



Zukunftswerte

Sondersituationen • Unterbewertungen • Turnarounds & andere Investmentchancen

www.hwd-ag.de • Kontakt: aboservice@hwd-ag.de

18. Januar 2012 | Nr. 1 | 6. Jahrgang

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

nachdem die amerikanische Ratingagentur Standard & Poor's am vergangenen Freitagabend zu einem Rundumschlag gegen eine Vielzahl europäischer Länder ausgeholt hatte, musste am Wochenende befürchtet werden, dass die zwischenzeitliche Entspannung an den Märkten zunächst einmal vorbei sein würde. S&P setzte die Bonitätsnoten von Frankreich, Österreich, Malta, Slowenien und der Slowakei um eine Stufe und die von Italien, Spanien, Portugal und Zypern um zwei Stufen herab. Noch vor Monaten hätte eine solche Abstufungssorgie für Kursverluste auf breiter Front gesorgt. Doch davon war am Montag nichts zu sehen, die europäischen Märkte schlossen im Plus. Diese Marktreaktion ist bullish zu interpretieren, zeigt sie doch, dass die Marktteilnehmer schon mit dem Schlimmsten rechnen und bei schwachen Nachrichten nicht mehr auf dem falschen Fuß erwischt werden. Das Timing von Standard & Poor's sorgte wieder einmal für Befremden. Die Abstufungen erfolgten just am Ende der Woche, in der Auktionen spanischer und italienischer Staatsanleihen bei großer Nachfrage außerordentlich gut verliefen. Beide Länder können offenbar durch einen strikten Sparkurs und mutige Reformen sukzessive das Vertrauen der Finanzmärkte zurückgewinnen. Insbesondere das Agieren von Italiens Regierungschef Mario Monti verdient Anerkennung.

Eine stark positive Überraschung gab es am Dienstag beim Januarwert des ZEW-Index zu verzeichnen. Das Konjunkturbarometer des Mannheimer Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung kletterte um 32,2 auf minus 21,6 Punkte nach oben. Ökonomen hatten zuvor lediglich einen leichten Anstieg auf minus 50 Punkte vorhergesagt, nachdem es bereits im Dezember einen ersten kleinen Anstieg gegeben hatte. Die Drastik des jetzt zu sehenden Anstiegs ist erstaunlich (siehe Abbildung). Einen so starken monatlichen Anstieg hatte es seit Beginn der Umfrage 1991 noch nie gegeben. Damit ist die Wahrscheinlichkeit deutlich gestiegen, dass es sich bei

der aktuellen wirtschaftlichen Schwäche entgegen den vielfach vorgebrachten Warnungen vor einer Rezession lediglich um eine Konjunkturdelle handelt. Grundsätzlich ist der stark gestiegene ZEW-Index vor allem als psychologisches Befreiungssignal zu werten. Dabei ist allerdings einschränkend anzumerken, dass sich die ZEW-Werte lediglich aus Umfragen unter rund 300 Finanzmarktexperten ergeben. Dieser Indikator ist daher besonders anfällig für das psychologische Herdenverhalten an den Märkten. Dagegen billigen wir dem ifo-



Index eine deutlich höhere Aussagekraft zu. Die ifo-Zahlen sind dadurch geerdet, dass hier die Unternehmen der Realwirtschaft zu ihrer Lage und ihren Zukunftserwartungen befragt werden. Dennoch: Der Paukenschlag beim ZEW-Index taugt zumindest als Frühindikator und zeigt an, dass die depressive Stimmung unter den Finanzmarktteilnehmern endlich zu weichen beginnt. Sollte der ifo-Index am kommenden Mittwoch das ZEW-Signal bestätigen und zum dritten Mal in Folge wieder steigen und damit ein Wendesignal generieren, kann der Gewinnentwicklung der Unternehmen auch für 2012 deutlich positiver als zuletzt entgegen gesehen werden.

Freundliche Börsentage wünscht Ihnen
Ihr Zukunftswerte-Team

Risiko-Hinweis: Jedes Investment in Aktien ist mit Risiken behaftet. Aufgrund von politischen, wirtschaftlichen oder sonstigen Veränderungen kann es selbst bei Standardwerten zu erheblichen Kursverlusten, im schlimmsten Fall sogar zum Totalverlust kommen. Engagements in die im „Zukunftswerte“ vorgestellten Aktien bergen zudem teilweise Währungsrisiken. Alle Angaben in diesem Brief stammen aus Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit kann dennoch nicht übernommen werden. Um Risiken abzufedern, sollen Kapitalanleger ihr Vermögen grundsätzlich breit streuen. Einzelne Positionen sollten nicht mehr als 1% der gesamten Anlagesumme ausmachen. Dieser Börsenbrief stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar. Der Verfasser hält unter Umständen Positionen in irgendwelchen in dieser Ausgabe erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments und kann diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Analyse

