

Brief des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

wir sind 2015 keine neue Beteiligung eingegangen und konnten ein Unternehmen nur mit Mühe verkaufen. Wir haben gelernt, dies mit Gleichmut zu akzeptieren. Fehlschläge bieten den Vorteil, dass man etwas daraus lernen kann. Nur wer sich ehrlich mit seinen Fehlern auseinandersetzt, wird auf die Dauer erfolgreich investieren. Da Unternehmen ein lebendiges Gebilde sind, lassen sie sich nicht wirklich bewerten. Wie so oft im Leben, gilt hier eine Unschärfebeziehung: in dem Moment, wo man etwas zu messen versucht, ist es wieder ganz anders! So sehr wir uns auch anstrengen, kommen wir bei unseren Entscheidungen einfach auf eine nicht mehr als 60% Erfolgchance. Und wo wir sogar noch mehr daneben liegen können, ist die Schätzung der Höhe der zu erwartenden Gewinne. Letztendlich wollen wir nur Chancen wahrnehmen, die ein asymmetrisches Chance-Risiko Profil bieten. Gerade die Übernahmen für sehr geringe Kaufpreise zählten dazu. Die Kunst besteht darin, den eigenen Geldeinsatz davon abhängig zu machen, wie hoch die Gewinnchancen sind und wie sicher man sich in der eigenen Einschätzung ist. Allerdings haben wir jetzt im Gegensatz zu unseren Anfängen immer mehr Liquidität, die uns angesichts der gegenwärtigen Negativzinsen sogar Geld kostet!

Was haben wir im letzten Jahr damit gemacht?

Ende 2015 hatten wir EUR 55,2 Mio. in Aktien investiert. Die Gewinne auf Finanzanlagen betrugen EUR 7,5 Mio., davon waren EUR 5,9 Mio. nicht realisiert. Die Gewinne aus aktiven Währungsgeschäften betrugen EUR 4 Mio. Für EUR 7,3 Mio. haben wir im vergangenen Jahr eigene Aktien zurückgekauft. Damit betragen die Rückflüsse an unsere Aktionäre inklusive Dividenden insgesamt EUR 83 Mio. seit dem Börsengang im Januar 2006. Damals hatten wir netto EUR 10 Mio. eingenommen; spätere Kapitalerhöhungen gab es keine.

Wie erfolgreich waren wir wirklich?

Hätten wir die gesamte freie Liquidität in den DAX Index ETF investiert, hätte der Gewinn schätzungsweise EUR 10 Mio. betragen und damit ausnahmsweise weniger als der Gewinn von EUR 11,5 Mio. aus unseren Anlageentscheidungen, allerdings waren wir nur etwa zur Hälfte unserer Liquidität in Aktien investiert.

Was waren unsere größten Fehler?

Unser größter Verlustbringer in Höhe von EUR -0,9 Mio. war der Kauf von Manitok Energy. Zum Zeitpunkt des Kaufes betrug die Ölpreisnotierung Brent ca. 70 Dollar; sie lag dabei bereits 30% unter den alten Höchstkursen. Die Bewertung entsprach dem zweifachen Cash Flow vor Investitionen, mithin einer Bruttorendite von 50%. Was haben wir falsch gemacht? Wir haben keinen niedrigeren Ölpreis in Betracht gezogen. Das Argument war: „Er ist ja schon soweit gefallen und kann damit nicht weiter fallen.“ Außerdem haben wir die Verpflichtungen, als Fracking Unternehmen weiter zu bohren, gekoppelt mit der vorhandenen Verschuldung, ignoriert. Letztendlich hing die Bewertung allein von einem exogenen Faktor ab, dem Ölpreis, der sich nicht verlässlich vorhersagen lässt und ein echtes Valueinvestment damit eigentlich ausschließt. Insgesamt haben wir mit unseren Anlagen in verschiedene Rohstoffwerte 2015 insgesamt EUR 2,6 Mio. verloren.

