

Brief des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre, sehr geehrte Geschäftsfreunde,

gut zu investieren heißt, wider die menschliche Natur zu handeln. Der Mensch hat überlebt, weil er gelernt hat, Verluste zu vermeiden und sich an der Gruppe zu orientieren. Eine Outperformance als Investor erreicht man aber nur, wenn man sich anders verhält als die Mehrheit und wenn man Verluste bewusst in Kauf nimmt. Schließlich ist die Wahrscheinlichkeit, dass man in seiner Einschätzung richtig liegt weit unter 100% und dass eine Aktie nach dem Kauf erst einmal im Kurs fällt unter knapp 50%.

Mit dem im Februar 2017 erfolgten Verkauf unserer größten Beteiligung Tristone haben wir einen wesentlichen Schritt unternommen, unser Klumpenrisiko zu reduzieren. Außerdem erwarten wir aufgrund der sich abzeichnenden Abkehr vom Verbrennungsmotor langfristig stärkere Umsatzrückgänge bei den traditionellen Automobilzulieferern. Allerdings haben wir damit unseren Anlagedruck erhöht: Mit dem Verkaufserlös von EUR 170 Mio. stehen uns jetzt über EUR 300 Mio. zur Wiederanlage zur Verfügung. Je nach Marktlage werden wir diese Summe nutzen, in Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen inklusive börsengehandelter Wertpapiere zu investieren.

Wie sich unsere Beteiligungen operativ entwickelt haben, zeigt eine Übersicht über die Entwicklung der Nachsteuergewinne; im Gegensatz zu den häufig angepriesenen, deutlich höheren Vorsteuerergebnissen stehen allein diese effektiv zur Neuanlage zur Verfügung:

(EUR Mio.)	2015	2016
Serie / Automotive	14,2	17,9
Anlagenbau	3,0	-5,2
Business Services	-8,4	-16,0
Summe Beteiligungen	8,8	-3,4
Sonstige	16,6	22,9
Konsolidierung	4,3	-1,9
Konzern	29,7	17,6

Unsere Beteiligungen haben in der Summe einen Verlust von EUR -3,4 Mio. erwirtschaftet, während wir im Vorjahr noch einen Gewinn von EUR 8,8 Mio. erzielten. Der Gewinn im Seriengeschäft betrug EUR 17,9 Mio. nach EUR 14,2 Mio. im Vorjahr. Ohne die Tristone Gruppe (der Verkauf wurde im Februar 2017 vollzogen) und ohne die im April endkonsolidierte Austria Druckguss wies das Seriengeschäft in 2016 nur einen Gewinn von 0,8 Mio. auf. Wie wir den Wert unserer Beteiligungen und der liquiden Mittel inklusive Finanzanlagen einschätzen, zeigt die folgende Übersicht:

(EUR Mio.)	2015	2016	% Veränderung
Beteiligungen	216,3	234,8	9
Finanzanlagen	62,0	71,2	15
Kasse	64,0	69,3	8
Saldo	342,3	375,3	10

Per Ende 2016 schätzen wir den Wert unserer Beteiligungen auf EUR 234,8 Mio., inklusive noch erwarteter Dividendenzahlungen entfielen davon EUR 176,3 Mio. auf die Tristone Gruppe. Der Wert der übrigen Beteiligungen betrug EUR 58,5 Mio. Als Basis der Wertermittlung multiplizierten wir das Ergebnis vor Zinsen und Steuern („EBIT“) 2016 mit sieben und addierten bzw. subtrahierten die Nettofinanzmittel. Die Kasse erhöhte sich per Ende 2016 auf EUR 69,3 Mio. und der Wert der Finanzanlagen stieg um 15% auf EUR 71,2 Mio. Der Aktienindex DAX (der bei den 30 größten deutschen Unternehmen neben Kursgewinnen auch den Wertzuwachs durch Dividendenzahlungen berücksichtigt) als unsere Messlatte stieg im gleichen Zeitraum um 6,9%. Der Nettowert des Gesamtportfolios („NAV“) betrug Ende 2016 EUR 375,3 Mio. und damit EUR 70,1 je Aktie. Bei dem Konzernbuchwert von EUR 278,5 Mio. war die Tristone Gruppe nur mit EUR 53,7 Mio. enthalten. Der Buchwert der BAVARIA Gruppe wird nach dem Verkauf über dem NAV liegen, da die übrigen Beteiligungen deutlich unter Buchwert erworben worden sind.

