

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: Rosenbauer AG

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. 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 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

Hier sieht man einige Kennzahlen betreffend die finanziellen Stabilität, wie ich sie selbst berechnet habe (es kann sein, dass die Werte aufgrund von Rundungsdifferenzen und/oder anderen Berechnungsvarianten von den Angaben des Konzerns selbst abweichen – so mir diesbezüglich etwas auffällt, werde ich darauf eingehen):

	2009	2010	2011	2012	2013
EK-Quote	32.50%	42.70%	40.04%	38.80%	45.06%
Gearing	42.00%	20.16%	42.66%	56.55%	26.20%
Sachinvestitionsquote	88.89%	25.71%	84.62%	350.00%	30.49%
Wachstumsquote	2.46	1.29	1.38	1.56	2.50
Umlaufintensität	79.95%	78.12%	79.81%	80.14%	75.66%
Anlageintensität	20.05%	21.88%	20.19%	19.86%	24.34%
Anlagendeckungsgrad I	162.07%	195.16%	198.34%	195.35%	185.15%

Als erstes fällt auf, dass sich die EK-Quote innerhalb der letzten Jahre verbessert hat. Auch die Zehnjahresübersicht aus dem GB 2013 zeigt eine solche Entwicklung. Das ist vorerst positiv zu werten. Das gearing hat sich auch reduziert, eine Netto-Cashposition war aber trotzdem nie vorhanden, weder im 5 Jahres-Betrachtungszeitraum noch im 10 Jahres-Rückblick aus dem GB. Ich habe für meine Kennzahlen zum gearing nur die Finanzverschuldung herangezogen, während der Konzern in seinen Berechnungen offenbar etwas inkonsistent zu sein scheint: wird im 10 Jahres-Rückblick im GB auf Basis Ende 2013 eine gearing ratio von 25,9% (ohne Rundung ungefähr das was ich auch annehme) angegeben, so lag diese Kennzahl im selben Zeitpunkt laut einer Investorenpräsentation (abrufbar auf der homepage des Konzerns) bei knapp 80%. Leider wird nicht angegeben, wie sich diese Kennzahl berechnete, ganz klar ist allerdings, dass im Rahmen der Investorenkonferenz mehr Verbindlichkeiten einbezogen wurden als im GB.

Aufgrund des relativ üppigen Wachstumskurses (sh. Wachstumsquote als Verhältnis von Investitionen zu Abschreibungen und der Sachinvestitionsquote als Verhältnis zwischen betrieblichem Cashflow und Sachinvestitionen) könnte die EK-Quote etwas höher und die Finanzverschuldung niedriger sein. Soweit ich das verstanden habe, ist man teilweise von einigen größeren Aufträgen abhängig, die sich manchmal verzögern können, insofern wäre es besser, noch konservativer finanziert zu sein. Allerdings wird darauf hingewiesen, dass Stornos aufgrund der öffentlich-rechtlichen Rechtspersönlichkeit der Auftraggeber seltener vorkommen.

Positiv ist auch der Anlagendeckungsgrad I mit ständig über 100%, was bedeutet, dass sämtliche Gegenstände des Anlagevermögens mit Eigenkapital durchfinanziert sind. Auch der (hier nicht abgebildete) Anteil immaterieller Anlagegegenstände ist bei einem niedrigen 1-stelligen Prozentsatz und somit vernachlässigbar.

Das Geschäftsmodell der Rosenbauer AG ist offensichtlich sehr umlaufintensiv, zumindest drei Viertel der Vermögensgegenstände stellen Umlaufvermögen dar. Ein Blick auf die (nachstehend dargestellte) Vorratsintensität (zwischen 38,7 und 40,5% der Bilanzsumme) zeigt, dass der größte Posten im UV die Vorräte sind. Die zeitliche Entwicklung dieser Vorratsintensität zeigt außerdem eine etwas ansteigende Tendenz innerhalb der letzten 5 Jahre.

	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidität I. Grades	4.12%	8.15%	6.21%	5.78%	7.18%
Liquidität II. Grades	74.71%	85.93%	79.66%	76.89%	74.87%
current ratio	144.71%	174.81%	161.02%	154.22%	161.03%
Vorratsintensität	38.67%	39.72%	40.32%	40.18%	40.48%

Für meinen Geschmack ist die Liquidität I. Grades zu gering (d.h. der Anteil liquider Mittel an den kurzfristigen Verbindlichkeiten), insbesondere unter dem Gesichtspunkt dass zum Ende 2013 62 MEUR als kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten ausgewiesen waren (die hauptsächlich Produktions- und Kontokorrentkredite betreffen). Auch die current ratio ist aufgrund der hohen Vorratslastigkeit etwas mit Vorsicht zu genießen. Insbesondere jene Vorräte die hochspezialisiert sind (z.B. Feuerwehrautos, die als Auftragsfertigung an Kundenwünsche individuell hergestellt wurden) können u. U. Wertberichtigungsbedarf verursachen, wenn ein Auftrag stockt oder gar ausfällt.

Das Umlaufvermögen lag im fünfjährigen Betrachtungszeitraum zwar immer über den Gesamtverbindlichkeiten, wie schon erwähnt relativiert sich dieses Kriterium aber etwas durch die hohe Vorratslastigkeit.

Hinsichtlich der finanziellen Verbindlichkeiten ist zu sagen, dass diese wie erwähnt hauptsächlich kurzfristige Kontokorrent- und Produktionskredite betreffen. Ich habe auf die Schnelle allerdings keine Informationen darüber gefunden, an welche Kriterien die Gewährung der Kontokorrentkreditlinien geknüpft sind. Vom Fälligkeitsprofil her sind alle Finanzverbindlichkeiten de facto unter einem Jahr ausgewiesen.

Weiters existieren aus operating leasing Vereinbarungen ca 24 MEUR Verbindlichkeiten, die aufgrund ihrer Rechtsnatur nicht passiviert sind. Die dargestellten Kennzahlen würden sich nicht extrem verschlechtern.

Alles in allem würde ich die finanzielle Stabilität als zufriedenstellend, aber keinesfalls als hervorragend bezeichnen. Insbesondere der geringe Liquiditätsstand in Relation zu Umsatz, Wachstumskurs und Höhe der finanziellen Verbindlichkeiten gefällt mir nicht.

Anmerkungen zum Geschäftsmodell

Die Rosenbauer AG ist ein Feuerwehrlieferer. Man produziert verschiedenste Arten von Feuerwehrautos, Löschsystemen, Drehleitern, sonstigen Ausrüstungsgegenständen, etc. Laut dem GB 2013 ist man – gemessen am Umsatz - der größte Feuerwehrausstatter der Welt. Hinsichtlich der Geschäftssegmente wird geographisch differenziert, wobei auf die Produktion abgestellt wird und aus dem jeweiligen Produktionsstandort auch exportiert wird. Es wird hier unterschieden nach

- Österreich (mit Abstand der größte Umsatzanteil, ca. 2/3)
- USA
- Deutschland
- übriges Europa
- Asien.

Betreffend die Geschäftsbereiche (d.h. die Produktgruppen) differenziert man in:

- *Fahrzeuge (70% des Umsatzes)*: hier werden hinsichtlich der Normierung europäische und amerikanische Typen unterschieden. Diese unterscheiden sich hauptsächlich durch Bauweise (Größe, Gewicht, Kompaktheit). Die Nutzungsdauern der Fahrzeuge liegen je nach Einsatzbereich zwischen 15 und 25 Jahren, bevor sie erneuert werden müssen.
- *Hubrettungsgeräte (10%)*: Diese werden zur Menschenrettung aus großer Höhe eingesetzt. Hier gibt es einerseits Bühnen und andererseits Drehleitern.
- *Feuerlöschsysteme (3%)* : Hierunter fallen Pumpen, Werfer, elektronische Steuerungen, Zumischsysteme, etc. Dies ist die ursprüngliche Kernkompetenz des Konzerns. Wenige Fahrzeughersteller produzieren hier selbst.
- *Ausrüstung (11%)*: Unter dieser Kategorie werden alle möglichen Arten von Stiefeln, Handschuhen, sonstiger Schutzbekleidung, etc. vertrieben.
- *Business Development*: vom Anteil am Gesamtumsatz her ist dieser Bereich sehr klein. Es werden neue Kompetenzen erschlossen, wie z.B. der betriebliche Brandschutz (automatische Anlagen, Beratung, etc.) und auch die Telematik (Systeme zur automatischen Unterstützung im Einsatz und bei der Wartung).
- *Customer Service (5%)*: Das Wartungssegment des Konzernes, in dem (hauptsächlich über Vertragspartner) Reparaturen und Modernisierungen angeboten werden.