Blue Cap nach Kurshalbierung antizyklisch kaufenswert

Die auf mittelständische Nischenunternehmen im süddeutschen Raum konzentrierte Beteiligungsgesellschaft Blue Cap hat ein schwieriges Jahr hinter sich. Während sich die drei Beteiligungen H. Schreiner, Inheco und Planatol ordentlich entwickelt haben, gab es auch zwei Enttäuschungen. Für den größten Rückschlag sorgte die Insolvenz des auf Dämmstoffbearbeitung spezialisierten Anlagenbauers SMB-David Ende September 2011. Blue Cap erklärt die Pleite unter anderem mit einer krisenbedingten Auftragsflaute und einem in Folge des Managementwechsels erhöhtem Restrukturierungs- und Entwicklungsbedarf. In der bestehenden Gesellschafterstruktur war es nicht mehr möglich, sich auf die Zuführung von Eigenkapital zu einigen. Die Insolvenz machte eine Vollabschreibung der Anteile an der SMB-David in der Schlussbilanz des Geschäftsjahres 2010/11 (Geschäftsjahresende 30.06.2011) nötig. Diese Belastung in Höhe von 2,4 Mio. Euro machte den maßgeblichen Teil des Jahresverlusts in Höhe von 2,6 Mio. Euro der Blue Cap aus. Dadurch sank auch das Eigenkapital deutlich von 6,7 Mio. Euro auf 4,8 Mio. Euro und die Eigenkapitalquote fiel von 84% auf 76%.

Abschreibung infolge der Pleite von SMB-David verhagelt Jahresbilanz

Inzwischen hat Blue Cap den Geschäftsbetrieb der SMB-David GmbH im Rahmen einer übertragenden Sanierung als Asset-Deal aus der Insolvenzmasse wieder übernommen. Damit besitzen die Münchener nun 100% anstatt wie zuvor 70% an SMB-David. Blue-Cap-Chef Hannspeter Schubert hofft, mit dieser Beteiligung langfristig an dem weltweiten Wachstumsmarkt der Dämmstoffe partizipieren zu können. Kurzfristig sind hier aber noch keine guten Ergebnisse zu erwarten. Im Hintergrundgespräch erläuterte uns Schubert, dass nach dem harten Einschnitt der Insolvenz und den erforderlichen Restrukturierungsmaßnahmen nun auch technische Verbesserungen auf der Agenda stehen. SMB müsse mit der Produktpalette wettbewerbsfähiger werden. 2012 wird der Umsatz „überschaubar“ bleiben, „vielleicht wird es schon ein ausgeglichenes Ergebnis geben“. Es seien weitere Investitionen in IT, Personal, etc. nötig, um SMB wieder auf die Spur zu bringen, so Schubert. Im vergangenen Geschäftsjahr trennte sich Blue Cap auch von dem verbliebenen 6,3%-Anteil an der Maxxtec AG. Der Exit bei dem Entwickler und Hersteller von Komponenten und integrierten Systemen zur effizienten Energiegewinnung aus fester Biomasse war zwar aufgrund der nur noch sehr niedrigen Beteiligungsquote konsequent, bleibt aber nach den zwischenzeitlichen Hoffnungen auf hohe Wertzuwächse finanziell eine Enttäuschung. Blue Cap war hier mit 580 TEUR engagiert und hatte zusätzlich ein Gesellschafterdarlehen über 170 TEUR ausgekehrt. Der Ausstieg erfolgte nun zu 400 TEUR, war also bezogen auf die ursprünglichen Anschaffungswerte mit einem Verlust verbunden.

Durch nachträglichen Kauf aus der Insolvenzmasse ist Blue Cap jetzt Allein-eigentümerin der SMB-David

Immerhin lief es bei den anderen Beteiligungen besser. Die wichtigste Beteiligung bleibt die Klebstoff-Gruppe Planatol, die nach Angaben von Schubert 2011 ihren Umsatz gegenüber 2010 (30,9 Mio. Euro) leicht steigern konnte und ein „deutlich



positives Ergebnis“ erzielt hat. Die EBIT-Marge lag aufgrund deutlich gestiegener Rohstoffpreise und umfangreicher Investitionen aber unter dem entsprechenden 2010er Wert. Für 2012 erwartet Schubert eine EBIT-Marge im „oberen einstelligen

Durch die Übernahme von Gämmerler aus der Insolvenz steigt der Planatol-Jahresumsatz auf 50 Mio. Euro

