

# bargain

DANIEL KOINEGG

*Achtung: Die nachstehenden Ausführungen stellen lediglich meine subjektive Sicht dar und sollen keinesfalls als Anlageempfehlungen dienen! Es ist unerlässlich, sich selbst mit dem Analyseprozess zu beschäftigen und Investitionsentscheidungen aufgrund seiner eigenen Einschätzung zu treffen.*

**Bewertetes Unternehmen:** Deutsche Balaton AG (Volume I)

## **Inhaltsübersicht und Schnellverlinkung**

- a) [Einleitende Bemerkungen](#)
- b) [Finanzielle Situation des Unternehmens](#)
- c) [Anmerkungen zum Geschäftsmodell](#)
- d) [Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil](#)
- e) [Bewertung der assets](#)
- f) [Sonstiges](#)
- g) [Einschätzung des Unternehmenswertes](#)

## Einleitende Bemerkungen

In der Einleitung dieses Dokumentes wird auf die von mir verwendeten Bewertungsmaßstäbe, etc. und auf einige Faktoren zu den Tücken der Bewertung als außenstehender Privatinvestor hingewiesen. All jene, die mit meiner Vorgangsweise schon vertraut sind, können diesen Part überspringen und zum ersten spezifischen Teil (d.i. „[Finanzielle Situation des Unternehmens](#)“) wechseln.

Nachfolgend sollen Informationen zum genannten Unternehmen gesammelt und einige Anmerkungen zur Abschätzung eines fairen Wertes desselben vorgebracht werden. Eine Unternehmensbewertung ruht immer zu einem gewissen Teil auf einem unsicheren Fundament. Diese Tatsache ist zum einen den Annahmen über die zukünftige Entwicklung des Betriebes geschuldet, und zum anderen der immer subjektiv vorzunehmenden Einschätzung bei der Bewertung der assets, über die jedes Unternehmen verfügt. Es trifft aber auch zu, dass bei manchen Aktiengesellschaften die Informationslage klarer ist, d.h. die Bewertungskriterien sind mit einer höheren Wahrscheinlichkeit zutreffend. Selbstverständlich hängt die Genauigkeit der Bewertung zunächst von der Art der Assets ab (hohe Cashbestände sind verlässlicher abschätzbar, als ein großer Vorrat an hochspezialisierten technischen Geräten). Bei unklarer Sachlage möchte ich so konservativ wie möglich vorgehen, weshalb z.B. Firmenwerte in einer Abschätzung des Liquidationswertes von mir immer ignoriert werden, sowie Vorräte, Forderungen, Sachanlagen, etc. je nach ihrer Beschaffenheit diskontiert. Zum anderen beeinflusst die Art des Geschäftsmodells die Verlässlichkeit der Annahmen in Bezug auf die zukünftige wirtschaftliche Leistungsfähigkeit. Dieser Unsicherheit soll einerseits dadurch Rechnung getragen werden, dass das Geschäftsmodell möglichst umfassend untersucht und besonders schwankungsanfällige Unternehmen bereits vorab ausgeschieden werden sollen, und zum anderen soll bei subjektiven Einschätzungen meinerseits zumindest ein grundlegendes Argument mitgeliefert werden. Das erleichtert die nachträgliche Überprüfung der ursprünglichen Analyse, sodass man leichter auf etwaige Änderungen reagieren kann.

Grundsätzlich benutze ich bei meinen Unternehmensbewertungen jene Methodiken, die man der allgemein zugänglichen Literatur über Value Investing entnehmen kann. Eine Liste von meines Erachtens empfehlenswerten Buchtiteln in englischer und deutscher Sprache findet sich auf meiner Webseite. Auf Erläuterungen der Methodik wird aus Gründen des Platzes und

der Übersichtlichkeit so umfangreich wie möglich verzichtet, aber beinahe mein gesamtes theoretisches Wissen im Zusammenhang mit der vorliegenden Problematik habe ich diesen Büchern entnommen.

