



# Norfolk Southern Aktienanalyse

02. APRIL 2023



WIR LIEBEN AKTIEN

JAN FUHRMANN  
ADRIAN ROGL

## NORFOLK SOUTHERN - BESSERE ALTERNATIVE ZU U.P.?

Das Schienennetz in den Vereinigten Staaten wird von vier großen Unternehmen dominiert: BNSF, CSX, Union Pacific und Norfolk Southern. Bei Privatanlegern in Deutschland ist vor allem Union Pacific beliebt - wir möchten uns in dieser Analyse jedoch Norfolk Southern widmen. Der Konzern machte zuletzt sehr negative Schlagzeilen, aufgrund eines entgleiten Zugs in der Region Ohio und die Aktie verlor nochmal mehr als 20,00 % ihres Kurswertes. Ist das eine Chance?

### ÜBERSICHT

WKN / ISIN	867028/US6558441084
Branche	Industrie
Einordnung (Peter Lynch)	Slow Grower
Fundamentales WLA-Rating	8/10
Technisches WLA-Rating	9/10
Porters Burggraben-Rating	18/25
Marktkapitalisierung	48,29 Mrd. USD
Dividendenrendite	2,55 %
KGV	14,77
Firmensitz	Atlanta (USA)
Gründungsjahr	1982
Mitarbeiter	19.300

### AUTOREN



**Jan Fuhrmann**  
Head of Research

"If you're not failing, you're not pushing your limits, and if you're not pushing your limits, you're not maximizing your potential." - Ray Dalio



**Adrian Rogl**  
Geschäftsführer

Risiko entsteht dann, wenn Investoren nicht wissen, was sie tun.

# Norfolk Southern Aktienanalyse

NYSE: NSC

## KURZPORTRAIT

Während sich die meisten Anleger derzeit mit der Eisenbahn-Aktie Union Pacific beschäftigen, haben wir einen Blick auf den Konkurrenten Norfolk Southern geworfen, welcher ebenfalls zu den größten Unternehmen der Branche aus den USA gehört.

Norfolk Southern wächst auf lange Sicht nicht nur kontinuierlich, sondern kann gleichzeitig seit vielen Jahren die Margen immer weiter erhöhen, sodass die Profitabilität in den letzten 20 Jahren ca. verdoppelt werden konnte. Davon profitieren auch die Aktionäre, denn der Konzern steigert die eigene Dividende regelmäßig und hat diese seit über 20 Jahren nicht mehr gesenkt - auch nicht in wirtschaftlichen Schwächeperioden.

Aus der charttechnischen Perspektive zeigt sich die Aktie ebenfalls von ihrer besten Seite, denn der übergeordnete Aufwärtstrend hält (mit kurzen Unterbrechungen) bereits seit rund 50 Jahren an.

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 01.04.2023.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. DAS UNTERNEHMEN</b>	<b>6</b>
<b>Historie</b>	<b>6</b>
• Gründung	
• Der Vorreiter	
• Norfolk Southern	
<b>Vision, Werte und Nachhaltigkeit</b>	<b>8</b>
• Vision	
• Werte	
• ESG - Environmental, Social & Governance	
<b>Aktionärsstruktur</b>	<b>10</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>11</b>
• Einleitung	
• Klassifizierung und Schienennetz	
• Segmente und transportierte Güter	
<b>Burggraben</b>	<b>15</b>
• Einleitung	
• Porters Five Forces	
<b>Geschäftsführung</b>	<b>18</b>
<b>2. FUNDAMENTALE ANSICHT</b>	<b>19</b>
<b>Kennzahlen</b>	<b>19</b>
• Umsatz	
• EBIT und Konzerngewinn	
• Margen	
• Gewinn- und Verlustrechnung	
<b>Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe</b>	<b>24</b>
<b>Historische Kennzahlen</b>	<b>25</b>
• KUV	
• KGV	
• KOCV	
<b>Einordnung nach Peter Lynch</b>	<b>27</b>
<b>Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>28</b>
<b>3. KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE</b>	<b>29</b>
<b>Allgemeine Infos über die Branche</b>	<b>29</b>
• Tonnenmeilen	
• Einordnung nach dem GICS	

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Überblick: Schienengüterverkehr</li> <li>• Vergleich der Transportarten</li> <li>• Führende Eisenbahnunternehmen in Nordamerika</li> <li>• Gesamtfracht bis 2050</li> </ul>	
<b>Überblick über die Konkurrenz</b>	<b>38</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kennzahlen</li> <li>• Entwicklung des fairen Werts</li> <li>• Performance seit 10 Jahren</li> </ul>	
<b>4. CHANCEN UND RISIKEN</b>	<b>40</b>
<b>Chancen</b>	<b>40</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• E-Commerce und weitere Wachstumstreiber (1)</li> <li>• Modernisierung der Branche (2)</li> </ul>	
<b>Risiken</b>	<b>43</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zukünftige Nachfrageentwicklung einiger Bereiche (1)</li> <li>• Zu Teilen selbstkreatives, unvorteilhaftes Umfeld (2)</li> </ul>	
<b>5. UNSERE BEWERTUNG</b>	<b>46</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eigenkapitalkosten</li> <li>• Bilanzanalyse</li> <li>• Bewertungsszenarien und -modelle</li> <li>• Unsere Einschätzung</li> </ul>	
<b>6. TECHNISCHE ANSICHT</b>	<b>50</b>
<b>Charttechnische Trendeinordnung</b>	<b>50</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Übersicht</li> <li>• Langfristig</li> <li>• Mittelfristig</li> <li>• Kurzfristig</li> <li>• Aussicht</li> </ul>	
<b>Technisches Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>53</b>
<b>Marktsymmetrie</b>	<b>54</b>
<b>Systematisches Risiko</b>	<b>56</b>
<b>7. FAZIT</b>	<b>57</b>
<b>Allgemein</b>	<b>57</b>
<b>Meinungen der Team-Mitglieder</b>	<b>58</b>

# 1. Das Unternehmen

## HISTORIE

### Gründung

Norfolk Southern's Historie geht schon fast zwei Jahrhunderte zurück und begann in der Zeit, in der in Amerika die ersten Eisenbahnschienen gebaut wurden. Angefangen hat es mit dem Chartern des South Carolina Kanals und der Eisenbahnstrecke. 1830 an Weihnachten wurde die erste Lokomotive, genannt „Best Friend“, in Betrieb genommen. Die ersten Lokomotiven wurden mittels Holzkohle aus Kiefernholz befeuert. Norfolk Southern fing an, das eigene Schienennetz zu vergrößern und baute so u. a. die bekannte Hufeisenkehre bei Altoona in Pennsylvania, USA. Die Kehre ermöglichte die Verbindung des Ostens mit dem Mittleren Westen. Weil die Strecke damals so wichtig war, erhielt die Kehre 1966 den Status eines historischen Denkmals.

### Der Vorreiter

1878 baute Norfolk Southern die derzeit steilste Hauptverkehrsstrecke über das Blue Ridge Gebirge. Keine fünf Jahre später wurde die längste Eisenbahnbrücke der Welt über den See Pontchartrain in Louisiana, USA eröffnet.

Damals ging der Trend der Energiequelle langsam von Kohle zu Diesel und auch hier war Norfolk Southern ein Vorreiter. Der Konzern entwickelte in frühen Jahren nicht nur Lokomotiven, welche man mit Diesel betreiben konnte, sondern ging direkt einen Schritt weiter und entwickelte bereits 1925 eine hybride Diesel-Elektro-Lok. 1953 war Norfolk Southern einer der ersten großen Eisenbahnkonzerne, welche die Flotte komplett auf Diesel umstellte.

1963 öffnete Norfolk Southern's sechster Hafen, welcher als Kohleumschlagplatz dient und der größte seiner Art ist. Das Unternehmen war auch der erste Großkonzern, welcher die computergestützte Steuerung des Güterverkehrs einführte.

Norfolk Southern eröffnete 1974 die erste „Eisenbahn-Universität“, um so Personal schneller für den Bau von Eisenbahnen auszubilden.

### Norfolk Southern

1982 wurde der heute bestehende Konzern durch einen Zusammenschluss von Norfolk und Western and Southern railways gegründet. Der erste Vorstandsvorsitzender war Robert Claytor. Bereits

fünf Jahre später war das Unternehmen das erste, das 1,00 Mio. Anhänger und Container intermodal transportierten. 1994 überschritten die Einnahmen von Norfolk Southern die 1,00 Mrd. USD-Marke. Durch den Kauf großer Teile von Conrail um die Jahrtausendwende herum, vergrößerte sich der Konzern um 50,00 % und wurde wieder wettbewerbsfähig im Nordosten der USA.

2010 begann die Heartland Corridor Partnerschaft zwischen Norfolk Southern und der Federal Highway Administration der USA, um eine effiziente Nutzung von Doppeldecker-Güterzügen zu ermöglichen. Dabei ist das Ziel bis 2030 1,30 Mio. Fernverkehr-LKWs und 1,90 Mio. Tonnen Kohlenstoffdioxid jährlich einzusparen.

## **VISION, WERTE UND NACHHALTIGKEIT**

### **Vision**

Bei Norfolk Southern steht Sicherheit an erster Stelle, was durch zahlreiche Auszeichnungen bewiesen werden kann. 1989 erhielt der Konzern die erste Goldmedaille für Arbeitnehmersicherheit. Heute kann das Unternehmen bereits die 22. konsekutive Goldmedaille vorweisen. Norfolk Southern selbst sagt jedoch, das Ziel sei es nicht, die Preise zu erhalten, sondern eine sichere Arbeitsumgebung zu schaffen.

### **Werte**

Verbindungen aufbauen. Eine bessere Lösung finden. Das Richtige tun. Dinge erledigen. Norfolk Southern versucht in den gezeigten kurzen Sätzen deren Werte zu verdeutlichen. Weiterhin möchte das Unternehmen eine Umgebung schaffen, in der sich jeder willkommen fühlt und die Diversität gefördert wird. Der Status quo soll hinterfragt werden. Anhand von Daten Entscheidungen getroffen und innovative Lösungen herausgearbeitet werden. Herausforderungen möchte der Konzern als Vorreiter angehen und sich selbst in die Verantwortung ziehen, um am Ende Stolz auf die geleistete Arbeit sein zu können.

### **ESG - Environmental, Social & Governance**

In der folgenden Grafik vergleicht Norfolk Southern die Relevanz verschiedener Themen aus Sicht des Unternehmens und der Sicht der Interessenvertretern. Als sehr relevant für beide Parteien werden u. a. die Wirtschaftsleistung, die Arbeitnehmer, Gesund- und Sicherheit sowie der Kundenservice & die Kundenzufriedenheit gewertet. Themen, die sich um die Umwelt drehen, sind aus beiden Sichten eher weniger relevant. Einzig die Kohlenstoffemission und der Klimawandel sind zumindest laut den Interessenvertretern als eher wichtig einzuordnen. Die Interessengruppen und Norfolk Southern scheinen sich laut dem Diagramm gut zu ergänzen. Ersichtlich ist dies durch die Anhäufung der besprochenen Themen im linken unteren oder rechten oberen Quadranten. Was bedeutet, die genannten Parteien empfinden die Relevanz der Themen geschlossen als niedrig bzw. hoch.

# Environmental-Social-Governance-Ziele

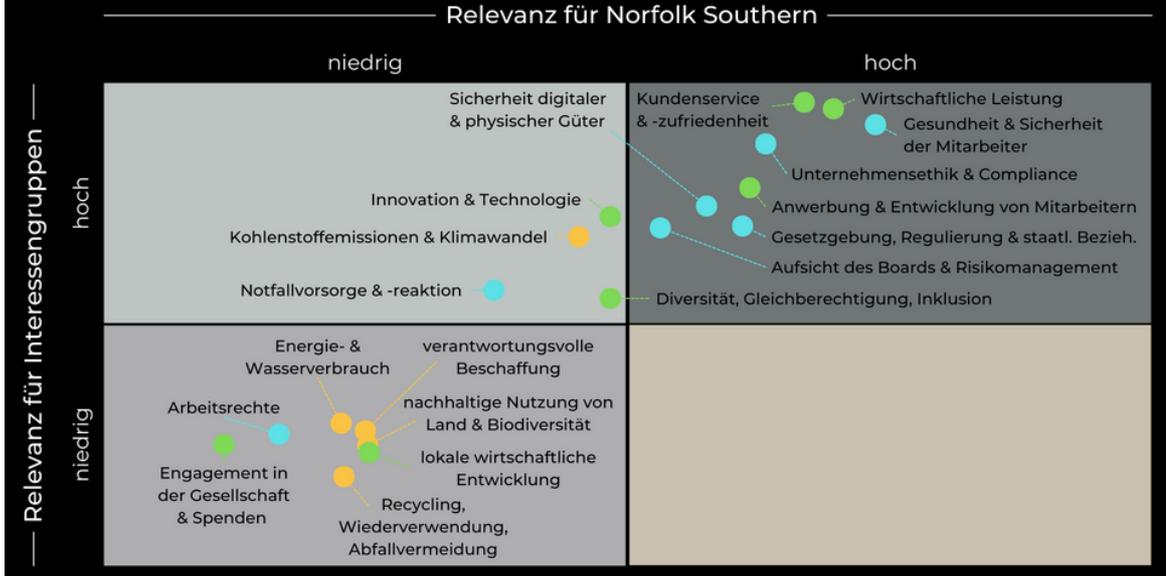


Abb. 1: ESG-Ziele

## **AKTIONÄRSSTRUKTUR**

Unter den Top-10-Aktionären von Norfolk Southern finden sich bekannte Fonds Manager und Investmenthäuser u. a. die Vanguard Group, Capital Research & Management, SSgA Funds Management und BlackRock Fund Advisors. Die Vanguard Group hat mit 7,68% die größte Einzelposition an Norfolk Southern. Betrachtet man die Liste etwas genauer, fällt auf, dass Capital Research & Management gleich drei große Positionen in verschiedenen Fonds hält. Die größte Einzelposition liegt bei 5,71% und summiert erreicht die Investmentgesellschaft 11,81%. Damit ist Capital Research & Management als Gesellschaft am stärksten in Norfolk Southern investiert. Lazard Asset Management, eine Investmentbank aus New York City, erreicht 4,95% der Anteile durch das Aufsummieren zweier Positionen. Damit liegt Lazard Asset Management knapp unter der 5,00 %-Marke. SSgA Funds Management erreicht die Marke ebenfalls nicht ganz mit 4,46%. Die restlichen der Top 10 haben Anteile im Bereich von 2,00 % bis 3,00 %.

## GESCHÄFTSMODELL

### Einleitung

Bis ins 19. Jahrhundert wurden Waren und Güter im damals noch zu großen Teilen dünn besiedelten Nordamerika hauptsächlich über schlecht ausgebaute Straßen und Flüsse transportiert, dann setzte dort im Zuge der Industrialisierung der rasante Ausbau des Schienennetzes ein. Die Eisenbahn wurde das wichtigste Transportmittel. Die Eigentümer der ersten großen Eisenbahngesellschaften wurden zu einigen der damals weltweit reichsten Personen. Noch heute ist in den USA der Schienenverkehr die wichtigste Transportart für Güter ein profitables Geschäft.

Zu den größten US-amerikanischen Eisenbahnunternehmen gehört, neben dem bekannten Konzern Union Pacific, auch Norfolk Southern. Das Unternehmen war bis zum Jahre 2021 im namensgebenden Norfolk, Virginia ansässig (seitdem neues Hauptquartier in Atlanta, Georgia) und erwirtschaftete im Jahr 2021 einen Jahresumsatz von über 11,00 Mrd. USD. Damit ist Norfolk Southern - neben CSX Transportation - das mit Abstand wichtigste Bahnunternehmen im Osten der Vereinigten Staaten. Dort erstreckt sich das Schienennetz des Unternehmens über insgesamt 31.000 km. Zur Einordnung: Das gesamte Eisenbahnnetz der USA umfasst über 290.000 km und ist damit das längste der Welt.

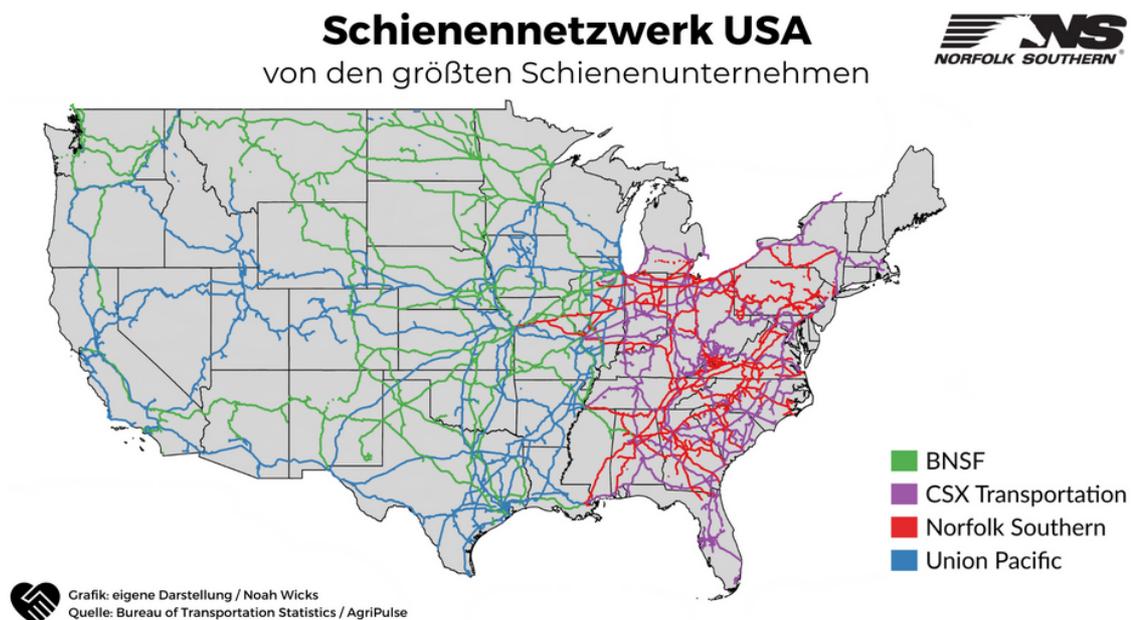


Abb. 2: Schienennetzwerk in den USA

Norfolk Southern transportiert in seinen Güterwagons überwiegend Rohstoffe aus der Landwirtschaft und Industrie, dazu Kohle, Auto- und Metallteile sowie chemische Produkte.

Zuletzt wurde das Unternehmen allerdings eher durch negative Schlagzeilen bekannt: Am 3. Februar dieses Jahres entgleiste ein mit u. a. hochgiftigen Chemikalien beladener Güterzug des Unternehmens auf einer Bahnstrecke in East Palestine, einem kleinen Ort im US-Bundesstaat Ohio. In der Folge bildete sich ein großes Feuer, das erst Tage später vollständig gelöscht werden konnte.

Seit diesem Vorfall ging es mit dem Aktienkurs von Norfolk Southern kräftig bergab. Doch leidet auch das operative Geschäft des Unternehmens unter einem solchen Vorfall oder erweist sich das Geschäftsmodell als krisenfest? Dies schauen wir uns im Folgenden näher an.

### **Klassifizierung und Schienennetz**

In den USA werden Bahnunternehmen entsprechend ihrem Umsatz unterschiedlich klassifiziert. Auf dieser Grundlage ergeben sich unterschiedliche Berichtspflichten und Regelungen für die entsprechenden Unternehmen. Die größten Eisenbahnunternehmen - dazu zählt auch Norfolk Southern - werden als Class 1 bezeichnet.

Unter Class 2 und Class 3 werden kleinere, untergeordnete Eisenbahngesellschaften zusammengefasst. Seit 2001 gab es in den Vereinigten Staaten konstant sieben Class-1-Bahnunternehmen, die gemeinsam bei rund 67,00 % des gesamten Streckennetzes der USA über 93,00 % der Umsätze der Bahnindustrie erwirtschafteten.

Die Grundlage für den operativen Erfolg von Bahnunternehmen wie Norfolk Southern ist ein gut ausgebautes Schienennetz an Standorten und auf Strecken, die großer Nachfrage für den Transport von Gütern unterliegen. Denn: Die Preisbildung für den Transport von Gütern unterliegt nur wenigen Regulierungen.

Starke Nachfrage am Markt sorgt dafür, dass Norfolk Southern hohe Preise für den Transport von Gütern verlangen kann. Entsprechend steigen die Margen des Unternehmens.

Das Schienennetz von Norfolk Southern in insgesamt 22 Bundesstaaten, im wirtschaftlich und industriell überwiegend starken Osten der USA ist diesem Anspruch mehr als gewachsen: So erreichen Güterzüge des Unternehmens neben vielen großen Städten und Metropolen auch Kraftwerke, Güterverteilzentren, Fabriken aller Art, Häfen und Minen.

Zu den Abschnitten mit dem höchsten Frachtvolumen auf dem Schienennetz von Norfolk Southern gehören die Strecken:

- New York City nach Chicago
- Chicago nach Macon

- Zentral-Ohio nach Norfolk
- Birmingham nach Meridian
- Cleveland nach Kansas City
- Memphis nach Chattanooga

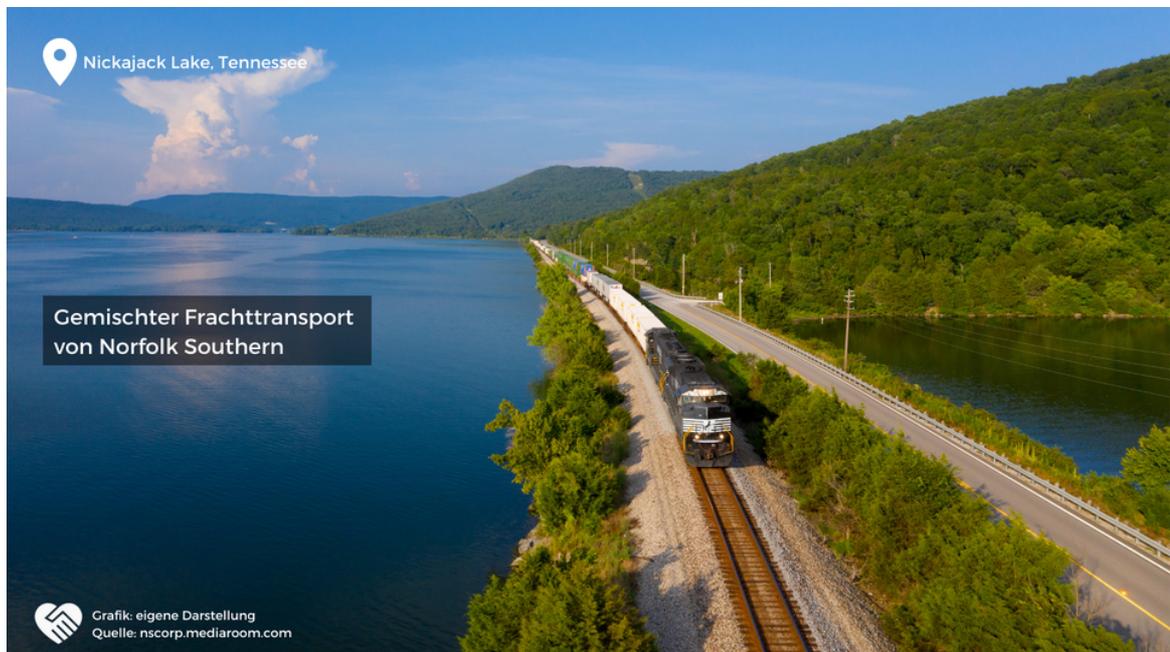


Abb. 3: Gemischter Frachttransport am Nickajack Lake in Tennessee

### Segmente und transportierte Güter

Norfolk Southern transportiert sowohl Rohstoffe, verarbeitete Güter als auch Endprodukte verschiedenster Art, dabei unterteilt das Unternehmen das operative Geschäft in die drei Segmente merchandise, intermodal und coal.

Dabei ist es wichtig zu verstehen, welche Art von Transportgütern seitens des Unternehmens unter den obigen Begriffen zusammengefasst werden. Das mit 60,00 % der Umsätze (für das Jahr 2021) bei weitem wichtigste Segment merchandise umfasst land- und forstwirtschaftliche Produkte aller Art, verarbeitete und unverarbeitete Metallprodukte, unterschiedliche Konsumgüter, Chemikalien und Autoteile sowie fertige Automobile. Im Jahr 2021 transportierte Norfolk Southern etwa 2,30 Mio. Wagenladungen mit diesen Handelsgütern.

Der Unternehmensbereich intermodal beschreibt statt einer spezifischen Warenart vielmehr die Transportart: Als intermodaler Verkehr wird im Gütertransportwesen eine mehrgliedrige Verkehrskette bezeichnet. Güter und Handelswaren werden also auf mindestens zwei verschiedene Arten transportiert bspw. zunächst auf einem Frachtschiff von Europa nach Amerika und dann anschließend

mittels eines Güterwagens auf dem Schienennetz. Hierfür werden standardisierte Container verwendet, die den meisten von uns wohl schon häufiger aufgefallen sind.

Im Jahr 2021 erwirtschaftete Norfolk Southern mit dem intermodalen Gütertransport 28,00 % der Gesamtumsätze und transportierte insgesamt etwa 4,10 Mio. Container.

Der dritte Geschäftsbereich coal bedarf keiner aufwendigen Erklärung. Hierunter fasst das Unternehmen die 700.000 transportieren Wagenladungen Kohle (entspricht etwa 73,00 Mio. Tonnen) zusammen, deren Transport im Jahr 2021 für etwa 12,00 % der Umsätze verantwortlich war. Norfolk Southern transportiert hauptsächlich Kohle aus großen Bergbauregionen im Osten der Vereinigten Staaten an die etwa 50 direkt an das Schienennetz angebotenen Kohlekraftwerke.

Der überwiegende Teil der Gütertransporte von Norfolk Southern findet komplett innerhalb der USA statt, der Transport an angebotene Häfen und der anschließende Export der Handelswaren macht nur einen deutlich kleineren Teil des Geschäfts aus.



Abb. 4: Metalldrähte auf Flachwagen von Norfolk Southern in Ironton, Alabama.

## BURGGRABEN

### Einleitung

Das Streckennetz von Norfolk Southern, welches Abbildung 2 entnommen werden kann, erstreckt sich über mehr als 19.000 Meilen und befindet sich hauptsächlich im Südosten, Osten sowie im Mittleren Westen der Vereinigten Staaten. Obwohl mehrere Bahngesellschaften und sonstige Logistikdienstleister zu den Konkurrenten des Unternehmens gehören, ist in diesem Gebiet mit CSX nur ein weiterer Player mit einem erheblichen Netzwerk vertreten. Diesem Streckennetz entstammt demnach ein Großteil des Burggrabens von Norfolk Southern, da es Jahrzehnte sowie einen erheblichen Kapitaleinsatz bedarf, dieses zu replizieren.

Zudem wollen wir an dieser Stelle die Preissetzungsmacht des Unternehmens hervorheben. Denn in den vergangenen Geschäftsjahren ist es Norfolk Southern gelungen, die Preise pro transportierte Einheit deutlich anzuheben, sodass die Erlöse trotz stagnierender oder sinkender Frachtvolumen aufrechterhalten oder sogar gesteigert werden konnten. Während sich der durchschnittliche Preis pro Einheit in 2018 noch auf 1.445,00 USD belief, waren es im vergangenen Geschäftsjahr bereits 1.865,00 USD.

### Porters Five Forces

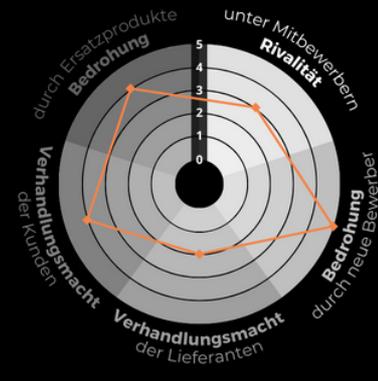
Nachstehend die Branchenstrukturanalyse nach Michael E. Porter. Diese dient der Einordnung von externen Kräften, welche auf die Unternehmen einer Branche einwirken. Unsere Skala reicht hierbei von 0 bis 5. Je besser Norfolk Southern aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern	3/5	Wie im vorherigen Abschnitt bereits erläutert, existiert mit CSX lediglich eine weitere Bahngesellschaft, welche in den Gebieten von Norfolk Southern ebenfalls über ein breites Streckennetz verfügt. In einem geringeren Umfang gehören allerdings auch Unternehmen wie Union Pacific oder Canadian National Railway, sodass wir insgesamt 3 von 5 Punkte für angemessen halten.
Bedrohung durch neue Wettbewerber	5/5	Die Bedrohung durch neue Wettbewerber ordnen wir als außerordentlich gering ein, da Norfolk Southern sowie die bestehenden

Bedrohung durch neue Wettbewerber	5/5	Wettbewerber über beeindruckende Streckennetze verfügen, welche für Start-ups beinahe unmöglich zu replizieren sind. Abgesehen davon existieren für Unternehmensgründer weitaus attraktivere Branchen mit voraussichtlich höheren Wachstumschancen.
Verhandlungsmacht der Lieferanten	2/5	Norfolk Southern bezieht verschiedene Materialien von mehreren Lieferanten für die Wartung von Maschinen. Wenngleich keine Abhängigkeiten von einzelnen Zulieferern bestehen, sehen wir die Verhandlungsmacht eher auf deren Seite, da Norfolk Southern beim Einkauf von Rohmaterialien mit eingeschränkter Verfügbarkeit im Wettbewerb mit anderen Unternehmen steht und sich gegen diese durchsetzen muss.
Verhandlungsmacht der Kunden	4/5	Norfolk arbeitet mit mehreren Tausend Unternehmenskunden aus vielen verschiedenen Branchen zusammen. Bspw. besitzt die Bahngesellschaft aus der Kohleindustrie Beziehungen zu über 3.500 Abnehmern. Zudem beinhalten ungefähr 95,00 % der Verträge, welche Norfolk Southern mit Kunden abgeschlossen hat, Treibstoffzuschläge, sodass höhere Kosten für Kraftstoffe unmittelbar weitergereicht werden können.
Bedrohung durch Ersatzprodukte	4/5	Neben Eisenbahnen existieren für Unternehmen zahlreiche Alternativen, um Güter von A nach B transportieren zu lassen: Per Flugzeug, per LKW oder über den Seeweg. In vielen Fällen erweisen sich Eisenbahnen jedoch als günstigste und effizienteste Art des Transports. Dies wird voraussichtlich auch in den kommenden Geschäftsjahren so bleiben, sodass wir 4 von 5 Punkte für diese Kraft vergeben.

# Burggraben-Rating

mit Porters Five Forces



Rivalität unter bestehenden Mitbewerbern  
Bedrohung durch neue Mitbewerber  
Verhandlungsmacht der Lieferanten  
Verhandlungsmacht der Kunden  
Bedrohung durch Ersatzprodukte



Abb. 5: In Porters Burggraben-Rating erzielt Norfolk Southern 18 von 25 Punkte.

## GESCHÄFTSFÜHRUNG

Alan H. Shaw

Shaw wurde 2021 Präsident und 2022 CEO von Norfolk Southern. Zuvor war Shaw sechs Jahre lang Leiter der Marketingabteilung und Leiter des intermodalen Betriebs des Unternehmens. Weiterhin ist er Mitglied des Verwaltungsrats der Virginia Wesleyan University.

Shaw besuchte die Virginia Tech, eine Universität in Blacksburg, Virginia, USA. Dort erwarb er 1989 einen Bachelor of Science und 1992 einen Master of Business Administration. An der Harvard Business School absolvierte er 2012 das General Management Program.

Aktuell ist nur das Proxy Statement für das Jahr 2021 von Norfolk Southern veröffentlicht. Daher zeigen wir anhand des Vorgängers die Kompensation des CEOs. James A. Squires erhielt 2021 insgesamt 3,47 Mio. USD, davon 1,66 Mio. USD als Zielprämie. Shaw war 2021 von Januar bis November Vizepräsident und Leiter der Marketingabteilung und ab Dezember 2021 Präsident von Norfolk Southern. Verdient hat er in dieser Zeit 1,18 Mio. USD, davon 0,54 Mio. USD als Zielprämie.

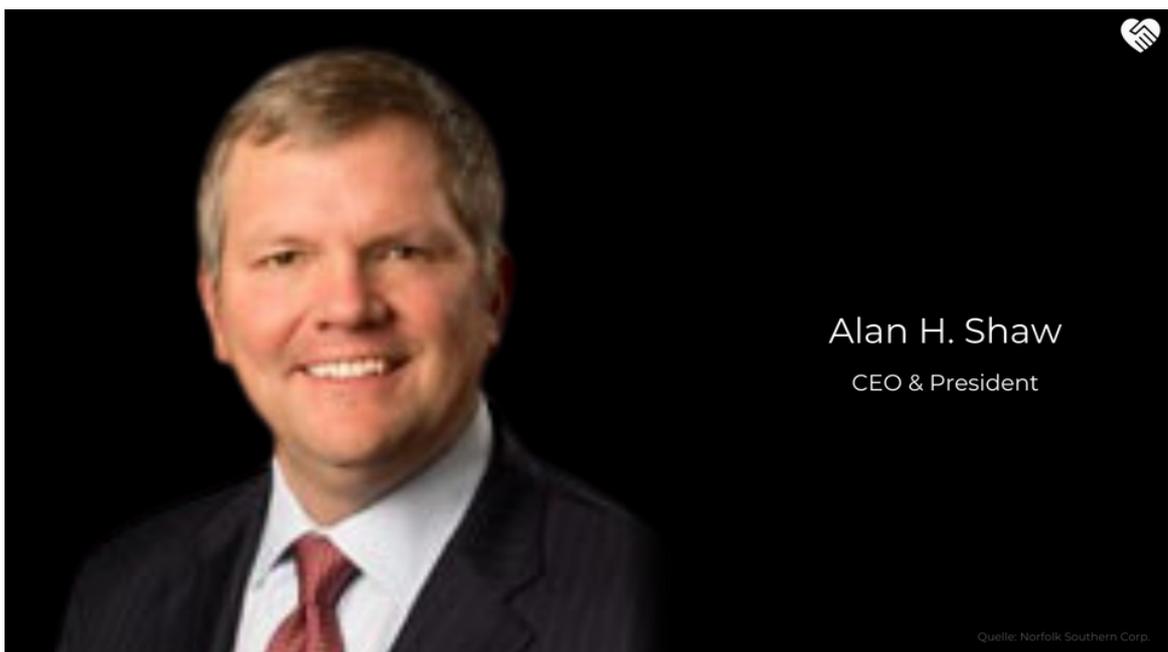


Abb. 6: Alan H. Shaw

# 2. Fundamentale Ansicht



## Aktienfinder

Die Prognosen aus diesem Abschnitt werden vom **Aktienfinder** zur Verfügung gestellt.

## KENNZAHLEN

### Umsatz

#### Entwicklung

Ein nicht zu vernachlässigender Anteil des Kundenstamms von Norfolk Southern entstammt zyklischen Branchen. Dies spiegelt sich auch in der Umsatzentwicklung der Bahngesellschaft wider, da Schwankungen der Anzahl an Transporten hin und wieder zu kurzzeitigen Umsatzeinbußen führen. Langfristig gelingt es dem Unternehmen dennoch, immer höhere Einnahmen zu generieren.

Auch im betrachteten Zeitraum entwickelte sich das Frachtvolumen von Norfolk Southern uneinheitlich. Bis 2020 verzeichnete die Bahngesellschaft u. a. infolge der Corona-Pandemie einen nicht unerheblichen Einbruch der transportierten Einheiten, welcher trotz Preissteigerungen nicht kompensiert werden konnte. Ab 2021 ist es dem Unternehmen allerdings gelungen, sich von dem Einbruch zu erholen und in 2022 konnte bereits ein neuer Umsatzrekord ausgewiesen werden, da Norfolk Southern weiterhin von der Preissetzungsmacht sowie insbesondere durch die vereinbarten Kraftstoffzuschläge profitieren konnte. Somit beträgt das historische Wachstum 2,70 % pro Jahr.