Gab es Zufallstreffer?

Ein Beispiel für einen nicht geplanten finanziellen Erfolg war unsere Kursabsicherung des Dollars. Die ursprüngliche Logik war, unsere internationale Kaufkraft zu erhalten, da unsere Einnahmen in der Gruppe überwiegend in Euro erfolgen. Durch den starken Dollaranstieg haben wir rund EUR 4 Mio.

verdient. Wir haben die Absicherung jetzt aufgelöst, da wir jetzt mehr Risiken auf Dollarbasis in der Gruppe haben (z.B. durch unsere Beteiligung BB Government Services).

In welche Aktien haben wir investiert?

Zum 31. Dezember waren unsere größten Positionen mit der Wertentwicklung in 2015:

(EUR Mio.)	Kurswert	Performance
Berkshire Hathaway	12,3	-0,2
Inv. AG TGV	6,2	1,4
Brederode	6,5	1,7
Euler Hermes Group	5,9	0,3
EL.EN	2,3	0,3
Summe	33,2	3,5

Wie wir den Wert einer Firma ermitteln, hatten wir in unserem letzten Aktionärsbrief näher ausgeführt. Entscheidend bei der Beurteilung ist, ob man den Zahlen überhaupt trauen kann. Dabei stellen sich insbesondere folgende Fragen:

Gibt das Management Fehler zu oder unterstreicht es nur die Erfolge und schiebt alle Planabweichungen auf externe Faktoren („das Wetter, den Dollaranstieg, den Ölpreisverfall“)?

Glaubt das Management an das eigene Unternehmen und kauft beispielsweise Aktien zu oder wirbt es regelmäßig für die Firma und nutzt dabei jede Gelegenheit, eigene Anteile zu verkaufen oder den Wert der Anteile durch Kapitalerhöhungen zu verwässern, problematisch etwa auch durch Wandelanleihen, die wie ein Damoklesschwert über der weiteren Entwicklung der Gesellschaft hängen?

Wie ist die Sprache im Geschäftsbericht? Wird z.B. von EBITDA gesprochen, was sehr beliebt ist, da das Ergebnis so höher ausfällt als wenn man vom EBIT (das die Abschreibungen berücksichtigt) oder gar vom Nettoergebnis spricht (nach Steuern). Wird z.B. von einer „konservativen“ Bewertung der eigenen Beteiligungen besprochen? Ein eklatantes Beispiel ist, wenn verlustbehaftete Firmen, die zum Nulltarif erworben worden sind, durch die Abdiskontierung der künftig zu erwartenden Gewinne für viele Millionen in die Berechnung des Unternehmenswertes („Net Asset Value“) einfließen?

Wie hoch ist die Ertragskraft der Beteiligungen tatsächlich? Sind die Gewinne nur zum Schein, da sie auf Basis von Buchwertzuschreibungen oder Auflösung der beim Kauf gebildeten Restrukturierungsrückstellungen beruhen? Ein sichereres Indiz für die Ertragskraft ist übrigens, ob und in welcher Höhe die Firmen tatsächlich Steuern zahlten (was keiner gerne macht), wie man der Cash Flow Aufstellung entnehmen kann?

Gibt es eine versteckte Verschuldung? Z.B. werden verkaufte Forderungen häufig nicht als Finanzverbindlichkeiten erfasst, obwohl sie Finanzverbindlichkeiten sind. Ein schneller Check, ob Forderungen verkauft worden sind, erlaubt die Gegenüberstellung der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen: beträgt der Materialaufwand rund 50% und sind ähnliche Zahlungsziele vereinbart (was beides bei vielen produzierenden Unternehmen der Fall ist), sollte das Verhältnis 2:1 sein. Ist die Forderungsquote geringer, sind Forderungen verkauft worden, was den Unternehmenswert mindert.

Wie haben sich eigentlich unsere Beteiligungen operativ entwickelt?

