

Brief des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

im Geschäftsjahr 2013 konnten wir unser Ergebnis erneut deutlich steigern. Die Holding erzielte einen Jahresüberschuss von EUR 94,4 Mio. (Vj. EUR 11 Mio.) – in erster Linie durch den Verkauf der K+S Gruppe. Der Konzernjahresüberschuss erhöhte sich auf EUR 89,2 Mio. (Vj. EUR 55,7 Mio.).

Die liquiden Mittel betragen im Konzern EUR 129,5 Mio. (Vj. EUR 44 Mio.), davon befanden sich in der Holding EUR 9,2 Mio. (Vj. EUR 4 Mio.). Abzüglich der Bank- und Factoringverbindlichkeiten ergibt sich eine Nettoliquidität im Konzern von EUR 106,1 Mio. (Vj. EUR 13,1 Mio.). Zusätzlich sind noch EUR 20 Mio. auf einem Sperrkonto angelegt, die in zwei Tranchen im April 2014 bzw. Februar 2015 frei werden. Zum Jahresende 2013 betrug der Saldo an Finanzanlagen und Ausleihungen an Tochtergesellschaften EUR 21,1 Mio. (Vj. EUR 4 Mio.) davon waren EUR 17,1 Mio. in Aktien bzw. Fonds investiert. Kurz- bzw. mittelfristig stehen uns derzeit insgesamt EUR 150 Mio. für weitere Unternehmenszukäufe zur Verfügung, ohne zusätzliche Schulden aufnehmen zu müssen.

Insgesamt haben wir im Geschäftsjahr 2013 EUR 43,2 Mio. (Vj. EUR 27,7 Mio.) in Anlagen investiert, davon EUR 20,5 Mio. in Sachanlagen und EUR 17,9 Mio. (Vj. EUR 0,3 Mio.) in Finanzanlagen. Die Investitionen übersteigen dabei mit 149% deutlich die Abschreibungen. Besonders im Seriengeschäft haben wir mit EUR 18 Mio. um 56,2% mehr investiert als wir an Wertverzehr bei den Sachanlagen hatten.

Die folgende Übersicht zeigt die Jahresüberschüsse und die Umsatzrenditen der drei Bereiche:

Jahresüberschuss
(Umsatzrendite)

	Mit K+S				Ohne K+S			
	2012		2013		2012		2013	
Automotive/Serie	11,6	2,5%	7,1	1,9%	-0,7	-0,3%	6,6	2,0%
Anlagenbau	0,5	1,0%	-1,2	-1,5%	0,5	1,0%	-1,2	-1,5%
Business Services	-7,0	-4,0%	-16,0	-10,0%	-7,0	-4,0%	-16,0	-10,0%
Sonstige	-10,3		188,4		-10,3		188,4	
Konsolidierung	60,9		-89,1		60,9		-89,1	
Konzern	55,7	8,1%	89,2	14,5%	43,4	8,9%	88,7	15,5%

Wie üblich lieferte mit EUR 6,6 Mio. (Vj. EUR -0,7 Mio.) ohne die K+S Gruppe das Seriengeschäft wiederum den höchsten Ergebnisbeitrag.

Das schwächste Ergebnis mit EUR -16 Mio. kam aus dem Segment Business Services. Das Ergebnis wurde erheblich von zwei Sonderfaktoren beeinflusst: Endkonsolidierung von GRISET S.A.S. (EUR -6,5 Mio.) und Erstkonsolidierung der ASTERION Gruppe (EUR -5,8 Mio.). Ohne diese beiden nicht zahlungswirksame Buchungen hätte das Nettoergebnis EUR -3,7 Mio. betragen.

Die Ergebnisentwicklung in 2013 im Konzern war durch zwei Sondereinflüsse geprägt, die erheblich zu der Steigerung beigetragen haben: ein Buchgewinn von EUR 4,5 Mio. durch die EUR 5,5 Mio. Abschlagszahlung auf den ursprünglich EUR 10 Mio. betragenden Earn-out für

den TriStone Erwerb und die nicht kassenwirksame EUR 6,4 Mio. Auflösung des passivischen Unterschiedsbetrags bei der ASTERION Gruppe. Dieser passive Unterschiedsbetrag entsteht, wenn Beteiligungen unter Buchwert erworben werden, was hinterher erlaubt, Verluste durch Auflösung dieser „Reserven“ zu neutralisieren oder sogar Gewinne entstehen zu lassen. Kauft man in der Regel Beteiligungen unter Buchwert, hat man hier einen schönen Ergebnispuffer für operative Verluste. So manche börsennotierte Holding lebt von diesem Effekt, um steigende Gewinne zu zeigen, solange die Akquisitionsmaschine läuft. Kapitalerhöhungen bieten dann die Chance, Geld einzusammeln!