Zum 31. Dezember 2016 waren unsere größten Positionen bei den Finanzanlagen:

(EUR Mio.)	Kurswert	Performance	% Veränderung
Berkshire Hathaway A	11,8	2,5	26,7
Euler Hermes Group S.A.	7,9	0,4	4,9
Brederode SA	6,7	0,3	4,9
Inv. AG TGV	6,3	0,1	1,3
Goldman Sachs	2,4	1,0	59,5
Summe	35,1	4,3	13,4

Wir haben in den letzten vier Jahren mit unseren Finanzanlagen eine Rendite von kumuliert 43,6% erzielt und damit im gewichteten Mittel deutlich besser abgeschnitten als der DAX (19,8%). Da wir aber durchschnittlich nur zu 37% investiert waren und ansonsten aus Vorsichtsgründen Barmittel gehalten haben, konnten wir unter Berücksichtigung der Buchgewinne beim Rückkauf eigener Aktien (wir haben seit März 2013 für rund EUR 16 Mio. Aktien mit einem durchschnittlichen Kurs von EUR 35,8 zurückgekauft) nur etwa mit dem DAX mithalten. Es ist wahrscheinlich, dass wir in der nächsten Zeit überwiegend in börsennotierte Wertpapiere investieren werden, da die Preise für Unternehmensübernahmen derzeit sehr hoch sind.

Wir möchten hier die Gelegenheit nutzen, unseren Investitionsansatz näher zu erläutern.

Unsere Rendite haben wir im Wesentlichen mit vier verschiedenen Strategien erzielt:

1. Versteckte Juwelen

Hierzu gehört z.B. die im Zeitraum März 2015 bis Februar 2016 erworbenen EI.En Aktien von einem Unternehmen, das Laseranlagen (insbesondere für medizinische Anwendungen z.B. Entfernungen von Tattoos) herstellt. Wir hatten für rund EUR 2 Mio. Aktien erworben. Der Unternehmenswert war unserer Meinung nach günstig: er betrug weniger als das 7 fache des operativen Gewinnes (EBIT), trotz einer Eigenkapitalrendite von 10% und eines EBIT Wachstums von rund 8% p.a. in den letzten 5 Jahren. Warum war der EBIT Multiplikator trotz des Wachstums der Gesellschaft so niedrig? Zum Einem gab es im Februar 2016 eine Schwächephase im Markt, insbesondere bei italienischen Titeln, des Weiteren enthielten die offiziellen Zahlen noch nicht den Verkaufserlös von Anteilen an einer amerikanischen Aktiengesellschaft (Cyanusure). Mittlerweile haben wir die Aktien mit einem Gewinn von EUR 2,64 Mio. verkauft.

Leider findet man solche Juwelen selten und im Nachhinein betrachtet haben wir hier natürlich viel zu wenig investiert.

2. Weltweit billige Aktien

Viele Aktien weltweit sind nicht grundlos billig, da sie politischen und/oder Währungsrisiken unterliegen und häufig zyklisch sind. Letztendlich sind solche Beteiligungen eher spekulativ, da eine sorgfältige Analyse in der Regel nicht möglich ist. Wir haben es trotzdem versucht und damit im Durchschnitt Geld verloren. Allerdings kann man mit einem verfeinerten Filter (kostenlos und gut z.B. „Global FT Screener“) durchaus Geld verdienen, wie unsere weiteren Investitionen gezeigt haben. So haben wir z.B. erfolgreich nach folgenden Kriterien gefiltert: Entwickelte Industrieländer mit niedrigem EBIT Multiplikator <7 und dauerhaft hoher Eigenkapitalrendite ($>12\%$) bei gleichzeitig geringer Verschuldung ($< 50\%$ Eigenkapital). Wir haben hier in regelmäßigen Abständen jeweils zehn solcher Werte mit gleicher Gewichtung gekauft. Dabei haben wir Immobilien, Bank- und Rohstoffwerte ausgeklammert und je nach Land eine bestimmte Höchstzahl von Werten festgelegt. In den letzten Jahren überwiegen dabei kleinere japanische Unternehmen aufgrund der im internationalen Vergleich sehr hohen Kassenbestände, die den Unternehmenswert (Marktkapitalisierung zuzüglich der Nettokasse) erhöhen.

