Friedrich Vorwerk Group

DIE PIPELINE IST GUT GEFÜLLT

Die Friedrich Vorwerk Group SE hat einen sehr ordentlichen Auftragsbestand zusammengetragen und die Profitabilitätsschwäche offenbar überwunden. Die Aussichten, im Zuge der Energiewende weiterhin viele und große Aufträge zu erhalten, sind gut. Unbemerkt ist das nicht geblieben, der Kurs hat bereits kräftig zugelegt.

Zum Zeitpunkt unseres vorigen Berichts über Friedrich Vorwerk in NJ 3/23, war die Aktie gerade schwer abgestürzt und lag am 16.02.2023 mit € 10.98 nur knapp über dem historischen Tief, das am 20.03.2023 mit € 8.89 folgen sollte. Zuvor musste der Vorstand einen kräftigen Einbruch der Profitabilität einräumen. Im 9M-Bericht für 2022 lag die EBITDA-Marge nur noch bei 9.2 (14.8) %, und als Ausblick für den Umsatz im Jahr 2023 wurden nur noch € 300 Mio. genannt, nachdem die Erlöse 2022 bei € 368.2 Mio. lagen. Zum Börsenstart am 25.03.2021 schloss die Aktie noch mit € 47.68 .

Zwar gab es auch 2022 und 2023 durchaus nennenswerte Marktchancen, doch konnten diese aufgrund des Fachkräftemangels nur bedingt genutzt werden. Dennoch kamen wir zum Schluss, dass die Aktie auf diesem Niveau unterbewertet ist, weil die Infrastruktur für den Strom- und Gastransport und mittelfristig auch für Wasserstoff über mindestens eine Dekade massiv Kapital anziehen würden.

Damit sollten wir recht behalten. Tatsächlich erholte sich die Aktie wieder. Seit dem historischen Tief fuhr der Kurs bis heute ein Plus von 311 % ein. Allein in den vergagenen 52 Wochen bewegte sich die Aktie um 158 % nach oben, so dass am 23.01.2025 das 52-Wochen-Hoch von € 36.60 erreicht wurde.

Prognosen deutlich übertroffen

Damit trägt der Kurs einer Entwicklung im Geschäftsjahr 2024 Rechnung, die beim Management in Tostedt für reichlich gute Laune gesorgt haben dürfte. Am 16.01.2025, mehr als zwei Monate vor der geplanten Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2024, wurden erste Hochrechnungen für Umsatz und EBITDA veröffentlicht. Mit den ermittelten € 495 Mio. übertrafen die Erlöse die ursprünglichen Prognosen bei weitem. Zunächst war der Vorstand von einem Umsatz in Höhe von € 410 Mio. ausgegangen. Nach einem starken Q3 wurde der Wert auf eine Spanne zwischen € 430 und 480 Mio. angehoben, deren Obergrenze nun auch übertroffen wurde.

Mit dem Q3-Bericht wurde auch die Prognose für die EBITDA-Marge angehoben. Nachdem ursprünglich 13 % erwartet wurden, legte sich der Vorstand im Oktober auf 14 bis 15 % fest. Den Hochrechnungen zufolge wird sie aber wohl bei einem EBITDA von ca. € 80 Mio. nun sogar 16 % betragen. Herausgehoben wurde in der Mitteilung auch der Finanzmittelbestand, der zum Jahresende € 176.6 (58.6) Mio. betrug, und die Nettoliquidität von € 154.3 (42.1) Mio.

Mit dem 9M-Bericht war bereits klar, dass 2024 ein sehr gutes Jahr werden würde. Der Umsatz stieg um 23.3 % auf € 339.1 (275.1) Mio. und das EBITDA um 144.1 % auf € 49.8 (20.4) Mio. Die EBITDA-Marge erreichte 14.7 (7.4) %. Das Konzernergebnis sprang auf € 22.3 (4.3) Mio. bzw. € 1.11 (0.22) je Aktie. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit lag bei € 21.7 (-13.5) Mio.