Grundsätzlich möchten wir unsere Unternehmen langfristig entwickeln und trennen uns sehr ungern von erfolgreichen Beteiligungen. Warum haben wir es im Falle der K+S Gruppe dennoch getan?

Unter unserer Ägide haben sich die Ergebnisse der K+S Gruppe wie folgt entwickelt:

	2007	2012
Umsatz	237,3	199,4
Nettoergebnis (Umsatzrendite)	6,8 (2,9%)	12,2 (6,1%)

Bezogen auf den erhaltenen Nettoverkaufserlös beträgt unsere Rendite 11%, wenn wir die K+S Gruppe behalten hätten. Für den Verkauf hat aus unserer Sicht dennoch Folgendes gesprochen:

- Klumpenrisiko
Die K+S Gruppe als höchster Ertragsbringer in der BAVARIA Gruppe war stark von wenigen Kunden abhängig, so z.B. im Bereich Windenergie von zwei Firmen. Eine ist auf eine weitgehende Eigenfertigung umgeschwenkt und die andere hat aufgrund eigener Probleme in den letzten sechs Monaten vor dem Verkauf so gut wie keine Generatoren mehr von der K+S Gruppe bezogen.
- Fehlende Wachstumsmöglichkeiten
Wachstumsmöglichkeiten in Europa waren aus Sicht des Managements weitgehend ausgeschöpft, jedenfalls ist es nicht gelungen, unter unserer Ägide signifikantes Wachstum zu erzielen. Investitionen in Übersee erschienen uns aufgrund der hohen Kapitalaufwendungen und vorhandener Wettbewerbsintensität als zu riskant.
- Chance, mit Erlös mehr Ergebnis zu kaufen
Letztendlich entscheidend war für uns jedoch die Einschätzung, mit dem Verkaufserlös mehr Ergebnis kaufen zu können. Insbesondere aufgrund unseres Know-how in der Steigerung der Unternehmensergebnisse trauten wir uns dies zu.

Steuerlich ist die Entscheidung „verkaufen“ oder „halten“ neutral in Deutschland: Die effektiven Steuern auf Verkaufserlöse bzw. Dividenden betragen rund 1,5% (sog. „Mindestbesteuerung“) im Konzern. Die K+S Gruppe hat ja bereits vorher 30% Ertragssteuern auf den Gewinn gezahlt.

Es bleibt die Frage, wie hoch unsere Dividenden bei einem Wachstum der K+S Gruppe ausgefallen wären: Bei einer Investitionsquote von rund 5% des Umsatzes und einem Nettoumlaufvermögen von 15% vom Umsatz hätten 5% Umsatzwachstum die K+S EUR 2

Mio. gekostet (20% von EUR 10 Mio.) und ein Nettoergebnis von EUR 0,6 Mio. gebracht. Dies entspricht immerhin einer Kapitalrendite von 30% - allerdings, ohne die Risiken und mögliche Anlaufverluste mit zu berücksichtigen. Aufgrund des Kapitalbedarfs hätten die K+S also bei Wachstum einen Teil des Nettoergebnisses investieren müssen (und nicht ausschütten können). Dafür hätte sich der Unternehmenswert überproportional erhöht (um EUR 7,2 Mio. bei 5% Wachstum und einem angenommenen KGV von 12). Was wiederum einer Rendite von 260% entspricht - bezogen auf einen Dividendenverzicht von EUR 2 Mio. Kein Wunder, dass wir es so schätzen, wenn unsere Unternehmen in profitables Wachstum investieren!

Bei Inflation verkehrt sich dieser Effekt in sein Gegenteil. Geht man grundsätzlich von 2% Inflation aus, dann erhöht sich das Nettoergebnis inflationsbereinigt nur auf EUR 0,36 Mio. und die Unternehmenswertsteigerung beträgt nur noch 116% des eingesetzten Kapitals von EUR 2 Mio. Ist man nicht in der Lage, die Preise inflationsbedingt zu erhöhen („pricing power“) und kann dadurch nicht den Umschlag des eingesetzten Kapitals erhöhen (mehr Umsatz bei gleichen Umlauf- und Sachanlagevermögen), verliert man bei Inflation durch die erforderlichen Investitionen in Umlauf- und Sachanlagevermögen immer an Unternehmenswert. Fallende Aktienkurse bei steigender Inflationsrate und geringe KGVs in Ländern mit hoher Inflationsrate sind die logische Konsequenz.

