

# 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:** technotrans 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. Dürftig 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 technotrans AG verfügt derzeit über eine Eigenkapitalquote von ca 60%. Im Beobachtungszeitraum (2008 bis 2013) schwankte dieser Wert zwischen 45 und 63%, wobei eine eher aufsteigende Tendenz erkennbar ist.

Insgesamt sticht bei diesem Unternehmen ins Auge, dass sich die finanzielle Situation innerhalb der letzten Jahre gebessert hat. Die Nettofinanzverschuldung (sämtliche Finanzschulden – Liquidität im Verhältnis zu Eigenkapital) betrug im Jahr 2008 noch 34%, mit Stichtag 31.12.2013 liegt man unter 1%. Im Vorjahr 2012 hatte man bereits eine Netto-Cashposition.

Die goodwill-Quote liegt derzeit bei 13%, allerdings finden sich noch weitere immaterielle Anlagegegenstände in Höhe von ca 11% des EK in der Bilanz (diese werden im Rahmen der Bewertung der Assets noch näher untersucht). Dieser Wert hat eine ziemlich wechselhafte Entwicklung innerhalb der letzten Jahre erlebt, 2009 wurde der gesamte Firmenwert auf 0 gesetzt, nachdem eine Werthaltigkeitsprüfung ein impairment verlangt hatte, seit dem Geschäftsjahr 2011 beginnt diese Position wieder zu steigen (in diesen Jahren wurden einige Akquisitionen getätigt – mehr dazu später).

Sämtliche Liquiditätskennzahlen sind derzeit ausgezeichnet. Die Cashposition iHv 16,7 MEUR liegt über den gesamten kurzfristigen Verbindlichkeiten (Liquidität I. Grades > 100%). Überhaupt beträgt das Umlaufvermögen insgesamt fast das Eineinhalbfache der gesamten lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Das bedeutet, dass sämtliche Verbindlichkeiten innerhalb eines Jahres rückgeführt werden könnten, die Berechnung einer fiktiven Schuldentilgungsdauer erübrigt sich auch hier. Dieses Kriterium (UV > alle Schulden) war sogar im gesamten Beobachtungszeitraum gegeben.

Der Anlagendeckungsgrad I ist sehr zufriedenstellend (>100%), sämtliche langfristig im Unternehmen gebundenen Vermögensgegenstände sind zur Gänze mittels Eigenkapital finanziert. Auch dieses Kriterium war im Mehrjahreszeitraum immer erfüllt.

Die Finanzaufwendungen laut GuV betragen derzeit ca. 0,9 MEUR und sind im momentanen EBIT knapp 5 fach abgedeckt. Um maximale finanzielle Stabilität zu gewährleisten, könnte

dieser Wert etwas besser bzw. höher sein, aber es reicht, wenn der potenzielle Investor diese Entwicklung beobachtet.

Die Cashflowrechnung zeigt, dass in den letzten Jahren ordentlich Finanzschulden reduziert worden sind. Seit 2009 wurden 28 MEUR Schulden getilgt und nur 16 MEUR neu aufgenommen, für einen Saldo von 12 MEUR netto Schuldentilgung. Generell zeigt das Unternehmen immer solide operative und freie Cashflows, im Mittel (auf 6 Jahre umgelegt) wurden p.a. 3,85 MEUR free cashflow vor Akquisitionen erwirtschaftet.

Insgesamt kann man die finanzielle Stabilität der technotrans AG als durchwegs zufriedenstellend ansehen, vor allem zeitigt deren Dynamik eine zufriedenstellende Entwicklung im Mehrjahresvergleich. Lediglich der höhere Anteil an immateriellen Anlagegegenständen (goodwill und sonstige) stört geringfügig, sowie auch die steigende Tendenz des goodwill-Anteils in den letzten drei Jahren. Das Risiko eines dauerhaften und vollständigen Kapitalverlustes ist demnach unter gleichbleibenden Umständen äußerst gering.

## Anmerkungen zum Geschäftsmodell

Die technotrans AG sieht seine Kernkompetenz laut der Konzernhomepage im Bereich „Flüssigkeiten-Technologie“. Man produziert hier Feuchtmittelsysteme und Farbversorgungen für Druckmaschinen, industrielle Kühlsysteme, Maschinen zur Aufbereitung und Filtration von Kühlschmierstoffen (KSS), Beölungssysteme und Systemlösungen für Batteriekühlung. Branchen, die (ebenfalls laut homepage) beliefert werden sind Druckindustrie, die Laserindustrie, Stanz- und Umformtechnik, Werkzeugmaschinen, Energiespeicher sowie Medizin- und Scannertechnik. Man betreibt derzeit (Ende 2013) 22 Standorte und beschäftigt 777 Mitarbeiter.

Dem Konzernlagebericht 2013 zufolge ist das Unternehmen in zwei operative Segmente gegliedert: in das Segment „technology“ und in das Segment „services“.

### **Technology**

Derzeit werden hier 2/3 des Konzernumsatzes generiert. All die zuvor genannten Geräte, Anlagen und Systeme werden hier vertrieben. Hier sind auch zwei größere Töchter zugeordnet, nämlich die termotek AG (erworben 2011) und die KLH Kältetechnik GmbH (erworben 2013). Erstere bietet im Prinzip (stark vereinfacht) Kühlsysteme für Laser an, zweite vertreibt Industriekühlsysteme.

### **Services**

Das Segment „services“ unterstützt die Kunden, welche Anlagen gekauft haben, bei Montage und Wartung. Hier ist auch die Tochter gds AG zugeordnet, die Software und Lösungen für Technische Dokumentation anbietet. Beispielsweise gibt es das Programm docuglobe, welches ein Redaktionssystem für diese Technische Dokumentation ist, welche für Anlagenbauer gesetzlich verpflichtend ist. Daneben wird mit docuportal ein Internetportal für die Kunden angeboten, auf dem sich technische Fragen sowie Fragen bezüglich der fachlich korrekten Übersetzung der Dokumentation beantworten lassen. Laut der homepage des Unternehmens ist es unerlässlich, bei dieser Übersetzung auch auf kulturelle Eigenheiten je nach Absatzmarkt Bezug zu nehmen.



Die Geräte werden entwickelt, getestet, montiert und gewartet. Man weist auf eine geringe Fertigungstiefe hin, d.h. es werden höchst individuelle Geräte hergestellt und nur Teile der gesamten Wertschöpfungskette abgedeckt. Viele Teile werden also von speziellen Lieferanten zugekauft.

In der Druckindustrie beliefert man alle nennenswerten Druckmaschinenhersteller weltweit und verfügt hier über einen Marktanteil über 50%. Das Management selbst schreibt von „stagnierenden Umsätzen“ bzw. „moderatem Wachstum“ in den Schwellenländern. Dem Geschäftsbericht ist im Bereich „print solutions“ zu entnehmen, dass sukzessive immer weniger Druckmaschinen in Umlauf gebracht werden, auf denen dafür umso mehr gedruckt wird. Weiters findet eine immer stärkere Konsolidierung am Markt statt (immer weniger, dafür umso größere Drucker). Das bedeutet für mich, dass die Absatzseite der technotrans (nämlich die Druckmaschinenhersteller) erstens weniger Maschinen absetzen und zweitens die Verhandlungsmacht zunehmend auf die Seite der Drucker wandern wird. All das dürfte auch Zulieferer von Druckmaschinenherstellern „unter Druck“ setzen, wenn das Wortspiel erlaubt ist. Zum Ausgleich möchte man in anderen Bereichen stärker wachsen, weshalb seit 2010 eher dort der Fokus liegt (darum offenbar auch der Erwerb der beiden Töchter).