Bereich“ auch durch Entlastungen auf der Rohstoffseite. Er sieht perspektivisch weiteres Wachstum beim Umsatz und EBIT und geht davon aus, dass die bereits getätigten Investitionen in 2013 noch stärker greifen werden. Neu hinzugekommen

zur Planatol-Gruppe ist im Dezember 2011 der Maschinenbauer Gämmerler, der im Rahmen einer übertragenden Sanierung aus der Insolvenz gekauft wurde. Für Gämmerler rechnet Schubert mit rund 15 Mio. Euro Jahresumsatz, so dass sich der Planatol-Konzernumsatz damit auf rund 50 Mio. Euro erhöht. Die seit 1978 tätige Gämmerler baut Weiterverarbeitungsanlagen im Bereich der Druckindustrie und beliefert namhafte, international ansässige Unternehmen der Buch- und Druckindustrie. Das Unternehmen arbeitet seit vielen Jahren eng mit Planatol zusammen, so dass es eine hohe Überlappung im Vertrieb und bei den Kunden gibt. In dieser Überlappung zeigen sich zugleich Risiken und Chancen. Angesprochen darauf, ob es operative Risiken für Planatol gegeben hätte, wenn Gämmerler nicht übernommen worden wäre, bejahte Schubert dies für den Vertrieb. Das legt nahe, dass Blue Cap quasi gezwungen war, Gämmerler zu kaufen, um keine deutliche Verschlechterung der Marktchancen von Planatol zu riskieren. Die positive Kehrseite dieses Negativaspekts liegt darin, dass Schubert durch das Zusammengehen aufgrund der hohen Überlappung im Vertrieb und bei den Kunden auch Synergieeffekte erwartet. Angesprochen auf die sehr schwierige Lage der Druckmaschinenindustrie und die fragliche Sinnhaftigkeit eines Zukaufs in diesem Bereich sagte uns Schubert, dass er inzwischen einen Investitionsstau in dieser Branche und durchaus gute Entwicklungschancen sehe.

*Weiterer Zukauf im
Klebstoffbereich noch im
1. Halbjahr 2012 geplant*

Schubert will insbesondere die Klebstoffsparte von Planatol noch durch einen weiteren Zukauf vergrößern. Er hat hier seit geraumer Zeit ein etabliertes Unternehmen mit einem Nachfolgeproblem im Visier, bei dem er hofft, noch im Laufe des ersten Halbjahres zum Zuge zu kommen. Angesprochen auf die geplante Finanzierung dieses Deals sagt er, ohne eine weitere Kapitalerhöhung bei Blue Cap auskommen zu wollen. Das ist tatsächlich zu hoffen, denn eine Kapitalverwässerung der Blue Cap zu Kursen um 2 Euro wäre sehr ärgerlich für die bestehenden Aktionäre.

*Aktie ist im Bereich von
2 Euro wieder ein
antizyklischer Kauf*

Die anderen beiden Blue Cap-Beteiligungen laufen offenbar rund. Die auf Dichtheitsprüfung spezialisierte H. Schreiner hat im Geschäftsjahr 2011 einen Umsatzanstieg auf 7 Mio. Euro geschafft (Vorjahr: 6,1 Mio.) und erwartet ein „stark positives Ergebnis“ (Vorjahr: +0,1 Mio.). Hier berichtete uns Schubert von einem „sehr guten“ Auftragsbestand, so dass er für 2012 weiteres Wachstum erwartet. Auch bei dem Spezialisten für thermoelektrische Elemente Inheco brachte das Jahr 2011 Zuwächse. Der Umsatz ist nach Angaben von Schubert auf über 9 Mio. Euro (Vorjahr: 8,2 Mio.) angestiegen, auch das Ergebnis soll über dem des Vorjahres (0,3 Mio.) liegen. Insgesamt blickt Schubert durchaus zuversichtlich in die Zukunft. „Bleiben exogene Störfaktoren aus, so sollte 2012 so gut werden wie das gute Jahr 2011“, resümiert er für das Beteiligungsportfolio. Aktuell wird bei der Blue Cap das Geschäftsjahr an das Kalenderjahr angepasst. Für Mitte des 2. Quartals ist ein erster Konzernabschluss für das Rumpfgeschäftsjahr 2011 (2. Halbjahr) geplant. Ab dem neuen Geschäftsjahr 2012 laufen dann die Geschäftsjahre von Blue Cap und den Beteiligungen parallel. Es ist zu hoffen, dass der Kapitalmarkt mit der Vorlage des ersten Konzernabschlusses zu erkennen beginnt, welche Potenziale in der Blue Cap-Aktie stecken. Die gesamte Holding bringt aktuell nur 6,7 Mio. Euro auf die Börsenwaage. Zwar liegt der Buchwert der Aktie aktuell nur noch bei 1,60 Euro je Aktie, aber es liegen erhebliche stille Reserven in der Bilanz. Allein die Planatol mit jetzt rund 50 Mio. Euro Jahresumsatz sollte deutlich mehr wert sein als der Börsenwert der Blue Cap. Trotz der Enttäuschungen rund um SMB David sollte die Blue Cap-Aktie im Bereich von 2 Euro wieder einen Boden finden und ist aktuell wieder ein antizyklischer Kauf.

Name: Blue Cap
Börse: XETRA, Frankfurt
Aktienanzahl: 3 Mio.
Eigenkapital: 4,8 Mill. Euro
Internet: <http://www.blue-cap.de/>

ISIN: DE000A0JM2M1
Letzter Kurs: 2,22 Euro
Börsenwert: 6,7 Mill. Euro
Eigenkapitalquote: 76%