Letztendlich bestimmt sich der Wert eines Unternehmens einerseits aus dem Wiederverkaufswert der momentan gehaltenen Vermögensgegenstände und andererseits aus der zukünftigen Ertragskraft des Betriebes. Beide Komponenten werden also von kommenden Entwicklungen abhängen, insbesondere von der Wettbewerbssituation in den relevanten Branchen, oder auch völlig ungewissen zukünftigen technologischen Neuerungen. Desweiteren spielen viele „weiche“ bzw. individuelle Faktoren eine Rolle, wie beispielsweise Ehrlichkeit und Kompetenz des Managements, die Aktionärsstruktur, anhängige Rechtsstreitigkeiten, Sondersituationen wie eine bevorstehende Übernahme oder ein Schuldenschnitt. Möglichst viele Informationen sollten in die Analyse einfließen und im Sinne eines beweglichen Systemes eventuell (!) zu einer halbwegs verlässlichen Werteinschätzung führen. Es sei noch einmal darauf hingewiesen, dass für viele Unternehmen eine solche Beurteilung als Außenstehender nicht möglich sein wird - hier liegt es letztendlich an der eigenen Selbsteinschätzung und Ehrlichkeit, ob man ein Engagement besser meidet oder nicht.

Mein Analyseprozess läuft in mehreren Schritten ab. Zunächst erfolgt eine Vorauswahl aus einem größeren Pool von Unternehmen nach unterschiedlichen Kriterien. Es bietet sich beispielsweise eine Vorselektion unter jenen Aktiengesellschaften an, die innerhalb des letzten Jahres in einem Land oder einem bestimmten Index die größten Kursverluste erlitten haben. Für viele dieser Unternehmen wird es dafür einen triftigen Grund geben, mitunter könnte sich aber eine Investitionsgelegenheit dort verbergen. Weitere Vorselektionsmaßnahmen finden sich in der einschlägigen Literatur.

Grundsätzlich suche ich persönlich also nach Unternehmen, die

- (1) ein halbwegs verständliches und wenigen Wandlungen unterworfenes Geschäft betreiben,
- (2) solide finanziert sind,
- (3) eventuell sogar über einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil verfügen, der ihnen überdurchschnittliche Kapitalrenditen ermöglicht,
- (4) besonders umfangreiche und wertvolle Assets besitzen,

- (5) für die gewisse weitere vorteilhafte „weiche“ Faktoren sprechen (wie z.B. überdurchschnittlich hohe Aktienrückkäufe zu günstigen Kursen)
- (6) und die letztlich um einen in Relation zu den zuvor genannten Faktoren möglichst niedrigen Preis gehandelt werden

In Anlehnung an diese Aufzählung folgt jede meiner Analysen der nachstehenden schematischen Gliederung:

- a) **Finanzielle Position:** hier wird die Finanzkraft, die Verschuldungssituation, etc. mit verschiedenen Methoden untersucht. Dürrtig finanzierte Unternehmen (sog. „turnaround“-Kandidaten im engeren Sinn) stellen für mich in der Regel mangels umfangreichem Einblick in den Betrieb kein geeignetes Investitionsobjekt dar. Wenn das Unternehmen nicht besonders liquide ist, endet für mich der Analyseprozess bereits hier
- b) **Anmerkungen zum Geschäftsmodell:** hier wird versucht, das Geschäft des Unternehmens nach den einzelnen Segmenten besser zu verstehen, wie beispielsweise Aufteilung der Kunden, der Vertriebswege, etc.
- c) **Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil:** besonders sinnvoll erscheint die Investition in Unternehmen, die aus irgendeinem Grund über einen langen Zeitraum überdurchschnittliche Kapitalrenditen erwirtschaften können. Solche Gründe können Markenbewusstsein, technische Fortschritte, eine besondere Lage des Geschäfts, ein besonders eng vernetztes Kundenfeld, hohe Wechselkosten für die Kunden bei Umstellung auf die Konkurrenz, etc sein.
- d) **Bewertung der assets:** eine weitere interessante Gelegenheit stellen sogenannte „asset plays“ dar, wo das Unternehmen derzeit signifikant unter dem möglichen Liquidations- bzw. Zerschlagungswert gehandelt wird. Selbstverständlich bieten sich hier vor allem Unternehmen an, die zumindest marginal profitabel in der Zukunft agieren können, denn sonst wird der Wert der Assets in den nächsten Jahren ohnehin aufgezehrt, wenn das Unternehmen nicht liquidiert wird.
- e) **Sonstiges:** diese Kategorie soll als Auffangbecken für alle möglichen „weichen“ und individuellen Faktoren dienen, die nach Einschätzung des Verfassers den Wert positiv oder negativ beeinflussen könnten.
- f) **Einschätzung des Unternehmenswertes**