In der Laserindustrie ist der größte Kunde die Trumpf Laser GmbH, in der Werkzeugmaschinenindustrie gibt es einige große Kunden wie bspw. DMG Mori Seiki, oder Index. Die Laserindustrie selbst kann in den nächsten zehn Jahren laut Geschäftsbericht enormes Wachstumspotenzial realisieren. Diese Zukunftsorientierung ist mE ein zweiseitiges Schwert. Insbesondere kann die Gefahr entstehen, dass sich relativ viele Mitbewerber von diesem attraktiven Markt angezogen fühlen und ein entsprechend hartnäckiger Preiswettkampf entsteht. Umso wichtiger wird es sein, hier potenzielle Alleinstellungsmerkmale zu etablieren.

Externer Einflussfaktor für das Geschäft allgemein ist in erster Linie die Investitionsbereitschaft der Zielkundengruppen. Wachsen möchte man außerdem über Akquisitionen. Von der operativen Strategie her versucht man große Marktanteile zu erwerben und sich auf global aufgestellte Großkunden zu fokussieren. Dadurch können laut Management Skaleneffekte genutzt werden. Die mittelfristige Zielsetzung lautet, den Umsatz auf das Niveau vor der Finanzkrise zu steigern (ca 150 MEUR).

Eine größere Rolle im Geschäft spielt auch die Forschung & Entwicklung. Ich persönlich bevorzuge Unternehmen, die Geschäfte betreiben, die wenig bis gar keine F&E benötigen. Einerseits läuft man dann nicht Gefahr irgendeine Technologieführerschaft zu verlieren, andererseits ist das Geschäft meistens als „Outsider“ leichter zu verstehen. Bei der technotrans AG schwankte die Entwicklungsquote (F&E-Aufwand in Relation zum Umsatz) in den letzten 6 Jahren zwischen 2 und 3,7%. Man besitzt zahlreiche Patente, allerdings gilt hier dasselbe wie zuvor gesagt: so etwas ist für einen Außenstehenden wie mich de facto unmöglich bewertbar.

Der anteilmäßig größte Aufwandsposten laut GuV sind die Umsatzkosten mit derzeit knapp 68,5%. Deren beiden größten Einzelpositionen sind der Materialaufwand und die Personalkosten. Bei beiden habe ich persönlich die Befürchtung, dass sie nicht besonders nachhaltig vom Unternehmen kontrolliert werden können. Der Großteil des Personals dürfte in diesem Geschäftsbereich hochqualifiziert, gut ausgebildet und nicht ohne weiteres ersetzbar sein. Hinsichtlich der Materialkosten stand vorher bereits zu lesen, dass viele Einzelteile von speziellen Lieferanten zugekauft werden. Daraus folgt für mich, dass diese Teile auch nicht ohne weiteres ersetzbar sind.

Der zweitgrößte Aufwandsposten laut GuV sind die Vertriebskosten mit derzeit ca 14%. Die beiden größten Unterkategorien hier sind wiederum Personal und Logistik. Für das Personal gilt aus meiner Sicht dasselbe wie bereits zu den Umsatzkosten ausgeführt wurde. Hinsichtlich der Logistik kann man noch eher davon ausgehen, dass diese Dienstleistung ersetzbar und der Preis somit verhandelbar ist.

Im Bereich der allgemeinen Verwaltungskosten (11,6% des Umsatzes) sind ebenfalls die Personalkosten der größte Punkt. Mangels besseren Wissens gehe ich davon aus, dass in diesem Segment am ehesten die Personalkosten noch kontrollierbar sind (zumindest hinsichtlich allgemeiner Bürotätigkeiten), wenngleich auch hier sicherlich viele Schlüsselkräfte sitzen – vor allem in der IT.

Alles in allem vertrete ich also wie schon angerissen die Auffassung, dass das Unternehmen in Bezug auf seine größten Aufwandspositionen nur über eingeschränkte Preissetzungsmacht verfügen dürfte.