Das Unternehmen liefert in seinem Geschäftsbericht auch einige Informationen darüber, wovon der Absatz der eigenen Produkte (d.h. der Umsatz) abhängt:

- Ein Faktor ist die Verfügbarkeit von öffentlichen Budgets in den jeweiligen Märkten. Besteht eine Tendenz zu Einsparungen, schlägt das auch auf das Beschaffungsverhalten der Feuerwehren durch.
- Daneben spielt der Modernisierungsbedarf eine große Rolle. Hier erwähnt das Unternehmen vor allem Regionen wie den Nahen Osten, wo derzeit auch keine großen Probleme mit den Budgets zu spüren sein dürften. In diesem Zusammenhang finde ich eine Anmerkung im GB interessant, nämlich dass das Durchschnittsalter der Fahrzeuge in Deutschland derzeit schon bei 19 Jahren liegt. Hier kann in absehbarer Zeit enormer Modernisierungsbedarf entstehen (allerdings ist der Markt in D laut Unternehmen ziemlich hart umkämpft).
- Ein allgemeine und gültige Aussage ist weiters, dass überall wo unlängst größere Katastrophen, Unsicherheiten, Terroranschläge, etc. stattgefunden haben, sich dies auf das Sicherheitsbedürfnis und damit auch auf die Ausgaben für einschlägige Ausrüstung auswirkt.

Auf der Aufwandsseite sind die größten Positionen prozentuell betrachtet der Materialaufwand (mit deutlich über 60%), während der Personalaufwand zwischen 18 und 20% schwankt. Hinsichtlich der Beschaffung wird darauf hingewiesen, dass der Konzern vor allem Aluminium benötigt (wo man derzeit von niedrigen Preisen profitiert), während aufgrund der Montagelastigkeit der Produktion kaum signifikante Abhängigkeit von Energiepreisen besteht. Hinsichtlich der Zulieferer scheint es so zu sein dass viele Bauteile standardisiert (und somit substituierbar) sind. Ein wichtiger zuzukaufender Bauteil in Europa ist das vorgefertigte Fahrgestell, das meistens von MAN zu kommen scheint. In den USA werden diese Bauteile selbst gefertigt.

Im wichtigsten Produktbereich, den Fahrzeugen, weist man zum Q1 2014 (lt. Investorenpräsentation von der Homepage) einen Marktanteil von 19,2% auf und ist Weltmarktführer. Danach kommen Hersteller wie Pierce Oshkosh (USA), Morita (Japan) und IVECO (Deutschland).

Insgesamt scheint es sich um ein sehr robustes Geschäftsmodell zu handeln, bei dem die Nachfrage nicht dauerhaft völlig abebben wird – freilich kann es temporär (über einige Jahre) signifikante Schwankungen geben, insbesondere wenn durch Sparmaßnahmen Erneuerungsinvestitionen aufgeschoben werden. Völlig versiegen wird der Bedarf an Feuerwehrausrüstungsgegenständen allerdings nicht, viel zu umfangreich sind die Aufgaben und Herausforderungen die mittlerweile an Feuerwehren rund um den Erdball gestellt werden. Flughäfen werden weiterhin von Bedeutung sein, folglich muss es eine halbwegs gut ausgerüstete Flughafenfeuerwehr geben, Überschwemmungen, Brände, Verkehrsunfälle und diverse sonstige Menschenrettungen erfordern ebenfalls gut ausgerüstete Feuerwehren.

Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil

Zunächst fällt auf, dass die Rentabilitätszahlen (insb. ROE) des Unternehmens über Jahre hinweg konstant gut bis sehr gut waren.

Rentabilität	2009	2010	2011	2012	2013
ROE	11.18%	28.83%	22.76%	20.67%	15.38%
Umsatzrendite	3.23%	6.71%	6.09%	4.96%	4.07%
EBIT-Marge	5.44%	8.39%	7.75%	6.05%	5.69%
Kapitalumschlag	176.15%	197.29%	151.78%	148.96%	177.83%
ROA	7.31%	14.56%	10.36%	8.31%	8.19%

Hierzu muss erst einmal angemerkt werden, dass die Kennzahlen, die der Konzern liefert, (teilweise drastisch) abweichen. Für den selben Zeitraum 09 bis 13 gab man für den ROE beispielsweise Werte zwischen 23,4 und 42,8% an. Die 42,8% wurden im Jahr 2010 erzielt. Ein Blick in den Jahresabschluss von damals zeigt, dass ein Konzernjahresüberschuss von knapp 40 MEUR erwirtschaftet wurde, wovon über 8 MEUR auf die Minderheitsgesellschafter entfielen. Zum Jahresanfang 2010 lag der Anteil der Minderheiten am Eigenkapital bei ca 15 MEUR. Deren ROE im Jahr 2010 betrug also über 50%, d.h. jene konsolidierten Gesellschaften, an denen die Konzernmutter nicht alle Anteile am Grundkapital hält, sind höher rentabel und verzerren den ROE. Die Eigenkapitalrentabilität nach Minderheiten (also jene Zahl die für die Aktionäre relevant ist) ist um einiges niedriger, aber trotzdem noch sehr zufriedenstellend. Es existieren also durchaus Indizien dafür, dass Rosenbauer einen „moat“, d.h. einen Wettbewerbsvorteil, in irgendeiner Art und Weise besitzen kann. Nachstehend gibt es einige Überlegungen, wo dieser „moat“ liegen bzw. noch vertieft werden könnte.

Aus dem Geschäftsbericht geht hervor, dass die Feuerwehrfahrzeuge am europäischen Markt sich teils ziemlich drastisch vom amerikanischen Markt unterscheiden, was normativen Umständen geschuldet ist. Daraus folgt, dass gewisse Eintrittsbarrieren in den jeweiligen Markt für auswärtige Produzenten existieren, die Rosenbauer mit einer eigenen Gesellschaft in den USA schon überwunden hat.

Ich bin bei weitem kein Experte mit Feuerwehrfahrzeugen und – ausrüstung, kann mir aber als Laie gut vorstellen, dass es eine gewisse Zeit dauern wird, um sich mit einem Feuerwehrfahrzeug eines gewissen Typs zurecht zu finden. Gerade aufgrund der relativ bargain – Unternehmensbewertung

langen Lebensdauer der Fahrzeuge werden Gewöhnungseffekte entstehen. Die Wahrscheinlichkeit, dass nach Ausmusterung eines alten Fahrzeuges wieder ein neues von demselben Hersteller gekauft wird, um nicht die Feuerwehrleute auf einen anderen Typ einschulen zu müssen, dürfte also relativ hoch sein. Insgesamt liegt derzeit der Bedarf an Feuerwehrfahrzeugen weltweit bei 16 Tsd Stück p.a., der Gesamtumsatz liegt irgendwo zwischen 3 und 4 Mrd. EUR. Das kann durchaus als Nischenmarkt gesehen werden, in dem Rosenbauer als besonders stark vernetzter Anbieter und Weltmarktführer Wettbewerbsvorteile genießt. Mit einem Marktanteil von >19% besteht noch genügend Potenzial, Marktanteile von (schwächeren, v.a. lokalen) Konkurrenten abzugreifen.