Für den zuvor genannten Punkt (6) (resp. lit. (f)) kommt es rein auf das subjektive Empfinden des potenziellen Investors an. Grundsätzlich gebietet das bereits von Benjamin Graham eingeführte Konzept der „margin of safety“, ein Unternehmen nur dann zu kaufen, wenn sein momentaner Marktpreis („Marktkapitalisierung“) signifikant unter dem konservativ geschätzten Wert („fair value“) liegt, denn marginale Unterbewertungen sind nicht das Ziel des konventionellen Value Investors. Aufgrund der Subjektivität der letztlichen Kaufentscheidung, und auch deswegen weil ich mit meinen Veröffentlichungen keine Anlageberatung im Sinne von Kauf- und Verkaufsempfehlungen anbieten möchte (und auch nicht darf!), werde ich am Ende nicht darüber schreiben, ob die Aktie des gegenständlichen Unternehmens zum momentanen Zeitpunkt kaufenswert sei oder nicht. Die hier veröffentlichten Ausführungen sollen einerseits als Gedankenanstoß für den Investitionsprozess des Lesers, andererseits zur Verbesserung meiner eigenen „Investitionskunst“ und schließlich als Werbung zur Kontaktaufnahme mit Gleichgesinnten (Investoren und/oder Kapitalgebern) dienen.

Über jede Form von Anregung oder sachlicher Kritik sowie im Speziellen für Kontaktaufnahmen im Zusammenhang mit Interessensausaustausch bzw. sogar eine unverbindliche Verhandlung für die Aufnahme einer gemeinsamen Investitionstätigkeit bin ich sehr dankbar. Hierfür stehe ich unter der auf der Internetseite genannten e-mail-Adresse jederzeit zur Verfügung.

## Finanzielle Situation des Unternehmens

Die Deutsche Balaton AG wies zum Halbjahr 2013 eine Eigenkapitalquote von 66,8% auf. Auch in den vergangenen Jahren schwankte dieser Wert immer zwischen knapp unter 60% und 82%. Selbstverständlich ist es für ein Unternehmen, das sich in signifikantem Maße an den Kapitalmärkten betätigt, unerlässlich, mit viel Eigenkapital zu arbeiten.

Zum Halbjahr 2013 verfügt der Konzern auf Konsolidierungsbasis über 43 MEUR liquide Mittel und 19 MEUR Wertpapiere des Umlaufvermögens. Das gesamte Umlaufvermögen betrug zum Stichtag 122 MEUR. Demgegenüber stehen Gesamtschulden (langfristig und kurzfristig, finanziell und nichtfinanziell) iHv ca 116 MEUR. Der Anteil an kurzfristigen Verbindlichkeiten beträgt hieran 88 MEUR. Weiters hält man über diverse Gesellschaften umfassende börsennotierte Aktienpakete, die zwar als Anlagevermögen ausgewiesen werden, aber trotzdem zumindest zum Teil schnell liquidierbar wären. Natürlich darf nicht vergessen werden, dass größere Pakete am Markt besonders bei marktengen Papieren nur mit einem deutlichen Abschlag platziert werden könnten. Insgesamt beliefen sich die finanziellen Vermögenswerte im AV auf 165 MEUR. Daneben hat man Immobilien als Finanzinvestitionen iHv 7 MEUR im Eigentum. Insgesamt scheinen wesentlich mehr schnell verwertbare Vermögensgegenstände als Gesamtschulden vorhanden zu sein, was zumindest bezogen auf die Halbjahresbilanz finanzielle Stabilität nahelegt.

Besonders wichtig ist im Zusammenhang mit der finanziellen Stabilität aber der Hinweis darauf, dass derzeit einige Ungereimtheiten bei Unternehmen, an denen Beteiligungen gehalten werden, bestehen. Hierbei handelt es sich zum einen um die Goldrooster AG, an der 26% gehalten werden und an der Ming Le Sports AG, wo ein Aktienpaket von 15% im Eigentum der Balaton steht. Genauer werden diese Angelegenheiten im Punkt „Sonstiges“ behandelt. Aus diesen Vorgängen können jedenfalls signifikante Wertberichtigungserfordernisse entstehen, die momentan noch eine verlässliche und vor allem aktuelle Beurteilung der finanziellen Stabilität nicht ermöglichen. Derzeit kann ich mangels weiterer Informationen nur eine „Daumen mal Pi“ – Rechnung anstellen: die Beteiligung an Goldrooster ist im ersten Halbjahr 2013 zu Kursen zwischen 1,5 und etwas über 4 EUR erworben worden. Bei 20 Mio. ausstehenden Aktien entfallen auf die Dt. Balaton etwas mehr als 5 Mio. Stück und dürfte der maximale Wertberichtigungsbedarf (je nach dem zu welchen Kursen diese zum HJ 2013 schon einbezogen war) aus dieser Beteiligung (bei Abschreibung

auf Null) irgendwo bei 12 bis 15 MEUR liegen. Bei der Ming Le Sports wurde die Position im zweiten Halbjahr 2013 und im ersten HJ 2014 erworben. 10 Prozent dürften zu Kursen von um die 4,5 bis 5 EUR gekauft worden sein (1,5 Mio. Stück machen hier dann ungefähr 6,75 bis 7,5 MEUR aus), die restlichen 5 Prozent zu deutlich tieferen Kursen zwischen 2 und 4 EUR (ca. 600 Tsd weitere Stücke die insgesamt 1,2 bis 2,4 MEUR gekostet haben). Insgesamt schätze ich die Kosten bei Ming Le Sports also auf 8 bis 10 MEUR. Aus den beiden China-Engagements ergibt sich also ein maximaler Abwertungsbedarf von 20 bis 25 MEUR, wenn beide Engagements völlig wertlos sind.

In der Zwischenmitteilung während des ersten HJ 2014 wird weiters erwähnt, dass eventuell noch ein Abschreibungsbedarf betreffend der Beteiligung an der aleo Solar in Höhe von 3 MEUR bestehen könnte. Gemeinsam mit den beiden „Deutsch-Chinesen“ erweitert sich das Maximalrisiko auf 23 bis 28 MEUR.

Es darf weiters nicht vergessen werden, dass noch zumindest eine weitere Beteiligung mit chinesischem Hintergrund besteht, die theoretisch ein ähnliches Schicksal ereilen könnte, nämlich ein 6%iges Paket an der Ultrasonic AG. Diese wurde ebenfalls im zweiten HJ 2013 gekauft, und dürfte nach meiner bescheidenen Schätzung ca. 750 Tsd. Stück zu Kursen zwischen 7,5 und 9,5 EUR umfassen (insgesamt also 5,6 bis 7,13 Mio. EUR). Das Gesamtrisiko aus den drei chinesischen Engagements sowie dem möglichen Abschreibungsbedarf aus der aleo Solar beträgt derzeit also ungefähr 28,6 bis 35,1 MEUR. Derzeit weisen jedenfalls die Aktienpakete an der Goldrooster noch ca. 8,58 MEUR, an Ming Le Sports 4,6 MEUR und an der Ultrasonic 5,8 MEUR Marktwert auf.

Diese Zahlen deuten für mich somit derzeit nicht auf eine existenzielle Gefährdung der Dt. Balaton hin, selbst wenn alle derzeit offenkundigen Risikopositionen auf Null gesetzt würden (d.h. voll abgeschrieben). Diese Einschätzung ist aber mit einer gehörigen Prise Vorsicht zu genießen.

*Bei Erscheinen des Jahresabschlusses für 2013 wird diese Sektion noch ergänzt.*

## Anmerkungen zum Geschäftsmodell

Die Deutsche Balaton AG versteht sich selbst als Investmentspezialist für den Erwerb, die Verwaltung und gegebenenfalls die Veräußerung von Beteiligungen an börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften. Im Zuge dieses Geschäftes wurde innerhalb der letzten gut eineinhalb Jahrzehnte seit dem Börsengang ein wahres Geflecht an Töchtern erworben, das man sich als unbedarfter außenstehender Privatinvestor schon mal aufzeichnen muss, damit man es auch nur halbwegs überblicken kann.

Das Unternehmen gliedert sein operatives Geschäft in verschiedene Segmente, nämlich wie dem Halbjahresbericht 2013 zu entnehmen ist in „Balaton“, „ABC/HDBH“, „Beta Systems AG“, „CornerstoneCapital“, „Fidelitas“, „Immobilien“ und völlig überraschend „Sonstiges“. Im Nachfolgenden sollen einige Anmerkungen zu den einzelnen Segmenten erörtert werden.

### **„Balaton“**

Dies ist der Bereich der Konzernmutter, in dem hauptsächlich der Wertpapierhandel situiert ist. Eine große Transaktion dieses Segments im ersten HJ 2013 war eine Tauschvereinbarung, im Zuge derer ein größeres Aktienpaket an der „W.E.T. Automotive“ von der Dt. Balaton an Gentherm Europe GmbH übergeben und im Gegenzug ein Aktienpaket an der Gentherm Inc. vereinnahmt wurde. Im Anschluss daran erfolgt nun bereits laufend (bis ins Q1 14 hinein) eine Teilveräußerung der Aktien an Gentherm. Insgesamt erhielt man 3,3 Mio. Stück der Gentherm, hiervon wurden laut Zwischenmitteilung zum Q3 mindestens 1 Mio. Stück veräußert. Danach erfolgten weitere Verkäufe, die allerdings nicht mehr stückmäßig dokumentiert wurden. Seit der letzten Bilanz ist diese Aktie enorm angestiegen (fast verdoppelt), d.h. wenn man davon ausgeht, dass insgesamt noch 1 Mio. Stück gehalten werden, so wäre dieses Paket fast 30 MEUR wert.

Die „Balaton“ hält weiters einen größeren Anteil an der Goldrooster AG, die derzeit laut meinen Informationen ca 26% des Grundkapitals ausmacht. Das führte dazu, dass diese Beteiligung „at-equity“ bilanziert wird – d.h. grob gesagt zu Anschaffungskosten, erhöht um anteilige nicht ausgeschüttete Gewinne und vermindert um anteilige Verluste sowie Gewinnausschüttungen.

Weiters wurde der Anteil an der Beta Systems AG zusätzlich aufgestockt und nun als eigenes Segment geführt.

Interessante At equity-Beteiligungen außer der Goldrooster hält man derzeit am Wiener Startup Unternehmen Abalo Media und an PWI-Pure Systems, einem Hersteller von Wand- und Deckenleuchten mit integriertem Rauchmeldesystem.