Übersicht über die Entwicklung der Nettoergebnisse:

(EUR Mio.)	2014	2015
Serie / Automotive	9,5	14,2
Anlagenbau	0,6	3,0
Business Services	-6,3	-8,4
Summe Beteiligungen	3,8	8,8
Sonstige	-1,8	16,6
Konsolidierung	4,5	4,3
Konzern	6,4	29,7

Unsere Beteiligungen haben in der Summe EUR 8,8 Mio verdient und damit EUR 5,1 Mio. mehr als im Vorjahr (EUR 3,8 Mio.) Wie in den Vorjahren hatte das Seriengeschäft mit EUR 14,2 Mio. den größten Anteil, der Anlagenbau trug EUR 3 Mio. zum Ergebnis bei, während der Bereich Business Services das Ergebnis mit minus EUR 8,4 Mio. belastete.

Wie hat sich der Wert der BAVARIA entwickelt?

Der Buchwert je Aktie (was dem Konzerneigenkapital entspricht) ist in den 10 Jahren nach dem Börsengang Anfang 2006 um 17,8% p.a. gestiegen, allerdings um 2,7% im letzten Jahr gefallen. Finanzanlagen werden dabei mit dem Anschaffungswert und Beteiligungen mit dem Buchwert erfasst; stille Reserven sind nicht berücksichtigt.

Einen „wahren“ Wert unserer Beteiligungen gibt es nicht: nur der Verkauf erlaubt eine Momentaufnahme. Um den Jahresbonus der Vorstände zu bestimmen, haben wir folgende Möglichkeit gewählt: Wir multiplizieren das erzielte EBIT der profitablen Firmen mit 7 und ziehen davon die Finanzschulden ab bzw. addieren die freien Mittel. Verlustbringer werden mit Null¹ angesetzt – unabhängig davon, wie rosig die Zukunftsaussichten erscheinen oder wie hoch die Kassenbestände sind.

Eine Zusammenfassung der Entwicklung der Beteiligungen und der Finanzanlagen ergibt folgendes Bild:

(EUR Mio.)	2014	2015	%
Beteiligungen ¹	153,9	216,3	41%
Finanzanlagen	111,4	126,0	13%
Saldo	265,3	342,3	29%

Der Wert der Beteiligungen ist um 41%, der Wert der Finanzanlagen zu Marktwerten ist um 13% gestiegen. Neben dem Wertzuwachs bei den Aktien (EUR 7,5 Mio.) hatten wir Währungsgewinne von EUR 4 Mio. und sonstige Zuflüsse von EUR 3,1 Mio.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass wir auch im Geschäftsjahr 2015 wieder für soziale Zwecke gespendet haben. Von einem Gesamtbetrag von EUR 140.000 sind EUR 20.000 für die Stiftung Boxgirls International und EUR 120.000 für drei Stiftungen gespendet worden (AMF Against Malaria Foundation, Deworm the World und GiveDirectly). Dabei sind wir wie im Vorjahr dem Vorschlag von givewell.org gefolgt.

¹ Die Frage, warum wir keinen negativen Wert ansetzen, beantwortet sich so, dass wir im Gegensatz zu vielen Konzernen keine Ergebnisabführungsverträge abschließen und damit auch nicht zum automatischen Verlustausgleich verpflichtet sind.

Die BAVARIA Industries Group AG ist gut aufgestellt. Deshalb sehen wir auch mit Zuversicht auf die weitere Entwicklung im laufenden Jahr. Wir setzen auf Vertrauen und gute Zusammenarbeit. Wir bleiben offen für Anregungen und Verbesserungsvorschläge. Für Hinweise auf neue Transaktionen sind wir dankbar.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'R. Scholz', with a stylized initial 'R' and a long horizontal stroke.

Reimar Scholz
Vorstandssprecher

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'H. Ender', with a stylized initial 'H' and a long horizontal stroke.

Harald Ender
Vorstand Operations