Weiters gehe ich davon aus, dass über das sehr stark ausgeprägte Vertriebsnetz und die enge Verbindung mit den Kommunen, die über die Jahrzehnte gewachsen sind, Skaleneffekte in Bezug auf die sonstigen Angebote des Rosenbauer-Konzerns (vor allem die Ausrüstung) existieren. Ein kleinerer Anbieter von z.B. Feuerwehrstiefeln, der keine Fahrzeuge oder ähnliche, umsatzmäßig größere Produkte vertreibt, kann diese Dinge mit Sicherheit nicht so günstig anbieten, wie Rosenbauer.

Im Service profitiert man auch von einer wachsenden Auslieferungszahl von Fahrzeugen. Je mehr Rosenbauer-Fahrzeuge ausgeliefert und verkauft werden, desto größer wird das Umsatzpotenzial aus diesem Geschäftsbereich.

Auf den ersten Blick sieht man schon das eine oder andere Charakteristikum eines moats, also eines dauerhaften Wettbewerbsvorteils bei diesem Unternehmen, der es ermöglichen sollte, auch in Zukunft überdurchschnittliche EK-Renditen (zumindest >10% bei relativ konservativer Finanzierung) zu erwirtschaften.

Bewertung der assets

Zunächst sei wie gewohnt eine Bewertung auf Liquidationsbasis vorzunehmen. Wie schon in den anderen Analysen (z.B. Foris, MMK, Do&Co) angerissen sehe ich den Nettoliquidationserlös eines Unternehmens als gewisse Risikobegrenzung für mögliche Kapitalverluste da es rational nicht begründbar ist, dass die Marktbewertung für ein profitables Unternehmen dauerhaft unter seinen Liquidationswert fällt (temporär sind solche Anomalien natürlich denkbar). Selbstverständlich sollen die nachfolgenden Ausführungen nicht dahingehend missverstanden werden, dass ein Verkauf des Unternehmens im Ganzen unter der Prämisse seiner Fortführung nicht mehr Erlösen könnte. Es geht hier lediglich um die konservative Ermittlung des Zerschlagungswertes.

Auf Basis der Quartalszahlen zum 31.03.2014 sind folgende Assets vorhanden:

UV

- Cash 14,3 MEUR
- Forderungen 128 MEUR
- Fertigungsaufträge 66,5 MEUR
- Vorräte 184,5 MEUR

Da die Kunden hauptsächlich öffentliche Körperschaften sind, fühle ich mich sicher genug, wenn ich keine Diskontierung für etwaige Ausfälle bei den Forderungen annehme. Da außerdem Auftragsfertigung stattfindet, bin ich auch der Meinung, dass die Vorräte werthaltig und zumindest um diesen Preis verkaufbar sind.

Gesamt UV also: 393,3 MEUR

AV

- Latente Steuern 4 MEUR
- Sachanlagen 89 MEUR; hievon sind ca 10 MEUR Grundstücke (teils unbebaut), die wahrscheinlich deutlich mehr wert sind als der Buchwert (ein wesentlicher Teil dieser Grundstücke war auch schon 2004 im Jahresabschluss ausgewiesen). Hinsichtlich der Gebäude wird es nicht verkehrt sein, den Buchwert anzunehmen, in Bezug auf die sonstigen Maschinen und Anlagen bin ich konservativ unterwegs und verwende als Liquidationswert die Hälfte des Buchwerts. Insgesamt ergäbe das eine Diskontierung der Sachanlagen um 14 MEUR auf 75 MEUR.

→ Assoziierte Unternehmen 8 MEUR: da der Anteil der Rosenbauer an den joint ventures lt. GuV in den letzten beiden Jahren 2 respektive 2,8 MEUR ausgemacht hat, wird es wahrscheinlich nicht falsch sein, diese mit 20 MEUR zu bewerten.

