

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

Heidelberger Druckmaschinen AG BZR

Die Heidelberger Druckmaschinen AG (Heidelberg) wurde im Jahr 1850 gegründet und ist heute der weltweit größte Hersteller von Bogenoffsetdruckmaschinen für die Printmediaindustrie. Der Markt unterliegt einem starken Kosten-, Effizienz- und Innovationsdruck, der vor allem aus dem scharfen Wettbewerb der Druckereien untereinander resultiert.

Druckmaschinen sind hochpreisige und langlebige Investitionsgüter. Ihre Hersteller sind daher in besonderem Maße von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst. Dies machte sich in den Jahren 2001-2003 und 2008-2009 bemerkbar. Schätzungen zufolge ist das Marktvolumen für Heidelberg in der jüngsten Krise um 47% eingebrochen. Erst im Jahr 2014 wird mit einer Erholung auf 4 Mrd. EUR bzw. auf 83% des Volumens aus dem Jahr 2007 gerechnet. Ohne Staatsgarantie, KfW-Darlehen und eine neue Finanzierungsvereinbarung bis Juli 2012 hätte der Konzern die verlustreichen Krisenjahre nicht überstanden. Trotz einer Verringerung der jährlichen Kostenbasis um 400 Mio. EUR und einer Erholung des Geschäfts (Auftragseingang +43%) ist Heidelberg aufgrund seiner hohen Fremdkapitalbelastung noch nicht wieder profitabel.

Um die Verschuldung zu reduzieren, wurde im September eine Kapitalerhöhung gegen Bar einlagen durchgeführt. Die neuen Aktien wurden den Aktionären im Verhältnis 1:2 angebo-

ten, d.h. eine Altaktie berechnete zum Bezug von zwei neuen Aktien. Die starke Verwässerung ging mit einem sehr niedrigen Bezugskurs einher, mit dem das Bankenkonsortium das Platzierungsrisiko zu vermeiden suchte. Der Bezugskurs in Höhe von 2,70 EUR/Aktie implizierte einen Abschlag von rund 70% auf den Kurs der Altaktie im Zeitpunkt der Ankündigung der Kapitalerhöhung im Juni 2010.

Der Großaktionär RWE nahm an der Kapitalerhöhung im Rahmen einer „Opération blanche“ teil. Die Veräußerung von Aktien im Umfang des Investitionsvolumens neu zu beziehender Aktien lastete auf dem Kurs der Altaktie und insoweit auf dem handelbaren Bezugsrecht für die neuen Aktien. Dies weckte unser Interesse. Wir warteten bis zum letzten Handelstag und kauften die Bezugsrechte am 23. September 2010 zu einem Stückpreis von 0,96 EUR, nachdem sie im Verlauf der vorangegangenen sechs Handelstage um 60% im Kurs gefallen waren. Dadurch konnten wir einen attraktiven Einstandskurs von 3,18 EUR je Heidelberg-Aktie erzielen.

Sanierungskapitalerhöhungen wie diese markieren häufig den Tiefpunkt der kurz- und mittelfristigen Kursentwicklung einer Aktie. Nach der operativen und bilanziellen Sanierung ist das Unternehmen gut aufgestellt, um von einer Wiederbelebung des zyklischen Geschäfts und den Wachstumschancen in den Schwellenländern zu profitieren. In diesen Absatzmärkten ist Heidelberg mit einem Umsatzanteil von 42% sehr gut vertreten.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky