

**BELLEVUE****Aktiv im Trend,  
passiv im Aktionariat**

Der vormals unter Magix AG firmierende Softwareentwickler führte an der Börse immer ein Mauerblümchendasein. Mit dem Delisting und der Umwandlung in eine GmbH & Co. KGaA verschwand das Unternehmen komplett in der Versenkung. Der Abschluss des Geschäftsjahres 2017/18 (30.09.) mit einem überragenden Ergebnis wurde daher kaum wahrgenommen.

**Vielfältige Aktivitäten**

In den vergangenen Jahren wurde die Gesellschaft breiter aufgestellt. Zusätzlich zum Softwarebereich, der vor allem das Geschäft der früheren Magix AG umfasst, wurde ein Immobilienportfolio mit einer Gesamtfläche von rund 30 000 qm in Deutschland sowie mit zwei Fincas auf Mallorca aufgebaut. Als dritte Säule wurde der Bereich Venture mit selbst gegründeten Unternehmen etabliert, die sich vor allem mit Themen wie Digitalisierung und neue Technologien befassen. TV Smiles entwickelt z. B. eine mobile Werbepattform auf Quizbasis, eyeota befasst sich mit dem Management von Zielgruppendaten und numecent betätigt sich im Cloud-Bereich.

**Magix-Software-Gruppe verkauft**

Eine wesentliche Veränderung ergab sich zum 01.10.2017, dem ersten Tag des Geschäftsjahres 2017/18, mit der Veräußerung der Magix-Software-Gruppe, dem bisherigen Kerngeschäft, an ein Berliner Private-Equity-Unternehmen. Am neuen Eigentümer beteiligte sich Bellevue mit rund 41 %. Wie Geschäftsführer Jürgen Jaron in der Hauptversammlung am 17.04.2019 in Berlin darlegte, war es für den neuen Investor Voraussetzung für den Erwerb, dass die Magix-Gruppe gemeinsam weiterentwickelt wird. Bellevue allein hätte dies finanziell nicht stemmen können. Magix erwirtschaftet zwar deutlich positive Ergebnisse, doch die Mittel reichen nicht aus, um notwendige Akquisitionen zu finanzieren. In der neuen Struktur hält der Investor etwas mehr als 50 % der Anteile, knapp 9 % liegen beim Magix-Management.

**Gewinnexplosion auf € 81 (3.8) Mio.**

Details zum erzielten Kaufpreis durfte Jaron nicht offenlegen. Das Ergebnis des Geschäftsjahres 2017/18 zeigt aber, dass die Transaktion mit einem hohen Gewinn abgeschlossen wurde. Der Konzernumsatz ging auf € 9.5 (39.5) Mio. zurück. Die Magix-Gruppe hatte im Vorjahr noch € 32 Mio. zum Umsatz beigetragen. Im Venture- und Immobilienbereich wuchsen die Umsätze jeweils um 21 % auf € 4.6 (3.8) Mio. bzw. € 3.3 (2.8) Mio. Die Kosten sind mit der Veräußerung stark gesunken. Alles überragen im Jahresabschluss jedoch die sonstigen betrieblichen Erträge, die durch den Verkaufserlös auf € 91.1 (2) Mio. sprangen. Daher verbesserte sich das EBIT auf € 81.8 (5.3) Mio. und der

Jahresüberschuss auf € 81 (3.8) Mio. bzw. € 9.16 (0.43) je Aktie. Das Eigenkapital verdreifachte sich auf € 114 (33) Mio.; die EK-Quote verbesserte sich bei einer Bilanzsumme von € 146 (68) Mio. auf 78.2 (48.8) %. Der Buchwert je Aktie belief sich auf € 12.90 (3.73). Die liquiden Mittel werden mit € 55.9 (11.3) Mio. ausgewiesen, weitere € 19.9 Mio. sind in Wertpapieren angelegt.

**Kritik an Dividendenverzicht**

Eigentlich gäbe es also allen Grund zur Freude für die Aktionäre. Dennoch schlug der Verwaltung in der Hauptversammlung vor allem Kritik entgegen, da trotz des überragenden Ergebnisses keine Dividende vorgeschlagen wurde. Nach Meinung der Kritiker ist das Management offensichtlich nicht bereit, die Aktionäre am Erfolg teilhaben zu lassen. Und über steigende Kurse lässt sich nach dem Delisting der Aktie nicht mehr am Erfolg der Gesellschaft partizipieren. Als Erklärung für den Einbehalt des gesamten Bilanzgewinns von stolzen € 94 Mio. verwies Jaron auf umfangreiche Investitionen, u. a. für den Neubau von 100 Wohnungen auf einem eigenen Grundstück im Volumen von € 9 Mio.