Gesamt AV (ex immaterielles): 99 MEUR

Gesamt Bruttoerlös: 492,3 MEUR

Gesamtverbindlichkeiten Bilanz: 309 MEUR zzgl. 24 MEUR operating leasing (auf Basis Ende 2013); zzgl. Minderheiten iHv 19 MEUR sind insgesamt 352 MEUR;

Nettoliquidationserlös mindestens 140,3 MEUR bzw. >20 EUR je Aktie

Ich möchte nicht dahin missverstanden werden, dass ich glauben würde, Rosenbauer sei in einem Verkauf nicht mehr wert. Was ich getan habe ist eine Bewertung im Falle einer Liquidation bzw. Zerschlagung vorzunehmen. Wie schon eingangs erwähnt erachte ich diesen fiktiven Liquidationserlös als Untergrenze (quasi ein zusätzlicher Sicherheitspolster), unter den der Aktienkurs rational begründet nicht fallen sollte, sofern das Unternehmen zumindest marginal profitabel bleibt. Kein Unternehmen kann aus meiner Sicht langfristig „tot mehr wert als lebendig“ sein, wenn es keine Verluste macht. Insofern scheint das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes derzeit selbst bei deutlich sinkender Profitabilität nach unten hin zum allermindesten mit diesem Betrag begrenzt. Bei dauerhaften operativen Verlusten, die diesen Wert schmälern sieht die Situation freilich anders aus und wäre eine Neubewertung erforderlich.

Sonstiges

Hier wird in zufälliger Reihenfolge eine Anzahl weiterer Informationen dargeboten, die unter Umständen für das Unternehmen relevant sein könnten.

Hauptaktionär der Gesellschaft ist die Familie Rosenbauer mit 51%, 5% werden von einem institutionellen Investor in Frankreich gehalten, der Rest (44%) sind Streubesitz.

Die variable Vorstandsvergütung ist an das Vorsteuerergebnis gekoppelt, was mir im Vergleich zu anderen Gesellschaften, wo die Boni an Umsatzwachstum, EBIT oder gar an die Dividendenausschüttung gekoppelt sind, gut gefällt.

Die unterjährige Finanzberichterstattung schwankt sehr stark. Das erste Quartal ist geprägt von großen Kontokorrentkreditaufnahmen, die die Investitionen ins working capital finanzieren. Weiters wird jener Vorratsbestand aufgebaut, dessen Auslieferung vor allem in der zweiten Jahreshälfte (insb. im Q4) vonstatten geht und dann als Umsatz verbucht wird.

Im April 2014 erhielt man einen Großauftrag aus Saudi-Arabien im Umfang von ca 150 MEUR. Generell ist der Auftragsbestand auf relativ hohem Niveau und scheint daraus eine Vollauslastung für die nächste Zeit gewährleistet.

Es existieren immer wieder rechtliche Streitigkeiten, insbesondere Kartellverfahren, für die Rückstellungen gebildet werden müssen. Während des Q1 2014 hat es eine weitere Klage gegeben, von der noch nicht absehbar ist, ob aus ihr Zahlungsverpflichtungen entstehen können, weshalb noch keine Rückstellung besteht. Das muss beobachtet werden.

Aufgrund der Signifikanz des USA-Geschäfts spielt das Wechselkursverhältnis USD-EUR eine gewisse Rolle. Steigt der Dollar in Relation zum Euro, hat das USA-Geschäft (wenn es in USD abgerechnet wird) größeren Einfluss auf das Konzernergebnis und vice versa.

Die beiden großen at-equity-Beteiligungen lt. Bilanz betreffen ein Russland-Jointventure (mit 49% Anteil) und eines in Spanien mit 50% Anteil.

Einschätzung des Unternehmenswertes

Hinsichtlich der Bewertung des aktuellen Ertragsniveaus möchte ich von den Prognosen des Managements ausgehen, wonach mit einem Umsatz auf Vorjahresniveau (ca. 740 MEUR) gerechnet werden kann. Zusätzlich wird eine höhere Profitabilität mit einer EBIT-Marge zwischen 6 und 7% gerechnet. Letztendlich hängt also das momentane Ertragsniveau ziemlich stark davon ab, wie sich das Management damit anstellt, die Margen zu steigern.