Die bisherigen Erkenntnisse deuten für mich darauf hin, dass das Geschäftsmodell für mich zu komplex bzw. zu technologielastrig ist, um es halbwegs verlässlich abschätzen zu können. Insbesondere ist schwer prognostizierbar, wie sich die Nachfragesituation in den nächsten Jahren verändern wird, sowie welche F&E-Aufwendungen in Zukunft notwendig werden könnten (insbesondere wenn der Wettbewerb noch stärker zunimmt). Weiters gefällt mir die Fokussierung auf einige wenige, verhandlungsstarke Kunden nicht. Schließlich ist wie gesagt die schwierige Kontrollierbarkeit der Kosten möglicherweise ein Punkt. Daraus folgt für mich, dass ein Engagement derzeit – wenn überhaupt - nur als „asset play“ in Frage kommt, d.h. wenn der Liquidationswert offensichtlich über dem Marktwert des Unternehmens liegt.

## Suche nach einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil

Der Vollständigkeit halber möchte ich das Unternehmen trotzdem auf etwaige momentane Wettbewerbsvorteile durchleuchten, bzw. einige Anmerkungen dazu wagen, worin zukünftige Wettbewerbsvorteile liegen könnten.

Zunächst fällt auf, dass die EK-Rendite des Unternehmens in den letzten Jahren relativ schwach war. Sie bewegte sich zwischen einem negativen Bereich (Verlustjahre 2008 und 2009) und 8% (2011). Zuletzt lag sie bei 6,9% (allerdings kombiniert mit relativ hoher EK-Quote). Die EBIT-Margen liegen ebenfalls zwischen einem negativen Bereich und 5,9%, die Umsatzrendite liegt entsprechend darunter. Die Gesamtkapitalrentabilität lag in den letzten Jahren zwischen 4 und 6%. All diese Zahlen zeigen, dass derzeit definitiv kein dauerhafter Wettbewerbsvorteil mit Preissetzungsmacht vorhanden ist. Ein Blick weiter zurück in die Jahre vor der Krise (2005 bis 2007) zeigt dagegen, dass damals die Rentabilität bei ebenfalls sehr hoher EK-Quote sehr hoch war (ROE zwischen 16 und 20%).

Wo könnte derartiges in der Zukunft bei einem Unternehmen mit einem solchen Geschäftsmodell wieder entstehen? Diese Überlegung kann unter Umständen hilfreich sein, wenn man das Unternehmen auf seiner watchlist behält und in einigen Jahren noch einmal eine Analyse wagt.

Am ehesten sehe ich im Segment „services“ diesbezügliches Potenzial. Hat man eine entsprechende Kundenbasis aufgebaut, die beispielsweise alle das hauseigene System zur technischen Dokumentation nutzen (sh. gds AG), auf das offenbar auch eingeschult werden muss, so könnten aus diesem Umstand geringfügige Eintrittsbarrieren für neue Mitbewerber in Form von switching costs entstehen. Bestehende Mitarbeiter beim Kunden sind eben auf ein bestimmtes System eingeschult und es wäre teuer, diese umzuschulen. Neue Mitarbeiter können auch von den beschlageneren Mitarbeitern auf der bereits implementierten Software im Unternehmen unterrichtet werden. Ein neuer Mitbewerber müsste so seine Dienstleistung entsprechend billiger anbieten bzw. kostenlose Schulungen gewähren. Analog dazu scheint es sich mit der in der Branche offenbar üblichen sehr engen Bindung an den jeweiligen Kunden (durch Auftragsfertigungen) verhalten. Oft sind die Vertriebsmitarbeiter bestens in die Beschaffungsprozesse der Kunden eingebunden und vernetzt bzw. mit den Abläufen beim Kunden vertraut, insofern müsste sich jemand vom potenziellen Mitbewerber erst dort einarbeiten.

