

Brief des Vorstands

Im August 2015

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

wir investieren seit rund zwei Jahren auch in Aktien. Wie haben wir abgeschnitten und was haben wir daraus gelernt?

Insgesamt haben wir per 30. Juni 2015 EUR 66,8 Mio. in Finanzanlagen (ohne Firmenerwerbe) investiert; dabei betragen im ersten Halbjahr 2015 die nicht realisierten Gewinne EUR 3,6 Mio. und die realisierten Gewinne EUR 7,2 Mio. Daraus ergibt sich im ersten Halbjahr eine Gesamtertragsrendite von 16%. Im Vergleich dazu hat sich der DAX im gleichen Zeitraum um 12% erhöht.

Von unserem Ziel, ein Stammportfolio von ca. 10 Positionen aufzubauen, sind wir allerdings noch weit entfernt. Angesichts der herrschenden hohen Marktbewertungen stellt sich die Frage, wieviel wir von unseren derzeitigen in Holding (und Zwischenholding) befindlichen liquiden Mitteln in Aktien investieren möchten (unsere Quote an Cash beträgt derzeit 44%). Abgesehen von diesen Beteiligungen in Schlüsselaktien, die wir aus grundsätzlichen Erwägungen dauerhaft halten möchten, haben wir eine ganze Reihe von Aktien mit niedrigem EBIT Multiple (< 8) gekauft, die wir nach Erreichen eines „Fair-Values“ – abhängig von geschätztem Wachstum und Eigenkapitalrendite – zumeist verkaufen. Verkaufen werden wir auch alle Aktien, die uns in ihrer Gewinnentwicklung dauerhaft enttäuscht haben (schon allein aus steuerlichen Gründen).

Grundsätzlich kaufen wir nur Beteiligungen mit einem Bewertungsabschlag von 30-50% zu dem von uns geschätzten fairen Wert. Dabei machen wir keinen Unterschied zwischen Aktien und 100-prozentigen Beteiligungen. Wie ermitteln wir eigentlich diesen Wert?

Die langfristige (100 Jahre und mehr) Rendite (Dividenden und Kurssteigerungen) aller Aktien beträgt in den entwickelten Industrieländern rund 7%. Natürlich schwankt diese in Abhängigkeit von den Erwartungen über die zukünftige Zinsentwicklung. Dabei gilt grundsätzlich: je höher der Zins auf festverzinsliche Wertpapiere desto niedriger das Kurs/ Gewinn- Verhältnis. Ein Unternehmen ohne Wachstumsaussichten wird grundsätzlich nur mit dem rund 14-fachen des Gewinns bewertet. So kommt man als Investor auf die Zielrendite von 7% ($100/7=14$). Davon abzuziehen sind die Nettoschulden des Unternehmens.

Wächst das Unternehmen, kommt es darauf an, wieviel Kapital dafür investiert werden muss. Im Durchschnitt aller Unternehmen beträgt die Rendite auf das eingesetzte zusätzliche Kapital (in Form von Working Capital, Investitionen und möglicherweise Anlaufverlusten) wiederum nur 7%. Damit generiert Wachstum eigentlich keinen Wert, sondern ist lediglich die Konsequenz der Entscheidung über die Mittelverwendung, nämlich zu reinvestieren statt auszuschütten. Oft wird Wachstum um

jeden Preis betrieben. Es werden marginale Projekte verfolgt, die die Gesamtkapitalrendite unter 7% fallen lassen. Das Unternehmen zerstört damit Werte.

Interessant sind solche Unternehmen, die gute Wachstumsmöglichkeiten bieten bei einer gleichzeitig hohen Kapitalrendite, wobei beides in der Regel der Erosion durch zunehmenden Wettbewerb unterliegt: Keine Burg ("economic moat") ist letztlich uneinnehmbar und für alle Zeiten vor der Erosion geschützt. Angenommen, ein Unternehmen schafft es, fünf Jahre hindurch 10% p.a. mit einer Rendite von 25% zu wachsen. Wie hoch ist das faire KGV?

Jahr	1	2	3	4	5
Nettogewinn	10	11	12	13	15
Eigenkapital (=Buchwert)	40	44	48	53	59
Dividende	6	7	7	8	15
Fair Value	181	188	195	202	208
<i>Dividendenrendite</i>	3%	4%	4%	4%	7%
<i>Kurssteigerung</i>	4%	4%	4%	3%	0%
<i>Gesamtrendite</i>	7%	7%	7%	7%	7%
KGV	18	17	16	15	14

Unter der Annahme, dass die Nettoverschuldung im Ausgangsjahr Null beträgt und der freie Cash Flow in Form von Dividenden ausgeschüttet wird (andere Varianten wären der Rückkauf eigener Aktien oder der Abbau der eigenen Verschuldung), beträgt der faire Wert der Aktie im ersten Jahr dem rund 18-fachen des Gewinns. Die Chance, in Wachstum zu investieren, hat dabei einen Wert, der sich nach der Höhe des dafür einzusetzenden Kapitals bemisst!

Die Börse weist richtigerweise Unternehmen mit Wachstumspotentialen ein höheres KGV zu als stagnierenden Unternehmen. Die Anleger sind aber häufig zu optimistisch, was die Dauer des hohen Wachstums anbelangt bzw. berücksichtigen zu wenig die Kosten des Wachstums in Abhängigkeit von der Eigenkapitalrendite. Eine Überbewertung und entsprechende Kurskorrekturen nach Abflauen des Wachstums sind dann die Folge. Letztlich verschwinden alle Übergewinne wieder durch zunehmenden Wettbewerb, wenn freier Wettbewerb herrscht. Wenn ein Investment in eine neue Niederlassung mehr als 7% Kapitalrendite erbringt (z.B. in einen neuen Coffeeshop oder eine Gummischlauchfabrik), wird solange investiert, bis die Überrendite verschwunden ist. Voraussetzung ist ferner, dass der Staat Werksschließungen bzw. Entlassungen zulässt oder diese nicht zu sehr beschränkt. Generell gibt es diesen Trend zurück zum Durchschnitt („reversion to mean“) in beide Richtungen.

Die Nettoergebnisse unserer Portfoliogesellschaften haben sich im Vergleich zum Vorjahr wie folgt entwickelt:

	1. HJ 2014	1. HJ 2015
Serie / Automotive	6.108	6.179
Anlagenbau	-1.713	-3.263
Business Services	-3.678	-11.721
Sonstige	572	16.900
Konsolidierung	273	-6.137
Konzern	1.562	1.957

Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum sank das Nettoergebnis aller Beteiligungen von EUR 0,7 Mio. auf EUR -8,8 Mio. Die Ursache dafür waren hohe, überwiegend saisonal bedingte Verluste des neu erworbenen Kalendergeschäftes. Das Konzernergebnis betrug EUR 2,0 Mio. (Vorjahr EUR 1,6 Mio.).

Der Unternehmenswert steigerte sich in der ersten Jahreshälfte unserer Einschätzung nach um 6%. Die folgende Übersicht zeigt, wie sich die Wertentwicklung bemisst:

	1-12/2014	07/2014 bis 06/2015	%
Beteiligungen 1)	153,9	156,0	1%
Finanzanlagen 2)	111,4	126,0	13%
Saldo	265,4	282,0	6%

Der Wert der Beteiligungen ist schätzungsweise um 1% gestiegen, die Wertpapiere (inklusive stiller Reserven) um 13%. In der ersten Jahreshälfte 2015 haben wir EUR 0,4 Mio. für Aktienrückkäufe (Vorjahr EUR 1,6 Mio.) aufgewendet.

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

Mit freundlichen Grüßen



Reimar Scholz

Vorstandssprecher



Harald Ender

Vorstand Operations

1) Basis der Schätzung ist das tatsächlich erzielte operatives Ergebnis der profitablen Beteiligungen (EBIT) in den vergangenen 12 Monaten, multipliziert mit 7 zuzüglich der (verzinslichen) Nettofinanzmittel dieser Beteiligungen –dies stellt zugleich die Basis für die Bonusberechnung der Vorstände dar.

2) Kassenbestand und Finanzanlagen inklusive nicht ausgewiesener Buchgewinne.