

Brief des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

die BAVARIA Industriekapital AG ist 2003 gegründet worden. Dies gibt Anlass, außer der Berichterstattung über das Geschäftsjahr 2012 auch auf 10 Jahre Geschäftstätigkeit zurückzublicken und näher auf die Tragfähigkeit unserer Geschäftsphilosophie einzugehen.

Im Geschäftsjahr 2012 konnten wir unser Ergebnis deutlich steigern. Das Konzernergebnis betrug EUR 55,7 Mio. (Vorjahr EUR 2,4 Mio.), das maßgebliche Netto-Ergebnis der Beteiligungen - bereinigt um die Abschreibung des passiven Unterschiedsbetrags und den Endkonsolidierungserlösen - betrug EUR 5,1 Mio. (Vorjahr EUR -40,6 Mio.). Das Seriengeschäft erzielte mit EUR 11,6 Mio. (Vorjahr EUR 2,4 Mio.) den wesentlichen Ergebnisbetrag, der Anlagenbau erzielte mit EUR 0,5 Mio. (Vorjahr EUR -25,9 Mio.) einen knapp positiven Beitrag, während das Segment Business Services einen Verlust von EUR -7,0 Mio. (Vorjahr EUR -17,1 Mio.) erzielte.

Die Nettoliquidität (liquide Mittel minus Bankverbindlichkeiten inklusive Factoring von Forderungen) betrug Ende 2012 EUR 13,1 Mio. (Vorjahr EUR 3,1 Mio.).

In das Sachanlagevermögen investierten wir 2012 EUR 31,7 Mio. – dies entspricht einer Investitionsquote von 4,6% des Konzernumsatzes von EUR 686,4 Mio. Eine Dividende wurde 2012 nicht gezahlt. Dagegen sind im Jahresverlauf wiederum EUR 1,9 Mio. für Aktienrückkäufe aufgewandt worden. Solange die Marktkapitalisierung der BAVARIA Industriekapital AG unter dem von uns geschätzten Substanzwert liegt, werden wir voraussichtlich weiter Aktien rückkaufen statt eine Dividende auszuschütten. Unser Eigenkapital (inklusive „Bad-will“ in Folge von Unternehmenserwerbungen unter Buchwert) betrug 2012 im Konzern 32,5 % und in der Holding 88,6 %.

Unser erfolgreichster Bereich ist unverändert unser Seriengeschäft. Von dem Konzernumsatz von EUR 686,4 Mio. entfielen in 2012 EUR 467,6 Mio. und damit 68,1 % auf diesen Bereich. Die Umsätze und die Nettoergebnisse haben sich in den letzten 5 Jahren im Bereich Serie/Automotive wie folgt entwickelt:

in Mio. EUR	Serie/Automotive		
	Umsatz	Netto- ergebnis	Umsatzren- tabilität
2008	327,9	-1,7	-0,5%
2009	259,3	-34,7	-13,4%
2010	345,4	1,1	0,3%
2011	480,6	2,4	0,5%
2012	467,6	11,6	2,5%

Enttäuschender fiel dagegen die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Projektgeschäft in den letzten 5 Jahren aus:

in Mio. EUR	Projektgeschäft		
	Umsatz	Netto- ergebnis	Umsatzren- tabilität
2008	73,9	1,2	1,6%
2009	48,1	-0,3	-0,6%
2010	90,1	1,9	2,1%
2011	124,3	-25,9	-20,8%
2012	44,8	0,5	1,0%

Der Umsatzanteil des Projektgeschäfts am Konzernumsatz betrug 2012 lediglich 6,5 %.

Wenig Hoffnung bietet die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Bereich Business Services:

in Mio. EUR	Business Service		
	Umsatz	Netto- ergebnis	Umsatzren- tabilität
2008	83,2	-7,2	-8,6%
2009	96,2	-1,0	-1,1%
2010	202,9	-3,0	-1,5%
2011	145,0	-17,1	-11,8%
2012	174,0	-7,0	-4,0%

In den Anfangsjahren haben wir mangels Kapital (die AG wurde mit EUR 50.000 Stammkapital gegründet) ausschließlich Verlustbringer zu symbolischen Kaufpreisen erworben und damit erfolgreich unsern Kapitalstock aufgebaut. Die beiden Kapitalerhöhungen Ende 2005/Anfang 2006 von in Summe EUR 14 Mio. waren aus finanzieller Sicht nicht notwendig: in den drei Jahren danach flossen allein EUR 65 Mio. in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre. Die Ergebnisentwicklung im Bereich Business Services in jüngerer Zeit zeigt, dass der Kauf von Unternehmen zum Nulltarif keinen Ertrag bringt, der den hohen Managementaufwand rechtfertigen würde. Jedenfalls nicht außerhalb unseres Seriengeschäfts. Ein Grund dafür mag darin liegen, dass sich die Absatzmärkte seit der Krise im vierten Quartal 2008 eher seitwärts bewegen und der Preisdruck in vielen Branchen stark gestiegen ist.