Aufgrund des Ergebniswachstums nahm das Eigenkapital deutlich auf € 191.6 (171.5) Mio. zu. Dagegen reduzierte sich der Liquiditätsbestand auf € 53.9 (58.6) Mio., insbesondere durch Auszahlungen für Investitionen in Höhe von € 27.8 Mio. und den Abbau des Working Capitals in Höhe von € 14.7 Mio. Nach Abzug der Finanzschulden von € 23.5 (16.5) Mio. ergibt sich ein Nettofinanzmittelbestand von € 30.4 (42.1) Mio.

Vielversprechende Perspektiven

Die Perspektiven sind weiterhin günstig für Friedrich Vorwerk. Für die kommenden Jahre werden noch viele Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen im Gasbereich erwartet, da zahlreiche neue Gaskraftwerke an das bestehende Erdgasnetz angeschlossen werden müssen. Zudem müssen bis 2045 etwa € 320 Mrd. in das deutsche Stromnetz investiert werden. Rund 4800 km neue Leitungen sollen entstehen. Grund sind die umfassenden Elektrifizierungspläne in Deutschland für die Sektoren Verkehr, Industrie und Gebäude, da bis 2045 mit einer Verdoppelung des Stromverbrauchs gerechnet wird.

Auch im Bereich der Wasserstoff-Infrastruktur werden große Chancen gesehen, da bis 2032 in Deutschland mehr als 9000 km Wasserstoff-Pipelines errichtet werden sollen. Aktuell befinden sich zahlreiche Projekte der Gas-Fernleitungsnetzbetreiber in der Planung und drängen nach Einschätzung des Vorwerk-Vorstands in die Umsetzung. Dabei geht es sowohl um Neubauten als auch um Umbauten bestehender Gaspipelines, die etwa 60 % des Wasserstoff-Kernnetzes ausmachen sollen. Insgesamt werden die Kosten für das Wasserstoff-Kernnetz auf € 20 Mrd. geschätzt.

Friedrich Vorwerk Group SE, Tostedt

Branche: Ingenieurdienstleistungen, Tiefbau, Erneuerbare Energien

Telefon: 04182 / 2947–0

Internet: www.friedrich-vorwerk.de

ISIN DE000A255F11,
20 Mio. Aktien, Aktienkapital AK € 20 Mio.

Aktionäre: MBB SE 49.97 %, ALX Beteiligungsgesellschaft mbH 18,75, Streubesitz 31,28 %

Kennzahlen	9M 2024	9M 2023
Umsatz	339.1 Mio.	275.1 Mio.
EBIT	34.4 Mio.	7.1 Mio.
Konzernergebnis	22.3 Mio.	4.3 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.11	0.22
EK-Quote	51.5 %	55.1 %

Kurs am 23.01.2025:
€ 36,60 (Xetra), 36.60 H / 14.04 T

KGV 2025e 20, **KBV** 3.8 (9/24)

Börsenwert: € 732 Mio.

Rekordauftragsbestände treiben den Kurs kontinuierlich nach oben.

FAZIT: Der ganz heiße Teil der Kursrallye dürfte angesichts der starken Entwicklung der Aktie in den vergangenen zwei Jahren zwar vorbei sein, doch die **Friedrich Vorwerk Group SE** hat eine plausible Wachstumsstory für einen langen Zeitraum zu erzählen, und der Vorstand kündigt weitere Verbesserungen bei der Marge an. Viel davon ist mittlerweile im Kurs eingepreist. Das KGV 2025e von 20 setzt bereits einen Anstieg des Gewinns je Aktie auf rund € 1.80 voraus. Dabei sind die Risiken für das Unternehmen überschaubar. Für langfristig orientierte Anleger kann die Aktie immer noch interessant sein, umso mehr, je lukrativer sie noch einmal bei Kursrückschlägen wird. Doch so viel ist auch klar: Die Kursfantasie ist mittlerweile begrenzt.

