Die Vorstandswoche

Eine Publikation der NWN Nebenwerte Nachrichten AG

Ihr exklusiver Informationsdienst

Nr. 67 vom 21.11.2016

ISSN 2365-4163

Volker Glaser, Chefredakteur

Editorial

Mittelstandsbonds – Pleiten, Pech und Gier

Die jüngste Meldung aus dem Hause Gewa, einem Immobilienprojektentwickler aus der Nähe von Stuttgart, passte so schön ins Bild, welches der Mittelstandsanleihemarkt seit zwei Jahren sendet – wieder mal eine Insolvenzmeldung. Wir hatten vor der Zeichnung des 6.5-Prozent-Papiers mit seiner 4-jährigen Laufzeit massiv gewarnt (Ausgabe TC Nr. 500 vom 15.03.2014), da ein Ein-Objekt-Projektentwickler schlicht nichts an der Börse zu suchen hat. An der Malaisse war nicht nur der Emittent schuld, der es operativ schlicht versemmelt hat. Nein, hier sind Banken, Berater und Anleger im gleichen Boot, welches den Namen „MS Gier“ trägt. Da Gier oftmals bekanntlich Hirn frisst – wie es der Volksmund schön treffend formuliert – nahm die Fahrt der „MS Gier“ auch mit der Fracht Gewa seinen fast schon planbaren Verlauf. Immobilienprojektentwickler benötigen Eigenkapital. Wenn in der Immobilienhausse superschlaue Entwickler vom Schlage der Familie Warbanoff dieses Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzen, es strukturell nur anders verpacken, etwa als Bond oder Mezzanine-Finanzierung, dann arbeiten die Häuslebauer de facto nur mit geliehenem Geld, dem der Anleger und der Banken. Das kann nicht wirklich gut gehen.

Im Falle Gewa sind wir zudem gespannt, was die zu Emissionszeiten stark beworbenen, erstrangigen Sicherheiten im Grundbuch wert sind. Aus meiner Immobilienerfahrung auf dem schwäbischen Land stehen an erster Stelle die Banken und dann kommen die sonstigen Gläubiger. Was dann von einer möglichen Immobilienverwertung noch übrig bleibt, wird an die nachrangigen Gläubiger ausgeschüttet. Von den ganzen Verfahrenskosten für die Insolvenz will ich gar nicht reden, denn Frank Günther von One Square Advisory wird auch sicherlich wieder auf Mandatenjagd gehen. Den Herren haben wir Ihnen, verehrter Leser, ja schon vorgestellt. Gruselig alles!

Eine ertragreiche Woche wünscht Ihnen Ihr

Inhalt

- ElringKlinger: E-Mobility nimmt Fahrt auf
- KSB: 2018 soll es wieder aufwärts gehen
- ADVA: Ausblick 2017 zählt
- Vorstandswoche vor Ort: Constantin Medien Hauptversammlung
- Vorstandswoche Musterdepot

Aktienbulle der Woche

Ideen für eine geldwerte Spekulation

Salzgitter – schiebt Schäuble den Kurs an?

Gibt's Post vom Fiskus, ist in der Regel die Stimmung schlecht, denn Vater Staat hat selten was zu geben, meist greift er ab. Bei der Salzgitter könnte es nun anders kommen, eine frohe Botschaft vom Fiskus steht ins Haus. Zumindest wenn der geneigte Leser ein Schreiben des Bundesministerium der Finanzen (BMF) vom 11.11.2016 nicht als Fastnachtswitz auffasst. Im Tenor eröffnet der Anwendungserlass des Ministeriums, welcher sich an die Oberfinanzdirektionen der Länder richtet, allen Unternehmen, die mit der Wertpapierleihe Geld verdient haben, eine Möglichkeit, zu viel gezahlte Steuern der Vorjahre wieder zurück zu hohlen. Damit würde ein systematisch schwerlich nachvollziehbares Urteil des Bundesfinanzhofes (BFH) aus dem Sommer 2015 aufgehoben werden. Der BFH hatte seinerzeit die Erträge als nicht mehr steuerbegünstigt beurteilt. In der Sache hat das Schäuble-Ministerium richtig gehandelt und den systematischen Unfug beseitigt. Profiteure sind vor allem Versicherer sowie Unternehmen wie etwas Salzgitter, die ihr Vermögen aktiv bewirtschaften. Wir begrüßen diese Nachricht aus Schäubles Haus. Für Salzgitter öffnet der Anwendungserlass nun eine längst verloren geglaubte Schatztruhe, die bestenfalls bis zu 100 Mio. Euro ausmachen wird. Der Aktie des Stahlkochers kann das nur gut tun und ist vielleicht der Startschuss für eine Erholung. Binnen 52 Wochen liegt das Papier mit 14 % vorne, auf Sicht jedoch von 3.5 bzw. 10 Jahren steht Salzgitter trotz manierlicher bilanzieller Lage tiefrot da. Mit einem für 2016 geschätzten Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0.6, einer halben Umsatzbewertung sowie einem EBITDA-Faktor von 8 erscheint die etwas übergeleveragte Salzgitter an schwachen Tagen ein Kauf.

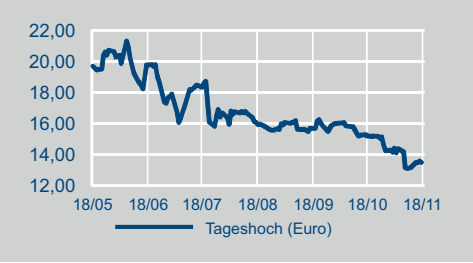
ElringKlinger: E-Mobility nimmt Fahrt auf

CEO Stefan Wolf im Gespräch

Aktionäre des Automobilzulieferers haben derzeit nur wenig Grund zur Freude. Binnen Jahresfrist hat das Papier ein Drittel an Wert verloren. ElringKlinger-Aktien kosten heute so viel wie zuletzt im Jahre 2009. CEO Stefan Wolf verwöhnte seine Anteilseigner über Jahre hinweg mit glänzenden Zahlen. Im Jahr 2015 musste er allerdings 2 Gewinnwarnungen präsentieren. 2016 hat Wolf zunächst ein EBIT vor PPA-Abschreibungen in Höhe von 160 bis 170 Mio. Euro in Aussicht gestellt.

ISIN	DE0007856023
Market-Cap	844 Mio. Euro
Umsatz 2015	1 507 Mio. Euro
Jahresergebnis 2015	95.8 Mio. Euro
Branche	Automobilzulieferer
Aktienkurs	13.26 Euro

Stefan Wolf



Diese Prognose musste im Sommer auf 140 bis 150 Mio. Euro angepasst werden. Jüngst hat er diese Bandbreite insofern präzisiert, dass im Jahr 2016 lediglich der untere Wert erreicht wird. Um das Niveau von 140 Mio. Euro indes zu erreichen, muss das 4. Quartal stark verlaufen. „Die Vorgabe ist durchaus anspruchsvoll. Derzeit bekommen wir etwas mehr Rückenwind aus der Schweiz, da sich die dortigen Belastungen verringern. Wir achten zudem stark auf unsere Kosten, obwohl wir schon ein sparsames Unternehmen sind“, sagt Wolf im Gespräch mit der Vorstandswoche.

ElringKlingers Sorgenkind Schweiz bzw. die Abschirmtechnik sorgte bereits 2015 für massive Sonderbelastungen, die schlussendlich für enttäuschende Zahlen verantwortlich waren. 2016 folgten noch nachlaufende Posten, die nochmals höher ausfielen, als von Wolf erwartet. „Die Probleme in der Schweiz waren vielschichtig. Wir sind nicht ganz so schnell vorangekommen wie geplant. Ziel ist nunmehr, dass wir diese Themen im Verlauf des 1. Quartals 2017 vollständig abgeschlossen haben“, sagt Wolf. Die Einheit in der Schweiz ist auf einen Umsatz von 120 bis 140 Mio. Euro ausgerichtet; macht derzeit aber eher gut 190 Mio. Euro Umsatz. Ein Teil der Kundenaufträge wird vor allem nach Ungarn und Spanien sowie Frankreich verlagert. Der ElringerKlinger-Chef ist über die Entwicklung natürlich alles anderes als begeistert. „Bei all unseren Problemen in der Schweiz dürfen wir nicht vergessen, dass unser sonstiges Geschäft sehr gut läuft und wir mit einer EBIT-Marge von rund 9 % in diesem Jahr weiterhin hoch profitabel sind“, betont Wolf.

Einen weiteren Verlustbringer hat ElringKlinger derzeit aber doch noch. Dieser Verlust war und ist jedoch erwartungsgemäß. Die Einheit E-Mobility! Ausgerechnet dieser Bereich könnte ab 2017 richtig Fahrt aufnehmen. „Wir spüren eine verstärkte Dynamik. Die Elektromobilität kommt nun doch schneller als von mir erwartet. Die Diesel-Affäre scheint hier die Ansicht der Hersteller verändert zu haben“, sagt Wolf. In alternative Antriebe und die Elektromobilität investiert das Unternehmen seit vielen Jahren. Um in der Elektromobilität bestens aufgestellt zu sein, hat sich ElringKlinger kürzlich mit 27 % an dem Entwicklungsdienstleister Hofer AG beteiligt. Das Unternehmen hat einen Antriebsstrang für Elektrofahrzeuge entwickelt. Über die hofer powertrain products GmbH soll dieser Antriebsstrang industrialisiert werden. An dieser Gesellschaft hat sich Wolf einen Anteil von 53 % gesichert. „Hofer passt sehr gut zu uns. Wir haben uns eine vielversprechende Systemkompetenz dazugekauft und sind nunmehr in der Elektromobilität nicht nur bei Zellkontaktiersystemen und Batteriegehäusen tätig, sondern auch beim Antriebsstrang von Hybrid- und vollelektrischen Fahrzeugen.“ Die erhöhte Aktivität im Bereich Elektromobilität und die Mehrheitsbeteiligung an Hofer könnte sogar dazu führen, dass die Einheit E-Mobility schon im Jahr 2017 den Break-Even erreicht. Keine Neuigkeiten gibt es indes hinsichtlich der Anfragen seitens Google und Apple bezüglich Batterietechnologie und Leichtbau. Laut dem CEO finden in Bezug auf diese Themen inzwischen auch Gespräche mit dem US-Konzern Tesla statt.

Für das Jahr 2015 hatten die Schwaben eine Dividende von 55 Cent je Aktie ausgeschüttet. Wolf wollte sich zu einer Dividende für 2016 noch nicht konkret äußern. „Wir zahlen wieder Dividende.“ Zur Höhe wollte er keine Angaben machen. Wir würden es begrüßen, wenn ElringKlinger erneut die Höhe des Vorjahres ausschüttet, um die Aktionäre aufgrund der schwächeren Entwicklung in 2016 etwas zu trösten. Auf aktuellem Kursniveau würde dies immerhin einer Dividendenrendite von über 4 % entsprechen! Für eine Prognose 2017 hat sich Wolf ebenfalls keine Aussage entlocken lassen. Wir würden erwarten, dass 2017 die eigentliche Bandbreite aus 2016 zwischen 160 und 170 Mio. Euro als Prognose verkündet wird. Aufgrund der jüngsten Prognoseungenauigkeit wären eine breitere Range zwischen 150 und 170 Mio. Euro durchaus noch in Ordnung. Mittelfristig ist es weiterhin das Ziel, mit einer EBIT-Marge zwischen 13 und 15 % zu wirtschaften. „Daran halten wir fest. Im Bereich Leichtbau erzielen wir sehr gute Margen. Bekommen wir unsere Themen in der Abschirmtechnik wieder voll in den Griff, würde dies die Marge immerhin schon um 2 Prozentpunkte nach oben heben“, sagt Wolf. Pro Jahr ist die unveränderte Zielsetzung, den Umsatz um 5 bis 7 % zu steigern.

Unsere Kaufempfehlungen für die Aktie vor gut einem Jahr und im Frühjahr dieses Jahres bei Kursen um je 22 Euro waren in der Rückschau schlichtweg schlecht. Aller guten Dinge sind drei! Wir raten erneut zum Kauf.

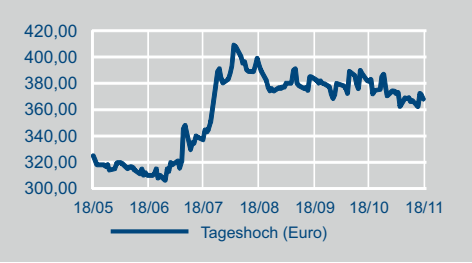
KSB: 2018 soll es wieder aufwärts gehen

CFO Werner Stegmüller im Gespräch

Der Anbieter von Pumpen, Armaturen und zugehörigen Servicedienstleistungen befindet sich in der Phase des Umbaus und der Neustrukturierung. Derzeit läuft ein Drei-Jahres-Programm mit dem Ziel, die Kosten im Bereich Material-, Sach- und Personalkosten um insgesamt 200 Mio. Euro zu senken. Das Programm soll bis 2018 abgeschlossen sein. Wie uns CFO Werner Stegmüller im Hintergrundgespräch erläutert, wird sich das Kostensenkungsprogramm im Jahr 2019 voll entfalten.

ISIN	DE0006292030
Market-Cap	640 Mio. Euro
Umsatz 2015	2 335 Mio. Euro
Jahresergebnis 2015	52.2 Mio. Euro
Branche	Industrie
Aktienkurs	365.40 Euro

Werner Stegmüller



Dann will KSB wieder kräftig Geld verdienen. Ziel ist eine EBT-Marge von 6 % in 2 Jahren. 2019 strebt das Unternehmen an, wieder mit EBT-Margen von mindestens 8 % wirtschaften zu können. Dieses Margen-Niveau ist für den Konzern übrigens nichts Neues. In den besten Zeiten (2008) verdiente das in Frankenthal ansässige Unternehmen vor Steuern rund 200 Mio. Euro! Bis es wieder soweit ist, müssen sich die Anteilseigner von KSB auf eine gewisse Dürrephase einstellen. Das Kostensenkungsprogramm startete Anfang 2016. Die 200 Mio. Euro verteilen sich wie folgt: Um 25 Mio. Euro sollen die Gemeinkosten gesenkt werden. Weitere 90 Mio. Euro sollen bei den Materialkosten eingespart werden und rund 90 Mio. Euro entfallen auf Personaleinsparungen. Die einstige Mannstärke von über 16 000 Mitarbeitern soll um 10 % angepasst werden. Das Programm kostet natürlich in erster Linie Geld. Stegmüller beziffert die Kosten dafür auf ca. 120 Mio. Euro. Dieser außerordentliche Aufwand wird den Gewinn in diesem und auch im Jahr 2017 deutlich nach unten drücken und somit für eher überschaubare Ergebnisse sorgen.

2015 erzielte KSB einen Umsatz von über 2.3 Mrd. Euro, einen Ordereingang von über 2.2 Mrd. Euro und ein Ergebnis vor Steuern von mehr als 93 Mio. Euro. 2016 erwartet Stegmüller einen Umsatz von unter 2.2 Mrd. Euro und ein Vorsteuerergebnis, welches deutlich unter dem Niveau des Vorjahres liegt. Der Auftragseingang wird im niedrigen einstelligen Prozentbereich unter dem Wert des Vorjahres liegen. Eigentlich hatte der Vorstand an dieser Stelle ein Plus erwartet. „Wir haben große Orders in der Pipeline, die sich vermutlich ins nächste Jahr verschieben." Hierbei handelt es sich um Aufträge im Bereich Nuklearenergie aus China und Indien. „Das Nukleargeschäft ist in Indien und China noch nicht tot." Aus diesen Ländern erwartet das Unternehmen Orders in hoher zweistelliger Millionenhöhe. Ansonsten ist die Nachfrage aus dem Bereich Nuklearenergie natürlich sehr verhalten. Ebenfalls verhalten ist die Nachfrage für Kraftwerke aus konventioneller Energie. Hier herrscht zudem großer Preisdruck. Gut zeigt sich indes die Nachfrage nach Pumpen und Armaturen für die Gebäudetechnik, Wasser- und Abwassertechnik.

Insgesamt ist die Entwicklung des Unternehmens derzeit herausfordernd. Es mangelt nicht nur an Aufträgen aus der Energiewirtschaft, sondern die Nachfrage des Pumpen- und Armaturenmarktes ist auch aufgrund des Ölpreises verhalten. Unternehmen aus dem Bereich Öl und Gas halten sich mit Investitionen deutlich zurück. „Die Ölindustrie befindet sich im Kostensenkungsmodus. Das kann durchaus noch eine Weile weitergehen. Aber früher oder später wird diese Industrie erneut massiv investieren. Die aktuelle Zurückhaltung kann dann wieder ins Gegenteil umschwenken. Der Zeitpunkt ist aber noch nicht da", erklärt Stegmüller. Bei Ölpreisen zwischen 40 und 50 Dollar rechnet er mit keiner großen Belebung. „Wir stellen uns auf eine Rückkehr der großen Investitionen frühestens im Jahr 2018 ein." Ganz positiv entwickelt sich das Industrie- und Mining-Geschäft. Vor allem bei Ersatzteilen, die gute Margen aufweisen. International ist die Nachfrage aus Asien und in erster Linie China und Indien positiv. In USA und Europa zeigt sich die Nachfrage indes eher schleppend. Große Hoffnungen hat KSB für den Markt im Iran. „Wir waren im Iran vor 2009 schon tätig. Wir sehen für dieses Land einen extremen Nachholbedarf, der sich durchaus positiv für uns auswirken kann. Allerdings mangelt es derzeit noch am Zahlungsverkehr, der zunächst sichergestellt sein muss", sagt der Vorstand.

KSB ist ein bilanzstarkes Unternehmen mit einer soliden Nettofinanzposition. Capex wird sich 2016 auf ca. 70 bis 80 Mio. Euro belaufen. Den Free Cashflow erwartet Stegmüller bei 40 bis 50 Mio. Euro. Aufgrund der soliden Bilanz hält es der Vorstand für durchaus wahrscheinlich, dass die Dividende im Vergleich zum Vorjahr, trotz rückläufiger Ergebnisse in 2016, stabil bleibt. 2015 gab es 5.50 Euro pro Stammaktie und 5.76 je Vorzugsaktie. Haken Sie das Jahr 2016 dennoch getrost ab. 2017 wird nicht besser werden. Mit Blick auf 2018 ist die Aktie jedoch wieder sehr interessant. Mit einer Kapitalisierung von aktuell 630 Mio. Euro ist KSB alles andere als teuer. Zudem scheinen die Vorzugsaktien bei einem Wert von ca. 350 Euro einen Boden zu bilden. Wir empfehlen dennoch, den Abschluss 2016 im März 2017 zunächst abzuwarten.

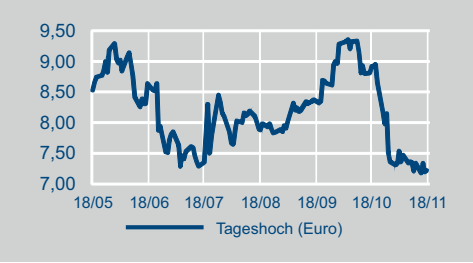
ADVA: Ausblick 2017 zählt

CEO Brian Protiva im Gespräch

ADVA erzielte im 3. Quartal 2016 einen Umsatz von knapp 160 Mio. Euro. Ein Plus von über 30 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Das bereinigte EBIT lag bei 8.3 Mio. Euro oder bei einer Marge von 5.2 %. Der Vorstand hat für Q3 einen Umsatz zwischen 150 und 160 Mio. Euro in Aussicht gestellt bei einer bereinigten EBIT-Marge zwischen 3 und 6 %.

ISIN	DE0005103006
Market-Cap	353 Mio. Euro
Umsatz 2015	441.9 Mio. Euro
Jahresergebnis 2015	26.9 Mio. Euro
Branche	Technologie
Aktienkurs	7.11 Euro

Brian Protiva



Firmenchef Brian Protiva zeigt sich im Hintergrundgespräch mit der Vorstandswoche mit der Umsatzentwicklung sehr zufrieden; bei den Margen hätte er sich aber ein höheres Niveau erhofft. Enttäuscht reagierte der Kapitalmarkt über den Ausblick für das Schlussquartal. Protiva rechnet im Schlussquartal mit einem Umsatz zwischen 125 und 140 Mio. Euro bei einer bereinigten EBIT-Marge zwischen 4 und 7 %. „Gegenüber dem Q4 des Vorjahres wachsen wir weiterhin zweistellig. Allerdings liegen wir unter dem Niveau des 3. Quartals." Ein wesentlicher Grund für das eher schwächere Q4 ist vor allem die Verzögerung der Auslieferung der neuen FSP 3000 „Next Generation"-Plattform Cloud Connect. „Wir haben an dieser Stelle ein paar Monate verloren, da wir Probleme mit einem unserer Zulieferer hatten. Ab 2017 sind wir startklar. Im Q4 erwarten wir keine größeren Umsatzbeiträge mit Cloud Connect", erklärt Protiva. Zudem halten sich aktuell wichtige Kunden aus dem britischen Markt mit ihren Bestellungen etwas zurück. Mit britischen Kunden und speziell der British Telecom setzt ADVA pro Jahr bis zu 100 Mio. Euro um. Dabei belasten aufgrund der Abwertung des Pfunds zusätzlich negative Währungseffekte sowohl bei der Umrechnung für den Umsatz als auch für das Ergebnis.

Unterstellen wir für Q4 einen Umsatz von 132 Mio. Euro, errechnet sich im Gesamtjahr 2016 ein Umsatzniveau von über 570 Mio. Euro. Das liegt leicht unterhalb unserer bisherigen Erwartungen zwischen 580 und 590 Mio. Euro Umsatz. Nach neun Monaten erreichte ADVA eine bereinigte EBIT-Marge von ca. 3.3 %. Da wir im Q4 mit keinen nennenswerten Umsätzen aus FSP 3000 Cloud Connect rechnen, wird der Produktmix von keinem großem Vorteil für das Unternehmen sein. Wir hatten Sie bereits im August dafür sensibilisiert, dass die Gesellschaft im Jahr 2016 bei den Margen enttäuschen wird und das Niveau im Gesamtjahr auf Basis des bereinigten EBIT eher bei einem Wert von unter 4 % liegen wird. Bei dieser Einschätzung bleiben wir. In der Summe ist 2016 für ADVA erneut ein Jahr mit einer überschaubaren Margenentwicklung. Ein Lichtblick ist in diesem Jahr die Kapitalflussrechnung. Der operative Cashflow dürfte mit ca. 50 Mio. Euro sprudeln. Den Free Cashflow erwarten wir bei mehr als 10 Mio. Euro.

Für das Jahr 2017 zeigt sich Protiva grundsätzlich optimistisch. „Unsere Märkte werden weiter wachsen. Die Nachfrage nach mehr Bandbreite steigt weiterhin an. Wir haben derzeit keinerlei Indikation, dass das Marktwachstum abflacht. Wir sollten daher wieder gut wachsen", sagt der CEO. Nach unseren Berechnungen könnte ADVA 2017 den Umsatz um ca. 10 % steigern. Das Umsatzvolumen im nächsten Jahr sehen wir in einer Bandbreite zwischen 620 und 630 Mio. Euro. Oberste Priorität hat für Protiva indes die Marge. „Wir müssen unsere Bruttomargen steigern. Dafür bin ich zuversichtlich. Zudem wollen wir bei der EBIT-Marge einen guten Schritt vorwärts kommen", so Protiva. Eine Größenordnung wollte er uns nicht nennen. Ziel ist allerdings weiterhin, dass ADVA mittelfristig mit einer bereinigten EBIT-Marge von 10 % wirtschaftet. „Vorher werde ich nicht zufrieden sein." 2017 könnte sich nach unserer Einschätzung die bereinigte EBIT-Marge auf mindestens 6 % belaufen, wenn nicht sogar eher 7 %. Liegt die Marge im nächsten Jahr unter dem Wert von 6 %, wäre dies enttäuschend. Bereinigt könnte ADVA 2017 ein EBIT zwischen 35 und 40 Mio. Euro einfahren. Das berichtete EBIT schätzen wir auf 30 bis 35 Mio. Euro. Abzüglich Zinsen und einer rechnerischen Steuerquote von knapp 30 %, könnten netto ca. 25 Mio Euro verdient werden oder ca. 50 Cent je Aktie.