Ergebnisentwicklung der Holding

Betrachtet man die Ergebnisse der Holding in den letzten 10 Jahren ist keine klare Entwicklung erkennbar:

AG (in EUR Mio.)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto-Ergebnis	0,0	0,0	2,1	13,8	23,2	13,9	8,2	5,1	6,9	11,0

Das Netto-Ergebnis schwankte stark aufgrund der Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen, Abschreibungen auf Beteiligungen und der Absatzkrise.

Ergebnisentwicklung der operativen Beteiligungen

Das Nettoergebnis der Beteiligungen (ohne den passiven Unterschiedsbetrag) hat sich dagegen in den letzten Jahren gesteigert:

(in EUR Mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto-Ergebnis	-13,3	6,0	-13,4	-7,7	-36,0	-0,1	-40,6	5,1

Nachdem die Verlustbringer in den ersten Jahren im Saldo in der Regel zu einem Verlustausweis im Geschäftsjahr führte, ist der Jahresüberschuss in 2012 auch im Saldo seit 2006 zum ersten Mal positiv.

Die Nettoergebnisse gingen in der Finanzkrise stark zurück, stiegen seitdem aber deutlich. Die wichtigsten Ergebnisbringer waren in 2012 die TriStone und die K+S Gruppe:

TriStone

Der Kaufpreis für die im Juni 2009 von Trelleborg erworbene TriStone Gruppe betrug inklusive der BAVARIA-Darlehen zur Stärkung des Eigenkapitals rund EUR 35 Mio. – ein Teil davon in Form eines “Earn-outs”, geknüpft an bestimmte Bedingungen (die wir bislang nicht erfüllt haben). Wir haben damals sicherlich auf den ersten Blick sehr viel gezahlt und überwiegend für die Ergebnissteigerungspotentiale der Gruppe geboten. Das Nettoergebnis der TriStone Gruppe hat sich seitdem wie folgt entwickelt:

in Mio. EUR	TriStone	
	Umsatz	Umsatzrentabilität
2010	79,7	-3,7%
2011	179,8	-0,8%
2012	168,7	1,5%

(vor Auflösung Passiver Unterschiedsbeträge)

Bemerkenswert ist, dass das 2012er Ergebnis durch den Aufbau von zwei neuen Werken in Mexico und China belastet wird, die – hoffentlich – in den Folgejahren zu einem höheren Ergebnisbeitrag führen werden. Der Auftragseingang in den Jahren 2011 (EUR 69,2 Mio.) und 2012 (67,7 Mio.) unterstützt jedenfalls diese Hoffnung.

Wir haben daraus die Schlussfolgerung gezogen, entsprechend unserer Kernkompetenz nach wie vor in Firmen mit Verbesserungspotentialen zu investieren, allerdings zukünftig verstärkt in profitable Firmen in Branchen mit Umsatzsteigerungspotential.

K+S Gruppe

Im Februar 2013 haben wir einen Vertrag zum Verkauf der profitablen K+S Gruppe unterzeichnet. Der Verkauf wurde, wie erwartet, im März 2013 vollzogen. Die Höhe des Nettoveräußerungserlöses führt dazu, dass wir zusätzlich in begrenztem Umfang in gelistete Unternehmen investieren werden. Das Nettoergebnis und die Umsatzrentabilität der K+S Gruppe haben sich seit unserem Kauf im Jahre 2006 wie folgt entwickelt:

in Mio. EUR	Kienle + Spiess Gruppe	
	Umsatz	Umsatzrentabilität
2007	237,3	3,1%
2008	219,3	3,5%
2009	143,2	-7,9%
2010	182,0	5,3%
2011	231,0	5,1%
2012	199,4	6,3%

Es wird deutlich, dass wir die Umsatzrentabilität – mit der Ausnahme des Krisenjahres 2009 – deutlich steigern konnten. Wir haben uns lange überlegt, ob wir verkaufen oder regelmäßig weiter Dividenden beziehen sollten. Ausschlaggebend für die Verkaufsentscheidung waren für uns das fehlende Umsatzwachstum der Gruppe und die Überlegung, dass Wachstum in anderen Märkten mit sehr hohen Investitionen verbunden sein würde (ca. das Dreifache im Vergleich zur TriStone Gruppe).

Wenn wir über die Grundsteine unseres Erfolgs reflektieren und kritisch über unsere bisherigen Fehler nachdenken, ergibt sich folgendes Bild:

Ein Schlüsselfaktor für unseren Erfolg sind die Auswahl und die Überwachung des Managementteams der Einzelgesellschaften auf der Basis eines Kennzahlensystems, das -

abgeleitet vom Toyota Manufacturing System - operative Kennzahlen mit der Ergebnisverbesserung verknüpft (z.B. führt die Verringerung der Schrottquote zu Einsparungen im Materialeinkauf und damit zu einer Verbesserung der Bruttomarge). Im Laufe der Zeit haben wir dabei ein besseres Gespür dafür entwickelt, wer und was Ergebnisse bringt und ob das Management seinen Spielraum hinreichend nutzt.