Daneben könnten mittelfristig technologische Wettbewerbsvorteile durch die F&E-Arbeit und die daraus resultierenden Patente aufgebaut werden. Der einschlägigen Investment-Literatur ist allerdings (zurecht) zu entnehmen, dass „moats“ (also Wettbewerbsvorteile) auf Basis der Technologieführerschaft eher unattraktiv sind, da diese meist vergänglich bzw. schwer einschätzbar und auch kostspielig aufbau- und erhaltbar sind.

Skaleneffekte im Segment „technology“ erscheinen mir aufgrund der Individualität der Produkte sowie der angesprochenen geringen Fertigungstiefe eher unwahrscheinlich, im Segment „services“ könnten diese beispielsweise bei den Übersetzungsdienstleistungen und –programmen ausgeprägt werden. Es dürfte einmal relativ schwer und möglicherweise kostspielig sein, dieses know how und die entsprechenden Kapazitäten zu aufzubauen, diese Kosten könnten mit steigender Absatzzahl breiter aufgeteilt und so günstigere Preise pro Übersetzung geboten werden.

Inbesondere ist für mich derzeit nicht erkennbar, wo sich in Bezug auf den vom Unternehmen als Zukunftsmarkt gepriesenen Lasertechnologiesektor signifikante Wettbewerbsvorteile bilden könnten. Wie im Kapitel „Anmerkungen zum Geschäftsmodell“ erörtert könnte dieser Markt einen größeren Preiswettbewerb verursachen und weitere potenzielle Mitbewerber anziehen, wenn er weiterhin derart schnell wächst, insofern wären gerade dort Wettbewerbsvorteile besonders wichtig.

All das ist freilich derzeit nur Zukunftsmusik und sollte mE nicht positiv in eine Bewertung zum jetzigen Zeitpunkt einfließen. Seit einigen Jahren ist die Rentabilität eben deutlich schlechter und das Geschäftsmodell hat für mich keine ausreichend große Visibilität, um verlässlich eine baldige Verbesserung erkennen zu können. Für jemanden mit speziellen Branchenkenntnissen und technischer Versiertheit kann sich eine Bewertung dieses Unternehmens natürlich wesentlich leichter ausnehmen.

## Bewertung der assets

Auch hier soll wieder möglichst konservativ ein fiktiver Liquidationswert abgeschätzt werden, da ein zumindest marginal profitables Unternehmen in seiner Marktbewertung langfristig nicht rational begründbar unter diesen Wert fallen sollte. Insofern betrachte ich diesen Liquidationswert als gewisse Begrenzung des Verlustrisikos.

Die Cashreserven liegen mit Ende 2013 bei 16,7 MEUR. Diese können 1:1 übernommen werden.

Daneben finden sich im UV drei für sich genommen weniger signifikante Posten (Steuererstattungsansprüche, fin. Vermögenswerte, sonst. Vermögenswerte). Aus Effizienzgründen summiere ich diese und diskontiere sie auf 80%, also insgesamt ca 1,5 MEUR.

Lieferforderungen könnten wahrscheinlich zediert werden, bereinigt um Factoringkosten bzw. potenzielle Ausfälle setze ich diese ebenfalls mit 80% bzw. 8,16 MEUR an.

Die Vorräte setzen sich je zur Hälfte aus Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen und halbfertigen/fertigen Erzeugnissen zusammen. Bei all dem handelt es sich wie erörtert um spezialisierte input-Faktoren, die in einem firesale wahrscheinlich bei weitem nicht den Buchwert Erlösen dürften. Insofern setze ich diese möglichst konservativ mit 50% an, also mit ca 7 MEUR.

Die latenten Steuern im AV bleiben zur Hälfte, da ich diese nicht richtig bewerten kann, d.h. mit 1,3 MEUR.