Chart: Ariva.de AG; Foto: Friedrich Vorwerk Group SE

Ebenso verspricht der Ausbau der Fernwärme weitere Aufträge. Laut einem im Juli 2024 veröffentlichten Gutachten der Prognos AG werden bis 2030 rund € 43.5 Mrd. in den Aus- und Umbau der Fernwärme investiert werden.

Planung, Bau, Service und Betrieb – Vorwerk übernimmt alle Aufgaben des Energieinfrastrukturausbaus.

Gute Auftragslage

Als Anzeichen, dass sich die gute Umsatz- und Gewinnentwicklung in diesem Jahr fortsetzt, können zwei im Herbst kommunizierte Großaufträge gewertet werden. Zum einen wird ein 36 km langer Abschnitt der Erdgastransportleitung Wardenburg-Drohne für ein Gesamtvolumen im knapp dreistelligen Millionenbereich gebaut. Zum anderen wurde Friedrich Vorwerk bereits für einen hohen zweistelligen Millionenbetrag mit dem Bau eines 24 km langen Abschnitts der Etzel-Wardenberg-Leitung beauftragt, der im Q3 2025 abgeschlossen sein soll.

Im Juni beauftragte der Kabelhersteller Nexans die Vorwerk-Tochter Bohlen & Doyen damit, die landseitigen Erdkabelverbindungen für die Offshore-Anbindungsprojekte BalWin3 und LanWin4 an der niedersächsischen Küste mit einer Länge von jeweils 45 km zu realisieren. Das Auftragsvolumen liegt im deutlich dreistelligen Millionenbereich.

Per 30.09.2024 belief sich der Auftragsbestand auf € 1.18 (1.05) Mrd. nachdem mit € 1.21 Mrd. bereits im H1 der höchste Wert in der Unternehmensgeschichte erreicht wurde. Der Auftragseingang lag in 9M 2024 bei € 0.52 (1.01) Mrd., was dem 1.5-fachen des Umsatzes entspricht. Der Rückgang des Auftragseingangs um 48.8 % ist auf das Leuchtturmprojekt der Erdkabeltrasse A-Nord zurückzuführen, das im August 2023 mit einem Volumen von rund € 600 Mio. zu einem sprunghaften Anstieg führte und auch einer der wesentlichen Gründe für den Umsatzanstieg in 2024 ist.

Der Vorstand geht davon aus, dass sich der Auftragsbestand im Zuge der sich beschleunigenden Energiewende weiter erhöhen wird, insbesondere aufgrund des Segments Electricity. Vom Auftragsbestand zum 30.09.2024 entfallen 78 % auf Geschäfte mit Strom-Infrastruktur, 11 % auf Natural Gas und 9 % auf Adjacent Opportunities, Clean Hydrogen trägt lediglich erst 1 % bei.

One-Stop-Shop für Energieinfrastruktur

Strategisch hat der Vorstand seit Jahren darauf hingearbeitet, die Positionierung des Unternehmens als ein One-Stop-Shop für Energieinfrastruktur zu festigen und auszubauen, der alle wesentlichen Schritte der Wertschöpfungskette abdeckt – von der Planung über den Bau bis hin zum Service und Betrieb. Am Ausbau dieser Fähigkeiten wird auch weiterhin gearbeitet, so werden auch weitere Firmenübernahmen angestrebt, um einzelne Kompetenzen dazuzukaufen (s. Interview mit CEO Torben Kleinfeldt auf S. 10).