ADVA kämpft in einem hart umkämpften Markt inklusive Preisdruck. Ständig muss das Unternehmen wieder in neue Technologien investieren, um dem Preisverfall der eigenen Produkte entgegenzutreten. Es dürfte für die gesamte Branche schwierig sein, dass sich die EBIT-Margen nachhaltig auf einem soliden Niveau bewegen werden. Der Kampf mit den Margen dürfte bei ADVA anhalten, selbst wenn sich diese in den nächsten 1 bis 3 Jahren steigern können. Laut Protiva steckt die gesamte Branche in einer Konsolidierung. „Jeder spricht mit jedem". Perspektivisch schließt er eine Übernahme von ADVA weiterhin nicht aus. Alternativ: ADVA wird über Zukäufe in eine andere Größenordnung wachsen müssen, um alleine bestehen zu können. Als Größenordnung sollte ADVA über 1 Mrd. Euro Umsatz stemmen.

In der Vergangenheit hat es sich stets ausbezahlt, ADVA zu kaufen, wenn die Enttäuschung am größten ist. So auch dieses Mal. Wir raten daher bei Kursen um 7 Euro erneut zum Kauf.

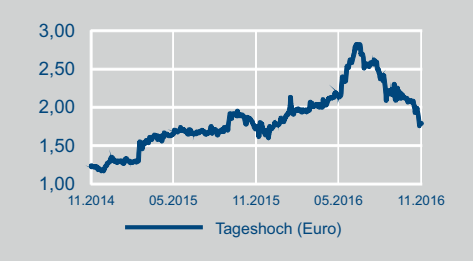
Constantin Medien: Die Irrfahrt geht weiter!

Vorstandswoche auf der 2. HV 2016 der Constantin Medien AG

Die jüngste Hauptversammlung der Constantin Medien war ein Skandal! Vor rund einem Jahr hatte die Vorstandswoche als erstes Medium in Deutschland die heimliche Machtübernahme von Dieter Hahn bei Constantin Medien aufgedeckt („Die Irrfahrt des Dieter Hahn“, Vorstandswoche Exklusiv-Meldung vom 09.11.2015) und war nunmehr auch zu Besuch auf der Hauptversammlung im Paulaner am Nockherberg.

ISIN	DE0009147207
Market-Cap	177 Mio. Euro
Umsatz 2015	481.6 Mio. Euro
Jahresergebnis 2015	12.4 Mio. Euro
Branche	Medien
Aktienkurs	1.77 Euro

Fred Kogel



Über das Unternehmen selbst dürfen Sie sich eigentlich nicht wundern. So firmierte die heutige Constantin Medien AG einst unter dem Namen EM.TV am Neuen Markt und galt als die Skandalnudel schlechthin. Offensichtlich ist die DNA der Gesellschaft völlig kaputt. Auf der Hauptversammlung fühlten sich die anwesenden Aktionäre in die Vergangenheit zurückversetzt. Ausgerechnet der betagte und im Laufe der Zeit immer träger werdende Werner Klatten sollte diese Versammlung leiten. Nach eigenen Angaben hatte der Aufsichtsrat der Constantin Medien AG am Morgen der Hauptversammlung hierzu einen Beschluss gefasst. Eigentlich müsste Oberaufseher Dieter Hahn die Versammlung leiten. Aber analog zur desaströsen Hauptversammlung im Juli 2016 hatte Hahn nicht den Drang, die Versammlungsleitung zu übernehmen. Beim überaus selbstbewussten Hahn kein Wunder, denn er scheut die Organverantwortung seit Jahren schon wie der Teufel das Weihwasser und lässt lieber andere die Drecksarbeit machen. Im Constantin-Aufsichtsrat ist die Risiko-Aversion wohl ausgeprägt, denn kein anderes Mitglied des Aufsichtsrats war zur Versammlungsleitung bereit, weshalb der Aufsichtsrat den über 70-jährigen Klatten ausgebuddelt hatte. Weshalb sich Klatten hierzu bereit erklärte, der dies weder persönlich noch finanziell notwendig haben dürfte, ist uns ein Rätsel. Ohnehin war Klatten, der dafür sicherlich für seine Arbeit fürstlich entlohnt wurde, eine Fehlbesetzung für dieses Amt. Klatten mag als einstiger Geschäftsführer von Sat.1 und auch beim Spiegel-Verlag durchaus Erfolg gehabt haben. Er war zudem lange Zeit CEO der EM.TV. Das Unternehmen, welches vor Constantin Medien noch unter dem Namen EM.Sport Media AG firmierte, hat er indes mehr schlecht als recht saniert. 2007 hat er netto mehr als 41 Mio. Euro versenkt. 2008 übergab Klatten das Zepter an Bernhard Burgener. 2008 wurden knapp 130 Mio. Euro versenkt. Kurzum: Burgener hat von Klatten einen Scherbenhaufen übernommen. Ein Aktionär, der früher Verwaltungsrat bei Highlight war, brachte es auf den Punkt: „Jedes Mal wenn der Bernhard damals den Schrank bei Constantin Medien aufgemacht hat, kam eine neue Scheiße raus.“

Ausgerechnet dieser tattrige Klatten wurde übrigens für seine „Glanzleistung“ noch mit einem Aufsichtsratsmandat bei Constantin Medien belohnt und mit einem gut dotierten Vertrag als Präsident des Verwaltungsrates bei der Schweizer Highlight Communications. Hahn, der sich ja immer ganz gerne über die Gehälter der Schweizer Truppe beschwert, sollte sich eigentlich nicht wundern. Üppige Gehälter waren bei der einstigen EM.Sport Media durchaus normal. Für seine Leistung kassierte Klatten damals als CEO im Jahr 2006 inklusive variabler Zahlungen einen Betrag von über 0.9 Mio. Euro, 2007 mehr als 1.2 Mio. Euro und für die ersten 8 Monate im Jahr 2008 nochmals mehr als 0.9 Mio. Euro. Als Sesselwarmhalter bei Highlight kassierte er pro Jahr 300 000 Franken über einen Beratervertrag. Dieser endete zum Glück Ende 2010. Burgener dürfte damals 3 Kreuze geschlagen haben. Klatten ist durchaus dem Umfeld von Hahn zuzuordnen. Und nunmehr sollte der Kapitalvernichter und gut bezahlte Ex-CEO von Constantin Medien und Ex-Verwaltungsratschef von Highlight, Werner Klatten, diese Hauptversammlung leiten. Die Aktionäre waren mit diesem Versammlungsleiter natürlich keineswegs glücklich. Es folgten mehrere Anträge Klatten als Versammlungsleiter abzuwählen, denen sich dieser allerdings rechtswidrig nicht zur Abstimmung stellte, sondern sie lapidar zurückwies, da es hierfür keinen Grund gab.

Auftakt zur skandalösen Hauptversammlung

Für einen turbulenten Auftakt der Hauptversammlung hatte Klatten jedenfalls gesorgt. Über den 1. Tag der Hauptversammlung stellten die Aktionäre zahlreiche Fragen an die Gesellschaft. Zu den prominentesten Aktionären zählten neben Hahn und Burgener, die jeweils direkt oder indirekt knapp 30 % der Anteile der Constantin Medien AG halten, noch die HV-Profis Karl-Walter Freitag, Caterina Steeg, Manfred Klein samt seiner Partnerin Martina Schütz und Leonhard Knoll von der Uni Würzburg sowie zahlreiche Rechtsanwälte. HV-Terrorist Klein trieb mit der Gesellschaft seine üblichen Spielchen. Freitag hingegen haben wir schon deutlich aktiver erlebt.

Positiv überrascht waren wir indes von HV-Klägerin Steeg, die perfekt vorbereitet war und inhaltlich die richtigen und wichtigen Fragen stellte. All dies hat die Gesellschaft kaum gekümmert. CEO Fred Kogel und sein CFO Leif Arne Anders haben sämtliche Fragen, die ihnen das Backoffice aufs Papier getippt hatten, mehr schlecht als recht beantwortet. Steeg musste Kogel sogar darauf hinweisen, dass wenn er schon stupide die Antworten aus dem Backoffice vorliest, möge er doch wenigstens dabei sein Gehirn einschalten. Lediglich Sport-Vorstand Olaf Schröder schien seine Anteilseigner noch ernst zu nehmen. Er hat seine Fragen im Wesentlichen vernünftig beantwortet und war hierbei durchaus emotional aufgrund der völlig zerrütteten Verhältnisse in der Gesellschaft.