Firmenwerte bleiben bei meiner Rechnung immer außer Ansatz, über 5 MEUR Firmenwert beziehen sich außerdem auf das Segment Lasertechnologie. Sollte sich dort ein derartiger wie von mir vermuteter Wettbewerb entwickeln und das Unternehmen kein Alleinstellungsmerkmal etablieren können, wäre dieser goodwill akut abschreibungsgefährdet. Die sonstigen immateriellen Vermögenswerte umfassen einerseits erworbenen Kundenstamm, diverse Softwarelizenzen sowie Patente. Die Entwicklungskosten werden auf drei bis fünf Jahre abgeschrieben. Mangels irgendeiner Kenntnis hinsichtlich der genauen Werte muss ich diese Position ebenfalls außer Betracht lassen.

Die Sachanlagen haben einen Buchwert von 16 MEUR. Laut Konzernanhang dient der Grundbesitz mit Buchwert 12,3 MEUR als Besicherung für die langfristigen Darlehen, die derzeit 11,6 MEUR ausmachen. Ich wähne mich also auf der konservativen Seite, wenn ich davon ausgehe, dass der Grundbesitz zumindest diesen Wert besitzt. Der restliche Buchwert

3,7 MEUR entfällt auf Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung. Diese setze ich vorsichtigerweise mit 50%, d.h. 1,75 MEUR an. Insgesamt bewerte ich das Sachanlagevermögen also mit 13,45 MEUR.

Der so ermittelte Bruttoliquidationserlös liegt dann bei 48,1 MEUR. Davon ziehe ich sämtliche Verbindlichkeiten iHv. 29,1 MEUR ab, und gelange zu einem mindestens realisierbaren Nettoerlös von *zumindest 19 MEUR oder ca 2,75 EUR je Aktie* (auf Basis des gesamten Grundkapitals, es werden derzeit übrigens ca 400 Tsd eigene Aktien im Bestand der Gesellschaft gehalten).

## Sonstiges

Der Vorstand besteht aus drei Personen (CEO, CTO, CFO). Grundsätzlich findet sich auf der Homepage auf die Schnelle relativ wenig zusätzliche Information über das Management, was ich bedauerlich finde (Es kann natürlich sein, dass ich etwas übersehen habe). Lediglich sei anzumerken, dass alle drei Mitglieder noch nicht ganz so lang im Unternehmen sind, einer seit 2011, die anderen beiden seit 2004 und 2005.

Weiters bin ich persönlich der Meinung, dass angesichts der momentanen Ertragslage die Vorstandsvergütung zu hoch ist. Die drei Vorstandsmitglieder haben 2013 insgesamt ca. 1 MEUR verdient, wobei davon 520 TEUR feste Grundvergütung, 137 TEUR Nebenleistungen sowie 355 TEUR variable Vergütungen (Tantiemen). Angesichts dessen, dass die EK-Rentabilität derzeit ziemlich unterdurchschnittlich ist und auch die selbst gesteckten Umsatzziele für 2013 nicht wirklich nachhaltig erreicht wurden, finde ich eine variable Vergütung die mehr als 10% des gesamten Jahresüberschusses beträgt unangemessen. Hinsichtlich des variablen Vergütungssystemes ist noch zu sagen, dass sich dieses laut Konzernlagebericht nach Umsatz und Jahresüberschuss richtet. Generell sind aus meiner Sicht der absolute Umsatz und der Jahresüberschuss kein geeigneter Maßstab. Diese beiden Größen könnten theoretisch auch durch Akquisitionen gesteigert werden (z.B. durch Kapitalerhöhungen finanziert). Eigentlich wird mE das Management aber dafür bezahlt, den Shareholder Value zu steigern, weshalb aus meiner Sicht die Verbesserung von Ertragskennzahlen je Aktie geeignetere Maßstäbe wären.

