

Das Magazin für Kapitalanleger. **Mit Wissen zu Werten.**



# AnlegerPlus

09 | 2015  
3,80 Euro

Börsenpflichtblatt der Börsen Frankfurt, Berlin, Düsseldorf,  
Hamburg, Hannover, München und Stuttgart

SdK 

## Beteiligungsunternehmen

Der deutsche Mittelstand in einer Aktie



**Investment**  
Value Investing per ETF

**Strategie**  
Kennzahlen leicht gemacht

**ETF & Fonds**  
Das Angebot der Börsen



# Der deutsche Mittelstand in einer Aktie

**BETEILIGUNGSHOLDINGS** Wer in das Erfolgsmodell „Deutscher Mittelstand“ investieren möchte, kann dies über börsennotierte Beteiligungsgesellschaften bewerkstelligen. Drei dieser Gesellschaften sind sogar im SDAX notiert. Zu beachten sind aber die unterschiedlichen Anlagestrategien der einzelnen Beteiligungsgesellschaften.

**D**as Herzstück der deutschen Wirtschaft ist bekanntlich der Mittelstand. Der klassische deutsche Mittelstand ist aber i. d. R. leider nicht börsennotiert, sondern in privater Hand. Oft sind die Eigentümer sogar noch die Gründer selber, zumindest aber befinden sich die Unternehmen im Familienbesitz. Doch es gibt börsennotierte Beteiligungsgesellschaften, die sich auf Mittelständler spezialisiert haben. Über diese Gesellschaften können sich Anleger auf Umwegen dann doch am Mittelstand beteiligen. Die Geschäftsmodelle der Mittelstandsholdings können allerdings sehr unterschiedlich sein.

## Unterschiedliche Ansätze

Einige Holdings übernehmen ihre Beteiligungen nämlich ganz und halten sie dauerhaft – sie werden dann als Konzerntöchter vollkonsolidiert („buy and hold“). Umsatz und Gewinn der Mittelstandsholding setzen sich dann aus den Umsätzen und Gewinnen der Beteiligungen zusammen.

Andere gehen Beteiligungen ein, um diese früher oder später wieder mit Gewinn zu verkaufen. Manchmal sind das sogar nur Minderheitsanteile, die werden dann nicht konsolidiert, sondern nur „at equity“ bewertet. Die Geschäftszahlen sind dann wesentlich komplexer, denn die Beteiligungen werden munter auf- und abgewertet und die Gewinne sprudeln größtenteils erst dann, wenn profitable Beteiligungsverkäufe („Exits“) vollzogen werden – was naturgemäß nicht jedes Jahr passiert.

Natürlich gibt es auch Beteiligungsgesellschaften, die beide Ansätze verfolgen – mal buy and hold, mal kaufen, restrukturieren und wieder abstoßen, mal bloße Minderheitsbeteiligung. Dann wird das Zahlenwerk mitunter noch komplizierter. Um die Kommunikation mit dem Anleger zu vereinfachen, berechnen die Beteiligungsgesellschaften häufig den sogenannten NAV (net asset

value), also den Wert ihres Beteiligungsportfolios. Auf diese Weise können sie ihre Substanz besonders im Vergleich zum Börsenkurs anschaulich verdeutlichen.

## Ziel MDAX

Drei der börsennotierten deutschen Mittelstandsholdings sind im Small-Cap-Index SDAX beheimatet. Die größte davon ist die **INDUS Holding** (ISIN DE0006200108) aus Bergisch Gladbach. Der Fokus liegt auf mittelständischen Unternehmen der Produktion, aktuell gehören 42 Firmen zum INDUS-Portfolio. Alle werden dauerhaft gehalten und sind vollkonsolidiert, tragen also mit ihren Umsätzen und Gewinnen zur Konzernbilanz bei.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) sowie die Dividendenrendite vermitteln daher einen guten Eindruck, ob die Aktie attraktiv bewertet ist oder nicht. Mit einem aktuellen KGV von knapp 14 und 3,0 % Dividendenrendite sieht es diesbezüglich auch nicht schlecht aus, zumal sich die Firma als klare Wachstumsstory versteht: Man will sich künftig stärker internationalisieren, ohne jedoch den Schwerpunkt auf den „German Mittelstand“ zu verlieren.

---

## Der Deutsche Mittelstand in Zahlen

---

**99,6 %** aller Unternehmen sind kleine und mittlere Betriebe.

Im Mittelstand sind **70 %** der Beschäftigten tätig.

KMUs erwirtschaften **über 2 Billionen €** pro Jahr.