Während die Beantwortung der Fragen seitens Anders eines CFO nicht würdig war, zeigte sich Kogel dreist und völlig abgeklärt. Fragen an den Aufsichtsrat der Gesellschaft wurden überhaupt keine beantwortet. Formaljuristisch ist es zwar so, dass der Auskunftsanspruch auf einer Hauptversammlung nur gegen den Vorstand einer Gesellschaft gilt und eben nicht gegenüber dem Aufsichtsrat. Allerdings hat der Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben, soweit sie zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung erforderlich ist. Die Auskunftspflicht erstreckt sich auch auf die rechtlichen und geschäftlichen Beziehungen der Gesellschaft zu einem verbundenen Unternehmen. Was Kogel vielleicht nicht weiß: Auch der Aufsichtsrat ist Teil der Gesellschaft! Also gibt es eine klare Auskunftspflicht des Vorstandes auch über Angelegenheiten des Aufsichtsrates. Kogel kann sich dabei nicht darauf zurückziehen, dass dies „Sache des Aufsichtsrats ist und er deshalb dazu nichts sagen kann“. Bereits hier dürfte das Unternehmen gegen den Anspruch auf Auskunft nach § 131 Aktiengesetz massiv verstoßen haben, was zur Anfechtbarkeit der Hauptversammlung führen kann.

Versammlungsleiter Franz Enderle

Aber die Gesellschaft, also der Vorstand und Aufsichtsrat, dürften eine Anfechtbarkeit der Hauptversammlung bewusst in Kauf genommen haben. Am 2. Tag der Hauptversammlung beglückte nicht mehr Klatten die Aktionäre als Versammlungsleiter, sondern Rechtsanwalt Franz Enderle von der bekannten, bisweilen auch gefürchteten Münchener Anwaltskanzlei Bub Gauweiler & Partner. Enderle, der bereits am 1. Tag der Hauptversammlung auf dem Podium brässig Platz nahm und dort den Versammlungsleiter Klatten beraten hatte, war den Aktionären durchaus wohl bekannt. Sie erinnern sich vielleicht? Enderle war der Versammlungsleiter der skandalösen Hauptversammlung im Juli dieses Jahres, die irgendwann abgebrochen wurde und bei der Enderle zahlreiche Stimmen von Aktionären nach

Bernhard Burgener

Gutdünken einfach ausgeschlossen hatte. So war es kein Wunder, dass an beiden Tagen zahlreiche Fragen bezüglich der Zulassung von Stimmrechten gestellt wurden. Beantwortet wurden dazu natürlich keinerlei Fragen. Die Wahrheit und den gut geplanten Schlachtplan sollten die Aktionäre erst am 2. Tag der Hauptversammlung gegen 20 Uhr erfahren. Nach Ende der Generaldebatte und Beantwortung der Fragen leitete Enderle zur Abstimmung über. Kurz und schmerzlos teilte Enderle mit, dass er den Stimmenpool rund um Bernhard Burgener schlichtweg ausschließt. Als Grund nannte Enderle lediglich, dass eine Stimmrechtsmitteilung dieses Pools vom Juni falsch sei. Nach unseren Informationen dürfte hier aber nichts dran sein. Enderle zog indes seinen Schlachtplan voll durch, der von Anfang an festgestanden haben dürfte. Es ist schon sehr dreist seine Anteilseigner 2 Tage auf einer Hauptversammlung sitzen zu lassen, um dann am Abend des 2. Tages mitzuteilen, dass fast 30 % der Stimmen von der Abstimmung ausgeschlossen werden. Das hätte die Gesellschaft gleich am 1. Tag der Versammlung kurz nach der Eröffnung mitteilen können. Dann wäre die Sache jedenfalls klar gewesen. Aufgrund dieser Unverschämtheit ging ein Teil der Aktionäre natürlich auf die Barrikaden. Selbst Enderle, der nach außen immer den Eindruck erweckt, dreimal chemisch gereinigt ist, war zunächst recht klein mit Hut. Hilferufend forderte er nach der Security-Einheit aus dem Backoffice, die sich dann vor dem Podium positionierte. Ein Schauspiel, was einer Gesellschaft wie Constantin Medien absolut unwürdig ist. Dann fuhr Enderle, der sich fortan durch die Security sichtbar sicherer fühlte, eiskalt mit der Abstimmung fort. Es ist ohnehin bezeichnend für den Zustand einer Gesellschaft, wenn sie für eine Hauptversammlung etwa 20 Mitarbeiter einer professionellen Security-Firma aus Weiden in der Oberpfalz benötigt.

Abstimmung wird zur Farce

Nach dem Ausschluss der Stimmen vom Pool Burgener war die Abstimmung natürlich eine Farce, die Abstimmungsergebnisse an Lächerlichkeit kaum zu überbieten. Vom Grundkapital waren inklusive Pool Burgener rund 75 % des Kapitals anwesend. Jeweils 30 % sind Hahn und Burgener zuzuordnen. Die freien Aktionäre waren mit rund 15 % anwesend. Und genau diese Aktionäre stimmten bei nahezu allen Tagesordnungspunkten gegen die Gesellschaft. Also gegen Hahn und Kogel. Wäre alles fair und rechtlich einwandfrei verlaufen, wäre der Antrag zur Abwahl des Versammlungsleiters durchgegangen. Interessanterweise stellte Enderle diesen Antrag am Abend des 2. Tages doch noch zur Abstimmung, da er aufgrund des Stimmenausschlusses wusste, wie die Abstimmung ausgeht. Mit den Stimmen von Hahn drohte keine Gefahr. Ebenfalls positiv ausgefallen wäre die Abstimmung zur Absetzung des TOP 7, Fokussierung auf Sport und Verkauf Constantin Film sowie der Antrag auf Vertagung der Haupt-

versammlung. Immerhin: Dieter Hahn wurde als Aufsichtsrat nicht entlastet. Hierbei waren seine eigenen Stimmen natürlich ausgeschlossen. Bei dieser Abstimmung hatte der Freefloat das Sagen mit dem Ergebnis, dass er nicht entlastet wurde. Ein Denkzettel. Jedoch hat eine Nicht-Entlastung keinerlei Auswirkung, weshalb Hahn dies auch herzlich egal sein dürfte. Ebenfalls nicht erfolgreich wäre die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder Andrea Laub, Stefan Collorio und Jörn Arne Rees gewesen sowie die Beschlussfassung über die Neuausrichtung der Constantin Medien AG. Zudem wurde positiv über die Sonderprüfung Beschluss gefasst – dieser Beschluss wäre aber ohnehin gefasst worden, da er von Hahn so gestellt wurde, dass hier in der Tat ein Stimmrechtsausschluss von Burgener zu erfolgen hat. Gar nicht erst zur Abstimmung gestellt wurden die Anträge von Burgener, Mitglieder des Aufsichtsrats abwählen zu lassen und dem CEO Fred Kogel und dem CFO Leif Arne Anders das Vertrauen zu entziehen, da Enderle bekanntlich diese Stimmen ausschloss und damit diese Anträge für nicht zulässig erklärte. Bei korrekter Abstimmung hierüber, wären diese Beschlüsse indes erfolgreich gefasst worden. Kogel und Anders wären schon heute ihren Job los. Kogel, der pro Jahr 700 000 Euro als CEO verdient, wird das Unternehmen nun mit seiner Gage weiter belasten.

BGH Rechtsanwältin auf dem Podium

Die Hauptversammlung der Constantin Medien war insgesamt ein Meisterstück von Anwaltsprofi Franz Enderle, der seinen Schlachtplan zu Gunsten von Kogel und Hahn voll durchgezogen hat. Die Folge sind natürlich Anfechtungsklagen gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung, die in etwa Kosten von bis zu 750 000 Euro verursachen werden, nachdem die versemmelte Hauptversammlung im Juli schon mit knapp 0.5 Mio. Euro zu Buche geschlagen hat. Interessant wäre natürlich was Enderle für seinen Auftritt kassiert. Angeblich hat Enderle in diesem Jahr der Gesellschaft noch gar keine Rechnung gestellt. Zu seinem Stundensatz erteilte die Firma jedoch keine Auskunft. Jedenfalls will Burgener und zahlreiche andere Aktionäre die Versammlung über eine entsprechende Klage anfechten. Dieser Prozess wird vermutlich Jahre dauern. Frühestens im Frühjahr 2017 dürfte das Landgericht München terminieren. Wir gehen davon aus, dass dieser Rechtsstreit vor der Kammer kein Ende findet und vor dem Oberlandesgericht München fortgesetzt wird. Weder Hahn noch Burgener dürften eine Niederlage vor dem Landgericht akzeptieren. Das OLG dürfte allenfalls Ende 2017 oder sogar erst 2018 über den Fall entscheiden. Falls dann die Revision zum Bundesgerichtshof nicht zugelassen wird, wäre eine Nichtzulassungsbeschwerde möglich, um am Ende eventuell in Karlsruhe beim BGH zu landen.