Es wurden in der Krise zwar Aktienrückkäufe getätigt, die auf diesem Weg rückgekauften Aktien wurden aber nicht eingezogen, sondern werden Schritt für Schritt an Arbeitnehmer weitergegeben und somit wieder in Verkehr gebracht. Dies erfolgt offenbar als sogenannte „Weihnachtsgratifikation“.



## Einschätzung des Unternehmenswertes

Wie schon erörtert würde ich persönlich in dieses Unternehmen unter gegebenen Umständen nur als „asset play“ investieren. Das Geschäftsmodell scheint zwar grundsätzlich brauchbar, aber für einen technisch unbegabten Industrieaußenseiter nicht verlässlich einschätzbar zu sein, dauerhafte Wettbewerbsvorteile sind derzeit nicht vorhanden und die Rentabilität ist derzeit relativ unattraktiv.

Insbesondere ist mE eine Bewertung anhand eines „fairen KGV“ (wie das für die Do&Co AG und die MMK AG schon gemacht wurde), wegen der schweren Prognostizierbarkeit des Geschäfts nicht sinnvoll. Um trotzdem Anhaltspunkte für eine Bewertung des laufenden Geschäftes liefern zu können, seien im Folgenden dieses faire KGV und einige andere relevante Kennziffern und Bewertungsmaßstäbe erörtert:

*Der Buchwert des Unternehmens beträgt derzeit ca. 43 MEUR, nach Abzug des goodwill und der sonstigen immateriellen Güter stellt sich ein tangibler Buchwert von ca 32 MEUR dar. In Anbetracht einer EK-Rendite von 7 oder 8 Prozent könnte man einen fairen Wert in etwa am Buchwert durchaus als grobe Richtlinie sehen.*

Würde ich das Unternehmen anhand eines „fairen KGV“ bewerten (was ich wie gesagt anhand der geringen Visibilität nicht als sinnvoll erachte), würde ich auf das Sockel-KGV von 11,8 (vgl. hierzu v.a. die MMK-Analyse auf meiner Internetseite als Erläuterung) noch 1 Bonuspunkt für die finanzielle Stabilität aufschlagen, insgesamt also 12,8. Der Jahresüberschuss lag in den letzten drei Jahren in etwa bei 3 MEUR p.a., multipliziert mit dem „fairen KGV“ ergibt sich ein Wert der Ertragskraft von ca 38 MEUR. Hier könnte man aus meiner Sicht noch den Teil der Cashreserven, die nicht betriebsnotwendig sind, hinzuaddieren. Das Unternehmen selbst schreibt von einer strategischen Liquiditätsreserve iHv 10% des Umsatzes im Konzernanhang, das wären also etwa 10,5 MEUR. Die restlichen 6 MEUR könnte man entnehmen bzw. hier zum Ertragswert addieren. Das gäbe einen *Unternehmenswert von 44 MEUR.*

Man kann hierbei anstatt des Jahresüberschusses auch den im Schnitt in den letzten Jahren erwirtschafteten free cashflow (vor Akquisitionen) als Basis verwenden. Dieser lag in den letzten 6 Jahren im Mittel bei 3,86 MEUR p.a., war also höher als der Jahresüberschuss. Das

hängt damit zusammen, dass die Abschreibungen eigentlich immer höher als die capital expenditures lagen. ME ist ein sinnvollerer Wert als der Jahresüberschuss. Hochgerechnet mit dem fairen Multipl (12,8) ergibt das einen Wert der Ertragskraft von 49,4 MEUR zuzüglich nicht betriebsnotwendiger Cashreserven iHv 6 MEUR, also einen gesamten Unternehmenswert von 55,4 MEUR.

Wie schon in früheren Analysen erwähnt kauft der konservative Value Investor nur dann, wenn der momentane Marktwert des Unternehmens signifikant unter dem konservativ ermittelten fairen Wert desselben liegt (*margin of safety*). Ab wann dieses Kriterium erfüllt ist muss jeder für sich selbst entscheiden.