Besonders aussagekräftig ist die Entwicklung des Eigenkapitals in der AG, im Konzern und je Aktie. Hier zeigen die Zahlen seit unserem IPO im Jahre 2006 folgendes Bild:

(in EUR)	AG	Konzern	
	Mio.	Mio.	Je Aktie
2006	28,8	70,4	10,65
2007	45,4	91,0	13,75
2008	37,5	128,1	20,04
2009	26,0	114,7	17,94
2010	21,1	124,5	20,21
2011	25,4	91,2	15,28
2012	34,5	116,0	19,97
2013	124,4	215,0	38,20
CAGR	23,2%	17,3%	20,0%

Aufgrund des Aktienrückkaufprogramms ist das Eigenkapital (der Buchwert) je Aktie mit 20% p.a. stärker gestiegen als das Konzerneigenkapital. Während zum IPO 6,6 Mio. Aktien bestanden, hat sich die Anzahl der Aktien bis zum 31. Dezember 2013 um rund 1 Mio. auf 5,6 Mio. (-14,9%) reduziert. Wir glauben, dass die Buchwertentwicklung zumindest einen

Anhaltspunkt für die erzielten Wertsteigerungen gibt. Während wir die ersten Unternehmenserwerbe überwiegend mit deutlichem Abschlag vom Buchwert (=Eigenkapital inklusive passiver Unterschiedsbeträge) erworben haben sind und so der Buchwert damals sicherlich deutlich über dem eigentlichen Wert („intrinsischer Wert“) der Beteiligungen lag, haben wir bei den Zukäufen in jüngerer Zeit höhere Kaufpreise gezahlt. Wir versuchen uns jetzt eher an profitablen Unternehmen zu beteiligen. Zusätzlich hat sich der intrinsische Wert aufgrund der in der Zwischenzeit erzielten Ertragssteigerungen und Unternehmensverkäufe erhöht.

Sie stellen sich die Frage, wie wir unsere liquiden Mittel genutzt haben?

Ende 2013 hatten wir unsere Mittel in der Holding (mit Zwischengesellschaften) wie folgt angelegt:

Kasse/Sperrkonto	109,4	0,3 (Zinsen)
Aktienrückkäufe	4,5	1,9 (Buchgewinn)
Finanzanlagen	17,1	0,9 (Buchgewinn und nicht realisierter Gewinn)
SUMME	131,0	3,1 (2,4%)

Die rentabelste Geldanlage war der Rückkauf der eigenen Aktien. Für die während des Jahres 2013 insgesamt in Höhe von EUR 4,5 Mio. zurückgekauften 181.364 Aktien betrug der Buchgewinn EUR 1,9 Mio. bezogen auf den Jahresendkurs von EUR 34,91. Der Buchgewinn auf unsere Finanzanlagen war mit 5,1% eher enttäuschend: wir haben im Laufe des Jahres nur nach und nach und zu zögerlich investiert und deshalb von der Kursteigerung des DAX im gleichem Zeitraum von 22% wenig profitiert. Auch wenn es unser Hauptziel bleibt, Unternehmen möglichst vollständig zu erwerben, werden wir unseren Aktienanteil steigern – schließlich betragen die Kursgewinne (inklusive Dividendenerträge) im langfristigen Mittel mit rund 7-8% p.a., deutlich mehr als auf dem Festgeldkonto. Ziel des Vorstandes bleibt es, unsere eigenen Mittel zu reinvestieren und keine Dividende auszuschütten. Warum? Als wesentliche Aktionäre möchten wir unsere Arbeitszeit dafür nutzen, die Liquidität so gut wie möglich anzulegen und möchten unsere freie Zeit lieber den nicht monetären Dingen widmen. Jeder andere Aktionär hat immerhin die Chance, durch Kursgewinne von unserer Tätigkeit zu profitieren, ohne entsprechende Performancegebühren zahlen zu müssen, die bei traditionellen Kapitalanlegern durchaus 20-25% aller erzielten Wertsteigerungen ausmachen können. Außerdem bleibt immer die Möglichkeit des Verkaufs der Aktien.

Unsere liquiden Mittel führen sowohl zu Opportunitätskosten (die momentanen Zinsen liegen deutlich unter der Inflationsrate) als auch zu Opportunitätsvorteilen (wir können dann kaufen, wenn wir einen Deal haben). Im Augenblick sind die Bewertungen leider sehr hoch: das betrifft öffentlich gehandelte Unternehmen und im besonderen Maße die in Auktionen ausgeschriebenen Gesellschaften. Wir haben viel Geduld und werden unsere bisher geübte Disziplin bei allen Investitionsentscheidungen nicht aufgeben. Ziel bleibt, ein Portfolio mit profitablen und idealerweise auch wachsenden Unternehmen aufzubauen. Die Qualität des Managements ist für uns entscheidend, nicht aber, ob wir die Mehrheit an den Anteilen haben.

Allgemein beruht unser Unternehmenserfolg nach unserer Einschätzung auf den folgenden Faktoren:

- Dezentrale Strukturen
- Operative Exzellenz
- Preisdisziplin beim Unternehmenserwerb
- Strenge Payback Kontrolle bei allen Investitionen
- Aktienrückkäufe statt Dividenden

Dezentrale Strukturen

Nachdem wir uns für den jeweils besten Manager als Geschäftsführer entschieden haben, den wir finden konnten (nach unserer Einschätzung übernehmen wir den vorhandenen oder rekrutieren neu), geben wir den Geschäftsführern (bisher noch keine „die“) möglichst Handlungsfreiheit. Wir haben aber ein genaues Auge auf alle Investitionsentscheidungen und überwachen die operative Entwicklung sehr genau, um frühzeitig auf Fehlentwicklungen reagieren zu können. Grundsätzlich lassen wir unseren Managern beim „Wie“ freie Hand; wir verlassen uns hierbei ganz auf die Eigeninitiative und setzen dabei auf Geschäftsführer, die das Unternehmen wie ihr Eigenes führen. Daneben sind für uns ein hohes Kostenbewusstsein und das ständige Streben nach Verbesserungen die wichtigsten Erfolgsfaktoren für gutes Management.

Operative Exzellenz

Das BAVARIA Operating System dient als Hilfe, das ständige Streben nach Prozessverbesserungen fest im Unternehmen zu verankern. Ziel ist es dabei, für jeden Prozess Kosten- bzw. Deckungsbeitragsziele festzulegen und diese mit jeweils drei bis fünf Maßnahmen zu unterlegen.

Vor dem „Wie“ kommt aber das „Was“, d.h. wie entscheiden wir über die Verwendung unserer liquiden Mittel? Der maßgebende Weg, den Unternehmenswert zu steigern, besteht in:

Preisdisziplin beim Unternehmenserwerb

Oberstes Prinzip ist hier, mit dem nötigen Sicherheitsabschlag zu kaufen, nicht zuletzt, weil der Verkäufer immer mehr über das Unternehmen weiß als der Käufer (warum würde er sonst verkaufen?). Ein Industrieunternehmen, das im Wesentlichen nicht wächst oder nur unter dem Einsatz erheblicher finanzieller Mittel, ist nicht mehr wert als seine Kapitalkosten, die wir der Einfachheit halber immer mit 10% ansetzen, das heißt, nicht mehr als das 10-fache des Nettoergebnisses. Mit 30% Steuerquote gerechnet ergibt dies ein Multiple von sieben auf das operative Ergebnis vor Steuern („EBIT“), bei einer Sicherheitsmarge von 20-30% zahlen wir also generell nicht mehr als das fünf- bis sechsfache EBIT für ein solches „steady state“ Unternehmen. Wir zahlen nur ein höheres Multiple für ein Unternehmen mit deutlichen Wachstums- oder Verbesserungspotenzialen. Wir sehen dabei das EBIT als beste Annäherung an den freien Cash Flow des Unternehmens und basieren unsere Bewertung nicht auf dem operativen Gewinn vor Abschreibungen („EBITDA“), wie es viele andere tun. Wir gehen davon aus, dass für den dauerhaften Betrieb des Unternehmens Investitionen erforderlich sind. Es macht unserer Meinung nach deshalb auch keinen Unterschied, ob man Unternehmen nur zu einem Teil kauft (z.B. an der Börse) oder diese

vollständig erwirbt. Wir verwenden dabei grundsätzlich Checklisten, die helfen, dass wir im Eifer des Gefechts nichts Wesentliches übersehen.

Payback Kontrolle

Das gleiche Prinzip verwenden wir auch für Investitionen in Sachanlagen und bei Neueinstellungen, die unsere Geschäftsführer vornehmen. Wir erwarten, dass Investitionen in die Effizienzsteigerung nach zwei Jahren ihren Payback erreichen. Bei Neuprojekten wie der Eröffnung einer weiteren Niederlassung oder Investitionen in eine neue Unternehmenssoftware erwarten wir den Payback nach drei Jahren; wir halten die allgemeine Marktentwicklung für zu unsicher, um einen längeren Zeithorizont zu Grunde legen zu können.

Aktienrückkäufe

Aktienrückkäufe sind für uns ein wichtiges Disziplinierungsinstrument. Nur wer sich Gedanken über den Substanzwert und dessen Steigerung macht, fasst auch Aktienrückkäufe ins Auge. In den letzten sieben Jahren haben wir für EUR 14,9 Mio. insgesamt 987.015 Aktien, d.h. 14,9% des anfangs beim IPO ausstehenden Aktienkapitals zurückgekauft. Für den Aktionär hat der Rückkauf wesentliche Vorteile im Vergleich zur Dividende: er kann selbst entscheiden, ob er sich für einen steigenden Anteil am Unternehmensgewinn entscheidet oder es doch vorzieht, im gleichen Masse eigene Aktien zu verkaufen (und so bei gleichbleibendem Anteil an den Unternehmensgewinnen doch in den Genuss einer Dividende zu kommen). Weiterer Vorteil ist, dass der Aktionär so selbst den Zeitpunkt der Steuerzahlung und des Liquiditätszuflusses bestimmt. Er profitiert außerdem vom Zinseszinsseffekt: Geht man davon aus, dass der Aktionär Dividenden wieder anlegt und eine durchschnittliche Aktienrendite von 8% erzielt, vermehrt sich sein Kapital effektiv nur um 6% p.a., denn er zahlt rund 25% Steuern im Jahr. Legt das Unternehmen diesen Betrag statt ihn auszuschütten wieder an, beträgt die Rendite dagegen 8%, da keine Steuer anfällt. Nach 10 Jahren sind so im ersten Fall 80% Gewinn entstanden, im zweiten Fall dagegen 115%. Da wir grundsätzlich nur dann zurückkaufen, wenn der Aktienkurs unter dem von uns geschätzten Substanzwert liegt, erhöht sich zusätzlich anteilig der Gewinn pro Aktie für alle verbleibenden Aktionäre. Die folgende Übersicht zeigt, wie sich der Gewinn pro Aktie seit Januar 2006, dem Zeitpunkt unseres Börsenganges, mit und ohne Aktienrückkäufe entwickelt hat:

	2006	2013	CAGR
Nettoergebnis je Aktie ohne Rückkäufe	4,77	13,49	16,02%
Tatsächliches Nettoergebnis je Aktie	4,77	15,85	19,73%

Durch die Reduzierung des Aktienkapitals um knapp 1 Mio. Stück lag die durchschnittliche Rendite je Aktie bei 19,7% statt 16% ohne die Rückkäufe. Berücksichtigt man als Aktionär zusätzlich die in den Anfangsjahren gezahlten Dividenden von EUR 7,50 je Aktie (unsere Einstellung dazu hat sich später erst geändert!), beträgt die Rendite seit dem Börsengang über 20% p.a.

Wir haben in den letzten Jahren viel über Unternehmensführung und Kapitalallokation dazu gelernt. So haben wir anfangs auch alle Instrumente genutzt, die man laienhaft von einem börsennotierten Unternehmen zur „Kurspflege“ erwartet: Stocksplits, Ausgabe von Optionen, Nutzung einer PR Agentur. Als dann trotzdem unsere Aktienbewertung nachhaltig unter den von uns geschätzten Substanzwert fiel, setzte bei uns ein Umdenken ein.

Der Vorstand hat mehr als 90% seines Vermögens in Aktien der BAVARIA gebunden und verkauft keine Aktien. Im Gegenteil: beide Vorstände (mit Angehörigen) haben ihre Anteile seit dem Börsengang von rund 45% auf 80% erhöht. Abschließend sei darauf hingewiesen, dass wir auch im Geschäftsjahr 2013 wieder für soziale Zwecke gespendet haben, und zwar EUR 100.000 für Alterra, einen sozialen Venturefund (mehr unter www.alterraimpactfinance.com).

Wir beurteilen die weitere Entwicklung der BAVARIA Industries Group AG im laufenden Jahr sehr zuversichtlich. Dabei setzen wir auch auf gute Zusammenarbeit und Vertrauen. Wir bleiben offen für Anregungen und Verbesserungsvorschläge oder Hinweise auf neue Transaktionen.

Mit freundlichen Grüßen



Reimar Scholz
Vorstandssprecher



Harald Ender
Vorstand Operations