Die Unternehmensführung von Norfolk Southern erwartet ein herausforderndes Geschäftsjahr 2023 und begründet dies mit erheblichen wirtschaftlichen Unsicherheiten. Zudem werden sinkende Kohlepreise sowie niedrigere Lagerkosten das Umsatzwachstum voraussichtlich behindern. Allerdings will die Bahngesellschaft diesen Entwicklungen mit Preissteigerungen entgegenwirken. Die Analysten erwarten für das laufende Geschäftsjahr ebenfalls einen marginalen Rückgang, allerdings sollen in 2024 und 2025 neue Rekorde erreicht werden, sodass sich das erwartete Wachstum auf 2,01 % pro Jahr beläuft.

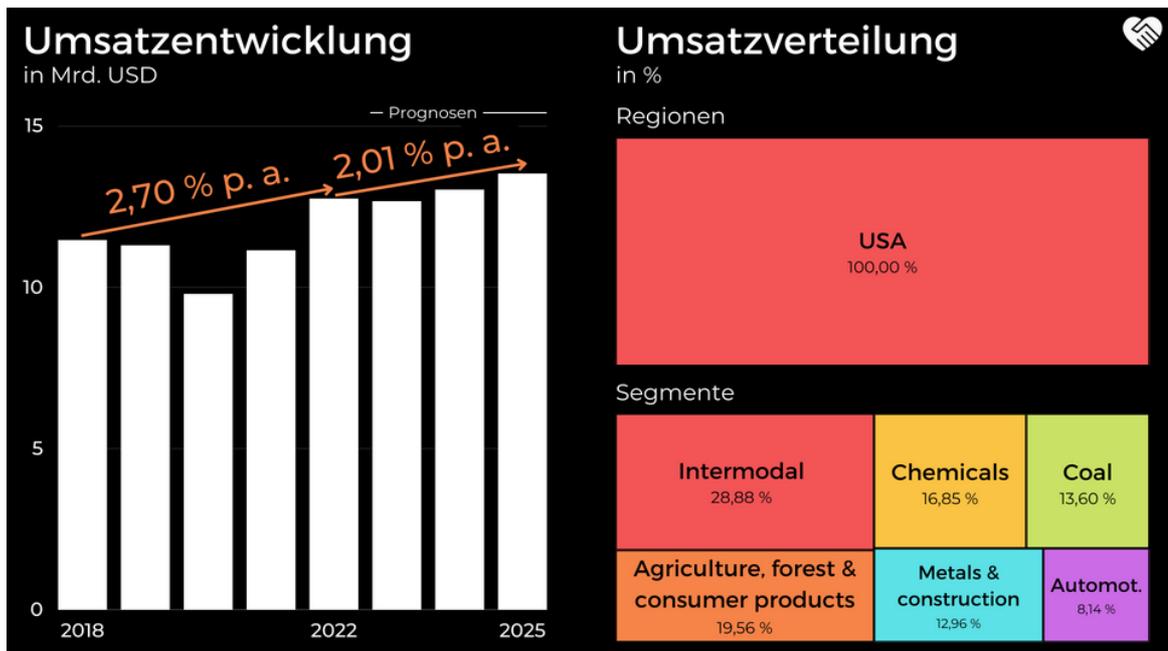


Abb. 7: Umsatzentwicklung und -verteilung

#### Umsatzverteilung nach Segmenten

Die Segmente von Norfolk Southern lassen sich entsprechend der transportierten Produktkategorien bzw. der Transportart untergliedern, wie bereits im Abschnitt zum Geschäftsmodell beschrieben wurde. Dementsprechend ist der Geschäftsbereich Intermodal mit einem Umsatzanteil von zuletzt 28,88 % als umsatzstärkste Sparte von Norfolk Southern einzuordnen.

Auf den Plätzen zwei bis vier folgen die Geschäftsbereiche Agriculture, forest and consumer products, Chemicals, Coal sowie Metals and construction mit Umsatzanteilen zwischen 12,96 % und 19,56 %. Auf dem abgeschlagenen fünften Platz befinden sich derweil Kunden aus der Automobilindustrie mit einem Umsatzanteil i. H. v. 8,14 % in 2022.

Innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre entwickelten sich insbesondere die zwei größten Segmente von Norfolk Southern, Intermodal und Agriculture, forest and consumer products, vergleichsweise positiv. Die restlichen Geschäftsbereiche verloren dementsprechend trotz höherer Erlöse an Umsatzanteilen.

#### Umsatzverteilung nach Regionen

Ein geringer Anteil der Kunden von Norfolk Southern hat den Hauptsitz außerhalb der USA. Daher ist es möglich, dass der Ursprungs- oder Bestimmungsort einzelner Transporte im Ausland liegt. Nichtsdestotrotz sind sämtliche Erlöse der Bahngesellschaft dem Heimatmarkt zuzuordnen, da sich das Streckennetz, welches sich über 22 Bundesstaaten erstreckt, ausschließlich in den USA befindet.

## EBIT und Konzerngewinn

Grundsätzlich entwickelten sich die Ergebnisse von Norfolk Southern zwischen 2018 und 2022 analog zu den Umsatzerlösen. Auffällig ist jedoch der markante Gewinneinbruch im Jahr 2020, welcher damit zu begründen ist, dass es der Bahngesellschaft nicht gelungen ist, den Umsatzrückgang i. H. v. 13,34 % durch kostensparende Maßnahmen auszugleichen. Da sich die Frachtvolumen in den vergangenen zwei Geschäftsjahren deutlich erholten und Norfolk Southern von den beschriebenen Preiserhöhungen profitieren konnte, stiegen auch die Gewinne deutlich an und erreichten bereits in 2021 Rekordhöhe. Das durchschnittliche Wachstum der operativen Ergebnisse seit 2018 beläuft sich daher auf 4,98 %.

Hervorzuheben ist an dieser Stelle auch die langfristige Gewinnentwicklung der Bahngesellschaft. Während die Erlöse von Norfolk Southern innerhalb der letzten zehn Geschäftsjahre um insgesamt 15,44 % gesteigert werden konnten, steht beim operativen Ergebnis ein Wachstum von 53,94 % zu Buche, was neben anderen Faktoren wie z. B. höhere Gebühren für die Zwischenlagerung von Gütern zurückzuführen ist.

In den folgenden Geschäftsjahren ist davon auszugehen, dass sich die historische Entwicklung fortsetzen wird: Im laufenden Geschäftsjahr ist analog zu den Umsatzerlösen mit einem vorübergehenden Rückgang zu rechnen. Anschließend sollen die Gewinne des Unternehmens leicht überproportional gesteigert werden können, sodass sich bis 2025 ein prognostizierter Anstieg des EBITs um 3,23 % pro Jahr ergibt.

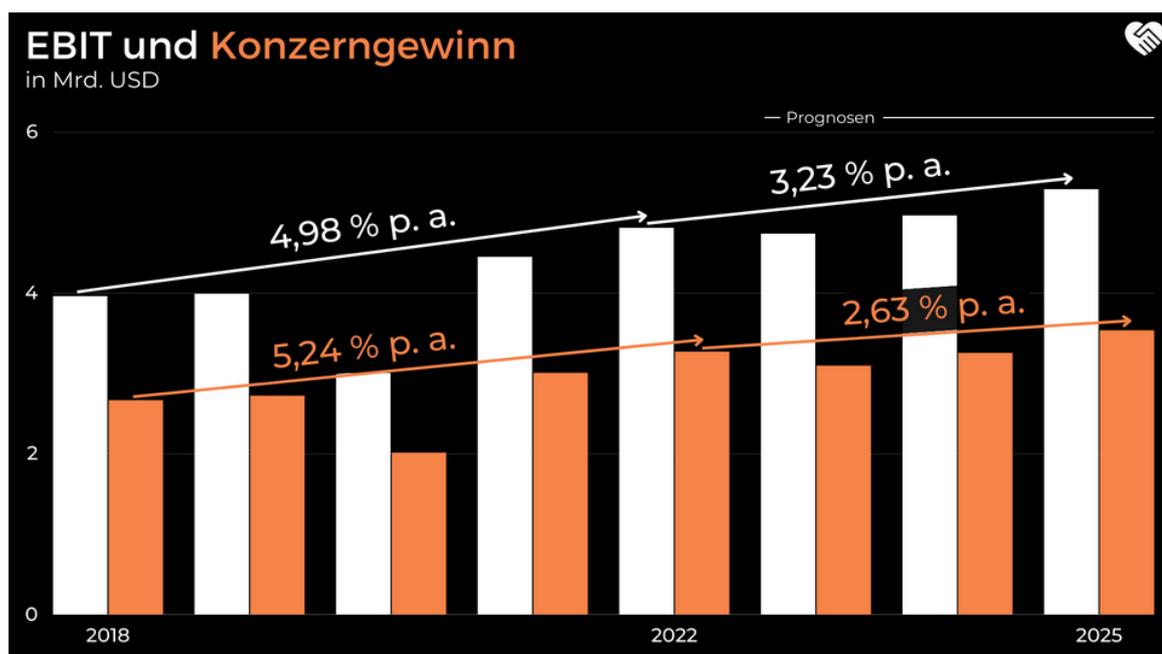


Abb. 8: EBIT- und Konzerngewinnentwicklung

## Margen

Die Entwicklung der Margen von Norfolk Southern im vorliegenden Zeitraum ist als durchaus attraktiv zu beurteilen. Während das Unternehmen in den Jahren 2018 und 2019 noch operative Gewinnspannen von ca. 35,00 % erwirtschaften konnte, stieg die Profitabilität nach einem kurzen Rücksetzer in 2020 deutlich an, da das Umsatzwachstum von Norfolk Southern infolge der zuvor beschriebenen Faktoren deutlich oberhalb des Wachstums der operativen Aufwendungen lag. Somit belief sich das operative Ergebnis in Relation zu den Umsatzerlösen in 2022 auf 37,73 %. Allerdings soll an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben, dass solche Margen für Bahngesellschaften nicht ungewöhnlich sind, wie auch der folgende Konkurrenzvergleich verdeutlichen wird.

Die Unternehmensführung der Bahngesellschaft zeigt sich zuversichtlich, das historische Wachstum der Gewinnspannen auch zukünftig fortsetzen zu können. Es sei zwar davon auszugehen, dass das aktuelle Umfeld hoher Inflationsraten sowie geplante Investition in das operative Geschäft die Profitabilität belasten werden, doch der positive Effekt durch höhere Frachtvolumen, eine verbesserte Effizienz sowie technologische Fortschritte soll langfristig überwiegen.

Die Analysten sind ebenfalls optimistisch, was die Entwicklung der folgenden Geschäftsjahre anbelangt: Demnach soll Norfolk Southern die operative Marge bis 2025 auf 39,11 % steigern können, was nur marginal unterhalb des bisherigen Bestwertes aus 2021 liegt.

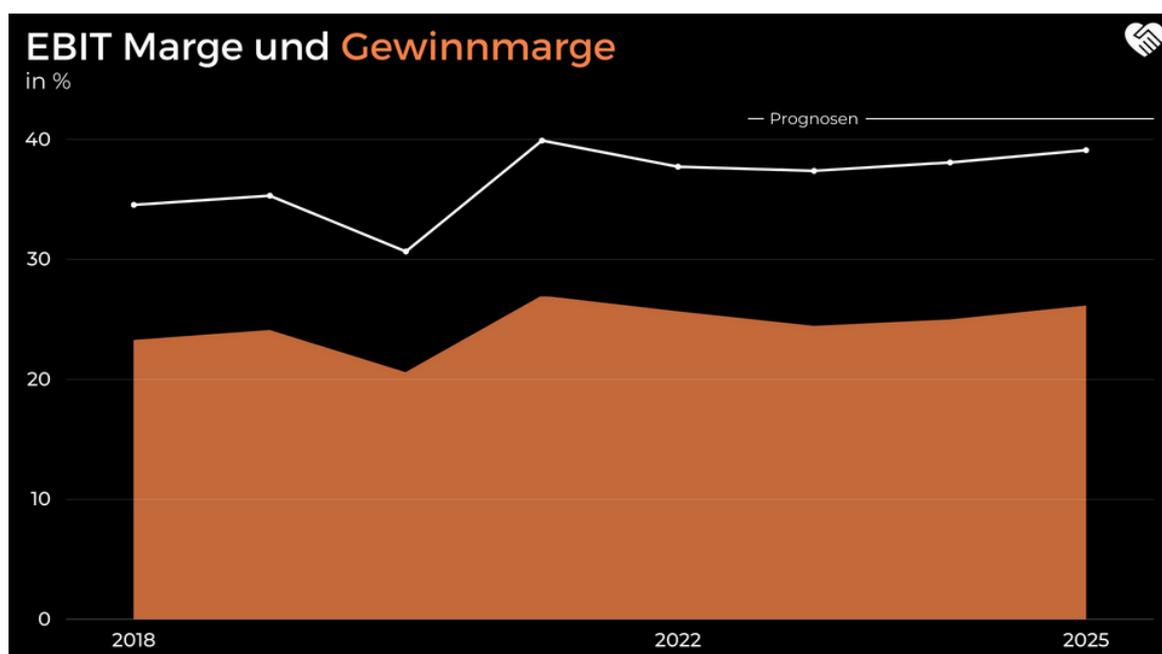


Abb. 9: EBIT- und Gewinnmargenentwicklung

## Gewinn- und Verlustrechnung

In der folgenden Abbildung werden alle Erkenntnisse aus den letzten Kapiteln zusammengefasst.

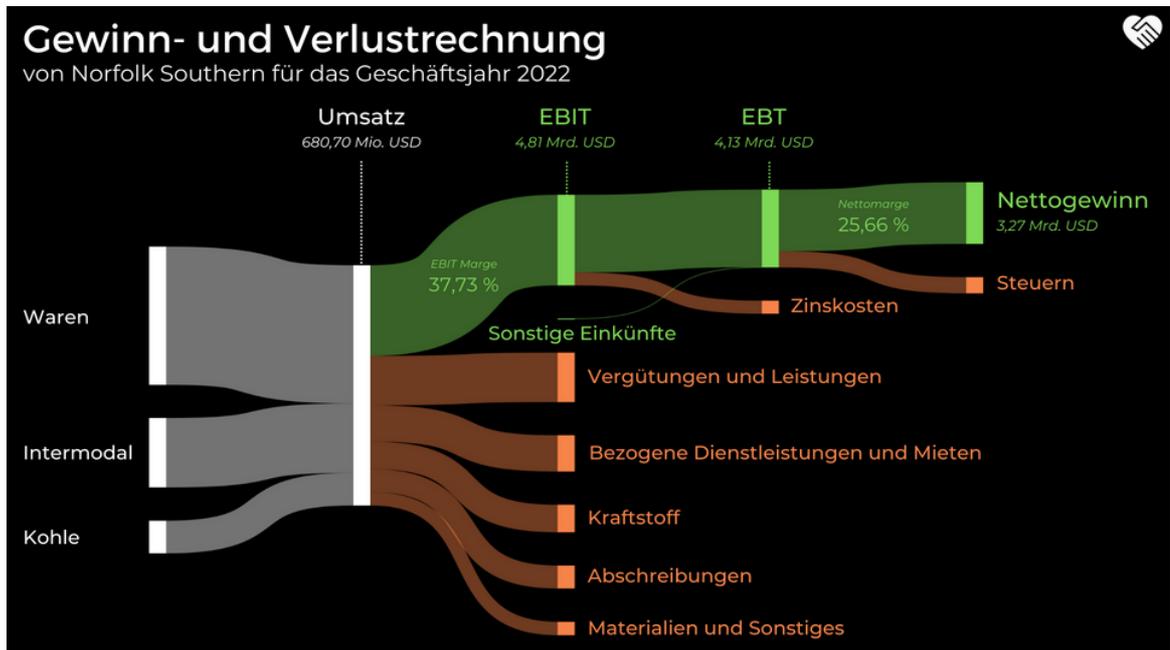


Abb. 10: Gewinn- und Verlustrechnung

## DIVIDENDENPOLITIK UND AKTIENRÜCKKÄUFE

Seit mehr als 40 Jahren schüttet Norfolk Southern Dividenden an die Anteilseigner aus. Allerdings kam es hierbei schon des Öfteren zu Unstetigkeiten. Bspw. wurden die Ausschüttungen, welche quartalsweise erfolgen, in 2001 um 70,00 % reduziert, um in einer Restrukturierungsphase die Liquidität zu schonen. Seitdem steht zwar keine weitere Senkung zu Buche, allerdings kommt Norfolk Southern derzeit auf nur sechs Jahre eines stetigen Wachstums.

Zwischen 2018 und 2022 konnten sich die Aktionäre des Unternehmens über einen durchschnittlichen Anstieg der Dividenden von 3,04 USD auf 4,96 USD freuen, was einem Wachstum von 13,02 % pro Jahr entspricht. Derzeit werden 36,42 % der Konzerngewinne ausgeschüttet, was innerhalb des Zielkorridors von 35,00 % bis 40,00 % liegt. Die aktuelle Dividendenrendite beläuft sich somit auf 2,55 %. Bis 2025 ist den Prognosen zufolge mit weiteren Anhebungen um 11,25 % pro Jahr auf 6,83 USD je Aktie zu rechnen.

Aktienrückkäufe spielen insbesondere seit 2006 eine übergeordnete Rolle in der Kapitalallokationsstrategie der Bahngesellschaft. Die hierfür aufgewandte Menge an finanziellen Mitteln überstieg die Gesamtsumme der Dividendenzahlungen zuletzt bei weitem. Demnach sank die Anzahl ausstehender Anteile innerhalb der letzten 16 Geschäftsjahre mit Ausnahme von 2009 kontinuierlich um durchschnittlich 3,41 %. Das Restvolumen des aktuellen Rückkaufprogramms beläuft sich auf ungefähr 7,50 Mrd. USD.