Für den BGH scheint sich die Gesellschaft schon vorbereitet haben. Constantin Medien hat zur Unterstützung für die Hauptversammlung mehrere Anwaltskanzleien mandatiert und das Back-office mit Anwälten vollgestopft. Sogar Hildegard Ziemons, die seit 2013 Rechtsanwältin beim Bundesgerichtshof ist und zuvor Partnerin bei der Sozietät CMS Hasche Sigle war, wurde von der Gesellschaft zu dieser Hauptversammlung mandatiert. Wenigstens am 1. Tag der Hauptversammlung nahm Ziemons sogar in 2. Reihe auf dem Podium Platz. Warum sich eine BGH-Anwältin für eine solche Sache hergibt, können wir nicht nachvollziehen. Noch weniger nachvollziehbar ist, warum die Gesellschaft überhaupt eine BGH-Anwältin für eine Hauptversammlung mandatiert. Wir haben uns bei diversen HV-Berufsklägern sachkundig gemacht und dazu HV-Dienstleister befragt. Keinem dieser erfahrenen HV-Teilnehmern und Dienstleistern war bekannt, dass eine Gesellschaft bereits zum Tage der eigenen Hauptversammlung den Rat einer BGH-Anwältin hinzuzieht.

Fakt ist: Die Gesellschaft handelte mit ihren ausgebufften Anwälten sicherlich nach einem üblichen Muster. Sollen die Aktionäre doch erst einmal durch alle Instanzen klagen, während in dieser Zeit Tatsachen geschaffen werden. Diese Option gibt das Aktiengesetz durchaus her, obwohl die Gesellschaft damit voll ins Risiko geht und die Beschlüsse früher oder später für nichtig erklärt werden können. Trifft dieser Fall ein, dann sind natürlich Tür und Tor für die die Geltendmachung von Schadensersatzsprüchen geöffnet. Zu verantworten hat dies dann die Gesellschaft, vertreten durch den Vorstand und den Aufsichtsrat. Etwas aufpassen sollten vor allem die neu gewählten Aufsichtsratsmitglieder Rees, Collorio und Laub. Sollte die Nichtigkeit ihrer Wahl feststehen, wäre dies für das Unternehmen möglicherweise ein Problem. Sobald die Anfechtungsklagen bei Kogel und Hahn in den nächsten Wochen eintreffen, sind diese drei allenfalls Aufsichtsräte unter der Maßgabe eines fehlerhaft besetzten Organs tätig. Das ist durchaus auch ein persönliches Risiko. Weshalb sich diesem Risiko ausgerechnet Andrea Laub aussetzt, ist fraglich. Immerhin hat sie einen Ruf zu verlieren. Laub ist Director Finance und Head of Shared Services der Burda Style Group. Aber Frau Laub dürfte alt genug sein, um dieses Risiko einschätzen und mit den Konsequenzen dieser skandalösen Hauptversammlung, mit dem willkürlichen Ausschluss von Stimmen, leben zu können.

Dieter Hahn

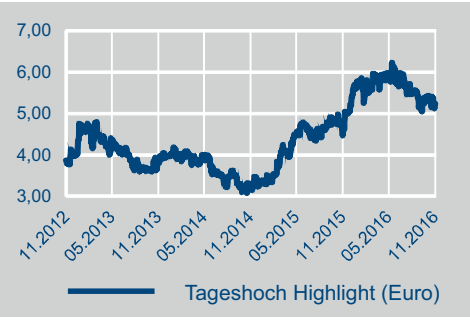
Machen Hahn oder Burgener ein Übernahmeangebot?

Spannend ist nunmehr die Frage, wie es außerhalb der Gerichtssäle weitergeht. Hahn hatte auf der Hauptversammlung schon erklärt, dass einer der beiden (er selbst oder Burgener) dem anderen die Aktien abkaufen müsste. Hahn schlug in diesem Zusammenhang vor, dass beide auf Papier einen Kaufpreis notieren und das höhere Gebot den Zuschlag erhält. Angeblich hat Hahn dazu einen Mediator vorgeschlagen. Hierbei soll es sich Unternehmenskreisen zufolge ausgerechnet um

Franz Enderle handeln. Wie aus der Schweiz zu hören ist, will Burgener dieses Angebot nicht annehmen, da er im Worst Case seine Anteile an Hahn verlieren würde, zudem ist das Vertrauen in seinen einstigen Geschäftspartner Hahn zerstört. Um Bewegung in die zerrüttete Gesellschaft zu bringen, muss einer der beiden ausscheiden. Sonst geht die Hängepartie ewig weiter. Derzeit gibt es indes keine Indikation, dass sich einer der beiden Herren bewegt. Kauft der eine dem anderen die Anteile ab, muss zudem an die freien Aktionäre ein Übernahmeangebot unterbreitet werden. Auf Basis eines aktuellen Kurses von 1.75 Euro und einem Börsenwert von mehr als 165 Mio. Euro, müssten die Herren mehr als 100 Mio. Euro parat halten. Weder Hahn noch Burgener dürften privat über diese Kriegskasse verfügen. Ende daher völlig offen. Außerdem fallen bei einem Übernahmeangebot die üppig vorhandenen Verlustvorträge der Gesellschaft weg, zumindest laut aktueller Gesetzgebung.

Wird Highlight bald nicht mehr vollkonsolidiert?

Die katastrophale Außendarstellung von Constantin Medien sollte sich früher oder später merklich im Zahlenwerk niederschlagen. Bereits in diesem Jahr dürften die Kosten aufgrund der beiden Hauptversammlungen und der allgemeinen Beratungskosten aufgrund des Streits zwischen Hahn und Burgener auf Seiten



der Gesellschaft die Marke von 1 Mio. Euro ganz locker sprengen. Geld, welches Constantin Medien eigentlich nicht wirklich haben dürfte. Sie müssen bei Constantin Medien beachten, dass die konsolidierte IFRS Bilanz aktuell völlig uninteressant ist. Die Konzernbilanz sieht relativ vernünftig aus. Allerdings nur, weil das Unternehmen das solide Zahlenwerk der Highlight Communications konsolidiert. Highlight ist Eigentümer der Constantin Film AG und der TEAM Holding. Letztere ist aufgrund des UEFA-Deals eine Gelddruckmaschine. An der Highlight hält Constantin Medien AG angeblich einen Anteil von über 60 %. Allerdings hat Kogel auf einen Anteil von knapp

Franz Enderle
(Symbolbild)

25 Mio. Highlight-Aktien oder über 50 % derzeit dummerweise überhaupt keinen Zugriff. Noch nicht einmal auf das Stimmrecht dieser Aktien. Das könnte für Kogel ein echtes Problem werden.