Zunächst möchte ich einen Versuch machen, ein „faïres“ KGV zu ermitteln. Für eine genauere Bestimmung, wie das funktioniert sei auf meine Analysen zu Do&Co und MMK verwiesen sowie außerdem auf das Buch „Unternehmensbewertung und Kennzahlenanalyse“ von Nicolas Schmidlin.

- Mein Sockelwert beträgt derzeit (wie in früheren Analysen abhängig vom Zinsniveau) ca 11,8.
- Die finanzielle Stabilität ist zufriedenstellend, aber nicht hervorragend, von daher vergebe ich nur einen halben Zusatzpunkt.
- Die Marktposition ist sehr gut, aber es existieren im Feuerwehrautosegment ein paar Mitbewerber die einmal gefährlich werden könnten, von daher vergebe ich 1,5 von 2 Punkten.
- Die Rentabilität ist gut bis sehr gut (allerdings bei nicht ganz atemberaubender Finanzierung); 1 Punkt.
- Wachstumschancen sind für dieses Unternehmen durchaus intakt, aber nicht atemberaubend, daher 1 von 2.
- Für individuelle Faktoren vergebe ich einen halben Zusatzpunkt für den stabilen Kernaktionär.
- Das faire KGV beläuft sich somit auf *16,3 Punkte (16 abgerundet)*.

Die zu erwartenden EBITs bei drei verschiedenen Umsatz-Szenarien (720, 750 und 780 MEUR):

	Szenario			
	Umsatz (MEUR)	720	750	780
EBIT bei Marge	4%	28.8	30	31.2
	5%	36	37.5	39
	6%	43.2	45	46.8
	7%	50.4	52.5	54.6

Die Nettofinanzierungskosten (Zinsen – Finanzerträge – Ergebnis aus at equity) liegen derzeit (sofern sich nicht grob etwas ändert bei den Joint Ventures oder der Verschuldungsposition) konservativ gerechnet bei 1 MEUR. Das bedeutet, dass das EBT sich 2014 zwischen 42 und 53,6 MEUR bewegen könnte, falls das Management die Margenziele erreicht. Der Konzernperiodenüberschuss liegt dann bei 31,5 bis 40,2 MEUR, das Ergebnis nach Minderheiten wird (im Normalfall) dann ungefähr bei 27 bis 35 MEUR bzw. 4 bis 5 EUR je Aktie liegen.

Wenn ich noch ein schlechteres als das erwartete Szenario mit einbeziehe (Abfallen der EBIT-Marge auf 4 bis 5%, Umsatzrange wie oben; z.B. wenn die Eurokrise wieder aufflammt und viele Länder ihre Infrastruktur-Budgets kürzen müssen), würde sich bei gleichbleibenden Parametern das Ertragsniveau je Aktie auf 2,3 EUR (bei 4% Marge, 720 MEUR Umsatz und relativ hohem Minderheitenanteil) bis 4 EUR (bei 780 MEUR Umsatz und 5% Marge) je Aktie senken.

Kurzum: bei einem fairen KGV von 16 Punkten (nicht betriebsnotwendigen Cash gibt es eigentlich nicht, das unbebaute Grundstück lasse ich aus „Sicherheitsgründen“ außen vor) wird der Wert der Ertragskraft für das allerwahrscheinlichste Szenario (6% EBIT-Marge, 750 MEUR Umsatz) bei ca. 490 MEUR für die Rosenbauer AG liegen. Ich weiß allerdings noch nicht genug über das Unternehmen, um genauere Schätzungen abzugeben, allerdings gefällt mir das Geschäftsmodell dermaßen gut, dass ich die Aktie definitiv auf meine „watch- and learn about“ – Liste setzen werde.

Wie immer folgt an dieser Stelle der Hinweis, dass es jedem selbst überlassen bleibt, ab wann er ein Unternehmen als kaufenswert erachtet. Jedenfalls gebietet, das Konzept der „margin of safety“ dem konservativen Value Investor, dass er nur dann kauft, wenn der Marktpreis des untersuchten Unternehmens weit unter seinem vorsichtig und halbwegs verlässlich abgeschätzten inneren bzw. „fairen“ Wert notiert.