**Freefloat nur noch 7.8 %**

Zudem würden die Kosten im Bereich Venture durch zusätzliches Personal und Marketingmaßnahmen steigen. Im laufenden und im kommenden Geschäftsjahr seien daher Verluste zu erwarten. Positive Ergebnisse sieht Jaron nach Verkäufen erst wieder in fünf bis sieben Jahren. Aus diesem Grund sei es zwingend geboten, vorerst auf Ausschüttungen zu verzichten. Im Übrigen sei bereits beim Börsengang kommuniziert worden, dass primär nicht auf Dividendenzahlungen, sondern eher auf Wertsteigerungen gesetzt werde. Zum Umgang mit den Minderheitsaktionären kam der Eindruck, dass diese offenbar dauerhaft nicht am Erfolg beteiligt werden sollen. Jürgen Jaron und sein Kollege Dieter Rein halten zusammen bereits 92.2 % der Anteile. Squeeze-out-Pläne gibt es aber angeblich nicht.

**Welches Fazit bleibt?**

Der Jahresüberschuss der Bellevue Investments GmbH & Co. KGaA explodierte im Geschäftsjahr 2017/18 auf € 81 (3.8) Mio. Wesentlicher Treiber war der Verkauf der Mehrheit an der Magix Software Gruppe. Die freien Aktionäre haben von diesem Erfolg aber erst einmal nichts. Es gibt keine Dividende und nach dem Delisting nur noch begrenzt die Möglichkeit, den geschaffenen Mehrwert über Aktienverkäufe zu realisieren. Letztlich bietet sich an, die Aktien zu halten und zu hoffen, dass die geplanten Investments Früchte tragen. Insbesondere im Bereich Venture ist dies allerdings kaum abzuschätzen. Für die nächsten Jahre wurden erst einmal Verluste angekündigt.

Handel bei Valora. Kurs am 23.05.2019: € 9.09 G (1500 St.) / € 14 B (1250 St.). Letzter gehandelter Kurs am 22.05.2019: € 11 (2000 St.).

**Matthias Wahler****SATTLER & PARTNER****Magere Zeiten: Dienstleister topt Berater**

Die Ausrichtung der Unternehmens hat sich in den vergangenen Jahren nicht wesentlich verändert. Die Beratungsgesellschaft legt den Schwerpunkt auf die Themen Mergers & Acquisitions (M&A), Corporate Finance und Management Consulting. Die Mandanten werden in allen Phasen einer Unternehmenstransaktion beraten. Der Fokus liegt auf dem technologieorientierten Mittelstand. Nach einer längeren schwierigen Phase läuft es wieder besser. Nach dem überragend gut verlaufenden 2017 war 2018 ebenfalls gut zu tun, doch das Geschäft wird tendenziell schwieriger.

**Unveränderte Dividende**

Ein geringerer Beratungsumsatz und mehr Provisionserlöse führten zu einem Rohergebnis von € 0.95 (1.67) Mio. Ohne rechtzeitige Anpassung der Kosten fiel der Jahresüberschuss auf € 35 000 (442 000) bzw. € 0.24 (3.03). Bei einer Bilanzsumme von € 1.11 (1.62) und einem Eigenkapital von € 0.97 (1.08) Mio. beträgt die EK-Quote 87.4 (66.7) %. Der Kassenbestand belief sich auf € 251 000 (677 000). Der HV am 06.05.2019 wurde trotz des Gewinnrückgangs eine Dividende von € 2.- je Aktie vorgeschlagen, die jedoch in der Versammlung auf Antrag von CEO Andreas Sattler auf € 1.- zurückgenommen wurde, damit aber immer noch deutlich über dem Ergebnis je Aktie liegt. Damit wird die Liquidität geschont; denn potenzielle Aufträge ziehen sich noch hin, da die Zeiten schwieriger werden. Die Dividende wird aus dem steuerlichen Einlagenkonto gezahlt, das noch € 2.4 Mio. aufweist. Bei nur 145 800 Aktien können also noch einige Ausschüttungen ohne sofortigen Steuerabzug vorgenommen werden.

**Verhaltener Optimismus für 2019**

Für 2019 ist der Vorstand nicht übermäßig optimistisch, der einen ähnlichen Verlauf wie im Vorjahr erwartet. Allerdings sind noch zwei Abschlüsse in der Schwebe, die für mehr als ein ausgeglichenes Ergebnis sorgen könnten. Sattler sieht auf Nachfrage das Unternehmen gut aufgestellt und in der Mitte zwischen den großen und den kleinen der Branche überlebensfähig.

Nachdem die Aktie in den Jahren vor dem Delisting durchweg im einstelligen Bereich notierte, ziehen die Kurse bei Valora deutlich an. Einen fairen Wert zu berechnen, ist in dem hochvolatilen Geschäft nicht leicht. Der Buchwert der Aktie von € 6.65 (7.41) könnte ein Anhaltspunkt sein. Die Dividende dürfte in den nächsten Jahren deutlich niedriger ausfallen.

Handel bei Valora. Kurs am 23.05.2019: € 11.88 G (20 St.) / € 13.20 B (250 St.). Letzter gehandelter Kurs am 01.04.2019: € 12.10 (1407 St.).

**Matthias Wahler**