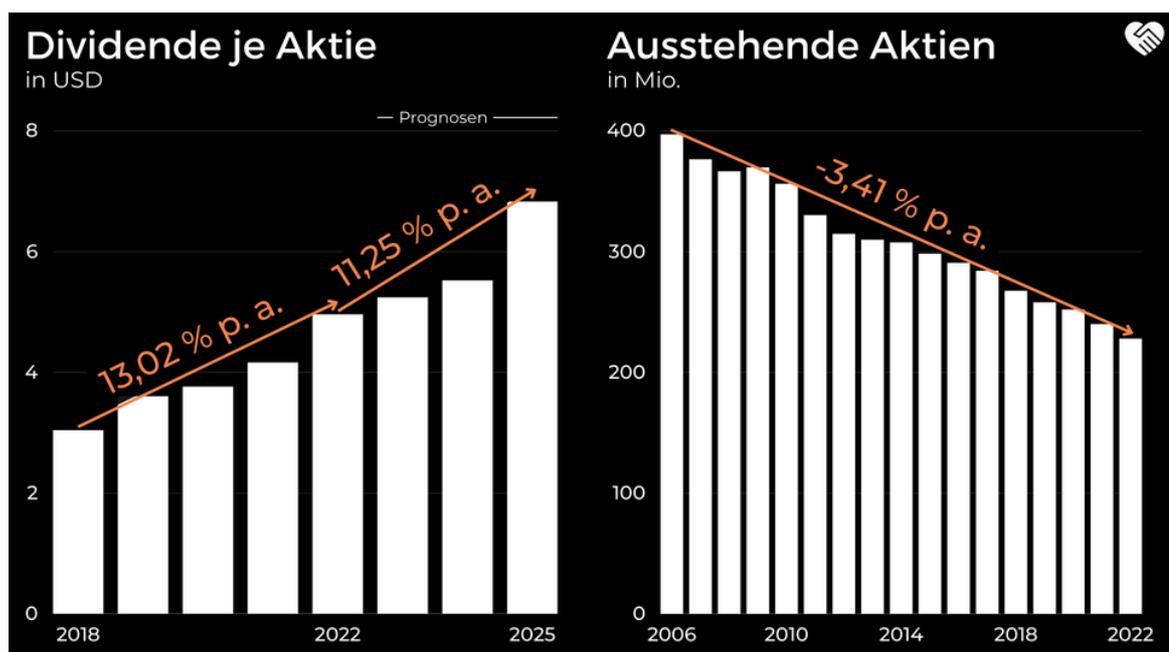


Abb. 11: Entwicklung der Dividende und Anzahl ausstehender Aktien

## **HISTORISCHE KENNZAHLEN**

### **KUV**

Die positive Entwicklung des Aktienkurses von Norfolk Southern führte bis 2021 zu einem deutlichen Anstieg der Kurs-Umsatz-Verhältnisse. Diese Entwicklung kehrte sich im vergangenen Geschäftsjahr um und auch zum Zeitpunkt dieser Analyse liegt das Multiple mit einem aktuellen Wert i. H. v. 3,79 unterhalb des Mittelwerts seit 2018. Für 2025 lässt sich anhand der Analystenschätzungen ein KUVe von 3,57 ermitteln.

### **KGV**

Zum Beginn des betrachteten Zeitraums stieg das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Bahngesellschaft ebenfalls stark an, wenngleich der Peak im Jahr 2020 auf den bereits thematisierten, kurzzeitigen Gewinneinbruch zurückzuführen ist. Nachdem das Gewinnvielfache in 2021 und 2022 stark rückläufig war, beläuft es sich derzeit auf 14,77 und könnte innerhalb der nächsten drei Geschäftsjahre auf 13,66 absinken.

### **KOCV**

Die historische Entwicklung der Kurs-Cashflow-Verhältnisse von Norfolk Southern überrascht angesichts der zuvor beschriebenen Bewertungskennzahlen wenig. Bis einschließlich 2021 wurde auch bei diesem Multiple ein recht deutlicher Anstieg des Niveaus verzeichnet, welcher in den vergangenen Monaten abgebaut werden konnte. Während sich ein aktuelles KOCV von 11,44 ergibt, könnte bis 2025 ein Rückgang bis unter das Ausgangsniveau von 2018 erfolgen.

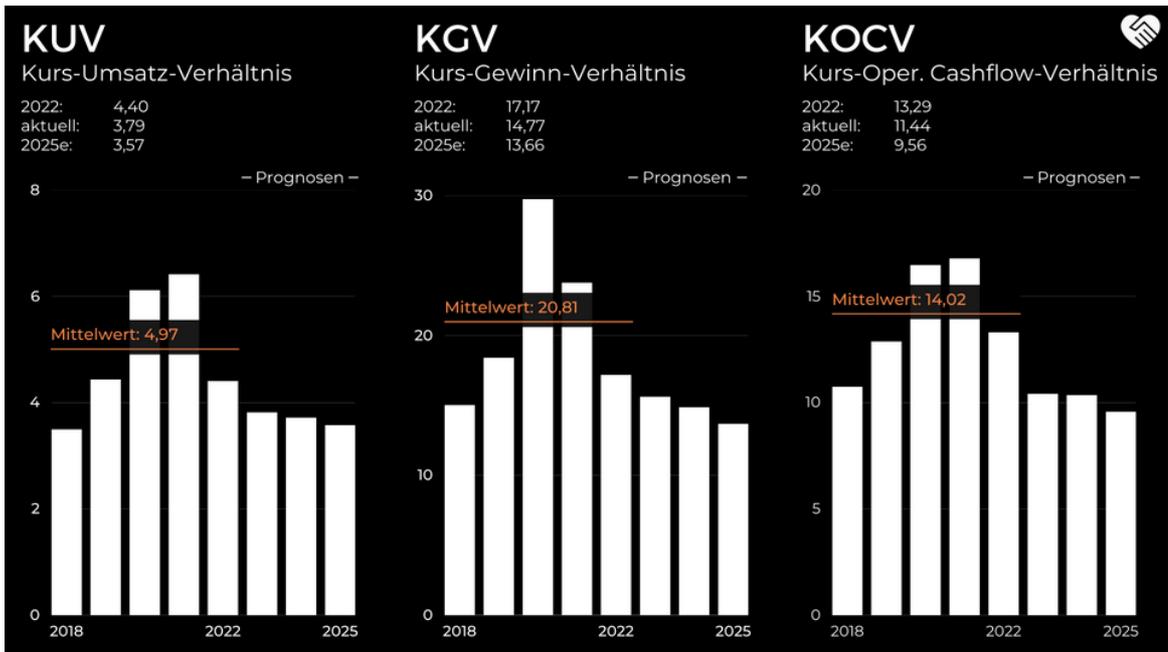


Abb. 12: Entwicklung von KUV, KGV und KOCV

## EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Aufgrund der beschriebenen Einflüsse entwickeln sich die Umsätze von Norfolk Southern in einer kurz- bis mittelfristigen Betrachtung eher unregelmäßig. Dank einer positiven Entwicklung der Margen stiegen die Gewinne der Bahngesellschaft in den letzten Jahren hingegen fast kontinuierlich an. Daher halten wir eine Einordnung als Slow Grower für angemessen, obwohl sich nicht leugnen lässt, dass das Geschäft einen leicht zyklischen Charakter aufweist.

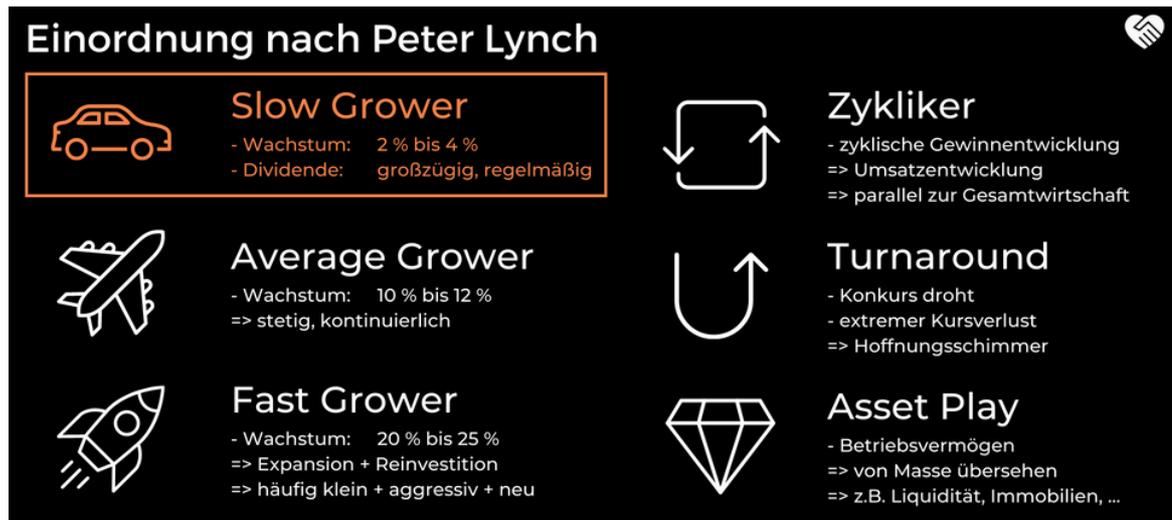


Abb. 13: Norfolk Southern ist ein Slow Grower.

## FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

In Anbetracht von 8 Punkten, welche Norfolk Southern in unserem fundamentalen Wir Lieben Aktien-Rating erreicht, gibt es an der historischen und erwarteten Entwicklung der Kennzahlen wenig auszusetzen. Das Unternehmen erfüllt sämtliche Kriterien hinsichtlich der Gewinnentwicklung, des Drawdowns der operativen Ergebnisse, der Profitabilität, der Bewertung sowie der Verschuldung. Lediglich das vergangene und erwartete Umsatzwachstum liegt mit weniger als 3,00 % pro Jahr unterhalb unserer Anforderung.



Abb. 14: Norfolk Southern erzielt im fundamentalen Rating für Slow Grower 8 von 10 Punkte.

# 3. Konkurrenzvergleich und Branchenanalyse

## ALLGEMEINE INFOS ÜBER DIE BRANCHE

### Tonnenmeilen

in Begriff, der in der Branchenanalyse häufiger auftauchen wird, sind Tonnenmeilen, die im Bezug auf allgemeine Branchenentwicklungen oder auch Konkurrenzvergleiche genutzt werden. Bevor dieser Punkt zu Verwirrung führt, haben wir uns dazu entschieden, diesen Punkt direkt am Anfang aufzugreifen und genauer zu erklären.

Berechnet wird die Kennzahl, indem das Gewicht der transportierten Sendung mit den zurückgelegten Meilen multipliziert wird. Sie wird typischerweise in der Transportindustrie verwendet, um die Gesamtleistung zu messen und berücksichtigt dabei sowohl das Gewicht der Ladung als auch die Entfernung.

Ein höherer Wert deutet darauf hin, dass das Unternehmen in der Lage ist, eine große Menge an Fracht über längere Transportwege zu bewegen. Zusammenhängen kann dies mit der Nachfrage und der Notwendigkeit der Güter, die bspw. nur an bestimmten Orten zu gewinnen oder herzustellen sind.

Ist der Wert hingegen als niedrig einzuordnen, lässt sich vermuten, dass der Konzern Güter nur über einen kurzen Transportweg befördert oder das Gut regional produziert werden kann und daher nicht auf einen Transport angewiesen ist. Auch wenn die Transportmethoden ineffizient sind, kann der Wert der Tonnenmeilen niedrig sein und somit auf Effizienzprobleme des Konzerns hindeuten. Dies ist natürlich kein entscheidender Indikator, um die finanzielle Leistungsfähigkeit einordnen zu können, lässt jedoch erste Rückschlüsse zu.

### Global Industry Classification Standard – GICS

Zur besseren Einordnung definieren wir zuerst die Branche, basierend auf der zentralen Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Wir beziehen uns hierbei auf den Global Industry Classification Standard (kurz GICS), der zunächst den Sektor definiert, welcher sich wiederum in Industriegruppe, Industrie und Subindustrie unterteilen lässt:

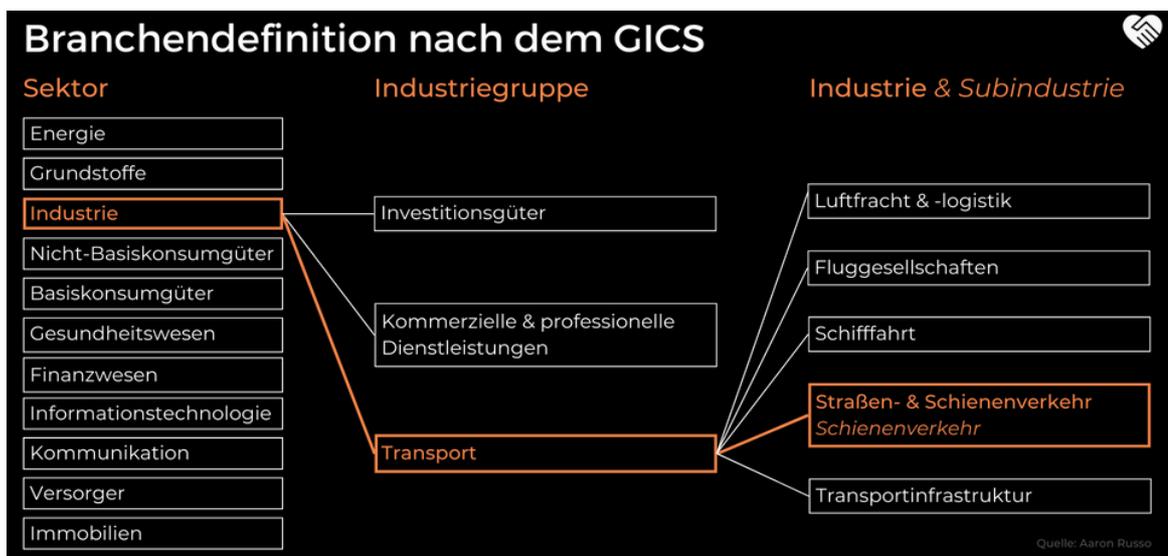


Abb. 15: Branchendefinition nach dem GICS

### Überblick: Schienenverkehr

Zu Anfang wollen wir uns mit der allgemeinen Marktgröße beschäftigen, um zunächst einen Überblick zu haben. Bis 2026 wird erwartet, dass die Marktgröße nur sehr moderat ansteigt und Zuwächse i. H. v. 2,00 % im Jahreschnitt vorliegen werden. Dieser Wert ist dabei für die Branche als absolut angemessen einzuordnen und spricht dafür, dass Norfolk Southern in einer durchaus wertstabilen, jedoch nicht stark steigenden Industrie operiert.

Der Schienenverkehr gilt als eine der besten Alternativen zum herkömmlichen Transport per Trucks und befördert insbesondere Produkte der Kohle-, Chemie- und Metallindustrie, aber dazu im weiteren Verlauf mehr. Gerade die Kapazitäten des Schienengüterverkehrs sind ein wesentlicher Vorteil und treiben die zukünftige Nachfrage weiter voran. Denn im Gegensatz zum Straßenverkehr können Züge wesentlich schwerer und länger sein als LKWs, was den nachfragenden Unternehmen ermöglicht, mehr Ladung innerhalb eines Transports zu befördern. Auch die größtenteils höhere Zuverlässigkeit ist ein Vorteil, Lieferverzögerungen sind hier eher selten. All diese Punkte sind ein Teil der unten dargestellten Entwicklung. Selbstverständlich gibt es ebenso wesentliche Nachteile, die die Kundschaft dann doch auf alternative Transportwege bringen, hierbei wägen die Unternehmen jedoch selbst ab, welches die für sie am lohnenswerteste Möglichkeit darstellt.

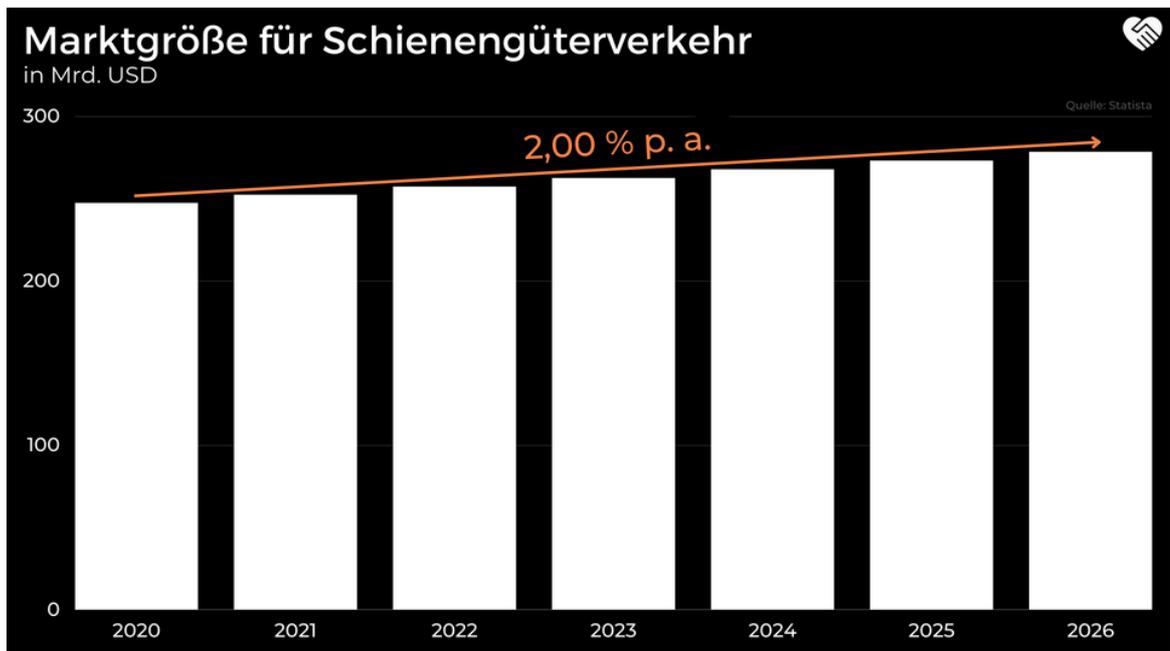


Abb. 16: Marktgröße für Schienengüterverkehr

#### Güternvolumen des Schienenverkehrs im internationalen Vergleich

Um im Überblick ebenfalls einen internationalen Vergleich herstellen zu können, schauen wir uns nun ebenfalls an, wie hoch das Volumen der im Schienenverkehr transportierten Güter in verschiedenen Ländern war. Dabei reicht ein kurzer Blick, um festzustellen, dass die USA hierbei mit weitem Abstand den höchsten Wert besitzt, der bereits über 2,20 Bio. Tonnenkilometer beträgt. Die Gründe für diesen hohen Anteil haben insbesondere geografische Hintergründe. Denn durch die Größe des Landes sowie die wirtschaftliche Stärke im Vergleich, ist der Transport von Gütern mit Eisenbahnen teils unerlässlich. Ebenso ist die Infrastruktur in den Vereinigten Staaten entsprechend ausgebaut und in einer Größenordnung vorhanden, bei der die übrigen Länder nicht mithalten können.

Auswirkungen auf Norfolk Southern hat dies nicht besonders verwunderliche. Natürlich agiert der Konzern in einem für den Schienenverkehr prädestinierten Umfeld, was jedoch auf transnationale Konkurrenzsituationen keine wirklichen Auswirkungen hat, da man solche Unternehmen so oder so nur schwer gegenüberstellen kann.

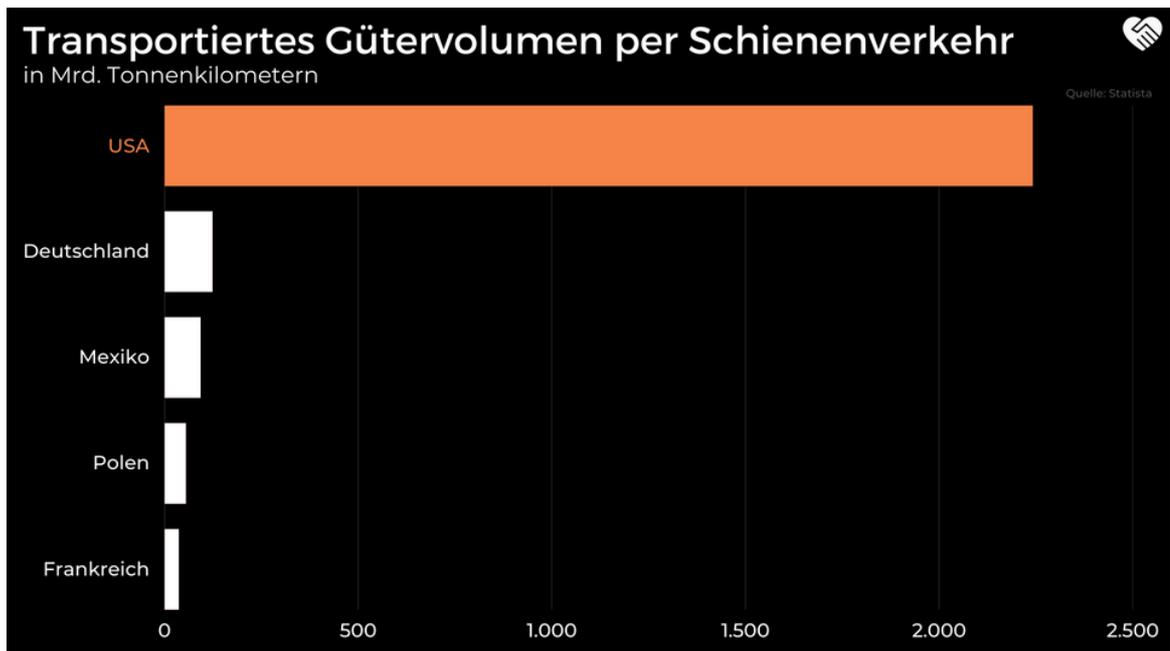


Abb. 17: Transportiertes Gütervolumen per Schienenverkehr

#### Beförderte Güter des Schienenverkehrs

Dieses Thema haben wir am Anfang bereits zu Teilen vorweggegriffen, wollen jedoch nochmals gesondert auf dieses Thema eingehen. Man erkennt, dass gerade Industriegüter bei der Beförderung eine wichtige Rolle einnehmen und für den Großteil der Nachfrage verantwortlich sind. Diese Tatsache unterscheidet sich von der naheliegenden Alternative der LKW-Beförderung, bei der hauptsächlich Güter wie Lebensmittel, Kleidung oder Maschinen befördert werden. Im Großen und Ganzen überkreuzt sich die Nachfrage der Transportarten auf den ersten Blick also nicht wirklich.

Für uns war insbesondere der Anteil an Kohle unerwartet hoch. So gab es über 3,70 Mio. Wagenladungen allein mit diesem Rohstoff, der in der Industrie zukünftig jedoch keine große Rolle mehr spielen soll, sondern vielmehr ersetzt werden wird. Norfolk Southern konnte den Anteil der mit Kohle transportierten Fracht bereits auf ein niedriges Level reduzieren, wird jedoch auch noch entsprechende Maßnahmen treffen müssen, um diese Nachfragerlücke schließen zu können. Eine wichtige Maßnahme war hierbei die Diversifizierung der Geschäftstätigkeit von Norfolk Southern. Das Unternehmen hat begonnen, sich verstärkt auf den Transport von anderen Gütern wie z. B. Chemikalien und landwirtschaftliche Produkte zu konzentrieren, um die Abhängigkeit von Kohle zu reduzieren.

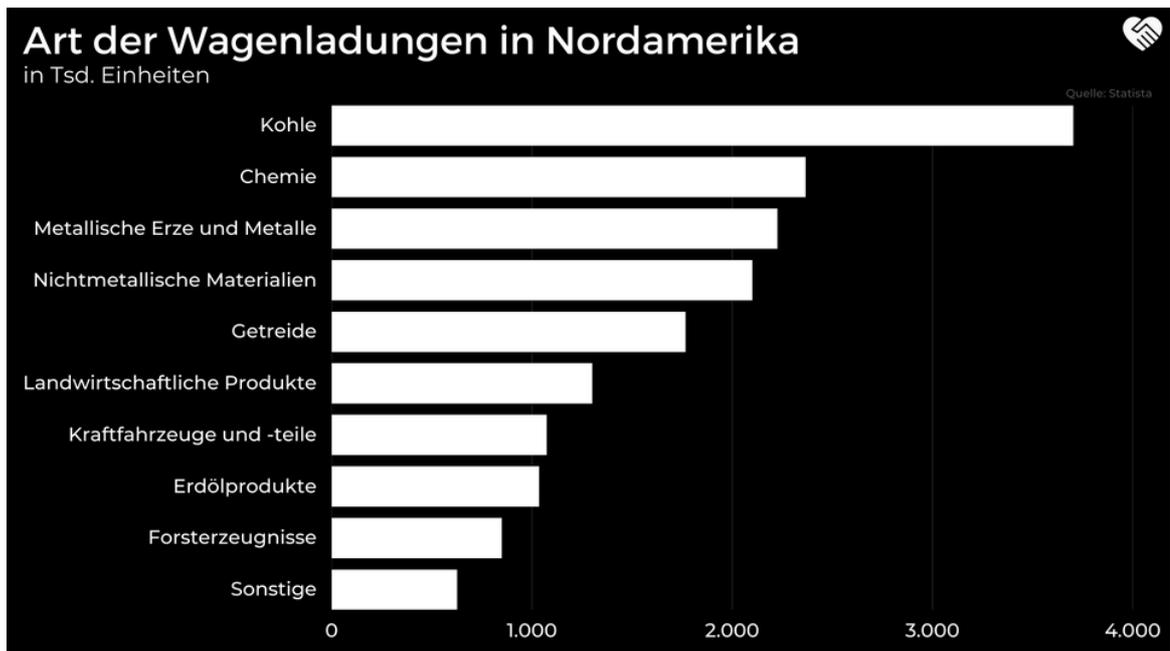


Abb. 18: Art der Wagenladungen in Nordamerika

## Vergleich der Transportarten

### Einleitung

Neben direkten Konkurrenten aus der Schienenverkehrsbranche konkurriert Norfolk Southern ebenfalls mit Konzernen, die auf andere Transportarten setzen. Für was die jeweiligen Sektoren bekannt sind und was sie unterscheidet, werden wir nun aufgreifen. Dabei werden wir vorrangig auf den Truck-, Schienen-, und Pipelinetransport eingehen.

### LKW-Transport

LKWs werden in der Regel für kurze bis mittlere Transportwege eingesetzt und zeichnen sich im Gegensatz zu Bahnen oder Pipelines durch ihre Flexibilität aus. So ist es möglich selbst in sehr abgelegene Orte zu fahren, die Ansprüche an die Infrastruktur sind im Vergleich gering. Ebenso nehmen sie eine entscheidende Rolle beim letzten Schritt des Lieferzyklus ein und verteilen die Produkte von Lagerhäusern zu den Endverbrauchern. In der Zukunft werden automatisierte Prozesse erwartet, die beim Fahren der LKWs ansetzen und die Konkurrenzsituation bzw. den Druck auf die anderen Transportarten erhöhen. So sparen sich Unternehmen als Folge aus einem solchen Fortschritt Personalkosten, die aktuell noch den größten Anteil an Ausgaben dieses Sektors repräsentieren.

### Schienentransport

Der Transport per Eisenbahn wird häufig auf mittleren bis langen Strecken eingesetzt. Sie sind gerade dann effizient, wenn es darum

geht, große Mengen an Gütern zu befördern und haben ihre Abnehmer daher bspw. in Rohstoffsektoren oder in der Industrie. Um am Ende das Befördern zu ermöglichen, benötigt es jedoch Schienen, auf denen die Züge fahren können, wodurch die Flexibilität dieser Art eher eingeschränkt ist. Ebenso ist die Branche für einen sehr breiten Burggraben bekannt, der es neuaufstrebenden Unternehmen erschwert, Fuß zu fassen und sich eine führende Marktposition aufzubauen. Dies liegt daran, dass sowohl der Aufbau des Geschäfts als auch die laufenden Betriebskosten hier in der Regel sehr hoch- und für viele auf Dauer nicht tragbar sind.

#### Pipelinetransport

Die als letztes von uns thematisierte Art der Beförderung ist die Pipeline. Sie werden oftmals bei einem Transport von Flüssigkeiten und Gasen auf langer Strecke eingesetzt und sind gerade, ähnlich wie der Eisenbahntransport, bei großen Mengen effizient. Wir sehen den Aufwand in Bezug auf das Betreiben solcher Pipelines und der Instandhaltung dieser hingegen nochmals ein Stück größer als bei den beiden eben bereits angesprochenen Möglichkeiten. Neben den genannten Nachteilen gibt es jedoch einen positiven Effekt im Hinblick auf die Sicherheit der Fortbewegung. Dadurch, dass die Gase und Flüssigkeiten in geschlossenen Rohrleitungen transportiert werden, ist das Risiko für Unfälle wesentlich geringer. Mit [Chesapeake Utilities](#) haben wir vergangene Woche ein Unternehmen analysiert, das exakt auf diese Möglichkeit setzt.

#### Marktanteil verschiedener Transportarten in den USA

Nachdem wir die Transportarten bereits miteinander vergleichen haben, schauen wir uns nun im nächsten Schritt genauer an, welche Transportmöglichkeit von Sendungen bzw. Waren welchen Stellenwert in den USA einnimmt. Hierzu haben wir uns den Truck-, Schienen-, Wasser- und Pipelineverkehr als hauptsächliche Bestandteile rausgesucht. Die Anordnung haben wir hier jeweils in Anteilen gemessen an den Tonnenmeilen dargestellt und einen entsprechenden Vergleich zwischen 2010 und 2020 vorgenommen. Über diesen Zeitraum konnte sich gerade die Beförderung per Trucks weiter durchsetzen und die Anteile um 10,00 % steigern, während die Eisenbahnen 6,00 % verloren und ebenso alle übrigen Transportarten rückläufige Anteile verbuchen mussten.

Mit dem Jahr 2020 sehen wir ein regelrechtes Krisenjahr abgebildet, in denen gerade Kunden der Industrie ihre Nachfrage zurückführen, jedoch Privatpersonen online mehr bestellten. Aus diesem Grund

wundert es uns nicht, dass der Eisenbahnverkehr Anteile abgeben musste, da sich die Kundschaft im Vergleich zum LKW-Transport sehr unterscheidet. Bei letzterem spielte in diesen Nachfrageschub nämlich gerade ein höherer Privatkonsum eine entscheidende Rolle, während die Eisenbahngesellschaften gerade die Kohle- und Chemieindustrie als größten Auftraggeber haben. Eine rückläufige Entwicklung zeichnete sich zwar in den vorherigen Jahren bereits auch ab, wurde unserer Meinung nach jedoch durch die Corona-Pandemie verschärft und kann ohne diese angesprochenen Hintergrundinformationen nicht gänzlich korrekt interpretiert werden.

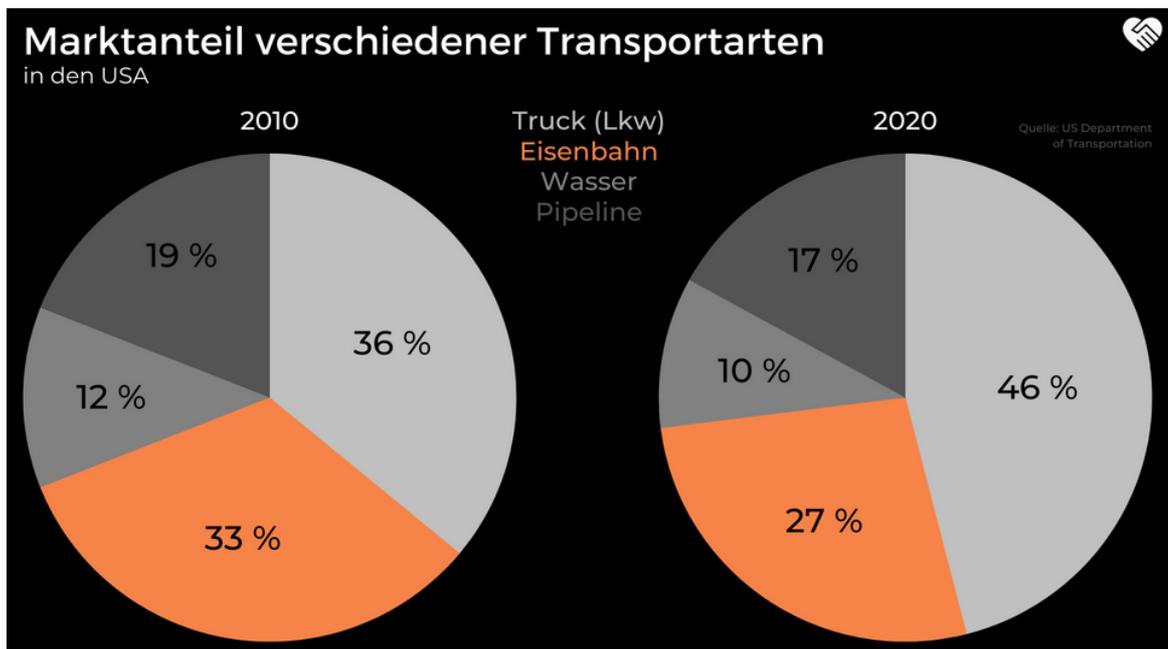


Abb. 19: Marktanteil verschiedener Transportarten in den USA

### Führende Eisenbahnunternehmen in Nordamerika

Um die verschiedenen Eisenbahnunternehmen miteinander vergleichen zu können, gibt es eine Vielzahl an Möglichkeiten. Eine der eher einfacheren Lösungen wäre ein Gegenüberstellen von Umsatzerlösen, aber auch anhand der Wagenladungen insgesamt innerhalb eines Geschäftsjahres kann man die Konzerne miteinander vergleichen. Wir haben uns in dem Fall dazu entschieden, die Umsatztonnenmeilen zu verwenden. Dieser Wert ist nicht mit den eingangs beschriebenen Tonnenmeilen zu verwechseln, baut jedoch ebenfalls auf diesem Wert auf. Hinzu kommt lediglich eine Multiplikation mit dem erzielten Umsatz pro Tonnenmeile, woraus die Umsatztonnenmeilen resultieren. Aus einer solchen Berechnung wird also nicht nur deutlich, wie es um die Nachfrage bei den jeweiligen Unternehmen steht, sondern auch, wie effektiv man diese Werte in

Umsätze umwandeln kann.

In dieser Hinsicht hat Norfolk Southern durchaus noch Potenzial und steht weit hinter den führenden Unternehmen BNSF und Union Pacific. Auch wenn man sich die Werte der vergangenen fünf Jahre beim amerikanischen Unternehmen anschaut, erkennt man eine rückläufige Tendenz. Während dieser Wert 2018 noch bei 207,00 Mrd. stand, sind es im Jahr 2021 nur noch 178,09 Mrd. gewesen. Im darauffolgenden Jahr konnte man diese Kennzahl wenigstens auf 179,00 Mrd. steigern. Eine ähnliche Entwicklung konnte man über diesen Zeitraum zwar auch bei Union Pacific beobachten, die Werte fielen bei Norfolk Southern prozentual gesehen jedoch nochmal ein wenig stärker.

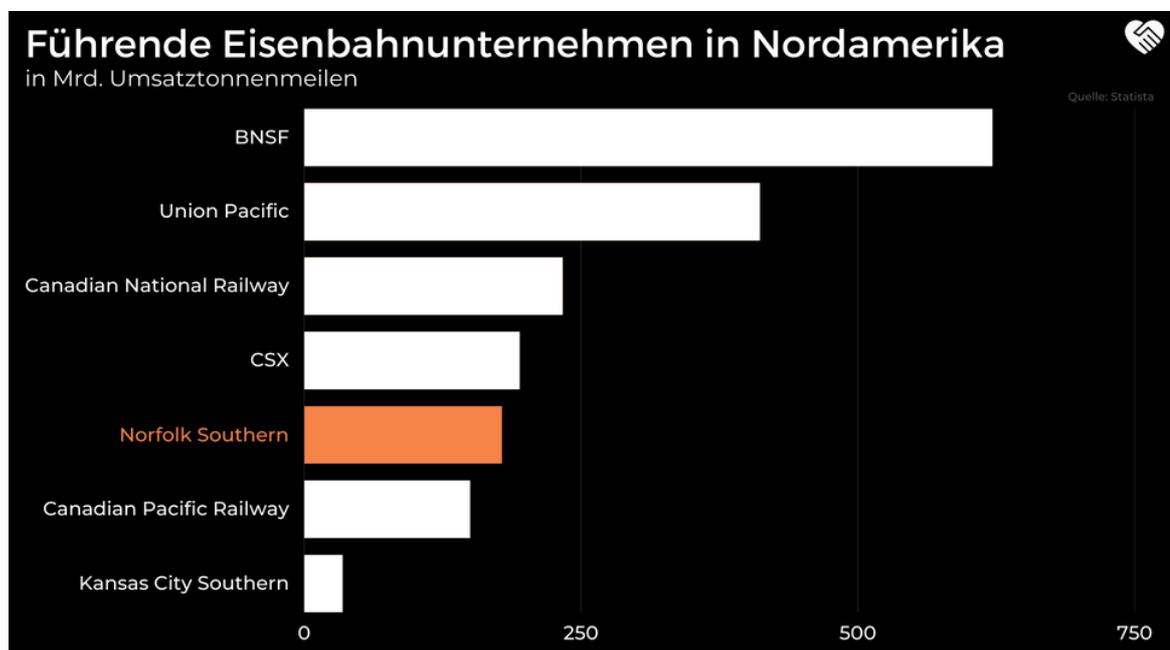


Abb. 20: Führende Eisenbahnunternehmen in Nordamerika

### Gesamtfracht bis 2050

Die Abbildung 21 zeigt uns abschließend nochmals, wie sich die beförderte Gesamtfracht der von Eisenbahnen beförderten Güter bis 2050 entwickeln soll. Man erkennt hier weiterhin, dass die Fracht zwar steigen soll, jedoch nicht wirklich hohe Wachstumsraten vorliegen werden. Die auf die gesamte Transportindustrie bezogenen Werte sollen bis 2050 um 1,49 % pro Jahr steigen, während es beim Schienenverkehr lediglich 0,90 % sein werden. Dennoch wird auch der Bahnverkehr im Gütertransport eine wichtige Rolle spielen und keinesfalls zu einem unwichtigen Faktor werden. Durch Gründe wie technologische Entwicklungen, die autonomes Fahren sowie Drohnenlieferungen ermöglichen sollen, kann in Zukunft vermehrt auf

solche Transportmöglichkeiten gesetzt werden. Auch dadurch, dass die Infrastrukturkapazitäten wesentlich begrenzter sind als bspw. bei LKW-Lieferungen, ist ein niedrigeres Wachstum dieser Branche nicht überraschend.

Trotz niedriger Anstiege wird auch in Zukunft der Bahnverkehr für den Gütertransport eine wichtige Rolle spielen. Man sollte dennoch die Rahmenbedingungen und Umstände beachten, die der Schienenverkehr im Gegensatz zu Alternativen hat, wodurch das Wachstum mehr oder weniger ausgebremst wird.

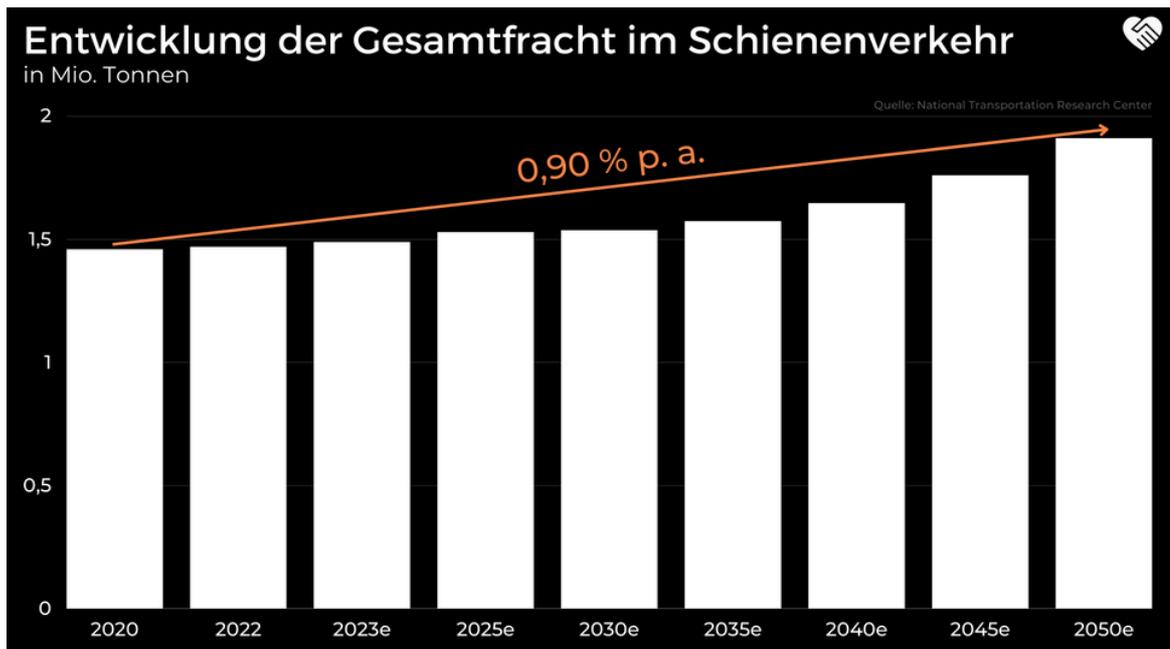


Abb. 21: Entwicklung der Gesamtfracht im Schienenverkehr

## ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

### Kennzahlen

In folgender Tabelle vergleichen wir die Konkurrenten von Norfolk Southern anhand der Kennzahlen.

Unternehmen	Norfolk Southern	Union Pacific	CSX	Canadian National Railway
WKN/ISIN	867028/US6558441084	858144/US9078181081	865857/US1264081035	897879/CA1363751027
Mitarbeiter	19.300	33.179	22.500	23.971
Marktkapitalisierung	48,29 Mrd. USD	123,15 Mrd. USD	61,75 Mrd. USD	107,00 Mrd. CAD
Umsatz	12,75 Mrd. USD	24,88 Mrd. USD	14,85 Mrd. USD	17,11 Mrd. CAD
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	2,70 % p. a.	2,17 % p. a.	4,93 % p. a.	4,54 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	2,01 % p. a.	2,11 % p. a.	1,12 % p. a.	3,78 % p. a.
EBIT Marge	37,73 %	39,87 %	40,55 %	39,98 %
KUV	3,79	4,95	4,16	6,26
KGV	14,77	17,60	14,82	20,91
Dividendenrendite	2,55 %	2,58 %	1,47 %	1,98 %
Ausschüttungsquote	36,42 %	46,26 %	21,03 %	40,05 %
Nettoverschuldung	14,73 Mrd. USD	32,31 Mrd. USD	15,96 Mrd. USD	15,10 Mrd. CAD
Renditeerwartung für die nächsten drei Geschäftsjahre*	16,40 % p. a.	16,40 % p. a.	11,20 % p. a.	11,50 % p. a.

\*Die Renditeerwartung entstammt der „Fairer Wert“-Funktion von Aktienfinder.net. Für die Ermittlung haben wir das durchschnittliche KGV der letzten fünf Jahre verwendet und in Kombination mit den erwarteten bereinigten Gewinnen bis zum Ende der nächsten drei Geschäftsjahre fortgeschrieben.

### Entwicklung des fairen Werts

Der faire Wert, basierend auf dem bereinigten Gewinn, entwickelt sich bei Norfolk Southern langsam, aber stetig. Darüber hinaus ist auch der leicht zyklische Charakter der Branche erkennbar, denn der Fair Value weist eine etwas "wellenförmige" Entwicklung auf. Aktuell notiert die Aktie rund 20,00 % unterhalb des fairen Werts.

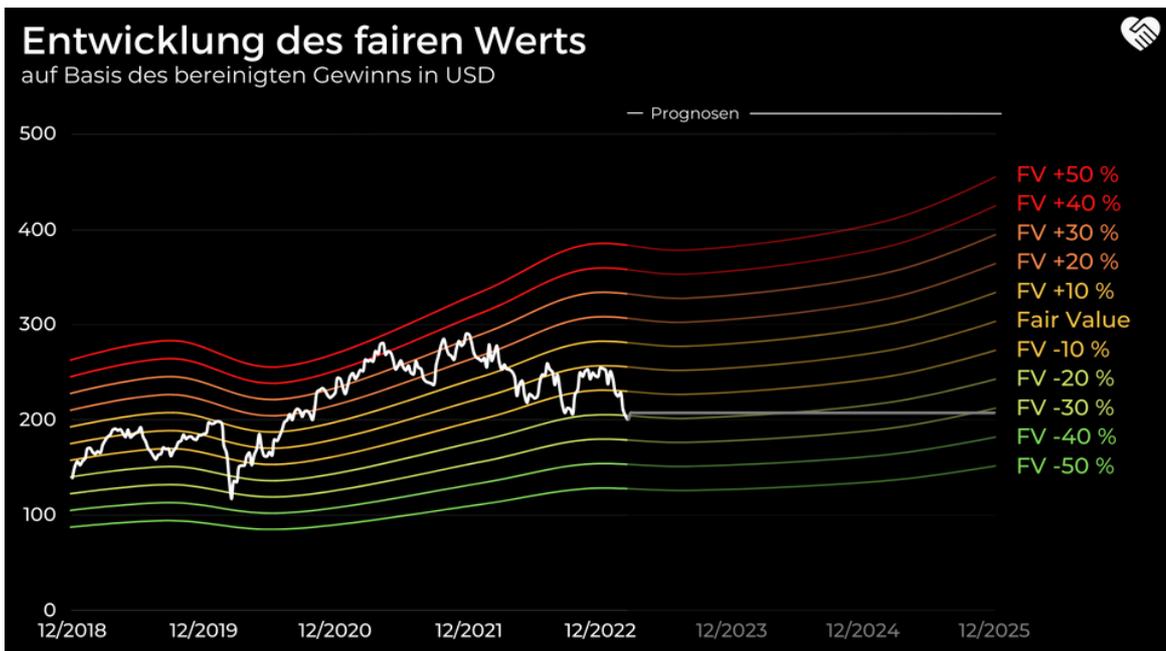


Abb. 22: Entwicklung des fairen Werts auf Basis des bereinigten Gewinns

### Performance seit 10 Jahren

Im Verlauf der letzten 10 Jahre weisen Norfolk Southern, Union Pacific und CSX nicht nur eine extrem hohe Korrelation, sondern auch eine ähnliche Rendite auf. Auffällig ist lediglich Canadian National Railway, welche verhältnismäßig schlechter performten.



Abb. 23: Performance von Norfolk Southern und Konkurrenten inkl. reinvestierter Dividende (in USD)

# 4. Chancen und Risiken

## CHANCEN

### **E-Commerce und weitere Wachstumstreiber (1)**

Der verstärkte Onlinehandel sowie weitere Wachstumstreiber repräsentieren unsere erste Chance für Norfolk Southern. In den vergangenen Jahren bemühte sich das Unternehmen vor allem darum, die eigenen Systeme und Abläufe effizienter zu gestalten und immer mehr auf die Zukunft vorzubereiten. Gerade dadurch, dass das Volumen der Bestellungen immer größer wird, kann der Bahnverkehr einer zunehmend steigenden Nachfrage ausgesetzt sein. Unser Hauptaspekt dabei sind intermodale Lösungen in der Transportbranche. Einfach ausgedrückt, kombiniert diese Möglichkeit die Kräfte des Straßen-, Schienen- und Lufttransports und wird, um den entsprechenden Nachfragemengen leistungsfähig, pünktlich und zuverlässig gerecht werden zu können, immer mehr zum Einsatz kommen. Wir halten es für unwahrscheinlicher, dass große Mengen an Bestellungen über eine womöglich noch lange Strecke lediglich per Trucks geliefert werden können, ohne auf die Effizienz des Schienenverkehrs zu setzen, zumal auch das Volumen der Bestellungen immer größer wird. Wie wir in der Branchenanalyse bereits erfahren haben, ist es genau an diesem Punkt dann sinnvoller auf den Schienenverkehr zu setzen.

Normalerweise ist dann die Gefahr, dass neue Konkurrenten in den Markt vorrücken, nicht gerade gering. Die Marktposition ist jedoch aufgrund mehrerer Faktoren sowohl von Norfolk Southern und auch den übrigen Mitbewerbern insofern gesichert, sodass es unwahrscheinlich ist, neue ernstzunehmende Konkurrenten innerhalb der Branche zu haben. Erstmal sind die Kosten für den Aufbau eines solchen Vertriebsnetzes enorm hoch, auch die laufenden Ausgaben für die Instandhaltung des Betriebes sind nicht zu unterschätzen.

Wir sehen insbesondere einen Kundenservice auf allerhöchstem Niveau entscheidend dafür, um am Ende von diesen Entwicklungen profitieren zu können. Auch in dieser Hinsicht konnte Norfolk Southern die eigenen Systeme auf einen gänzlich neuen Standard anheben und wird auch in naher Zukunft hier auf weitere Fortschritte angewiesen sein.



Abb. 24: Anteil von E-Commerce am US-Einzelhandelsumsatz

#### Modernisierung der Branche (2)

Unsere zweite Chance befasst sich mit der allgemeinen Modernisierung der Branche. Dabei reden wir hier neben eigenen Investitionen der Konzerne auch von staatlichen Hilfen, die erst vor kurzem zugesagt wurden, als die aktuellen Schwachstellen der Branche aufgezeigt wurden – dazu gleich mehr in den Risiken.

Das US-Verkehrsministerium kündigte Ende letzten Jahres eine Bundesfinanzierung i. H. v. 1,40 Mrd. USD für die Schieneninfrastruktur und die Verbesserung der Sicherheit an. Diese höheren Finanzierungsniveaus, die durch das überparteiliche Infrastrukturgesetz ermöglicht werden, werden die Infrastruktur insgesamt widerstandsfähiger machen und ebenso die Lieferketten stärken, was wiederum den Transport von Gütern kostengünstiger macht. Ebenso bemüht sich der Staat darum, die Schienennetze des Landes noch weiter auszubauen, was den Betrieb von Norfolk Southern zweifelsohne stärken würde. Gerade wenn ein Ausbau in Orten stattfindet, wo das Schienennetz nur mangelhaft oder gar nicht ausgebaut ist, würde dies die Transportwege stärken.

Norfolk Southern bemüht sich auch selbst darum, das Geschäft voranzutreiben und bspw. die eigenen Lokomotiven auf ein neues Level zu bringen. Hierbei sind vor allem Kosteneinsparungen im Hinblick auf Kraftstoffe ein positiver Effekt. Etwa vor einem Jahr gab Norfolk Southern dem amerikanischen Konzern Wabtec einen Auftrag, 330 eigene Züge zu modernisieren bzw. umzuwandeln und effizienter zu gestalten. Zudem werden durch einen solchen Schritt ebenso die

Zuverlässigkeit und Transportfähigkeit wesentlich verbessert werden können.

Durch eigene sowie staatliche Investitionen wird die Branche in den kommenden Jahren im Hinblick auf Effizienz und Zuverlässigkeit nicht mehr mit dem heutigen Stand vergleichbar sein. Auch dadurch, dass die Schienennetze immer weiter ausgebaut werden, wird das Geschäft gestärkt und Norfolk Southern kann so mehr Orte des Landes erreichen.

## **RISIKEN**

### **Zukünftige Nachfrageentwicklung einiger Bereiche (1)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel-hoch

Auswirkungen: niedrig-mittel

Das erste Risiko sehen wir bei zukünftigen Nachfrageentwicklungen einiger, wichtiger Bereiche für Norfolk Southern, von denen man zwar keinesfalls abhängig ist, aber Stand jetzt dennoch die Auswirkungen zu spüren bekommen wird.

Um dieses Risiko in einen richtigen Kontext setzen zu können, müssen wir uns nochmals kurz mit der Kundenstruktur des Schienenverkehrs auseinandersetzen. Im Gegensatz zum Straßentransport hat man nämlich gerade sehr viele Kunden im Bereich der industriellen Erzeugnisse, sprich Produkte wie Chemikalien, Kohle oder sonstige Stoffe und Erze. Das Problem hierbei ist, dass gerade die Kohle eine immer unwichtigere Rolle spielen soll und bspw. in absehbarer Zeit von alternativen Energieträgern bei der Energieerzeugung ersetzt werden wird. Hier bildet sich Stand jetzt eine große Lücke im Hinblick auf die Nachfrage, die von Unternehmen wie Norfolk Southern erstmal geschlossen werden muss. Neben der Kohle werden zudem auch einige Chemikalien befördert, wo die Zukunft dieser Stoffe nicht wirklich gesichert scheint.

Bei Norfolk Southern war das Geschäft mit der Kohle im Jahr 2022 immer noch für 1,73 Mrd. USD der Umsätze verantwortlich und hatte damit eine Gewichtung von über 13,00 % im Hinblick auf die Erlöse im Schienenverkehr. Es gibt zwar andere, weitaus wichtigere Bereiche für den Konzern, aber die beständige Wichtigkeit sollte keinesfalls unterschätzt werden. Es ist zwar davon auszugehen, dass auch kurzfristig eine höhere Nachfrage in diesem Bereich im Rahmen des Möglichen liegt, mit Blick auf 2050 wird sich die Stromproduktion mit Kohle in den USA jedoch wohl halbiert haben. Unternehmen wie Norfolk Southern haben also noch ein wenig Zeit, sich auf die Umstrukturierung entsprechend vorzubereiten, als Aktionär sollte man sich dennoch dieses Risikos bewusst sein.

Wir sehen die Eintrittswahrscheinlichkeit bei mittel-hoch. Gerade auf langfristige Sicht scheint ein Nachfragerückgang in der Kohleproduktion sowie einigen Chemiebereichen nicht gerade unwahrscheinlich; wie schon gesagt, kann es aber auch kurzfristig positive Reaktionen durch eine erhöhte Kohleproduktion geben. Die Auswirkungen ordnen wir bei Norfolk Southern auf niedrig-mittel ein. Man konnte sich bereits in anderen Industrien eine starke Marktposition aufbauen, die die Auswirkungen ausgleichen dürften.

Dennoch ist beim amerikanischen Konzern der Anteil am Gesamtumsatz im Vergleich zur Konkurrenz noch auf einem recht hohen Level, was in naher Zukunft aber wie gesagt noch kein entscheidendes Problem darstellen sollte.

### **Zu Teilen selbstkreatives, unvorteilhaftes Umfeld (2)**

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel

Auswirkungen: mittel

Zurzeit sieht sich die Branche des Schienenverkehrs mit viel Kritik konfrontiert – im Mittelpunkt steht Norfolk Southern. Innerhalb weniger Wochen gab es insgesamt drei Entgleisungen von Zügen des amerikanischen Konzerns, wodurch sich das öffentliche Bild merklich verschob. Infolge dieser Entgleisungen und anscheinend bestehender Gefahr, kündigte die US-Behörde für Transportsicherheit eine Sonderuntersuchung bei Norfolk Southern an. Die Auswirkungen verschärften sich nochmals durch die Ladung der jeweiligen Züge, die Gefahrgut und Chemikalien transportierten und in manchen Regionen für stark negative Umwelteinflüsse sorgten wie bspw. Verunreinigung des Grundwassers.

Viel Aufmerksamkeit erregte zudem die Reaktion des Konzerns auf die Entgleisung Anfang Februar in Ohio. Der Fokus des Konzerns lag nämlich auf der schnellen Wiederaufnahme des Betriebes in dieser Region und nahm, entgegen dem, was angeblich intern vereinbart wurde, wenige Tage nach dem Unfall den Betrieb wieder auf.

Durch diese Ereignisse wurden die aktuellen Schwachstellen der gesamten Branche aufgezeigt und das sind die Sicherheitsstandards. Viele gehen jetzt davon aus, dass die Vorgaben hier extrem verschärft werden dürften und somit weitaus höhere Kosten entstehen. Denn die Konzerne der Industrie bemühten sich in den vergangenen Jahren hier Kosten einzusparen und setzten somit zum Teil nur einen Arbeiter pro Zug ein, der das gesamte Konzept überwachen sollte.

Neben der Unzufriedenheit der Öffentlichkeit wenden sich auch die Arbeiter immer weiter von der Branche ab. So sind Streiks aufgrund einer aus ihrer Sicht unfairen Bezahlung und weiteren Stellenstreichungen in letzter Zeit nochmals wahrscheinlicher geworden und könnten bereits in nächster Zeit stattfinden. Dass dies nicht nur auf Norfolk Southern direkt, sondern auch auf die gesamte US-Wirtschaft stark negative Auswirkungen hätte, steht außer Frage.

Wir sehen die Eintrittswahrscheinlichkeit sowie Auswirkungen bei mittel. Gerade höhere Kosten für Personal sowie für höhere Sicherheitsstandards sind nicht auszuschließen und würden die

Konzerne zusätzlich belasten. Auch das weitaus schlechtere öffentliche Meinungsbild gegenüber Norfolk Southern könnte Auswirkungen nach sich ziehen. Dem amerikanischen Unternehmen allein können zudem die fällig werdenden Entschädigungszahlungen zu einer Mehrbelastung werden.

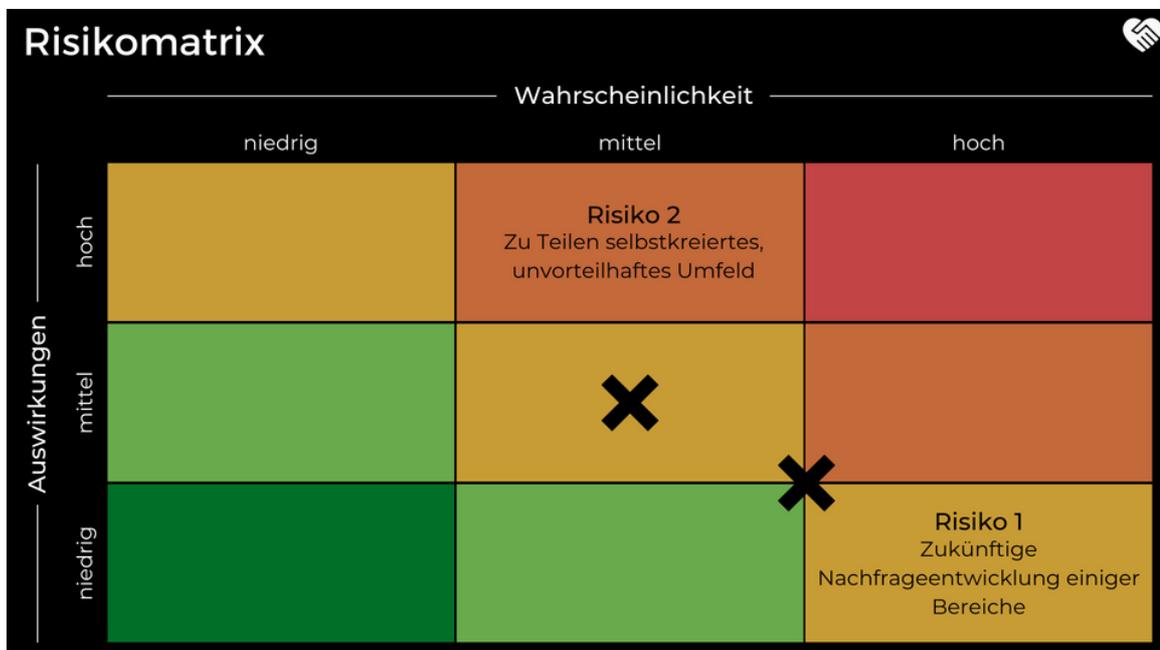


Abb. 25: Risikomatrix

# 5. Unsere Bewertung

## **Eigenkapitalkosten**

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten:

Unsere Werte für Norfolk Southern sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 3,75 %

Risikoprämie: 6,18 %

Marktrendite: 7,00 %

Beta: 1,90

Diese ergeben insgesamt Eigenkapitalkosten von 9,93%, welche wir, durch das erwartete Wachstum, aufgrund der aktuellen Marktlage durchaus für gerechtfertigt halten.

## **Bilanzanalyse**

Die gesamte, von Norfolk Southern ausgewiesene, Bilanzsumme beträgt für das Geschäftsjahr 2022 etwa 38,89 Mrd. USD und hat sich damit um ca. 392,00 Mio. USD verlängert. In der folgenden Tabelle wollen wir detaillierter auf die Struktur der Bilanz eingehen.

### Entwicklung des Umlaufvermögens

Die Zahlungsmittelbestände sind um etwa 383,00 Mio. USD auf ca. 456,00 Mio. USD gesunken. Die noch ausstehenden Zahlungen dagegen sind um knapp 172,00 Mio. USD auf ca. 1,15 Mrd. USD gestiegen. Zusammenfassend ist das Umlaufvermögen mit seinen übrigen Posten um etwa 392,00 Mio. USD auf fast 2,01 Mrd. USD angewachsen.

### Entwicklung des Anlagevermögens

Der Posten Grundstücke stellt hier mit Abstand den größten Einzelposten dar. Dieser konnte um ca. 503,00 Mio. USD auf etwa 32,16 Mrd. USD gesteigert werden. Die langfristigen Investments sind dagegen von etwa 3,71 Mrd. USD auf ca. 3,69 Mrd. USD gesunken. Im Gesamten konnte das Anlagevermögen um ca. 552,00 Mio. USD auf knapp 36,88 Mrd. USD wachsen.

### Eigen- bzw. Fremdkapitalquote und Verhältnis der kurzfristigen und langfristigen Schulden

Von Norfolk Southern wird eine Eigenkapitalquote in Höhe von ca. 32,75 % ausgewiesen. Dieses hat sich um etwa 908,00 Mio. USD auf ca. 12,73 Mrd. USD reduziert. Gleichzeitig ist das Fremdkapital um ca. 1,30

Mrd. USD auf etwa 26,15 Mrd. USD gestiegen. Dieses verteilt sich auf etwa 2,65 Mrd. USD kurz- und ca. 23,50 Mrd. USD langfristige Verbindlichkeiten. Die langfristigen Verbindlichkeiten sind im Jahresvergleich um etwa 1,17 Mrd. USD sowie die kurzfristigen Verbindlichkeiten um ca. 128,00 Mio. USD gewachsen.

Schulden im Verhältnis zu kurzfristigen Zahlungsmitteln und kurzfristigen Investitionen

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind bei Norfolk Southern zum Stand des Jahresabschlusses von 2022 etwa 2,19 Mrd. USD größer als die Zahlungsmittelbestände. Zusammen mit den noch ausstehenden Zahlungen reduziert sich diese Differenz zwar auf etwa 1,05 Mio. USD, gleicht sich aber nicht aus. Die kurzfristigen Investitionen von Norfolk Southern lagen 2022 bei etwa 1,60 Mrd. USD und übersteigen damit die gehaltenen Zahlungsmittel ebenfalls sehr deutlich.

Schulden im Verhältnis zum EBIT des letzten Geschäftsjahres

Das EBIT von Norfolk Southern betrug 2022 etwa 4,73 Mrd. USD. Die kurzfristigen Schulden belaufen sich damit auf das ca. 0,56-fachen dessen. Die gesamten Verpflichtungen im Verhältnis zum EBIT weisen dagegen einen Faktor von 5,52 auf.

Fazit

Die Bilanz von Norfolk Southern macht einen mittelmäßigen Eindruck. Die Zahlungsmittelbestände wirken vergleichsweise niedrig. Da die kurzfristigen Verbindlichkeiten kaum die Hälfte des EBITs einnehmen, würden wir dies nicht zu kritisch werten. Der Rückgang des Eigenkapitals ist hier ebenfalls nicht förderlich, zumal dieser Trend bereits seit 2018 besteht.

## **Bewertungsszenarien und -modelle**

Optimistisches Szenario

Für die Jahre 2023 bis 2026 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von ca. 2,97 % p. a. Anschließend soll sich dieses von 6,00 % im Jahr 2027 langsam so abflachen, dass im Jahr 2032 3,00 % und in der ewigen Rente (2033ff.) 2,00 % erreicht werden.

Bezüglich der Margen nehmen wir an, dass diese sich von den 37,14 % aus dem Geschäftsjahr 2022 auf bis zu 40,00 % in der ewigen Rente (2033ff.) erhöhen.

Für Norfolk Southern kalkulieren wir optimistisch mit Aktienrückkäufen i. H. v. etwa 1,00 % der ausstehenden Aktien und mit einer Ausschüttungsquote von ca. 40,00 %.

Der dann ermittelte faire Wert beläuft sich auf 216,38 USD und gibt

damit eine Überbewertung von etwa 2,00 % an.

Mit einem KGVe von 23 in 2032 kommen wir dann auf eine Renditeerwartung von 11,23 % p. a.

#### Pessimistisches Szenario

Das pessimistische Szenario gestalten wir bis 2026 exakt gleich wie das optimistische. Anschließend gehen wir davon aus, dass das Umsatzwachstum 2027 schon nur 3,50 % beträgt. Für 2032 soll dieses dann noch 2,00 % sowie in der ewigen Rente (2032ff.) noch 1,50 % betragen.

Für die Margen nehmen wir an, dass diese sich, nach ihrem Maximum in 2026 bei etwa 39,57 %, bis in die ewige Rente (2033ff.) wieder auf etwa 35,00 % abflachen.

Zum aktuellen Zeitpunkt kommen wir damit nur noch auf einen fairen Wert von 169,01 USD und eine Überbewertung von ca. 25,00 %.

Mit einem Gewinnmultiple von 13 kommen wir dann auf eine Rendite von 2,08 % p. a.

Hier rechnen wir mit Aktienrückkäufen von etwa 0,50 % und einer Ausschüttungsquote von etwa 35,00 %.

#### DCF-Modell

Bei der DCF-Berechnung kommen wir auf einen WACC von 8,63 % und verwenden einen Wachstumsabschlag von 2,00 %.

Für den Zeitraum 2023 bis 2026 verwenden wir hier die Umsätze der beiden DNP-Szenarien und anschließend Durchschnittswerte dieser.

Wir rechnen damit, dass die Free Cashflow Marge von den für 2023 erwarteten 19,00 % auf bis zu 20,00 % in 2028 ansteigt.

Damit kommen wir auf einen fairen Wert von 107,62 USD und eine Überbewertung von etwa 96,98 %.

Das Modell findest du [hier](#).

#### Unsere Einschätzung

Norfolk Southern gibt im Gesamten ein eher durchwachsendes Bild ab. Einerseits macht die Bilanz nicht den stärksten Eindruck. Die erwartete Rendite nach unseren Rechenmodellen ist allerdings entsprechend groß. Die Umsatz- und Gewinnentwicklung scheinen wiederum eine leichte Zyklusabhängigkeit aufzuweisen.

Um nach unseren Annahmen mit dem DNP-Modell eine etwa faire Bewertung zu erreichen, müsste im Schnitt ein Umsatzwachstum von nur 3,50 % erreicht werden. Das dann benötigte KGV, um eine Renditeerwartung von ca. 10,00 % zu erreichen, würde bei 22 liegen.

Ich (Christian) habe Norfolk Southern weder in meinem Depot noch auf

meiner Watchlist.

Meine erwartete Rendite liegt hier bei etwa 8,50 % p. a.

Die Investmentampel stelle ich auf Grün, mit Tendenz zu Gelb, da wir die Kritikpunkte an der Entwicklung der Bilanz nicht vollständig ignorieren können.

Die genaue Berechnung kann der Exceltabelle (DNP-Modell) durch einen [Klick entnommen](#) werden.

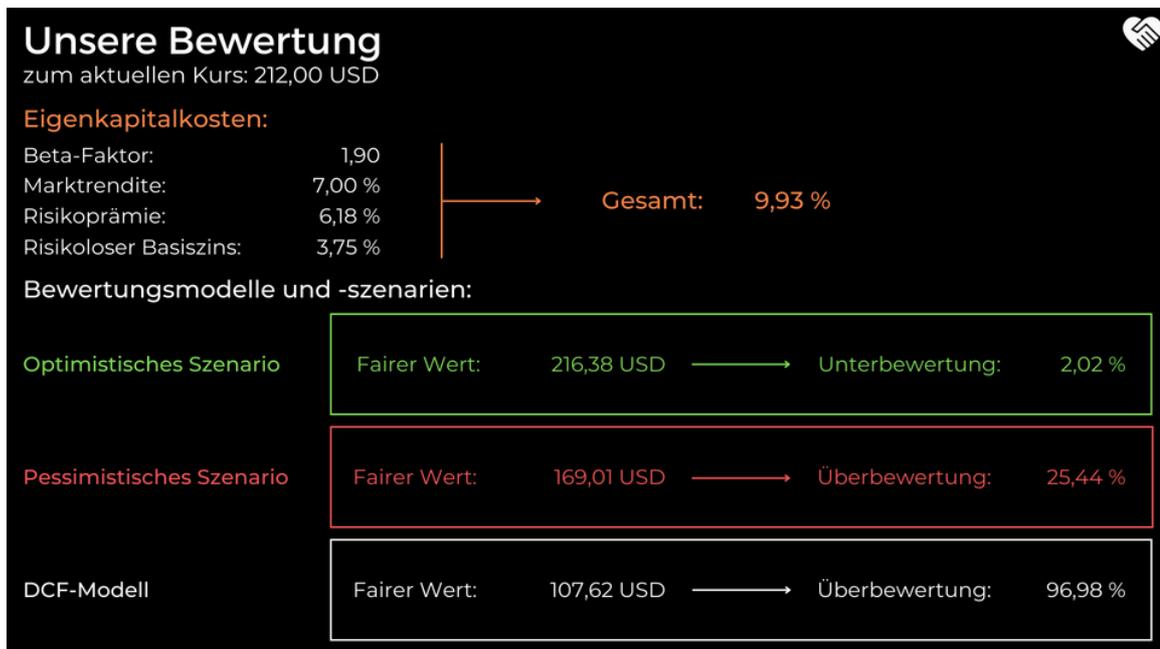


Abb. 26: Bewertungsszenarien für Norfolk Southern

# 6. Technische Ansicht

## CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

### Übersicht

Trendeinordnung für Norfolk Southern			
	Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)	↑	299,20 USD	112,62 USD
mittelfristig (Wochen-Chart)	↓	in Trendbewegung	261,71 USD
kurzfristig (Tages-Chart)	→	-	-

Abb. 27: Trendeinordnung für Norfolk Southern

### Langfristig

Norfolk Southern befindet sich übergeordnet seit mehreren Jahrzehnten in einem Aufwärtstrend, welcher lediglich auf einer niedrigeren Zeitebene zwischenzeitlich pausierte. Die aktuelle Korrektur ist als vollkommen gesund einzuordnen und gefährdet den langfristigen Trend in keiner Weise.



Abb. 28: Zwei-Monats-Chart von Norfolk Southern

### Mittelfristig

Das mittelfristige Chartbild zeigt die Korrektur der Aktie noch einmal im Detail, was sich in Form eines Abwärtstrends äußert. Derzeit liegt

das relevante Level für einen Trendbruch beim Hoch bei 261,71 USD.



Abb. 29: Wochen-Chart von Norfolk Southern

### Kurzfristig

Im kurzfristigen Tages-Chart ist ein dynamischer Abwärtstrend erkennbar, der bereits seit Ende Januar anhält. Bisher gab es noch keine nennenswerten Stabilisierungsversuche, die eine nachhaltige Trendumkehr andeuten.



Abb. 30: Tages-Chart von Norfolk Southern

## Aussicht

Die wichtigste Unterstützungszone hat Norfolk Southern noch nicht erreicht, denn diese befindet sich erst im Kursbereich ab ungefähr 185,00 USD. Sobald diese jedoch getestet wird, kann Ausschau nach einer Stabilisierung auf der kurz- bis mittelfristigen Zeitebene gehalten werden, welche zugleich auch das Ende der gesamten Korrekturphase einläuten könnte.

Gelingt der Aktie auf dem genannten Niveau keine nachhaltige Beruhigung, dann rückt die nächste Unterstützung bei rund 150,00 USD in den Fokus. Diese stellt zugleich die letzte Chance auf ein Ende der Korrektur dar, ohne den langfristigen Aufwärtstrend zu gefährden oder gar zu brechen.



Abb. 31: Die wichtigste Unterstützungszone hat Norfolk Southern noch nicht getestet.

## TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Norfolk Southern mit 9 von 10 Punkten ein sehr gutes Ergebnis. Ebenso wie bei vielen anderen Aktien, die sich in einer Korrektur des langfristigen Aufwärtstrends befinden, gibt es lediglich eine mittelstarke Volumenakkumulation über dem aktuellen Niveau zu bemängeln. Diese hat ihren größten Ausschlag im Bereich des rot markierten Widerstandsbereichs aus Abbildung 31.

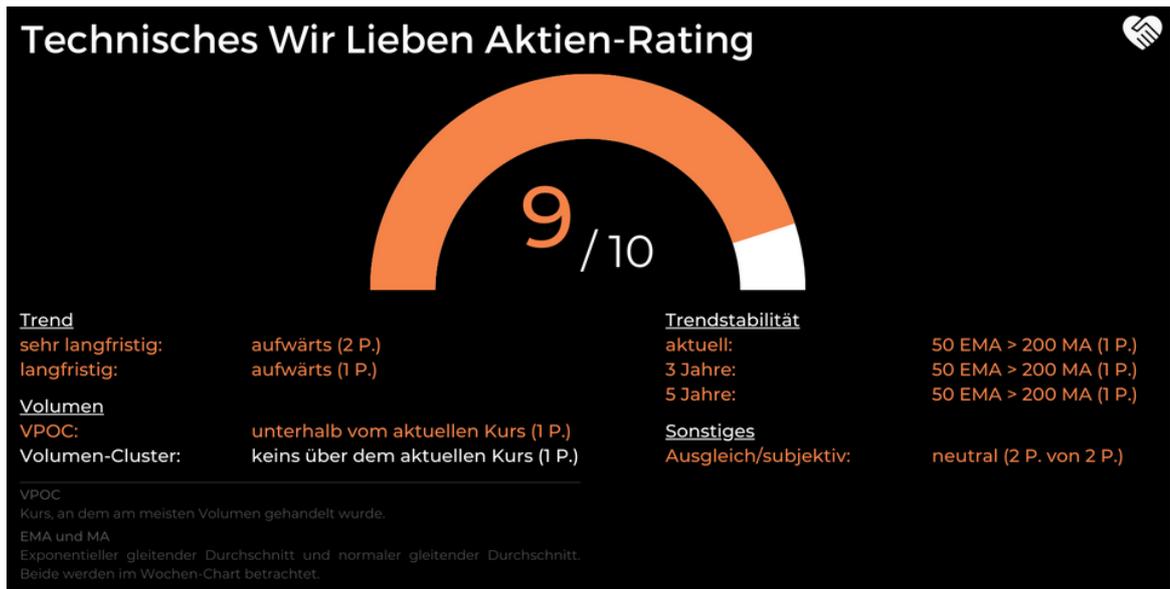


Abb. 32: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Norfolk Southern 9 von 10 Punkte.

## MARKTSYMMETRIE

Vergleicht man die aktuelle Korrektur von Norfolk Southern mit den längsten Abwärtsphasen der Vergangenheit, so besteht durchaus noch Potenzial für eine Ausdehnung der Korrekturlänge. Dies geht mit einem Test der grünen Unterstützungszone aus Abbildung 31 einher, welche sich ebenfalls noch einige Prozentpunkte unter dem aktuellen Niveau befindet.

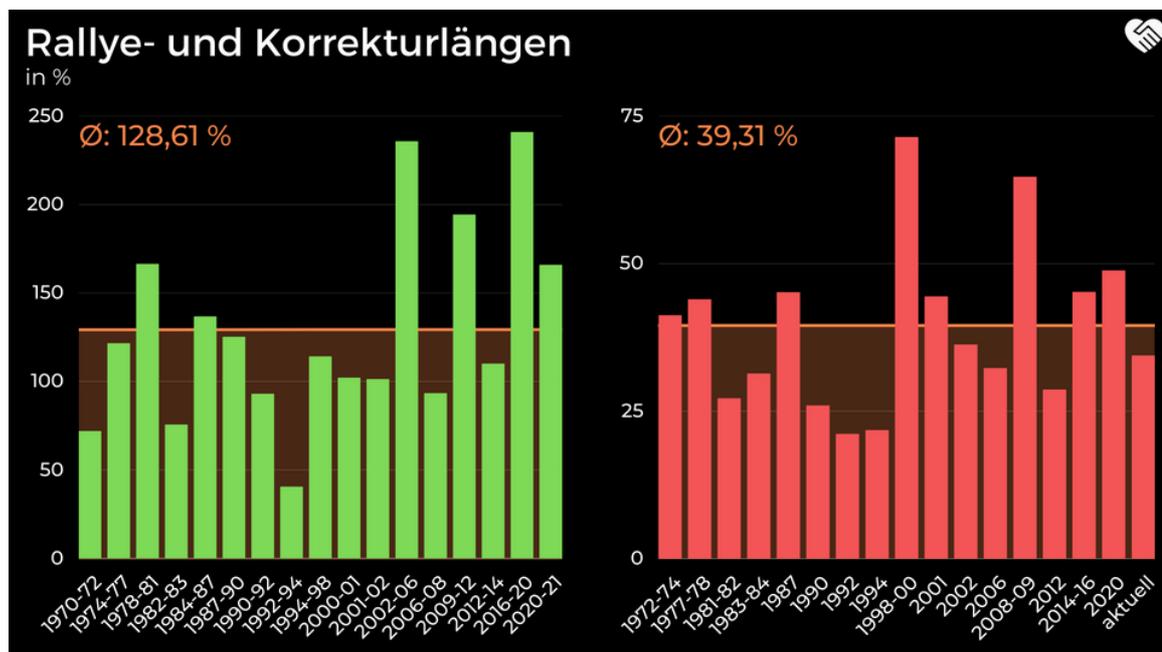


Abb. 33: Rallye- und Korrekturlängen

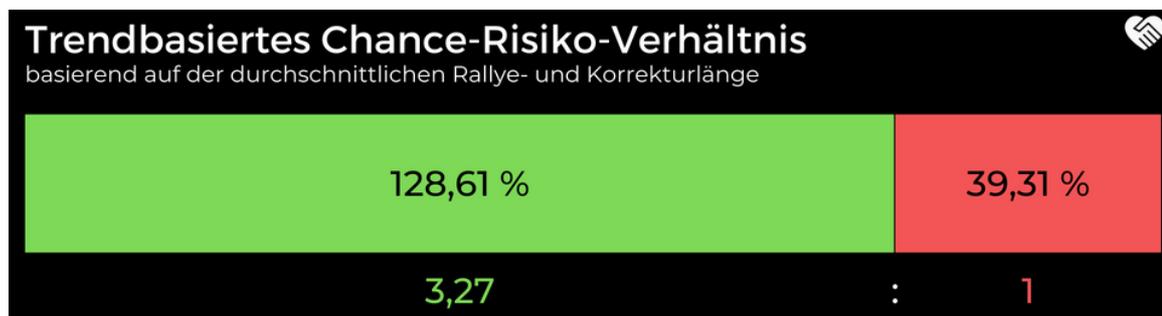


Abb. 34: Trendbasiertes Chance-Risiko-Verhältnis

Die Betrachtung der Rainbow-EMAs zeigt kein eindeutiges Bild, denn die Korrekturen endeten bereits häufig in verschiedenen Farbbereichen. Nichtsdestotrotz lässt sich die derzeitige Abwärtsphase zum aktuellen Zeitpunkt gut mit den Korrekturen aus 2014 bis 2016 und 2020 vergleichen, die beide im orangenen EMA-Bereich endeten. Dieses Niveau korreliert aktuell mit der genannten grünen Unterstützungszone aus Abbildung 31.



Abb. 35: Korrekturen im Verhältnis zur Trendgeschwindigkeit, dargestellt mit Rainbow-EMAs.

## SYSTEMATISCHES RISIKO

Das systematische Risiko von Norfolk Southern, CSX und Union Pacific entspricht ziemlich genau dem Beta-Faktor des Gesamtmarktes und auch die Korrelation aller drei Aktien ist nahezu identisch. Auffällig ist das erheblich geringere, systematische Risiko von Canadian National Railway gegenüber den anderen Konkurrenten.

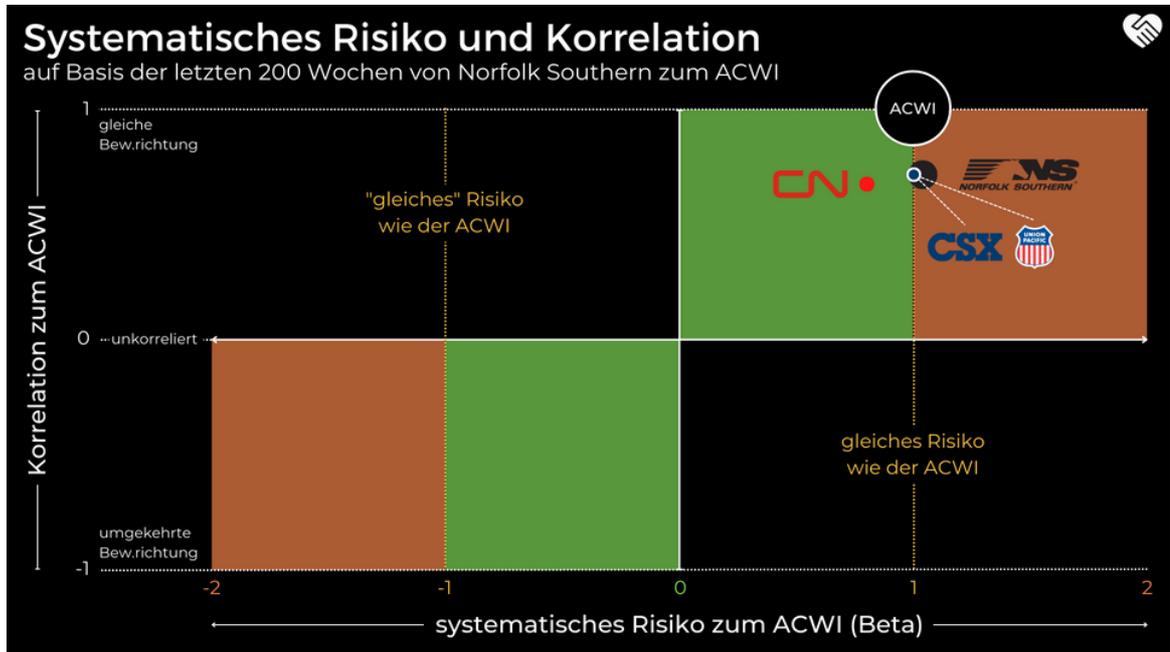


Abb. 36: Systematisches Risiko und Korrelation von Norfolk Southern und Konkurrenten zum ACWI

# 7. Fazit

## ALLGEMEIN

Ein Großteil des Gütertransports in den Vereinten Staaten erfolgt mit Eisenbahnen. Norfolk Southern ist in diesem Zusammenhang als eine der führenden Gesellschaften in den USA einzuordnen und verfügt über ein beeindruckendes Streckennetz, welches sich auf über 19.000 Meilen in 22 Bundesstaaten im Osten des Landes erstreckt.

Obwohl die Unternehmen der Branche des Öfteren mit einer un stetigen Entwicklung der Nachfrage zu kämpfen haben, gelingt es Norfolk Southern, in einer langfristigen Betrachtung, stets höhere Umsätze und Gewinne zu erwirtschaften. In den kommenden Geschäftsjahren werden sich die Kennzahlen der Bahngesellschaft voraussichtlich im Gleichschritt zum allgemeinen Markt für Schienengüterverkehr entwickeln und mit niedrigen, einstelligen Wachstumsraten ansteigen. Wie beschrieben, steht die Investmentampel auf Grün, mit einer Renditeerwartung von 8,50 % p. a.

Aus der charttechnischen Perspektive hat Norfolk Southern, gerade auf der sehr langfristigen Zeitebene, einen sehr stabilen Aufwärtstrend zu bieten. Dieser korrigiert derzeit in einem gesunden Ausmaß und das Tief dieser Abwärtsphase könnte schon bald ausgebildet werden.

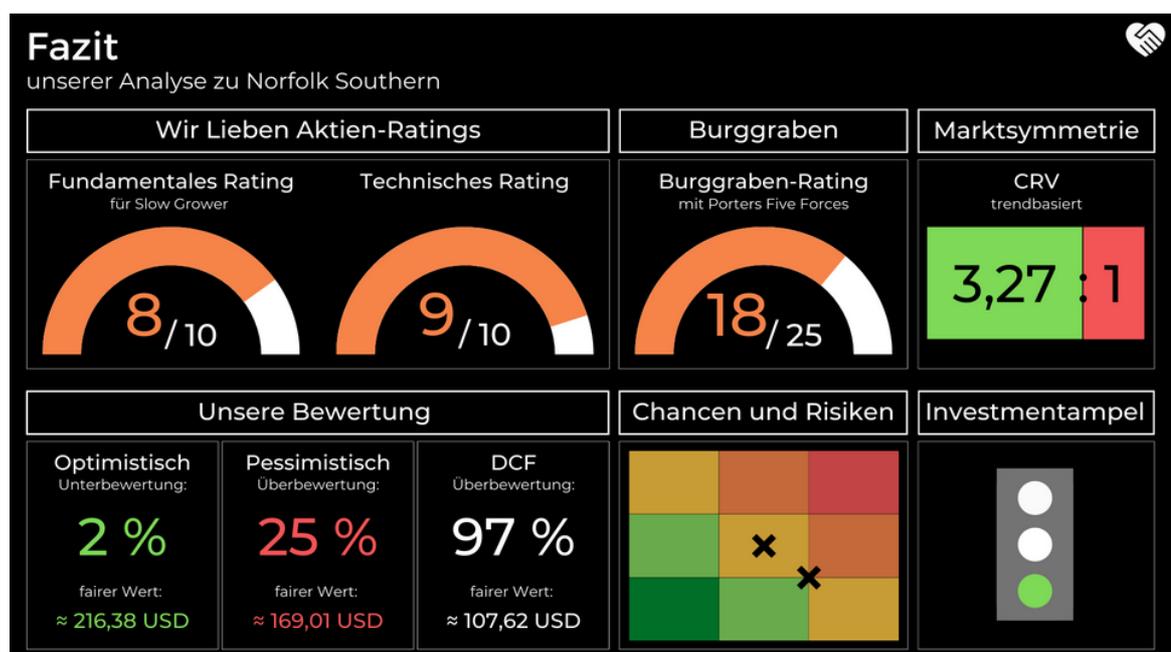


Abb. 37: Fazit unserer Analyse zu Norfolk Southern

## **FAZIT DER TEAM-MITGLIEDER**

### **Jan**

Norfolk Southern kann mich aus der charttechnischen Perspektive vollends überzeugen, allerdings nur wenn der Bereich um 180 USD bis 185 USD noch einmal getestet wird. Wenn dies passiert, dann entscheide ich auf Basis des Charts ob ich einen Einstieg wage oder nicht, denn aus der Sicht der Branche und der fundamentalen Entwicklung bin ich eher zwiegespalten. Mir gefällt zwar der Burggraben und die Margenentwicklung, aber mich stört zugleich die zyklische Anfälligkeit und die eher begrenzten Wachstumsaussichten. Ich zweifle zudem an, dass Norfolk Southern die Margen in den nächsten 10 Jahren wieder so steigern kann, wie in den letzten 10 Jahren. Insofern muss das Wachstum vorrangig aus dem reinen Umsatzwachstum entstehen. Letztendlich wird genau das auch fair eingepreist, aber ich habe lieber etwas mehr Dynamik im Depot.

### **Christian**

Norfolk Southern ist aus der fundamentalen Betrachtung durchaus zwiegespalten zu betrachten. Negativ ist, dass man in den Kennzahlen eine zyklische Entwicklung erkennen kann und das das Wachstum doch eher langsam ausfällt. Positiv finde ich allerdings wie sich die Marge und damit auch die Entwicklung der Gewinnkennziffern verhalten hat. Ebenso würde ich die geringe Überschneidung des Schienennetzes mit bspw. Union Pacific mit einem Pluspunkt versehen. Nichtsdestotrotz bin ich aktuell nicht davon angetan die Aktie in mein Depot aufzunehmen. Grund ist die doch recht sportliche Bewertung und das charttechnisch nicht perfekte Gesamtbild.

### **Adrian**

Norfolk Southern ist beim Güterverkehr innerhalb der Vereinigten Staaten derzeit nicht wegzudenken. Wer in diesen Bereich investieren will, der stößt meistens auf Union Pacific, die mir aber persönlich nicht so sehr gefällt wie Norfolk Southern. Fundamental gesehen ist fast alles gleich, nur das Union Pacific etwas teurer bewertet ist. Auch die Trendstruktur, die Norfolk Southern in den letzten Jahren aufweist, ist deutlich attraktiver als die des größeren Pendants. Das Zugunglück in Ohio könnte die Bewertung von Norfolk außerdem weiter drücken und dafür sorgen, dass sich hier noch bessere Chancen ergeben - mein Wunschpreis wäre um die 180 USD.

### **Transparenzhinweis und Haftungsausschluss**

Die Autoren haben diesen Beitrag nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, können die Richtigkeit der angegebenen Informationen und Daten aber nicht garantieren. Es findet keinerlei Anlageberatung durch "Wir Lieben Aktien", oder durch einen für "Wir Lieben Aktien" tätigen Autor statt. Dieser Beitrag soll eine journalistische Publikation darstellen und dient ausschließlich Informationszwecken. Die Informationen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Börsengeschäfte sind mit erheblichen Risiken verbunden. Wer an den Finanz- und Rohstoffmärkten handelt, muss sich zunächst selbstständig mit den Risiken vertraut machen. Der Kunde handelt immer auf eigenes Risiko und eigene Gefahr. "Wir Lieben Aktien" und die für uns tätigen Autoren übernehmen keine Verantwortung für jegliche Konsequenzen und Verluste, die durch Verwendung unserer Informationen entstehen. Es kann zu Interessenkonflikten kommen, durch Käufe und einen darauffolgenden Profit durch eine positive Kursentwicklung von in Artikeln erwähnten Aktien.

Mehr Infos unter: <https://wir-lieben-aktien.de/haftungsausschluss/>

# Wir Lieben Aktien

Analysen erstellt mit Verantwortlichkeit. Mit Liebe zur Börse.  
...mehr auf [wir-lieben-aktien.de](http://wir-lieben-aktien.de)