Der Mittelstand stellt **98 %** der deutschen Exporteure.

Quelle: Jahresbericht des Bundesverbandes mittelständische Wirtschaft, Unternehmerverband Deutschlands e.V.

---

 Die Beteiligungsbranche 2014 in Zahlen
 

---

**39,42 Mrd. €** betrug der Portfoliowert der in Deutschland ansässigen Beteiligungsgesellschaften.

**4,56 Mrd. € (+18 %)** investierten in Deutschland ansässige Beteiligungsgesellschaften.

**1.465** Unternehmen erhielten Kapital von Beteiligungsgesellschaften.

**79 %** der Investitionen betrafen Buy-outs (Übernahmen).

Quelle: BVK Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Mittelfristig soll der Auslandsanteil am Umsatz von 50 % auf 75 % steigen, vor allem neue Firmen aus der wachstumsstarken Branche Medizintechnik sollen dafür sorgen.

Seine „Kaufkraft“ beziffert das Unternehmen aktuell auf 200 Mio. Euro und man hat ein klares Ziel vor Augen: So stark weiterwachsen, dass man an der Börse „schwer“ genug wird, um in den MDAX aufzusteigen.

### Portfolio zeigt sich anfällig

Auch die ebenfalls im SDAX notierte **GESCO AG** (ISIN DE000A1K0201) aus Wuppertal betreibt reines „buy and hold“. Die Gesellschaft konzentriert sich dabei auf die Branchen Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststofftechnik. Dabei übernimmt man grundsätzlich 100 % der Anteile und setzt dann einen neuen Geschäftsführer ein, der sich nach einer ein- bis zweijährigen Bewährungsphase mit zumeist 20 % an dem von ihm geleiteten Unternehmen beteiligt.

**„Die deutsche Wirtschaft «tickt» mittelständisch. Mittelstand ist Realität und Selbstverständnis der deutschen Wirtschaft.“**

Sigmar Garbiel, Bundesminister für Wirtschaft und Energie

Das Portfolio ist mittlerweile 17 Firmen stark, zeigt sich aktuell aber anfällig: Die Umsätze sanken im Geschäftsjahr 2014/15 (31. März) leicht, der Gewinn schrumpfte um knapp ein Drittel. Der Grund: Einerseits litt eine Tochterfirma, die Verschleißteile für Landmaschinen herstellt, unter der Ukraine-Krise und den Russland-Sanktionen. Andererseits erwiesen sich zwei andere Töchter als „Restrukturierungsfälle“, wie GESCO offen einräumt. Auch im aktuellen Geschäftsjahr sieht die Konzernführung bislang nur eine „leichte Besserung“ und noch keine Rückkehr zur alten Ertragskraft. Den Börsenkurs drückt das spürbar, die Aktie ist auf das Niveau von Ende 2012 zurückgefallen. Und mit Blick auf die

Marktkapitalisierung liegt GESCO im SDAX eher am unteren Ende, was die Gefahr eines Abstiegs birgt. Andererseits, wenn das Unternehmen seine Ertragsprobleme in den Griff bekommt, was derzeit noch nicht der Fall scheint, bietet der Kurs auch wieder entsprechendes Aufwärtspotenzial.

### Sprudelnde Dividenden

Dritter im SDAX-Bunde ist die **Deutsche Beteiligungs AG** (ISIN DE000A1TNUT7) aus Frankfurt am Main. Die DBAG beteiligt sich nicht nur selber an mittelständischen Unternehmen, sie sammelt auch Investorengelder für geschlossene Fonds ein, die wiederum in den deutschen Mittelstand investieren. Das auf diese Weise verwaltete Vermögen liegt bei über einer Milliarde Euro.

Selber hält man gegenwärtig 25 Beteiligungen. Längst nicht alle will man aber dauerhaft halten. Einen extra NAV publiziert die Firma nicht, sondern verweist stattdessen auf ihr Eigenkapital, das den Wert des Portfolios abbildet. Aktuell sind das 22,18 Euro je Aktie. Die steht mit derzeit 24,50 Euro drüber, aber das hat auch seinen Grund: Die Firma hat sich einer lukrativen Dividendenstrategie verschrieben. So gibt es jedes Jahr eine Basisdividende von 0,40 Euro je Anteil und in Jahren mit erfolgreichen „Exits“ eine hohe Sonderzahlung. In den letzten sechs Jahren summierten sich diese Sonderdividenden immerhin auf 5,20 Euro.