Wenn man die Gesellschaften nicht gut genug einschätzen kann, sollte man z.B. Aktien, die eine vorher bestimmte Verlustschwelle überschreiten (z.B. -30%) einfach verkaufen, Gewinnbringer sollte man dagegen laufen lassen. Leider halten wir uns nicht immer daran. Da wir grundsätzlich lieber mit Wertabschlag kaufen, fällt es uns schwer, Aktien von Unternehmen die ihren fairen Wert erreicht haben, nicht einfach zu verkaufen. Den fairen Wert sehen wir für Unternehmen, die kaum wachsen bei einem EBIT Multiplikator von 10.

3. Qualitätsaktien

Idealerweise hält man nur Aktien, die dauerhaft eine Überrendite erzielen können (z.B. ROE 12% und darüber) und die gleichzeitig die Möglichkeit haben, Gewinne zu reinvestieren und damit Wachstum zu erzielen. Leider werden diese Aktien in der Regel deutlich zu hoch gehandelt. Diese kann man eigentlich nur nach Gewinnwarnungen oder in Marktschwächephasen (wie zuletzt im Februar 2016) kaufen. Hier bietet sich an, eine Liste mit interessanter Firmen auf Wiedervorlage zu legen (das Internet bietet hier leicht die Möglichkeit mit E-Mailbenachrichtigungen zu arbeiten).

4. Holdinggesellschaften

Unserem eigenen Geschäftsmodell sind Holdinggesellschaften wie Berkshire Hathaway oder Brederode am Nächsten. Hier kommt es regelmäßig zu stärkeren Unterbewertungen, da die Börsenbewertung nur auf die aktuellen Ergebnisse und das erwartete Gewinnwachstum abstellt. Da Beteiligungsgesellschaften aufgrund der Käufe und Verkäufe schwankende Gewinne haben, sind diese tendenziell eher unterbewertet (außer sie bewerben stark die eigene Aktie). Entscheidend ist unserer Meinung nach, ob die Gesellschaft neben einer Dividendenrendite ein Wachstum des Eigenkapitals bzw. des Nettobeteiligungswertes je Aktie erzielt. Dabei sollte man prüfen, wie vorsichtig dieser vom Management ermittelt wird. Interessant sind solche Werte, die wie z.B. Brederode SA, in den letzten fünf Jahren bis 2016 trotz einer Dividendenrendite von rund $1,5\%$ ihren Buchwert je Aktie um $10,6\%$ gesteigert haben. Ein Aktionär erzielt damit eine Rendite von 12% , obwohl die Aktie aktuell zu 20% Abschlag vom Buchwert zu kaufen ist. Bleibt die Rendite nachhaltig erzielbar, wäre bei einer langfristig zugrunde gelegten Marktrendite von 8% ein Zuschlag von 50% zum Buchwert angemessen. Ein gutes Indiz ist ferner, dass das Management von Brederode diese Beurteilung teilt und jedes Jahr eigene Aktien zurückkauft (warum soll man als Management fremde Aktien kaufen, wenn man die eigenen viel besser kennt und diese mit deutlichem Abschlag gehandelt werden).

Unsere Philosophie

Wir verbringen viel Zeit damit, über das Leben und den Beitrag, den wir für die Gemeinschaft leisten können, zu reflektieren. Zum einen denken wir, dass wir mit unseren Erklärungen, wie wir das Geld verdienen, Ihnen die Möglichkeit geben, es uns gleich zu tun. Zum anderen glauben wir, auch einen Beitrag durch den Erhalt und die Schaffung sicherer Arbeitsplätze zu leisten. Schließlich bieten wir

unseren Aktionären durch die Steigerung des BAVARIA Vermögens den Spielraum, mit dem Zugewinn etwas Gutes zu tun. Auch sei darauf hingewiesen, dass wir im Geschäftsjahr 2016 wieder für soziale Zwecke gespendet haben. Die Stiftungen Against Malaria Foundation und Schistosomiasis Control Initiative (SCI) erhielten EUR 150.000 bzw. EUR 50.000. Dabei sind wir wie im Vorjahr dem Vorschlag von givewell.org gefolgt.

Ausdrücklich danken möchte ich meinem Vorstandskollegen, Herrn Harald Ender für seine langjährige Tätigkeit für die BAVARIA Industries Group AG. Durch seinen Einsatz hat er über zehn Jahre viel zu dem Wertzuwachs unserer Unternehmensgruppe beigetragen.

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



Reimar Scholz
Vorstand