kostengünstiger zu betreiben.

Der Fachkräftemangel und fehlendes Know-how führt zu mehr Outsourcing an spezialisierte Dienstleister wie Bilfinger. So sollte es der Gesellschaft möglich sein, ein organisches Wachstum von 4 – 5 % p. a. zu erzielen. Ein Großteil der Umsätze ist gut planbar und hat wiederkehrenden Charakter. Da man in einem Dienstleistungsbereich tätig ist, ist das Geschäft

wenig kapitalintensiv und verspricht hohe freie Cashflows. Dennoch konnte die Firma in den letzten 10 Jahren ihr Potential nicht ausspielen. Was waren die Gründe und warum soll es nun besser werden?

Der Aufbau des Dienstleistungsbereiches geschah vor allem anorganisch durch mehr als 100 Akquisitionen. So war es unter anderem die Aufgabe des ehemaligen hessischen Ministerpräsidenten Roland Koch im Zeitraum 2011 bis 2014 aus mehr als 600 Einzelfirmen einen schlagkräftigen Konzern zu formen. Nach mehreren Gewinnwarnungen wurde dieses Experiment mit einem Politiker an der Spitze beendet. Nach einem Interims-CEO wurde Per Utnegaard geholt, der man allerdings nach nur einem Jahr wieder hinschmiss. Als Tom Blades von 2016 bis 2021 den CEO-Posten übernahm, kam zwar etwas Ruhe ins Management-Team, aber weniger in die Organisation. Es folgten viele Restrukturierungsprogramme, Korruptionsvorwürfe, Compliance-Themen und ein Compliance-Aufseher, der erst 2018 seine Arbeit als beendet ansah. Es war schwer den Konzern in ruhiges Fahrwasser zu bekommen. Ende 2021 erzielte Bilfinger eine EBITA-Marge von unter 3 % und war damit weit entfernt vom 5 %-Ziel.

Als im Jahr 2022 Thomas Schulz den CEO-Posten übernahm, hat eine Trendwende eingesetzt. Nachdem wir Ende 2023 für diesen Artikel in der F.A.Z. 0,99 EUR hingeblickert haben (Link anbei), ist unser Interesse an Bilfinger stark gewachsen!

<https://www.faz.net/aktuell/karriere-hochschule/buero-co/bilfinger-chef-thomas-schulz-wie-moderne-fuehrung-geht-19049691.html>

Thomas Schulz hat lange Jahre in Skandinavien gearbeitet und dabei die Vorteile einer dezentralen Organisation schätzen gelernt. So hat er bei Bilfinger die Anzahl der unproduktiven Mitarbeiter in der Zentrale deutlich reduziert, Teile dieser Einsparungen in die Ausbildung der produktiven Mitarbeiter reinvestiert und den lokalen Gesellschaften mehr Verantwortung gegeben. Außerdem hat er versucht einen Kulturwandel einzuläuten. Er erklärt in diesem Interview, warum es sinnvoll aber nicht leicht ist, seinen Leuten wirkliches Vertrauen entgegenzubringen. In einem persönlichen Gespräch hat er uns erläutert, dass die ganze Mannschaft nach so vielen turbulenten Jahren sehr verunsichert war. Durch das Zurückgeben an Vertrauen und Verantwortung ist eine Aufbruchstimmung beim Führungspersonal entstanden und der Wunsch danach, dass Bilfinger das Potential realisiert, welches in diesem interessanten Markt möglich ist.

Wenn wir uns die Zahlen ansehen, dann zeigt sich folgendes Bild: In den letzten beiden Geschäftsjahren konnte die EBITA-Marge von 3,2 % auf 4,0 % in 2023 erhöht werden. Die höchste Marge seit 2014! Durch die hohen Kosteneinsparungen aus der (wohl finalen) Reorganisation in der Zentrale hat man eine realistische Chance, das Margenziel von 5 % in 2024 zu erreichen.

Als die Aktie Anfang 2024 mit einem EV/EBITA von unter 6 mit einem außergewöhnlich hohen Abschlag zum fairen Wert notierte, haben wir unsere Position aufgebaut.

Bilfinger steht heute als ein anderes Unternehmen da als noch vor einigen Jahren. Die Bilanz ist mit einer kleinen Netto-Cash-Position mehr als sauber. Die Dividendenrendite auf unseren Einstandskurs liegt bei über 5 %. Es werden hohe Kapitalrenditen und freie Cashflows erzielt, das Geschäft ist mit einem Fokus auf wiederkehrende Wartungsaufgaben weniger risikobehaftet. Sollte das Management das Margenziel von 6 – 7 % bis 2027 erreichen, liegt der von uns ermittelte faire Wert noch immer weit über dem aktuellen Aktienkurs. Selbst bei einer stabilen Marge von 5 % ist das aktuelle EV/EBITA von etwa 7 alles andere als teuer.

Sollten sie Fragen haben, stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Fondsmanager

Berater (Research)

Hinweise: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind ausschließlich der Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement, das Basisinformationsblatt (PRIIPs-KID) sowie die Halbjahres- und Jahresberichte. Eine aktuelle Version der vorgenannten Dokumente ist kostenlos in deutscher Sprache am Sitz der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxemburg, sowie auf der Homepage ([www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com)), der Zahlstelle DZ PRIVATBANK S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxemburg und der deutschen Vertriebsstelle Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg, erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sind dem Verkaufsprospekt zu entnehmen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Verwalter/Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen für den Vertrieb der Anteile des Fonds aufzuheben. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Weitere Informationen zu Anlegerrechten sind in deutscher Sprache auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft (<https://www.ipconcept.com/ipc/de/anlegerinformation.html>) einsehbar.

Disclaimer: Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Kundeninformation ("KI") im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich die unten genannte Vertriebsstelle als Verfasser verantwortlich. Diese "KI" wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann

eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese "KI" begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese "KI" ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser "KI", eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die vorliegende "KI" ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Herausgeber: Die Fortezza Finanz AG, Hauptmarkt 16, 90403 Nürnberg, besitzt für die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Die Fortezza Finanz AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der "KI" oder Teilen hiervon entstehen.

## Abkürzungsverzeichnis

DCF	Discounted Cash-Flow
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Amortisationen
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
Enterprise Value	Marktkapitalisierung + Nettoverschuldung / - Nettoliquidität
EV/EBIT	Enterprise Value im Verhältnis zum EBIT
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
M&A	Mergers & Acquisitions
ROCE	Return on Capital Employed, auch Kapitalrendite genannt ( <i>EBIT im Verhältnis zu Working Capital+Operatives Anlagevermögen</i> )