Und weil die Firma über eine bombastische Eigenkapitalquote von 90 % verfügt, könnte es mit diesem Dividendenregen theoretisch auch so weitergehen. Wer darauf setzen will, ist in prominenter Gesellschaft: Dirk Rossmann, Gründer der gleichnamigen Drogeriekette, hält nämlich 25 % an der DBAG.

### NAV und Börsenstimmung

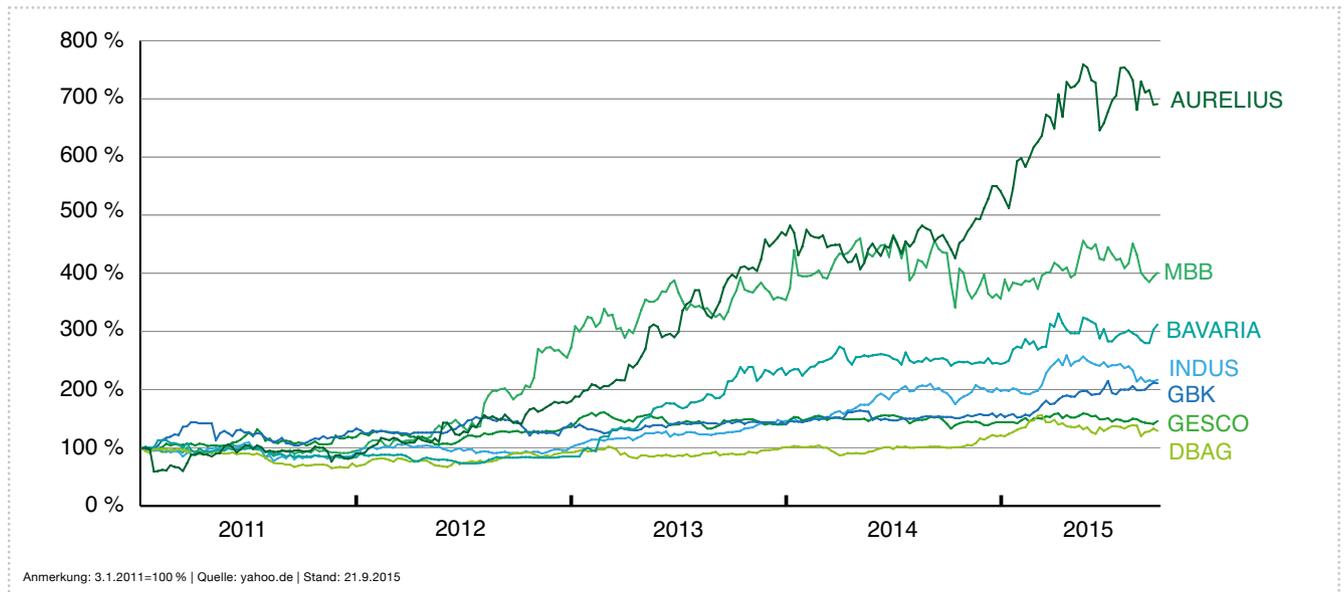
Auf einen Börsenwert von stolzen 1,27 Mrd. Euro kommt mittlerweile die **AURELIUS AG** (ISIN DE000A0JK2A8), das macht sie an der Börse sogar zur Nummer eins unter den Mittelstandsholdings. Doch der Weg in SDAX oder gar MDAX ist versperrt, solange sich die AG nur im Freiverkehr listen lässt.

Bei AURELIUS gehört der „Exit“ zum Geschäftsmodell, denn das Unternehmen ist spezialisiert auf Sanierungsfälle. Die will man restrukturieren und dann mit hohem Profit wieder veräußern. Über Sonderdividenden beteiligt man die Aktionäre direkt an lukrativen Verkäufen. In den letzten vier Jahren gab es zusammengerechnet immerhin 4,35 Euro je Aktie an Sonderdividenden.

AURELIUS publiziert seit dem letzten Jahr inzwischen auch einen NAV, um den Erfolg des Geschäftsmodells noch stärker zu verdeutlichen. Zum ersten Halbjahr 2015 beziffert die Firma den Wert ihres Portfolios abzüglich Schulden mit 37,69 Euro je Aktie. Die lag im Jahresverlauf schon bei über 45 Euro und hat sich jetzt wieder auf rund 41 Euro verbilligt. Am Beispiel AURELIUS sieht man auch ganz gut, wie die Börsenstimmung die Bewertung beeinflusst: Ist die Stimmung gut, werden auch Kurse über dem NAV akzeptiert, weil die Börse dann das zukünftige Wachstum im Auge hat. Die spannende Frage ist nun, ob die Stimmung derzeit schon so schlecht ist, dass wir bald Kurse unter dem NAV erleben. Geduldige Anleger würden darauf wohl warten. ▶

Beteiligungsunternehmen unter sich

Performancesieger im abgebildeten Zeitraum ist die AURELIUS-Aktie. Das auf Restrukturierungsfälle ausgerichtete Geschäftsmodell ist aber auch risikoreicher und die Aktie folglich schwankungsanfälliger. Hinzu kommt, die Aktie ist nur im Freiverkehr gelistet. Der Chartverlauf aller Werte berücksichtigt außerdem keine Dividendenzahlungen.



**Aktuelle Margenprobleme**

Ein reines „Buy-and-hold“-Unternehmen ist wiederum die **MBB** (ISIN DE000A0ETBQ4) aus Berlin. Einen NAV-Ausweis gibt es daher nicht, sondern man will mit stetigem Umsatz- und Gewinnwachstum überzeugen – einerseits durch das Prosperieren der Beteiligungen, andererseits durch regelmäßige neue Zukäufe.

Zumindest beim Umsatz klappt das auch, der hat sich seit 2010 verdoppelt und wuchs auch im ersten Halbjahr 2015 wieder zweistellig. Der Gewinn ging letztes Jahr aber bereits minimal zurück und für das laufende Jahr stimmt MBB sogar auf einen möglicherweise noch stärkeren Rückgang ein: Sank der Gewinn im

Vorjahr von 2,09 auf 2,01 Euro je Aktie, prognostiziert man nun einen Wert von „mindestens 1,75 Euro“. Als Grund nennt das Management eine Margenverschlechterung bei den Töchtern aus dem Segment Anlagenbau.

Entsprechend verhalten zeigt sich auch die Aktienkursentwicklung: Nach einem starken Anstieg in den Jahren 2012 bis 2013 schwankt der Titel seitdem zwischen 20 und 27 Euro hin und her. Ohne Rückkehr zum Gewinnwachstum wird sich daran wohl auch erst mal nichts ändern, obwohl die Aktie mit einem KGV von 12 nicht teuer ist. Wachstumsimpulse aus neuen Übernahmen wird es bei den Berlinern vorerst wohl auch nicht geben: **Fortsetzung auf Seite 28 ▶**

Deutsche Beteiligungsgesellschaften

Beteiligungsholding	ISIN	Kurs in €	NAV je Aktie* in €	Marktkap.	KGV 2015e	Div.-Rendite 2015e
AURELIUS AG	DE000A0JK2A8	41,17	37,69	1,3 Mrd. Euro	13,71	3,5 %
BAVARIA Industries Group AG	DE0002605557	44,44	50,27	261 Mio. Euro	-	-
Deutsche Beteiligungen AG	DE000A1TNUT7	26,13	22,18	355 Mio. Euro	11,46	2,9 %
GBK Beteiligungen AG	DE0005850903	8,40	9,87	57 Mio. Euro	8,17	3,5 %
GESCO AG	DE000A1K0201	68,75	-	233 Mio. Euro	16,84	2,6 %
INDUS Holding AG	DE0006200108	39,68	-	990 Mio. Euro	13,78	2,9 %
MBB SE	DE000A0ETBQ4	22,35	-	147 Mio. Euro	12,60	2,7 %

\* gemäß letztem Ausweis zum Stand 22.9.2015 | NAV = Wert des Beteiligungsportfolios | Quelle: finanztreff.de | FactSet Inc. | Stand: 29.9.2015

Wegen der hohen Preise bei Unternehmensübernahmen sei anorganisches Wachstum derzeit „herausfordernd“, so das Management. Man wolle seinen „konservativen Akquisitionsansatz“ beibehalten.

**Neue Mischstrategie**

Wie AURELIUS ist die **BAVARIA Industries Group** (ISIN DE0002605557) ebenfalls auf Sanierungsfälle spezialisiert. Auch sie publiziert einen NAV – sonst müssten sich die Anleger gleich durch eine dreifache Bilanzierung wühlen: Die Firma weist nämlich die Geschäftszahlen des Gesamtkonzerns aus, die der übergeordneten Holding-AG und dann auch noch der operativen Töchter, also der Beteiligungen, die man langfristig hält.

Wenn man Beteiligungen lukrativ veräußert, macht die Holding einerseits einen hohen Gewinn, gleichzeitig können die operativen Töchter aber laufende Verluste produzieren – so geschehen im Geschäftsjahr 2013.

2014 sah es auf beiden Ertragsebenen mau aus, aber beim NAV errechnete die Geschäftsführung einen Anstieg um 18 % auf 265 Mio. Euro. Und im ersten Halbjahr 2015 stieg er weiter auf 282 Mio. Euro. Ein Grund dafür: Man investiert neuerdings nicht nur in Firmen, sondern kauft auch Aktien. Aber nicht wie AURELIUS von Sanierungsfällen, um die Firmen anschließend zur Restrukturierung zu drängen – sondern schlichtweg, weil man gewisse Aktien an der Börse für unterbewertet hält. Diese neue Mischstrategie muss sich natürlich erst noch beweisen, erst Recht in Zeiten, in denen es wieder ruppiger an der Börse wird. Verbunden mit den Tatsachen, dass das Unternehmen seit drei Jahren keinerlei Dividende ausschüttet und die Kommunikation mit den Aktionären ausbaufähig ist, verwundert es nicht, dass der Aktienkurs derzeit deutlich unter dem ausgewiesenen NAV von 50,27 Euro je Aktie liegt.

**Rekordergebnis erwartet**

Weniger im Fokus der Anleger stand bisher die **GBK Beteiligungen AG** (ISIN DE0005850903), was angesichts der Marktkapitalisierung von nur 59 Mio. Euro auch kein Wunder ist. Doch auch hier hat Drogeriekönig Rossmann seine Finger im Spiel und hält sogar 29,9 % der Anteile.

Aktuell besteht das Portfolio hauptsächlich aus Firmen der Automobilindustrie, Elektrotechnik und Chemiebranche. Auch GBK gehört zu den Unternehmen, die Beteiligungen eingehen, um sie früher oder später wieder mit Gewinn zu verkaufen. Die Haltdauer kann aber durchaus bei über zehn Jahren liegen. Die Erlöse werden dann wieder in neue Beteiligungen investiert.

Hier ist das Hauptgeschäftsziel also ebenfalls, den Wert des Portfolios stetig zu steigern, und auch GBK errechnet neuerdings einen NAV, um beweisen zu können, wie gut das gelingt: Sein Eigenkapital „inklusive nicht realisierter Gewinne“ beziffert das Unternehmen per Ende 2014 auf 66,6 Mio. Euro oder umgerechnet 9,87 Euro pro Aktie. Kurse von 8,99 Euro konnten dieses Jahr auch bereits erreicht werden. Für 2014 wurden zudem 0,30 Euro Dividende ausgeschüttet und da man im ersten Halbjahr mit 5,4 Mio. Euro realisierten Gewinnen bereits das bisherige Rekordjahr 2013 (5,1 Mio. Euro) übertroffen hat, winkt für 2015 eine Dividendenanhebung.

Eine Notierung unter dem NAV, mit hoher Dividende – das macht die Aktie zwar durchaus attraktiv, aber wegen der geringen Börsenliquidität ist der Titel trotzdem nur als kleine Beimischung geeignet. Er wird nur an den Regionalbörsen Hamburg, Hannover und München gehandelt. Handelsaufträge sollten strengstens limitiert werden!

**Stefan Müller**

**Technische Analyse**

**Wichtige Unterstützung im Fokus**

Die Aktien der Deutsche Beteiligungs AG beendeten einen fulminanten Aufwärtstrend im März dieses Jahres mit einem Rallyhoch bei 34,52 Euro und gingen unmittelbar in eine steile, bislang andauernde Korrektur über.

Diese führte die Aktien in einer ersten Verkaufswelle bis Juni an die 26,00-Euro-Marke zurück. Eine darauffolgende Erholung scheiterte im Bereich von 30,00 Euro und der Wert brach bis 24,86 Euro ein. Nach einer kurzen und steilen Gegenbewegung nehmen die Bären diese Marke aktuell wieder ins Visier. Sollte es im Bereich von 24,86 Euro zu einer Stabilisierung kommen, könnte der Wert in den nächsten Wochen an den Widerstand bei 28,15 Euro steigen. Darüber könnte sich die Erholung kurzzeitig bis 30,05 Euro ausdehnen.

Ein Unterschreiten der wichtigen Haltemarke bei 24,86 Euro würde dagegen auch zum Bruch der langfristigen Aufwärtstrendlinie führen. In diesem Fall muss mit einer Fortsetzung der Baisse bis an den Unterstützungsbereich um 22,00 Euro gerechnet werden.

Deutsche Beteiligungs AG (ISIN DE000A1TNUT7)



Quelle: Godmode-Charting | Stand: 29.9.2015



Tagesaktuelle Analysen zu den wichtigsten Basiswerten und Märkten sowie Trading-Services für verschiedenste Anlageinteressen finden Sie auf [www.godmode-trader.de](http://www.godmode-trader.de)