Wie immer im Beteiligungserwerb, liegt aber die eigentliche Kunst im richtigen Einkauf. Grundsätzlich legen wir bei unseren Transaktionen Wert darauf, unser „Downside“ zu schützen, d.h. darauf zu achten, dass wir kein Geld verlieren können – nach dem Motto: „protect your downside, the upside takes care of itself“. Zusätzlich folgen wir einem strikten Due Diligence Prozess, dokumentieren alle Antworten und machen die Prüfung grundsätzlich selber, um die wenigen „Moments of Truth“ zu nutzen, die uns der Verkäufer in der Regel (z.B. in Form von Treffen mit dem Managementteam) gewährt. Daneben verfolgen wir aufmerksam das aktuelle Ergebnis und den Auftragseingang, um jede Abweichung zu hinterfragen und notfalls als Argument zur Kaufpreisreduzierung zu nutzen. Auffallend ist, dass bei vielen Übernahmen zu viel bezahlt wird und nicht selten die Transaktionen den Mutterkonzern gefährden.

Wir versuchen, den folgenden Grundprinzipien zu folgen, um einen zu hohen Kaufpreis zu vermeiden:

- Wir kaufen nur mit einem Discount zum „fair value.“ Wenn z.B. führende Automobilbauer für achtmal Nettoergebnis an der Börse gehandelt werden, entspricht dies grob einem Fünffachen des EBITDAs und einem Sechsfachen des EBITs – einem durchschnittlichen Discount von 33% gegenüber anderen börsennotierten Gesellschaften. Ob dies dem wirklichen „fair value“ entspricht, hängt naturgemäß von der eigenen Einschätzung der Gewinnsteigerungspotentiale ab.
- Wir verhandeln nicht intern über den Kaufpreis und schaukeln uns dabei selber hoch, sondern wir konzentrieren uns darauf, mit dem Verkäufer zu reden. Die Kunst besteht nicht darin, überhaupt einen Abschluss zu machen, sondern einen guten auszuhandeln.
- Jeder Earn-out oder jedes Verkäufer-Darlehen, was noch zu zahlen ist, auch wenn es nur an einen positiven Geschäftsverlauf geknüpft ist, vermindert den Unternehmenswert. Dieser entspricht ja der Summe der positiven und negativen Szenarien über den zukünftigen Geschäftsverlauf. Wenn man also das Upside beschränkt, reduziert sich der Saldo aller möglichen Auszahlungsszenarien und damit auch der Unternehmenswert.

Fehler bleiben allerdings beim Kauf leider nicht aus. Wenn wir den Gründen nachgehen, haben wir öfter den Bedarf an Working Capital unterschätzt, die Auftragslage falsch eingeschätzt und die Höhe eines ausreichenden Eigenkapitals übersehen. Nicht immer waren wir den Verkäufern kritisch genug gegenüber. Und natürlich haben wir auch den Fehler gemacht, gutes Geld schlechtem hinterher geworfen zu haben. Und wir haben bestimmte Garantien gegeben, die wir besser nicht hätten geben sollen. Das Jahr 2011 war für uns in dieser Hinsicht ein herber Rückschlag. Wir haben damals fast EUR 17 Mio. abschreiben müssen, die wir in drei Transaktionen (eine davon war eine Altlast von 2004) verloren haben. Das Modell, unterbewertete Firmen zu kaufen, ist ein Spiel mit Wahrscheinlichkeiten, so dass auch künftig Fehler nicht ausgeschlossen sind. Wir müssen jedoch sicherstellen, dass wir niemals das Haus verwetten und lieber zehn kleine Wetten eingehen als eine große.

Die BAVARIA Industriekapital AG befindet sich mehrheitlich im Familienbesitz und setzt daher bei ihren Investitionen auf einen langfristigen Zeithorizont. Wir haben 2012 die Stiftung „Deutschland rundet auf“ mit EUR 50.000 bedacht. – Die Stiftung unterstützt das Aufrunden von Geldbeträgen an vielen Einzelhandelskassen zugunsten von verschiedenen Kinderstiftungen in Deutschland. Der Gründer, Herr Christian Vater, ist ein Musterbeispiel für sozial engagiertes Unternehmertum in Deutschland.

Wir möchten uns bei allen 5.106 Mitarbeitern für ihre Arbeit bedanken. Unsern Aktionären und Geschäftsfreunden versichern wir, dass wir die weitere Entwicklung der BAVARIA Industriekapital AG zuversichtlich beurteilen.

So stimmen uns insbesondere die Entwicklungspotentiale unserer bestehenden Beteiligungen optimistisch. Dies gilt auch für die Chancen, neue Beteiligungen zu attraktiven Konditionen zu erwerben, so wie wir bereits im ersten Quartal 2013 eine weitere Übernahme in Frankreich abschließen konnten.

Wir danken für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Wir bleiben offen für Anregungen und Verbesserungsvorschläge oder Hinweise auf neue Transaktionen.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'R. Scholz', with a stylized, cursive script.

Reimar Scholz
Vorstandssprecher

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'H. Ender', with a stylized, cursive script.

Harald Ender
Vorstand Operations