Constantin Medien hat diese Aktien an die Stella Finanz verpfändet und dafür vor einiger Zeit ein Darlehen erhalten. Stella Finanz behauptet sogar, dass die Aktien nicht verpfändet wurden, sondern sicherungsübereignet wurden und ihr daher auch die Stimmrechte an Highlight zustehen. Wie Sie wissen, war das Unternehmen immer etwas klamm. Burgener war CEO von Constantin Medien in der Zeit von 2008 bis Ende 2015. Vor allem in den Jahren 2008 bis mindestens 2014 war das Unternehmen nicht in der Lage ein klassisches Bankdarlehen aufzunehmen. Den Banken war in der Vergangenheit nämlich schlicht das Risiko zu groß. Von Anwalt Enderle war auf der Hauptversammlung sogar zu erfahren, dass das Unternehmen vor einigen Jahren sogar kurz vor der Insolvenz stand und er dies gemeinsam mit Burgerner federführend verhinderte. Enderle ist bei Constantin Medien quasi der Haus- und Hofanwalt. Da kein Geld bei Banken zu holen war, musste Burgener ein entsprechendes Darlehen aufnehmen. Dieses Darlehen wurde von Kogel per Ende Juni 2016 gekündigt. Stella Finanz weigert sich allerdings die Rückzahlung des Darlehens anzunehmen und somit die Aktien an Highlight freizugeben. Über diese Sache streitet sich Constantin Medien vor deutschen und schweizerischen Gerichten. Auch diese Verfahren dürften sich hinziehen. Inzwischen wurde Stella Finanz von ihrem Eigentümer sogar an eine Firma aus Marokko verkauft. Das könnte für Kogel noch ein ganz spezielles Abenteuer werden. Wie Kogel im Q3 Bericht der Constantin Medien AG ausführt, besteht das Risiko, dass bei einem letztinstanzlichen Gerichtsentscheid, welcher feststellen würde, dass die an die Stella Finanz AG verpfändeten knapp 25 Mio. Highlight-Aktien nicht verpfändet, sondern sicherungsübereignet wurden, die Vollkonsolidierung der Highlight entfällt. Dies hätte auf das Zahlenwerk der Gesellschaft fatale Folgen. Das Stella-Darlehen hat insgesamt ein Volumen von 36 Mio. Euro. Im Gegenwert stehen bei Kursen von 5.10 Euro die Highlight-Aktien im Volumen von ca. 125 Mio. Euro. Sollte Kogel allerdings weder zeitnah über das Stimmrecht verfügen können noch im schlimmsten Fall auch die Aktien nicht mehr zurück erhalten, fragen wir uns, wie die eigentlich stets akkurat arbeitenden Wirtschaftsprüfer von PricewaterhouseCoopers (PwC) die Beteiligung im Einzelabschluss an Highlight behandeln wollen. Droht hier aus Vorsichtsgründen sogar eine herbe Abschreibung? Wir warten gespannt auf den Jahresabschluss. Jedenfalls dürfte Kogel mit PwC großen Gesprächsbedarf haben.

Wird die Anleihe zurückbezahlt?

Aktionäre und vor allem die Inhaber der Constantin Medien AG sollten sich ohnehin mit dem Einzelabschluss der Gesellschaft intensiv auseinandersetzen. Wie geschildert, hilft der konsolidierte IFRS-Kram aufgrund der Streitigkeiten nicht weiter. Und im Einzelabschluss sieht es bei Constantin Medien nichts besonders sexy aus. Direkt unter dieser Gesellschaft ist das Geschäft rund um Sport1 und der Produktionstochter Plazamedia angesiedelt. Das Unternehmen stellt dieses Segment im Konzern unter „Sport“ dar. Nach 9 Monaten lag das Segmentergebnis bei lediglich 5.8 Mio. Euro. Der Umsatz lag bei über 111 Mio. Euro. Die Marge von 5.2 % ist relativ dünn. Die anderen Segmente können Sie getrost vergessen, da es sich

hierbei um Highlight-Aktivitäten handelt. Constantin Medien lebt derzeit vom Segmentergebnis Sport. Hier muss der Cashflow so gut sein, dass er die recht üppigen Holding-Kosten der Gesellschaft in München von Kogel & Co. trägt. Blicken wir nunmehr in den Einzelabschluss der Gesellschaft per Ende des Jahres 2015, machen wir uns durchaus etwas Sorgen um das Unternehmen. Per Ende Dezember war die Kasse im Einzelabschluss lediglich mit 3.4 Mio. Euro gefüllt. Bankschulden sind Fehlanzeige. Allerdings hat das Unternehmen Schulden gegenüber einem Privatinvestor in Höhe von rund 36 Mio. Euro (Stella) und Schulden gegenüber Inhabern der Anleihe von sage und schreibe

Werner E. Klatten

65 Mio. Euro. Die Anleihe wird zu 7 % verzinst und muss im April 2018 zurückbezahlt werden. Alleine für die Anleihe muss Kogel jedes Jahr mehr als 4.5 Mio. Euro an Zinsen abdrücken. Ohne die Dividenden aus Highlight, könnte Constantin Medien eventuell Probleme bekommen. Zudem fragen wir uns, wie Kogel überhaupt die Anleihe zurückzahlen will. Uns wundert es langsam nicht mehr, dass er über die Highlight die Anteile an der Constantin Film AG verkaufen will, um dann eine Ausschüttung zu erhalten und damit die Anleihe zurückzahlen kann. Natürlich hat das Unternehmen noch Highlight-Aktien, die völlig frei zu veräußern sind. Diese könnte Kogel natürlich jeder Zeit verkaufen, sofern er ganz dringend Geld braucht.

Übt Sky heftigen Druck auf Sport1 aus?

Von den Zukunftsaussichten von Sport1 und Plazamedia sowie dem Vorhaben von Kogel sich künftig auf das Thema Sport zu konzentrieren, sind wir nicht wirklich angetan. Kogel knallte zwar viele Schlagwörter mit seiner Präsentation auf der Hauptversammlung an die Wand, aber mit Zahlen für seine Vision des Sport-Konzerns hielt er sich vornehm zurück. Vermutlich weil er sie selbst nicht kennt. Wir sind jedenfalls skeptisch. Bei Plazamedia dürfte die Hütte brennen. Im nächsten Jahr fliegen bei der Gesellschaft 50 Leute raus, 25 % der gesamten Belegschaft, weil der Produktionsvertrag mit Sky nicht mehr verlängert wurde. Mit Sky scheint Constantin Medien bzw. Sport1 einen echten Feind zu haben. Sport1 hat bekanntlich die wichtigen Live-Rechte für eine Montags-Übertragung der 2. Bundesliga verloren. Gegen Sky. Olaf Schröder gab auf der Hauptversammlung zu, dass Sky hierzu ein unmoralisches Angebot auf den Tisch legte und es für Sport1 wenig sinnvoll war, hiergegen anzukämpfen. Ganz offensichtlich hat es Sky auf Sport1 im negativen Sinne abgesehen. Nunmehr plant Sky sogar, ebenfalls sonntags, ein neues Format zum „Doppelpass“ von Sport1 ins Leben zu rufen. Ausgerechnet Jörg Wontorra soll das neue Parallel-Format moderieren. Wontorra war das Aushängeschild des beliebten „Doppelpass“. Er wollte eigentlich kürzer treten. Das Geld von Sky könnte Wontorra aber locken. Setzt Sky auch diesen Plan um, dann dürfte klar sein, dass Sky offensichtlich jedes Mittel recht ist, um gegen Sport1 direkt anzutreten. Sport1 dürfte dabei den Kürzeren ziehen.

Ganz offensichtlich ist Sky über Constantin Medien massiv verärgert. Grund könnte das Platzen eines Deals von vor 2 Jahren sein. Eine Vereinbarung sah einst den Verkauf von 100 % der Anteile an der Plazamedia GmbH sowie den Verkauf von jeweils 25.1 % der Anteile an der Sport1 GmbH und der Constantin Sport Marketing GmbH vor. Der Deal sollte Constantin Medien knapp 60 Mio. Euro in die Kasse spülen. Warum der Deal schlussendlich geplatzt ist, ist bis heute nicht ganz klar. Angeblich wollte Constantin Medien auf Wirken des damaligen Aufsichtsrats mehr Geld von Sky. Dies wird allerdings von anderen Kreisen als falsch zurückgewiesen. Die Wahrheit wird hier im Dunkeln bleiben. Fakt ist indes, dass Sky seit dem Platzen dieser Transaktion ohne Sport1 und Plazamedia plant und ganz offensichtlich versucht, diesen Gesellschaften das Leben schwerer zu machen.

Vorsicht bei Aktie und Anleihe! Aber…

Über der Constantin Medien AG tobt ein Sturm. Sollte Kogel tatsächlich den Anteil an Highlight nicht mehr konsolidieren können, regnet es ganz nass in die Scheune rein. Sofern es zwischen Hahn und Burgener zu keiner einvernehmlichen Lösung kommt, wird es Constantin Medien schwer haben, wieder auf Linie zu kommen. Kein einziger Investor dürfte derzeit in das Unternehmen unter diesen Umständen investieren. Roadshows oder Investorenpräsentationen kann sich Kogel derzeit eigentlich sparen. Zumal das Unternehmen auf der Hauptversammlung die Aktionäre bzw. deren Rechte mit Füßen getreten hat und die Anteilseigner insgesamt schlecht behandelt wurden. Kein seriöser Investor will in eine solche Skandalnudel Geld investieren und Aktien kaufen. Dasselbe gilt auch für die Begebung einer neuen Anleihe, um eventuell die alte Anleihe zu refinanzieren. Eine Chance für die Aktie sehen wir derzeit nur, wenn Burgener oder Hahn oder ein dritter Außenstehender ein Übernahmeangebot unterbreitet. Ansonsten raten wir bei Aktie und Anleihe zur erhöhten Vorsicht, auch wenn im Falle einer Übernahme Kurse von mehr als 2.50 Euro wahrscheinlich sind.