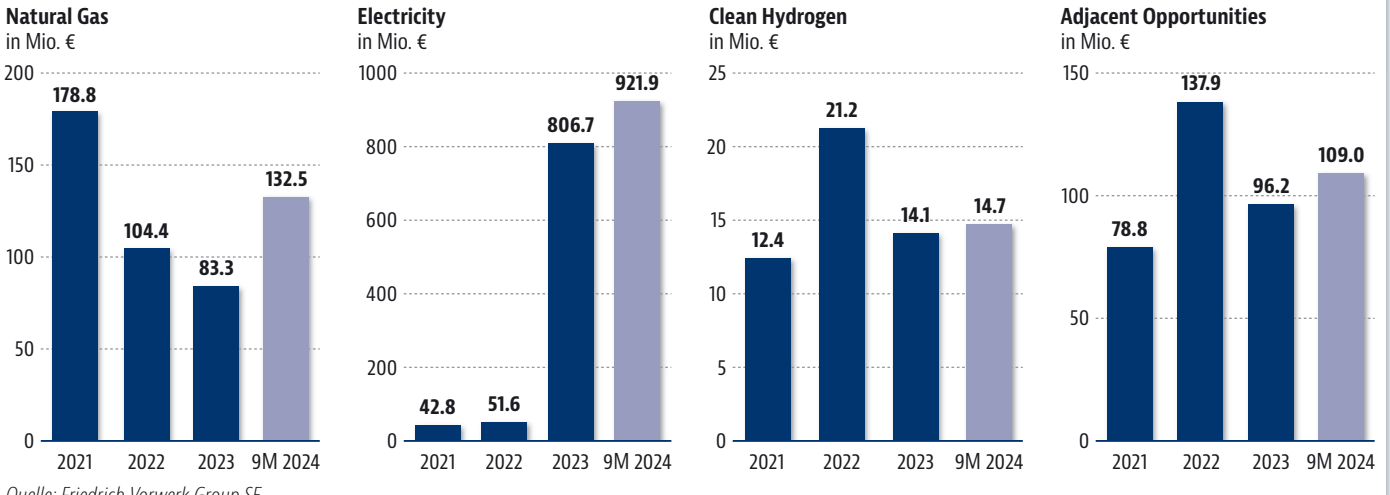
Zudem bestehen im Gas und Wasserstoffmarkt relativ hohe Markteintrittsbarrieren. Um tätig werden zu können, werden Zulassungen benötigt, die nicht so schnell zu erhalten sind. Für den Bau von Stromleitungen gilt das nicht, so dass der Einstieg neuer Wettbewerber, z. B. große Baukonzerne, denkbar ist. Dennoch: Heute ist die Wettbewerbsintensität bei komplexen Bauprojekten für Energie-Transportwege vergleichsweise gering.

Wesentlich für die Wahrnehmung der Wachstumschancen ist der Ausbau der Belegschaft. Hier sieht der Vorstand den Flaschenhals für die künftige Entwicklung. Nach wie vor gibt der Markt mehr her, als aufgrund der eigenen Ressourcen abgearbeitet werden kann. Jährlich wird ein Wachstum der Mitarbeiterzahl um 10 % angestrebt. Umso positiver muss der Personalaufbau im Jahr 2024 um 14.9 % auf 1948 (1695) Mitarbeiter gesehen werden. Der Fokus liegt aktuell auf der Anwerbung von neuen Arbeitskräften aus Osteuropa und Südamerika. Für bestimmte Qualifikationen wurde auch die aktuelle Schwäche im Hochbau genutzt.

Anlagenbau als wichtige Säule

Keineswegs darf Friedrich Vorwerk aber nur als Anbieter für den Bau von Transportleitungen gesehen werden. Das Unternehmen ist auch stark im Anlagenbau, auf den 30 % des Umsatzes entfallen, weitere 15 % auf Service und Maintenance. Anlagen, die schlüsselfertig geliefert werden, sind z. B. Umspannwerke, Gasaufbereitungsanlagen, Kompressorstationen oder Gasspeicher und im Zuge des Aufbaus der Wasserstoffwirtschaft mittlerweile auch Elektrolyseure. **Michael Gneuss**

ENTWICKLUNG DES AUFTRAGSBESTANDS NACH SEGMENTEN



Quelle: Friedrich Vorwerk Group SE

Friedrich Vorwerk Group

„JE KOMPLEXER, DESTO PROFITABLER“

Im Geschäftsjahr 2024 hat die Friedrich Vorwerk Group die eigenen Prognosen deutlich übertroffen. CEO Torben Kleinfeldt erklärt die Gründe für die gute Umsatz- und Ergebnisentwicklung und worauf sich sein Optimismus für die nächsten Jahre stützt.

NJ: Sie haben Ihre ursprüngliche Umsatz- und Gewinnprognose im vergangenen Jahr nach oben korrigiert und dann auch noch übertroffen. Hat Sie der Erfolg selbst überrascht?

Kleinfeldt: Aufgrund der guten Auftragslage hat sich im Laufe des Jahres abgezeichnet, dass wir die Prognose übertreffen werden, deshalb haben wir mit den Q3-Zahlen die Vorhersage nach oben korrigiert. Nicht nur aufgrund der kommunizierten Großaufträge, wir haben auch sehr viele interessante kleine und mittelgroße Aufträge bekommen. Am Ende war – wie immer – schwer abzuschätzen, was wir zum Jahresende angesichts der Wetterlage noch umsatzwirksam leisten können. Da die Witterung sehr mild war, haben wir dann eben doch etwas zu vorsichtig geschätzt.

NJ: Rechnen Sie auch für das kommende Jahr mit einer weiterhin so positiven Auftragslage?

Kleinfeldt: Wir stehen zurzeit bei etwa € 1.2 Mrd. im Orderbuch und gehen davon aus, dass wir mindestens auf dem gleichen Niveau aus dem gegenwärtigen Jahr herauskommen werden. Derzeit stehen noch eine ganze Reihe von Großprojekten zur Vergabe an, bei denen wir jetzt in der Kalkulationsphase sind. Eine Umsatz- und Ergebnisprognose für 2025 werden wir erst mit dem endgültigen Jahresabschluss im März geben können.

NJ: Welche Entwicklung erwarten Sie in den unterschiedlichen Segmenten?

Kleinfeldt: Die Tendenz geht ganz klar dahin, dass der Umsatzanteil unseres Segments Electricity wachsen wird.

NJ: Wann rechnen Sie mit größeren Aufträgen im Segment Clean Hydrogen?

Kleinfeldt: Es gibt mittlerweile schon die ersten größeren Elektrolyseurprojekte im Auftragsbestand, die wir in diesem Jahr abarbeiten werden. Die wirklich großen Leitungsbauvorhaben für das Wasserstoffkernnetz, die dann auch maßgeblich zum Wachstum beitragen werden, sind erst 2027 zu erwarten. Dann werden wir den Shift von Natural Gas zu Clean Hydrogen erleben.

NJ: Mit dem Zuwachs im Wasserstoff-Segment werden die Aufträge im Gasbereich also abnehmen?

Kleinfeldt: Ja, wir haben noch Aufträge für den Bau von Gas-Pipelines, die 2026 und teilweise auch noch 2027 abgearbeitet werden. Wir gehen davon aus, dass wir danach wohl nur noch im Leitungsbau für Wasserstoff tätig sein werden.

NJ: Ein Viertel Ihrer Umsätze erzielen Sie im Segment Adjacent Opportunities. Welche Bedeutung haben diese Geschäfte für Sie?

Kleinfeldt: In dieses Segment fällt zum Beispiel unser Engagement im Biogasbereich, für den wir Gasaufbereitungsanlagen bauen. Und auch der Bau von Fernwärmenetzen im Rahmen der kommunalen Wärmewende, der zum großen Umsatz-Treiber werden kann, gehört dazu.

NJ: Welches Umsatzvolumen ist für diesen Bereich denkbar?

Kleinfeldt: Das ist schwer zu sagen. In den Bereichen Electricity oder Erdgas gibt es Netzentwicklungspläne, aus denen wir sehr gut Marktvolumina ablesen können. Im Fernwärmebereich gibt es das nicht, weil alles auf kommunaler Ebene stattfindet. Laut Studien von Interessensverbänden werden in den nächsten zehn Jahren im Rahmen der kommunalen Wärmewende etwa € 43 Mrd. in die deutschen Fernwärmenetze investiert.

NJ: Damit wäre das Marktvolumen deutlich größer als das des Wasserstoffkernnetzes, das auf € 20 Mrd. taxiert wird.

Kleinfeldt: Ja, wenn man diesen Prognosen glauben kann, dann ist das so. Die Studien sind insofern plausibel, als letztlich jede Kommune sich mit dem Thema in absehbarer Zeit beschäftigen muss. Das betrifft dann insgesamt sehr große Räume, beim Wasserstoffkernnetz geht es zunächst nur um die großen Verbindungsleitungen.

NJ: Wie unterscheiden sich Ihre Segmente hinsichtlich der Profitabilität?

Kleinfeldt: Da gibt es strukturell keine großen Unterschiede. Das ist eher eine Frage der Komplexität. Je mehr spezialisierte Leistungen unsererseits in einem Projekt abgegeben werden, desto höher ist in der Regel das Preisniveau, weil wir Tätigkeiten erbringen, die kleinere Anbieter nicht mehr erbringen können. Diese komplexen margenstärkeren Aufträge gibt es in allen Segmenten. Ganz generell kann man daher sagen: Je komplexer, desto profitabler.

NJ: Worin sehen Sie Ihre Stärken im Verhältnis zum Wettbewerb?

Kleinfeldt: Wir verfolgen die Strategie, möglichst viele Teilleistungen mit eigenen Ressourcen – sowohl bei den Maschinen als auch beim Personal – selbst abdecken zu können. Dafür akquirieren wir auch Firmen. Wir haben zum Beispiel mit Bohlen & Doyen eine sehr gute Kabelbaufirma an Bord geholt und damit auch hohe Kompetenz im Horizontalbohren. Durch die Übernahme von Korupp haben wir bei Kathodischen Korrosionsschutzverfahren eigene Expertise. Wir können inzwischen sehr komplex ausgeschriebene Leitungsbauvorhaben komplett eigenständig abwickeln. Das gibt es in Deutschland nur noch bei ein oder zwei weiteren Wettbewerbern. Es gibt zwar noch sehr große Konkurrenten aus dem europäischen Ausland, die konzentrieren sich aber nicht unbedingt auf den deutschen Markt.

Torben Kleinfeldt ist seit 2001 bei Vorwerk, seit 2007 in der Geschäftsführung.

NJ: Planen Sie weitere Akquisitionen?

Kleinfeldt: Ja, wir haben eine Longlist von Unternehmen, mit denen wir in unterschiedlichen Stufen und in unterschiedlicher Intensität im Austausch stehen. Aber in M&A-Prozessen ist immer schwer zu prognostizieren, wann es zu Abschlüssen kommen wird.

NJ: Welche Risiken sehen Sie generell für Ihr Geschäft?

Kleinfeldt: Für uns ist wichtig, dass wir weiterhin beim Personalaufbau vorankommen. Die Nachfrage im Markt würde uns noch ein deutlich schnelleres Wachstum ermöglichen. Der Hemmschuh ist das Personal – auch wenn wir zuletzt sehr erfolgreich rekrutiert haben. Außerdem bestehen immer Risiken nicht nur bei den öffentlich-rechtlichen Genehmigungen, sondern auch bei den privatrechtlichen. Wir befinden uns mit unseren Projekten meistens auf Grundstücken fremder Dritter, die zustimmen müssen. Politische Risiken sehe ich eher nicht. Am Infrastrukturausbau im Energiebereich wird keine Regierung vorbeikommen.

NJ: Sie haben zuletzt eine konstante Dividende von € 0.12 je Aktie gezahlt. Was können Aktionäre angesichts der höheren Gewinne erwarten?

Kleinfeldt: Wir trauen uns in diesem Jahr durchaus eine höhere Dividende zu. Aber bevor wir darüber entscheiden, müssen wir abwarten, welche Großprojekte in den ersten beiden Quartalen im Pipeline- und Strombereich noch auf uns zukommen. Möglicherweise müssen wir über größere Investitionen im Gerätepark nachdenken und etwas vorsichtiger beim Anstieg der Dividende vorgehen.

NJ: Herr Kleinfeldt, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Michael Gneuss.

Chart: Ariva.de AG; Foto: Friedrich Vorwerk Group SE