

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: Foris AG

Inhaltsübersicht

- 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. Dürrig 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 es 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 Eigenkapitalquote des Unternehmens beträgt zum Jahresende 2013 sehr hohe 88%. Auch in den vorangegangenen fünf Geschäftsjahren (2008 bis 2012) bewegte sie sich immer über 67%. Die Tendenz war aufsteigend, das bedeutet, die Eigenkapitalquote nahm über die Jahre zu, weil Verbindlichkeiten reduziert wurden. Das Management selbst gibt im Geschäftsbericht als Mindestniveau aufgrund der Art des Geschäftsmodelles einen Wert größer 60% an.

Mit Ende 2013 verfügte man über einen Cashbestand von knapp 2,2 MEUR. Demgegenüber stehen Gesamtverbindlichkeiten (langfristig und kurzfristig, finanziell und nicht finanziell) von ca. 2,5 MEUR zu Buche. Das gesamte Umlaufvermögen beträgt ca. 11 MEUR und übersteigt somit die gesamten Verbindlichkeiten um ein Mehrfaches. Die Cashbestände übersteigen die Finanzschulden iHv 0,9 MEUR ebenfalls, die Nettocashposition beträgt also etwa 1,3 MEUR. Aufgrund dieser Nettocashposition erübrigt sich eine Berechnung der fiktiven Schuldentilgungsdauer aus dem Cashflow meiner Meinung nach. Außerdem werden derzeit 10% des Grundkapitals in Form eigener Aktien gehalten, die zwar zum Einzug vorgesehen sind, davor aber ebenfalls einen nicht in der Bilanz abgebildeten Vermögenswert darstellen, der bezogen auf den momentanen Kurs ca. 1,5 MEUR ausmacht.

Desweiteren existiert ein nicht unwesentlicher Bestand (sh. später unter Assets) an derzeit kaum belasteten Immobilien in Bonn, die im Zweifel als Sicherheit für Kreditfinanzierungen verwendet werden könnten. Aufgrund der vernachlässigbaren Höhe der Finanzschulden und der Nettocashposition erübrigt sich mE auch die Überlegung, wie oft das EBIT zur Deckung der Zinszahlungen ausreichen würde.

Der Anteil von (immateriellen) Firmenwerten bzw. goodwill am Konzerneigenkapital liegt bei 14,5% und ist somit nicht bedenklich.

Zusammenfassend bin ich zur Auffassung gekommen, dass derzeit das Unternehmen kaum ein Ausfallrisiko in sich birgt und äußerst solide und konservativ durchfinanziert ist. Sofern sich an der Zusammensetzung der assets nicht signifikant etwas verschlechtert (durch Mittelabflüsse, starkes Anwachsen der Verbindlichkeiten, etc.) ist das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes für einen potenziellen Investor sehr gering.

Anmerkungen zum Geschäftsmodell

Die Foris AG versteht sich selbst als Dienstleister im juristischen Bereich. Laut dem aktuellen Geschäftsbericht gliedert sich das operative Geschäft in folgende Segmente:

Prozessfinanzierungen

Hier übernimmt man gegen Zusicherung eines bestimmten Betrages das Risiko eines Prozessverlustes. Gewinnt der Klient den Prozess, erhält die Foris AG Zahlungen, geht der Prozess verloren, übernimmt die Gesellschaft die Prozesskosten.

(Potenzielle) Kunden in diesem Segment sind Privatpersonen und Unternehmen jeder Art und Größe, für die Höhe der Forderungen, deren Prozessrisiko abgesichert wird, gilt für die Foris in Zukunft eine Untergrenze von mindestens 100 TEUR.

Wichtige Einflussfaktoren auf die Ertragslage in diesem Segment sind einerseits die Anzahl der übernommenen Verfahren, andererseits deren höchstmöglicher Ertrag für die Foris (das sogenannte Optionsvolumen) sowie die Quote der gewonnenen Verfahren.

Dieses Segment ist zwar laut Einschätzung des Managements ziemlich konjunkturabhängig, letztendlich schwankt die Umsatz- und Ertragslage hier aber auch relativ stark. Geht ein größerer Prozess überraschend verloren, so besteht auch die Gefahr eines signifikanten Verlustes. Solange die Finanzierung des Unternehmens aber derart konservativ bleibt, besteht mE kein signifikantes Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes.

Im mittelfristigen Ausblick strebt man hier ein etwas höheres jährliches Optionsvolumen an, was lt. Management eine deutliche Steigerung des Ergebnisses herbeiführen kann.

Angesichts des ständigen Bedarfs an gerichtlichen Streitbelegungen und den tendenziell steigenden Forderungsvolumina besteht meiner Meinung nach keine Gefahr eines plötzlichen Versiegens der marktseitigen Nachfrage. Weiters könnte das Management wahrscheinlich ohne große Kapitaleaufwendungen selbst auf einen drastischen Nachfragerückgang reagieren.

Foris lingua

Hier werden Übersetzungen von Rechtstexten aller Art angeboten. Man arbeitet hierzu mit professionellen selbstständigen Übersetzern auf Auftragsbasis zusammen und bietet beispielsweise die Übersetzung von Klagen und anderen Schriftsätzen in die gängigsten Sprachen.

Kunden in diesem Segment sind hauptsächlich Anwaltskanzleien und es besteht laut Einschätzung des Managements eine gewisse Konjunktursensibilität dahingehend, dass in „knappere“ Zeiten Übersetzungsaufgaben von den Kunden eher selbst durchgeführt werden, während in Zeiten der Vollausslastung eher der Fokus am Kerngeschäft liegt und so uU ein Übersetzungsdienst beigezogen.

Vom Umsatzanteil ist dieser Bereich deutlich der kleinste, es wurden aber laut Ausblick umfangreichere Werbemaßnahmen ergriffen um eine Steigerung in Zukunft zu erreichen, womit im Ausblick auch gerechnet wird.

Was den Markt an sich betrifft, so ist dieser laut Management sehr heterogen und zersplittert, es treten viele regionale Anbieter auf.

Foris Anwaltsverzeichnis

Anwälte können sich dort eintragen lassen und so über diese Plattform Kundenkontakte knüpfen. Desweiteren dient die Seite zur Bewerbung der konzerneigenen Dienstleistungen.

Foris Vermögensverwaltung

Dieses Segment dient der Verwaltung, Bewirtschaftung und Vermietung der konzerneigenen Immobilien. Insbesondere ist hier der im Konzerneigentum stehende Firmensitz in der Kurt-Schumacher-Straße 18-20 in Bonn (Gronau) gemeint, sowie eine Gewerbeimmobilie am Nachbargrundstück.

Foratis

Hier werden sogenannte Vorratsgesellschaften in allen gängigen Rechtsformen gegründet und zum Verkauf bereitgehalten. Potenzielle Käufer ersparen sich das Risiko von Fehlern beim Gründungsvorgang und können innerhalb kürzester Zeit gegen eine Gebühr eine ordnungsgemäß gegründete Gesellschaft erwerben.

Insbesondere dieses Segment hängt sehr stark vom M&A-Markt ab, der momentan aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen Lage eher schwächelt. Trotzdem gelingt es, hier schwarze Zahlen zu schreiben.

Im Ausblick geht man von gleichbleibenden Umsätzen in diesem Segment aus, grundsätzlich findet sich aber der Hinweis, dass ein deutliches Anziehen der M&A-Tätigkeit sich sehr belebend auswirken könnte, da auch die Nachfrage nach Vorratsgesellschaften stärker wird. Auch hier ist nicht davon auszugehen, dass – außer im Falle einer gesetzlichen Regulierung – ein plötzliches Versiegen der Nachfrage auftreten wird.

Go ahead

In diesem Unternehmensteil werden Gründungsvorgänge und die nachfolgende Betreuung insbesondere in Bezug auf die Rechtsform der englischen limited angeboten (aber auch alle anderen Gesellschaftsformen).

Die Nachfrage nach limiteds ist derzeit signifikant im Sinken begründet, da in Deutschland vor einiger Zeit eine neue Rechtsform, die sogenannte „Unternehmergeellschaft“ eingeführt wurde, die aufgrund der geringen Mindestkapitalerfordernisse in direkter Konkurrenz zur limited steht.

Die Go ahead GmbH wurde käuflich erworben, sodass diesem Segment auch der Firmenwert zuzuordnen ist.

Der Ausblick bei Go ahead geht weiterhin von sinkender Nachfrage bei den limiteds aus, weshalb möglicherweise eine latente Gefahr einer Firmenwertabschreibung hier droht. Aufgrund der Liquiditätsunwirksamkeit eines solchen Vorganges sowie der geringen goodwill-Quote am Eigenkapital sehe ich hier aber kein ernstes Risiko.

Grundsätzlich scheint das operative Geschäft des Unternehmens diversifiziert zu sein, es ist nicht von einem plötzlichen Verschwinden der Marktnachfrage auszugehen, der Gesamtmarkt wird mE moderat zunehmen, ernsthafte Risiken könnten in einer entsprechenden rechtlichen Regulierung (z.B. gesetzliches Verbot der Tätigkeit, o.ä.) liegen.

Die größten Aufwandspositionen sind jene Kosten für bezogene Dienstleistungen (Beratung, Übersetzung, etc.), sowie der eigene Personalaufwand (der momentan ca. 2 MEUR ausmacht). Forschung und Entwicklung spielen aufgrund der Natur des Geschäftsmodelles überhaupt keine Rolle, was durchaus vorteilhaft sein kann. Generell scheint das laufende Geschäft wenig kapitalintensiv zu sein, 2013 betrug die CAPEX knapp 95 TEUR, im Jahr davor ca. 27 TEUR. In den Jahren 2010 und 2011 ergaben sich höhere Auszahlungsbeträge für das Anlagevermögen, hier wurde allerdings eine Immobilie errichtet.

Als Anlagevermögen wäre eigentlich nur die entsprechende IT-Ausrüstung erforderlich, eine Niederlassung könnte auch gemietet werden (steht diesfalls aber im Eigentum des Unternehmens), der Rest der Aufwendungen ist mE rein umsatzbezogen und somit kontrollierbar.

Abschließend sei noch auf eine Äußerung des Managements im Geschäftsbericht hinsichtlich der Bewertung des Geschäfts hingewiesen. Demnach ist für die Bewertung der Ertragskraft aufgrund der Volatilität vor allem bei den Prozessfinanzierungen unbedingt eine mehrjährige Durchschnittsbetrachtung notwendig. Diese zeigt, dass in einem Jahr (2010) ein Verlust von 1,8 MEUR entstanden ist, dessen Gründe vor allem Forderungsabschreibungen bei Go Ahead und einem unterdurchschnittlichen Verlauf in der Prozessfinanzierung lagen. Ansonsten bewegte sich die jährliche Ertragskraft zwischen 665 TEUR und 3,6 MEUR in den Jahren 2008 bis 2013. Das Management selbst rechnet im Mittel ca. mit einem ROE von 10%, was derzeit knapp 1,9 MEUR ausmachen würde.

Ausgehend von der momentanen Geschäfts- und Informationslage regen sich bei mir keine größeren Zweifel, dass das Geschäft nicht zumindest marginal profitabel in der Zukunft weiter arbeiten könnte.

Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil

Ob jedoch der Betrieb langfristig überdurchschnittliche Kapitalrenditen erzielen kann oder nur marginale bzw. „normale“, hängt davon ab, ob das Geschäft oder Teile davon über irgendeine Art Wettbewerbsvorteil verfügt.

Zunächst sticht das Unternehmen nicht durch eine dauerhaft hohe Eigenkapitalrendite hervor, was zum Teil auch an der sehr hohen EK-Quote liegt. Auch das Management schreibt von einem realistischen ROE von ca. 10% p.a. Hier trägt aber mE der erste Anschein, schließlich verfügt das Unternehmen über eine große Position Immobilien, die nicht im engeren Sinne betriebsnotwendig wären. Diese könnte man in einem Gedankenexperiment zumindest reduzieren ohne das laufende Geschäft zu beeinträchtigen. Die Rendite auf das unbedingt betriebsnotwendige Kapital dürfte demnach um einiges höher liegen.

Wie bereits erörtert scheint der potenzielle Kapitalaufwand für den Betrieb eines solchen Unternehmens sehr gering. Ohne Konkurrenz wären mE in dieser Branche also enorme Margen und Kapitalrenditen zu erzielen, da einerseits eine gewisse Nachfrage nach den angebotenen juristischen Dienstleistungen besteht, andererseits wie gesagt kaum Kapitalaufwand zur Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit erforderlich ist. Lediglich das juristische Know How ist notwendig. Daraus folgt aber auch, dass potenziell viele newcomer von diesem scheinbar hochrentablen Geschäft angezogen werden könnten. Es sieht für mich nicht so aus, dass eine deutliche Eintrittsbarriere vorhanden wäre, weder vom Kapital, noch von regulatorischer Seite, noch vom Know How her. Es würde lediglich eine gewisse Zeit dauern, um Kundenbeziehungen so aufzubauen, wie es ein bereits bestehendes Unternehmen bereits hat.

Wettbewerbsvorteile technologischer Art spielen wie bereits erörtert in dieser Branche auch keine Rolle. Es ist nicht notwendig, F&E zu betreiben, folglich kann hier kein Vorsprung erarbeitet werden.

Eine gewisse Preissetzungsmacht könnte unter Umständen daraus resultieren, dass die Foris AG im Bereich der Prozessfinanzierung „first mover“ ist und bereits mehr als ein Jahrzehnt etabliert ist. Gerade in Rechtsangelegenheiten bezahlt man mE für gewöhnlich etwas mehr für Erfahrung und Seriösität.

Im Bereich foris lingua (den Übersetzungen) scheint mir plausibel, dass aufgrund des zersplitterten Marktes für einen größeren Anbieter wie Foris positive Skaleneffekte entstehen können. Dasselbe trifft für das Anwaltsverzeichnis zu, wo quasi eine intrinsisch finanzierte Werbeplattform Synergieeffekte produziert.

Im Segment Foratis scheint mir kein signifikanter Wettbewerbsvorteil zu bestehen. Vorratsgesellschaften sind ein undifferenziertes Produkt. Das einzig Denkbare sind geringfügige Skaleneffekte mit zunehmendem Geschäftsvolumen, dieser Effekt kann hier mE vernachlässigt werden. Bei Go Ahead könnten gewisse switching costs im Zusammenhang mit den Bestandskunden vorliegen, schließlich müsste sich ein Konkurrenzberater erst in das jeweilige Unternehmen einarbeiten, was den Bestandskunden zumindest etwas an Foris bindet.

Insgesamt dürfte lediglich für Teile des Geschäftes ein robuster Wettbewerbsvorteil (insb. durch Skaleneffekte und „first mover“-Bonus) vorliegen, auf breiter Basis muss man mE aber bei zunehmender Konkurrenz von abnehmenden Margen und Kapitalrenditen ausgehen. Aufgrund des relativ geringen Fixkostenanteiles könnte man in einem solchen Zweifelsfall aber relativ flexibel reagieren und ggf. ohne große Verluste die eigene Geschäftstätigkeit reduzieren bzw. stärker fokussieren. Die Gefahr, dass der Wettbewerb stärker wird und die Rentabilität sinkt ist also zwar gegeben, jene, dass nur unter großen Verlusten und nennenswertem Zeitaufwand die Geschäftstätigkeit verändert wird aber nicht. Dies kann als starkes Indiz dafür gewertet werden, dass die Gesellschaft in Zukunft zumindest marginal profitabel bleibt, weshalb es nun in erster Linie auf den Zerschlagungswert ankommt.

Bewertung der assets

Nun einige Anmerkungen zu den einzelnen in der Schlussbilanz 2013 angeführten assets:

Der goodwill, resultierend aus dem Erwerb der Go Ahead GmbH, wird für diese Zwecke ignoriert, um in der Bewertung ein zusätzliches Sicherheitspolster einzubauen. Außerdem kann der goodwill naturgemäß nicht gesondert veräußert werden, in Zeiten wirtschaftlicher Schieflage ist er selbstverständlich wertlos.

Die Position Sachanlagen iHv 2,7 MEUR umfasst hauptsächlich die Liegenschaft Schumacher-Straße 18-20 in Bonn Gronau (inkl. Grund), wo auch der Firmensitz liegt. Im Geschäftsbericht wird davon gesprochen, dass 1800 m² Nutzfläche dort vorhanden sind. Laut wikipedia ist Gronau ein Stadtviertel mit vielen historisch wertvollen Bauten und es ist geplant, durch entsprechende Erneuerungen dieses Viertel ab 2015 zu verbessern. Die Liegenschaft liegt in der Nähe des Rheinufer und in unmittelbarer Nähe zu mehreren wichtigen Knotenpunkten wie z.B. ein internationales Konferenzzentrum (dessen Besucherzahlen durch die Erneuerungen vervielfacht werden sollen), einem größeren Park, einer U-Bahn-Anbindung, etc. Aus der Ferne konservativ bewertet müsste diese Liegenschaft inklusive Grundstück einen Verkehrswert von 5 MEUR aufwärts besitzen, bilanziert wird sie logischerweise zu fortgeführten Anschaffungs- und Herstellungskosten.

Die Position „Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien“ umfasst die vermietete Nachbarliegenschaft Schumacher-Straße 22 mit einer Nutzfläche von 988m², die laut Gutachten bereits einen Verkehrswert von 2,8 MEUR besitzen soll.

Die Position „Forderungen“ iHv 4,3 MEUR beinhaltet bereits Wertberichtigungen, um hier ein zusätzliches Sicherheitspolster einzubauen, veranschlage ich diese mit 80% des Buchwertes, d.h. mit 3,4 MEUR.

Der Posten „Vorräte“ umfasst einerseits Anzahlungen für Prozessfinanzierungen (abzüglich Berichtigungen) iHv 2,8 MEUR, die ich ebenfalls mit 80% des Buchwertes oder 2,24 MEUR ansetze und andererseits bereits gegründete und einbezahlte Vorratsgesellschaften, die mit dem vollen Buchwert gezahlt werden können (ca. 1 MEUR). Die Cashposition macht wie bereits erwähnt 2,2 MEUR aus.

Aufsummiert ergibt das einen Bruttoliquidationserlös von ca. 16 MEUR, wovon die Verbindlichkeiten iHv 2,5 MEUR abgezogen werden und ein Nettoliquidationserlös von zum allermindesten 13,5 MEUR verbliebe.

Dieser fiktive Liquidationserlös kann meines Erachtens für die jeweilige Momentaufnahme bei einer grundsätzlich profitablen Gesellschaft als Begrenzung für das maximale Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes dienen. Unter der Prämisse, dass das operative Geschäft zumindest marginal positiv bleibt, sollte der Marktwert des Unternehmens eigentlich rational betrachtet nicht nachhaltig unter diese Grenze sinken, da die Gesellschaft sonst eingestellt, abgewickelt und zumindest dieser Liquidationswert realisiert werden könnte.

Sonstiges

Dieses Kapitel dient zur Erörterung verschiedenster individueller Faktoren die den Wertfindungsprozess in irgendeiner Weise (positiv oder negativ) beeinflussen könnten. Ich kann hier logischerweise trotz gewissenhafter Recherche keinesfalls Anspruch auf Vollständigkeit erheben.

Über das Management kann nicht viel gesagt werden, außer dass zumindest in den letzten Jahren Maßnahmen zur Steigerung des Wertes je Aktie ergriffen wurden, indem teils sehr umfangreiche Aktienrückkäufe getätigt wurden. Insgesamt wurden beispielsweise 2012/13 allein schon weit über 10% des Grundkapitals erworben und eingezogen. Da das laufende Geschäft wie erörtert kaum Reinvestitionsbedarf aufweist, könnte auch in Zukunft bei entsprechenden positiven Cashflows an solche Maßnahmen gedacht werden, was deutliches Potenzial für Marktpreissteigerungen je Aktie in sich beinhalten kann (selbst bei absolut betrachtet stagnierendem Geschäft).

Die Aktionärsstruktur zeigt, dass ein signifikanter freefloat (>50%) besteht, sowie einige größere Einzelaktionäre im Bereich von 3% und 15%. Ein Paket im Umfang von 10% wird vom Aufsichtsratsvorsitzenden Dr. Kollmann gehalten.

Im Vorjahr versuchte die Deutsche Balaton AG, eine mittlerweile schon lange profitabel und professionell wirtschaftende Investmentgesellschaft mit Fokus auf mittel- und langfristige Beteiligungen ein Paket von bis zu 24% der Foris im Wege eines öffentlichen Angebotes zu erwerben, und zwar zum Preis von 2,50 EUR je Aktie. Basierend auf der damals ausstehenden Aktienzahl ermittelte ein gut informierter Value Investor also einen für sich selbst günstigen Wert von 14,5 MEUR für das Unternehmen. Das kann als Indiz dafür gewertet werden, dass der tatsächliche faire Wert des Unternehmens signifikant darüber liegen könnte. Das Angebot in Höhe von 2,50 EUR je Aktie wurde kaum angenommen, die Dt. Balaton konnte lediglich ein halbes Prozent des Grundkapitals erwerben, was bedeuten kann, dass vor allem die gut informierten Großaktionäre den Wert des Unternehmens ebenfalls wesentlich höher einschätzen.

Einschätzung des Unternehmenswertes

Zunächst sei auf die Ausführungen zum dauerhaften Wettbewerbsvorteil zurückverwiesen, wo ich meine Einschätzung dahingehend zum Ausdruck gebracht habe, dass ein solcher für weite Teile des Unternehmens nicht vorliegen dürfte. Lediglich in einigen Bereichen könnte also eine überdurchschnittliche Kapitalverzinsung auf Dauer erwartet werden. Auf der anderen Seite wurde erörtert, dass keine Faktoren erkennbar sind, die nicht zumindest eine gewisse Profitabilität des Unternehmens auf absehbare Zeit nahelegen. Daraus folgt, dass ich den Wert des Unternehmens zusammengesetzt aus zwei Komponenten beurteile, zum einen aus der Höhe der nicht betriebsnotwendigen Assets (in diesem Fall die Immobilien) und zum anderen eine marginale bis maximal durchschnittliche Ertragskraft des operativen Geschäfts.

In Bezug auf die Assets können hier mE die Immobilien in Höhe von 7,8 MEUR sowie die Cashreserven mit 2,2 MEUR, insgesamt also 10 MEUR angesetzt werden. Diese beiden Posten könnten theoretisch entnommen und das operative Geschäft auch ohne sie weiterbetrieben werden. Außerdem bieten die Immobilien, so sie nicht veräußert werden, deutliches zusätzliches verstecktes Wertsteigerungspotenzial, welches aufgrund der Rechnungslegungsvorschriften nicht in der GuV abgebildet wird.

Was die Bewertung der Ertragskraft des operativen Kernsegmentes anbelangt, so ist dies wesentlich schwieriger und unsicherer. Der in der Theorie gängige Ansatz des Discounted Cashflow Models bietet meiner Meinung nach hier überhaupt keinen Mehrwert, hauptsächlich weil die kommenden Cashflows aufgrund der Volatilität des Geschäfts in der Prozessfinanzierung nicht geschätzt werden können. Vielmehr möchte ich mich auf Schätzungen des Managements stützen, sowie aufgrund der Tatsache, dass keine Indizien vorliegen, die auf ein dauerhaftes Abfallen der Ertragslage unter das mittlere Niveau der Vergangenheit schließen ließen, auf bereits berichtete Gewinne.

Als Ausgangspunkt kann hier zunächst die Aussage des Managements dienen, das von einem mittleren ROE von 10% ausgeht, was bezogen auf den momentanen Buchwert des EK eine Ertragskraft von 1,9 MEUR per anno bedeuten würde. Im Mittel lagen die Erträge der Vergangenheit auch ungefähr dort.

In den letzten 6 Jahren wurden insgesamt 8,6 MEUR an operativem Cashflow generiert, die jeweiligen Cashflowrechnungen lassen Kapitalaufwendungen (großzügig geschätzt) von 150 TEUR pro Jahr anfallen, bzw. 0,9 MEUR insgesamt in diesem Zeitraum. In den Jahren 2010

und 2011 wurde wie geschrieben zusätzlicher Aufwand auf die neue Immobilie getätigt, dieser Sondereffekt ist für mich im positiven Sinne zu eliminieren. Somit wurden in 6 Jahren 7,7 MEUR an free cashflow generiert (ca 1,3 MEUR pro Jahr)

Da ich mich dazu entschlossen habe, operatives Geschäft und nicht betriebsnotwendige Assets gesondert zu bewerten, muss dieser laufende Betrag noch um die wegfallenden Mieterträge reduziert werden. Konservativ auf Basis der vorliegenden Informationen geschätzt müsste die bereinigte operative Ertragskraft des Unternehmens bei mindestens 0,8 bis 1 MEUR pro Jahr liegen. Angesichts des momentan sehr niedrigen Zinsumfeldes, des wenig kapitalintensiven Geschäfts, der bereits etablierten Marktposition/Reputation, der besonders starken Finanzposition, des möglichen Ertragssteigerungspotenziales im Falle einer Zunahme der M&A-Tätigkeit und der vorhandenen Kundenbeziehungen erachte ich ein Gewinnmultipel von mindestens 12 für gerechtfertigt.

Daraus resultiert ein Wert der bereinigten operativen Ertragskraft von zumindest 9,6 bis 12 MEUR und ein *gesamter Unternehmenswert von mindestens 19,6 MEUR* inklusive der gesondert bewerteten Assets. Etwas extensiver gerechnet könnte man auf einen noch höheren Wert schließen, und zwar dann wenn die Einschätzung des Managements in Bezug auf die 10% ROE zutreffen, sich sohin eine mittlere Ertragskraft von ca. 1,9 MEUR p.a. ergäbe. Hierzu wäre dann noch die versteckte Wertsteigerung der miterworbenen Immobilien zu zählen, welche in etwa mit 3% p.a., bezogen auf den Verkehrswert der Liegenschaften ca. 0,25 MEUR ausmachen würde. Sohin käme man auf eine Gesamtertragskraft von 2,15 MEUR und bei einem gerechtfertigten Multipel von 12 auf einen *Unternehmenswert von 25,8 MEUR*.

Das Konzept der Margin of Safety gebietet wie bereits gesagt einen Kauf, wenn der Marktwert deutlich unter diesem „fairen Wert“ liegt, der genaue Abschlag hängt aber von der eigenen Einschätzung dieser Prämissen ab und muss von jedem Investor eigenständig selbst entschieden werden.