Das Vorstandswoche-Musterdepot

Unser Musterdepot bewegt sich insgesamt weiterhin auf einem hohen Niveau. Wir wollen bis Jahresende und bereits mit Blick auf das Jahr 2017 das Kursplus weiter ausbauen. Dazu nehmen wir nach und nach Veränderungen vor.

Wir haben Ihnen am vergangenen Freitag 2 Käufe und 2 Verkäufe mitgeteilt, die seit Montag, 21. November 2016, gültig waren bzw. sind.

Komplett getrennt haben wir uns von unserem Restbestand in **Heidelberger Druckmaschinen AG**. Die Aktien wurden zu 2.46 Euro verkauft. Wir schreiben der Liquidität einen Betrag von 18 450 Euro zu. Auf unsere Restposition verbuchen wir ein Kursplus von 10 %. Wir gehen davon aus, dass wir das Papier früher oder später im Bereich 2.10 bis 2.20 Euro wieder zurückkaufen können. Die Aktie bleibt in jedem Fall auf unserer engeren Watchlist.

Verkauft wurde zudem unsere Position in **SHW AG**. 1 000 Stücke wurden zu 32.70 Euro verkauft. Wir schreiben der Liquidität daraus einen Betrag von 32 700 Euro zu und freuen uns über einen Gewinn von mehr als 20 %.

Unsere Kauforders für **ElringKlinger** und **Stratec Biomedical** wurden ausgeführt.

Wir haben 400 Aktien von Stratec zu 44.00 Euro gekauft sowie 1 500 Aktien von ElringKlinger zu 13.30 Euro.

Mit Stratec kaufen wir einen Liebling zahlreicher Investoren. Nach den jüngsten Zahlen ist die Aktie ordentlich abgestürzt. Oftmals kommen nach einem solchen Kursrutsch bei Stratec immer wieder größere Käufer rein, die das Unternehmen aufgrund der sehr gut planbaren Cashflows mögen. Darauf setzen wir mit Stratec und planen mittelfristig zu investieren.

Zu ElringKlinger verweisen wir auf unseren Bericht in unserer aktuellen Ausgabe. Wir setzen bei ElringKlinger auf einen Turnaround in der Aktie. Das Papier ist dramatisch abgestürzt. Vermutlich war der Absturz zu hoch.

Depotübersicht zum 21.11.2016

		Einstiegskurs	Kurs aktuell	Positionswert	Performance aktuell
13.10.2015	**500 x WashTec AG** WKN: 750750	22.17 €	46.77 €	23 385.00 €	110.96 %
05.04.2016	**200 x ISRA Vision AG** WKN: 548810	60.50 €	97.45 €	19 490.00 €	61.07 %
17.10.2016	**4 000 x Kontron AG** WKN: 605395	3.06 €	2.97 €	11 880.00 €	-2.94 %
21.11.2016	**1 500 x ElringKlinger AG** WKN: 785602	13.30 €	13.14 €	19 710.00 €	-1.20 €
21.11.2016	**400 x Stratec Biomedical AG** WKN: STRA55	44.00 €	43.96 €	17 584.00 €	-0.09 €
	Depotbestand aktuell			92 049.00 €	
	Cashbestand aktuell			43 535.00 €	
	Depot- und Cashbestand gesamt			135 584.00 €	35.58 %
	Depotstart (Mitte Juli 2015) mit 100 000.00 €				

Impressum, Haftungsausschluss und Urheberrecht

Chefredakteur: Volker Glaser
Kontakt: info@vorstandswoche.de

Verlag: NWN Nebenwerte Nachrichten AG, Leibstr. 61, 85540 Haar
Tel.: 089 - 4357-1171 | Fax: 089 - 4357-1381

Für alle Beiträge dieser Publikation gilt:

Trotz sorgfältiger Recherche kann keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation bereitgestellten Informationen übernommen werden. Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht zwangsläufig die Meinung der Redaktion wieder. Des Weiteren haftet die Vorstandswoche-Redaktion nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Analysen und der dazugehörigen Informationen. Sie empfiehlt keine Aktien und übernimmt keine Beraterhaftung.

Die Lektüre der Vorstandswoche sowie der darin dargestellten Analysen kann ein Beratungsgespräch mit dem persönlichen Anlageberater nicht ersetzen. Haftungsansprüche gegen die NWN Nebenwerte Nachrichten AG, die mit Schäden materieller oder ideeller Art begründet werden sollen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen beziehungsweise durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen, sofern die NWN Nebenwerte Nachrichten AG hieran kein nachweislich vorsätzliches oder grob fahrlässiges Verschulden trifft. Die NWN Nebenwerte Nachrichten AG behält es sich ausdrücklich vor, Teile der Publikationen und Internetseiten oder das gesamte Angebot ohne gesonderte Ankündigung zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder die Veröffentlichung zeitweise oder endgültig einzustellen. Darüber hinaus haften weder die Redaktion noch die NWN Nebenwerte Nachrichten AG für unverlangt eingesandte Manuskripte.

Die redaktionellen Beiträge in der Vorstandswoche sowie das Layout dieser Publikation, die verwendeten Grafiken, Charts und Bilder wie auch die einzelnen Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte sind vorbehalten. Die Verbreitung, Vervielfältigung und Übersetzung von Texten, Abbildungen und sonstiger Inhalte auf jeglichem Medium, auch auszugsweise, ist ohne die schriftliche Zustimmung des Verlags urheberrechtswidrig und damit strafbar. Zuwiderhandlungen werden geahndet. Die auf § 49 UrhG gestützte Übernahme von Artikeln in gewerbliche Pressespiegel bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung des Verlages.

Alle innerhalb des Internetangebotes genannten und gegebenenfalls durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Hinweis nach §34 WPHG zur Begründung möglicher Interessenskonflikte:

Mitarbeiter von „Die Vorstandswoche“ bzw. das „Realgeld Trading Depot“ der Vorstandswoche, die an der Erstellung dieses Börsenbriefes beteiligt sind, besitzen Anteilsscheine an folgenden Aktien, die in dieser Ausgabe besprochen werden: keine.

Die Vorstandswoche

Eine Publikation der NWN Nebenwerte Nachrichten AG

Die Vorstandswoche ist da!

Nachfolge-Publikation des prämierten TradeCentre Börsenbriefs

- **Aktuelle Marktbeobachtungen**
- **Exklusiv-Interviews mit Entscheidern**
- **Unternehmens- und Bilanzanalysen**
- **Musterdepot**
- **Digitaler Versand als PDF**
- **Jeden Montag neu!**

Zögern Sie nicht und schließen Sie noch heute ein Abonnement ab!

Alle Abo-Möglichkeiten auf einen Blick

- ☐ **Jahresausgabe:** 349.00 Euro
- ☐ **Halbjahresausgabe:** 199.00 Euro
- ☐ **Schnupper-Abo:** drei Ausgaben für nur 24.00 Euro

Meine Daten

Frau ☐ Herr ☐

Name

Vorname

Firma

Straße

Stadt

PLZ

Telefon

Fax

E-Mail-Adresse

Zahlungsart

Bankeinzug ☐

Rechnung ☐

Zahlung per PayPal auf der Webseite möglich.

www.vorstandswoche.de

Bankverbindung

Bank

IBAN

BIC

Drucken und per Fax/Post bestellen

Schnell per E-Mail bestellen

Für den Erhalt der Vorstandswoche benötigen Sie ein E-Mail-Postfach.

Schnell und bequem bestellen:

Die Vorstandswoche
Abonnement-Service
Hausener Weg 29
60489 Frankfurt am Main

Telefon: (069) 78 80 88 06-15
Telefax: (069) 78 80 88 06-88
E-Mail: vertrieb@vorstandswoche.de
Internet: www.vorstandswoche.de