### **„ABC/HDBH“**

Dieses Segment umfasst hauptsächlich die Tätigkeit der Heidelberger Beteiligungsholding AG (HDBH), an der über die Zwischenholding ABC knapp 80% der Anteile gehalten werden. Die HDBH ist eine Beteiligungsgesellschaft und investiert Vermögen überwiegend in Anteile börsennotierter Gesellschaften (v.a. Anleihen und Aktien).

### **„Beta Systems“**

Beta Systems wurde 2012 erstmals vollkonsolidiert. Grundsätzlich verfügte man damals noch nicht über eine 50%ige Mehrheit, allerdings die de-facto Präsenzmehrheit auf den Hauptversammlung und zusätzlich die Absicht, weitere Aktien an der Gesellschaft zu erwerben, weshalb vollkonsolidiert wird.

Dieses Unternehmen ist ein IT-Dienstleister und Hersteller von IT-Lösungen. Hier wurde innerhalb der letzten Zeit eine kontrollierende Beteiligung erworben.

### **„Cornerstone Capital“**

Hier werden Beteiligungen an verschiedenen (nicht börsennotierten) Gesellschaften gehalten. Es sind hier einerseits die CornerstoneCapital II AG & Co KG und andererseits die CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH enthalten. Beide Gesellschaften besitzen ihrerseits Anteile an operativ tätigen Unternehmen. Nennenswerte Beteiligungen hier sind z.B. die Eppstein Foils, Eltec Elektronik, ACTec oder die Infoniqa. Zum Teil werden die Gesellschaften konsolidiert, zum Teil at equity bilanziert.

### **„Fidelitas“**

Hier ist die operative Tätigkeit der Fortuna Maschinenbau Holding eingebettet. Diese Gesellschaft wird derzeit gerade umstrukturiert.

## **„Immobilien“**

Dieses Segment bildet (wenig überraschend) die Immobilienaktivitäten des Konzerns ab und wurde früher unter dem Titel „Stratec“ geführt. Derzeit ist hier lt. Zwischenmitteilung zum Q1 noch von „untergeordneter Bedeutung“ zu sprechen.

## **„Sonstiges“**

Hierzu gibt es nicht viel zu sagen, dieses Segment ist von der Höhe der Vermögenswerte nicht signifikant.

Auf der nächsten Seite findet der Leser eine tabellarische Übersicht über die bisher recherchierten wichtigsten Beteiligungen und ihre Zuordnung zu den einzelnen Segmenten (mit Vorsicht zu genießen, da die Abschlüsse für mich relativ schwer zu lesen waren).

<u>Balaton</u>		<u>CornerstoneCapital</u>	<u>ABC/HDBH</u>	<u>Beta Systems</u>
Gentherm		Eppstein Foils	hauptsächlich	Beta Systems Software AG
Nemetschek		Eltec Electronic	die 80%ige	(inkl. diverser Töchter)
Goldrooster		Infoniga SQL (inkl. GlassHouse)	Beteiligung an	
Ultrasonic		Infoniga HR Invest	HDBH AG	
Ming Le Sports		Infoniga Payroll		
Hyrican		ACTec		
PWI Pure		Human Solutions		
Abalo		Infoniga HR Solutions		
Cap Flow				
WebFinancial		<u>Immobilien</u>	<u>Fidelitas</u>	<u>Sonstiges</u>
Mistral Media				
MAN (St. Und VZ)		Dt. Balaton Immo I AG	Fortuna -	nicht
Sparta AG		DIO Dt. Immo Opportunitäten AG	Maschinenbau	signifikant
Drägerwerk		Carus AG	Holding	
u.a.				

*Anmerkung: Diese Aufstellung wird im Rahmen der Veröffentlichung des Jahresabschlusses noch weiter vertieft und um die jeweiligen prozentualen Beteiligungsverhältnisse und die anteiligen EK-Zuordnungen ergänzt. Daraus könnte unter Umständen eine halbwegs differenzierte Bewertung möglich sein. Insbesondere sollten aus dem Einzelabschluss der Mutter die jeweiligen Eigenkapitalanteile und die prozentuale Beteiligungsquote der nennenswertesten Gesellschaften sowie die auf Konzernmutterebene korrespondierenden Verbindlichkeiten ersichtlich sein.*

## Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil

Nun, wo könnte eine Beteiligungsgesellschaft einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil besitzen oder entwickeln können, der es ihr ermöglicht über einen langen Zeitraum überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen zu erzielen?

Meines Erachtens muss hier differenziert werden: Einerseits könnten die Gesellschaften, an denen Beteiligungen gehalten werden, ihrerseits über einen „moat“, also einen Burggraben verfügen, der ihnen Preissetzungsmacht verleiht. Diese Wettbewerbsvorteile können analog zur direkten Beurteilung eines Unternehmens ermittelt werden. So etwas entfaltet natürlich Rückwirkungen auf die Gesellschaft, die dort Anteile besitzt. Möglicherweise wird dieser Effekt noch dadurch erhöht, dass der Anteil an der Investmentgesellschaft mit einem Abschlag zum Buchwert erworben werden kann. Zum anderen könnte auf „Holdinglebene“ ein Wettbewerbsvorteil vorliegen – insbesondere dann, wenn die Personen die dort die Investmententscheidungen treffen überdurchschnittlich begabt für Kapitalallokation sind. Warren Buffetts Berkshire Hathaway ist selbstverständlich mehr wert, solange Warren Buffett dort am Ruder sitzt.

*Anmerkung: Für mich persönlich stellt sich die Situation derzeit aber so dar, dass aufgrund der enorm komplexen und schwer überschaubaren Beteiligungsverhältnisse eine tiefgehende Analyse von Wettbewerbsvorteilen der operativen Geschäfte nicht machbar ist. Wenn überhaupt kommt für mich die Dt. Balaton AG ohnehin nur als „asset play“ in Frage, und selbst das nur unter der Prämisse, dass die Unterbewertung der Vermögenswerte so eklatant ist, dass ich mir über Wettbewerbsvorteile keine Gedanken mehr zu machen brauche.*

## **Bewertung der assets**

*Diese Sektion wird unmittelbar nach Publikation des Konzernabschlusses für das Jahr 2013 erstellt.*

## Sonstiges

Positiv hervorzuheben sind zunächst die regelmäßig durchgeführten Aktienrückkäufe. Auch zum HJ 2013 wurden eigene Anteile gehalten. Seit Ende 2004 wurden die ausstehenden Anteile des Grundkapitals von 14 auf 11,15 Mio. Stück reduziert. Der Aktienkurs zeigte langfristig betrachtet eine äußerst zufriedenstellende Entwicklung, das Eigenkapital wurde von 76 auf 208 MEUR nach Minderheiten erhöht. Natürlich sind Daten aus der Vergangenheit kein verlässlicher Maßstab für zukünftige Entwicklungen, aber immerhin ein Indiz dafür, dass in der Vergangenheit (wo der aktuelle AR schon die Kontrolle über das Unternehmen hatte) keine groben Schnitzer passiert sind, die negative Folgen hatten.

Wie schon zum Teil in der Analyse der Finanziellen Stabilität angeführt bestehen derzeit eine Reihe von Ungereimtheiten und auch Sondersituationen, die maßgeblichen Einfluss auf die zukünftige Performance des Unternehmens haben könnten:

- Zunächst gibt es bei der Goldrooster AG Probleme mit dem Jahresabschluss. Die Begründungen hierfür von Gesellschaftsseite sind „wesentliche personelle Veränderungen im Finanzressort der Gesellschaft“ sowie ein „komplexer Prüfprozess“. Besonders erbaulich klingt so etwas freilich nicht. Im Q3 Bericht 2013 wurden in diesem Zusammenhang auch Streitigkeiten mit der Einräumung eines Entsenderechts der Dt. Balaton AG in den Aufsichtsrat der Goldrooster AG erwähnt, ob hiermit ein Konnex besteht, kann ich nicht beurteilen.
- Weiters existieren erhebliche Unsicherheiten bei der Ming Le Sports AG, die aus meiner laienhaften Sicht noch bedenklicher klingen: es gibt Differenzen mit dem Abschlussprüfer, der keinen ausreichenden Nachweis für die Umsätze sowie die Existenz der Bankkonten der chinesischen Gesellschaften erbracht sieht. Im schlimmsten Fall handelt es sich bei der Ming Le Sports also um eine völlig wertlose Hülle.
- Meines Erachtens spielt auch die Bewertung des Anteils an der Beta Systems AG eine große Rolle. Diese ist im Konzernabschluss konsolidiert, da knapp über der Hälfte der Anteile gehalten werden. Vom bilanziellen Eigenkapital der Beta Systems iHv insgesamt 33,8 MEUR entfallen derzeit (Stichtag 30.09.2013) ca. 17 MEUR auf die Dt. Balaton. Das Aktienpaket dürfte mit derzeitigen Kursen (2 EUR je Stück) ca. 20 MEUR am Markt wert sein und die Besonderheit an diesem Unternehmen liegt darin,

dass zwar derzeit negative EBITs erzielt werden, aber insgesamt fast 30 MEUR Cash in der Gesellschaft liegen (wovon die Hälfte auf die Dt. Balaton entfallen). Für ein EDV-Unternehmen dieser Größenordnung ist das enorm viel und könnte – geschickte Reinvestition vorausgesetzt - großes Potenzial bieten, insbesondere da die Dt. Balaton mittlerweile Kontrolle über das Unternehmen hat. Hier gibt es außerdem derzeit umfangreiche personelle Veränderungen (2 AR legten ihr Mandat nieder, schließlich auch 1 Vorstandsmitglied).

- Ein weiterer großer Faktor ist die Entwicklung der 43%igen Beteiligung an der Hyrican AG. Diese ist – im weitesten Sinne formuliert – auch ein IT-Unternehmen. Man verkauft laut finanzen.net PCs, Notebooks, Server und IT-Zubehör sowie Serviceleistungen und after sales Betreuung im IT-Segment. Derzeit wäre das Aktienpaket am Markt auf Basis der recherchierbaren Informationen mit 11,9 EUR bepreist, der letzte brauchbare Abschluss ist aber schon aus 2012. Damals verfügte das Unternehmen über ein EK von 27 MEUR, wovon also knapp 11,41 MEUR auf die Dt. Balaton entfallen würden. Ähnlich der Situation bei der Beta Systems AG fanden sich zum Ende des Jahres 2012 21 Mio. EUR liquide Mittel in der Gesellschaft (mehr als die Hälfte der Bilanzsumme). Aktuellere Zahlen gibt es leider nicht. Auch hier existieren übrigens umfangreiche Streitereien (insbesondere Auskunftersuchen) mit dem Vorstand der Hyrican bzw. der Gesellschaft um die Modalitäten einer 2011 durchgeführten Sachkapitalerhöhung sowie einer Darlehensgewährung an eine Fahrradfabrik. Rechnungslegungstechnisch wird die Hyrican derzeit nicht zu den assoziierten Unternehmen gezählt, da trotz des umfangreichen Anteiles
- Daneben werden noch weitere wesentliche Beteiligungen gehalten, insbesondere an der Softwareschmiede Nemetschek, der MAN SE (Stamm- und Vorzugsaktien), der Sparta AG, der bereits erörterten Ultrasonic AG sowie Genussrechte an der Drägerwerk. Im Rahmen eines Bewertungsversuches der Assets sollen diese genauer durchleuchtet werden. Das kann vernünftigerweise erst in Zusammenschau mit dem Konzernabschluss 2013 geschehen.

## **Einschätzung des Unternehmenswertes**

*Diese Sektion wird unmittelbar nach Publikation des Konzernabschlusses für das Jahr 2013 erstellt.*