TA Triumph-Adler AG

Wachstumsstory schält sich erst nach und nach heraus

Attraktive Langfristanlage

Vom Fahrradbauer zum Spezialisten für Output-Systeme

Die TA Triumph-Adler AG ist ein traditionsreiches Unternehmen, das bereits vor 106 Jahren als „Deutsche Triumph Fahrradwerke AG“ in Nürnberg gegründet wurde. Ein Überblick über die sehr bewegte Unternehmensgeschichte, die nicht nur Tätigkeiten in verschiedensten Geschäftsbereichen, sondern auch im Lauf der Jahrzehnte immer wieder wechselnde Eigentumsstrukturen aufzeigt, ist auf Seite 7 zu finden.

Ursprünglich einmal konzentrierte sich TA auf die Produktion von Fahrrädern und Schreibmaschinen. In den 80er und 90er Jahren wurden EDV-gestützte Textverarbeitungssysteme zum Kerngeschäft, wodurch die Marke Triumph-Adler ihren speziell im Bereich „Office“ sehr hohen Bekanntheitsgrad erlangte, von dem das Unternehmen in seinem heutigen Geschäft stark profitiert.

Vier synergetische Segmente im Kerngeschäft

Aus dem Bereich Office hat sich der Unternehmenskernbereich Triumph-Adler Experts @ Output entwickelt, der einerseits den Bereich „Imaging“ (Geräte zum Drucken, Kopieren, Faxen) und andererseits den Bereich Präsentations- und Medientechnik (Geräte zum professionellen Präsentieren) umfasst.

Diese sogenannten Output Solutions werden jedoch nicht von TA, sondern von ausgewählten Produzenten hergestellt und unter den TA-eigenen Marken „TA Triumph-Adler“ und „UTAX“ vertrieben. Als wesentliches Standbein neben dem Vertrieb von Output Solutions liegt der Schwerpunkt von Triumph-Adler Experts @ Output auf der Erbringung von Wartungs- und Servicedienstleistungen für die vertriebenen Produkte.

Im Bereich Experts @ Output ist Triumph-Adler in vier sich ergänzenden Geschäftfeldern tätig. Neben dem „Vertrieb von Imaging-Systemen an den Endkunden“ sowie dem „Vertrieb und Export von Imaging-Systemen an den Fachhandel“ werden „Service und Installation von Imaging-Systemen“ und das seit 1999 aufgebaute Geschäftsfeld „Präsentations- und Medientechnik“ jeweils als separate Segmente geführt.

Bereich TA Beteiligung soll zügig abgebaut werden

Neben dem Unternehmenskernbereich Experts @ Output besteht noch der Bereich „TA Beteiligung“, welcher bisher einen wesentlichen Teil der Konzernumsätze beisteuerte, jedoch bis Ende des Jahres 2003 vollständig abgebaut werden soll.

TA zieht sich im Zuge der Neuorientierung seit Mitte 2000 aus diesem Bereich zurück, um sich ganz auf das Kerngeschäft Distribution und Service von Output Solutions zu konzentrieren. Im Geschäftsjahr 2001 konnten bereits die Beteiligungen Migua, TA Musik, Haverkamp, Bell, Leim & Potthoff sowie der Restanteil von 17,5 Prozent an Zapf Creation veräußert werden; soeben gemeldet wurde der Verkauf der HÜCO electronic.

Kurs 20.06.2002
2,55 Euro

WKN
749 500

Symbol
TWN

Handelsplätze
Xetra, Frankfurt, Berlin, München, Düsseldorf, Bremen

Börsensegment
Amtlicher Handel / SDAX

Marktkapitalisierung
84,4 Mio. Euro

Aktienzahl
32.602.500 Stückaktien

Aktionärsstruktur
19,0% WestTA Beteiligungs GmbH
14,0% Aufsichtsrat
12,0% Vorstand
55,0% Streubesitz

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autoren:
Volker Deibert
Matthias Schrade

Kontakt:
info@gsc-research.de

1.) Die TA Triumph-Adler AG

Hoher Anteil an langfristigen Kundenverträgen sorgt für gute Planbarkeit bei überschaubaren Risiken

Der Kernbereich Triumph-Adler Experts @ Output besteht aus dem Geschäftsbereich „Imaging“ sowie dem Bereich Präsentations- und Medientechnik und gliedert sich in insgesamt vier Geschäftsfelder, wobei die Geschäftsfelder eins bis drei den Imagingbereich bilden.

1.) Vertrieb von Imaging-Systemen an Endkunden (über 80 Solution-Center)
2.) Vertrieb und Export von Imaging-Systemen an den Fachhandel (über UTAX)
3.) Service und Installation von Imaging-Systemen
4.) Präsentations- und Medientechnik

Diese Vertriebsstruktur beruht auf der in 2000 beschlossenen Neuorientierung der TA Triumph-Adler AG und der damit verbundenen Konzentration auf Triumph-Adler Experts @ Output. Strategische Zielsetzung des Unternehmens ist, Triumph-Adler vom deutschen Marktführer zu einem auch in Europa bedeutenden Unternehmen zu entwickeln.

zu 1.: Direktvertrieb von Imaging-Systemen an Endkunden

Über 80 TA-eigene Solution-Center, die früher meist regional orientierte selbständige Fachhändler für Hersteller wie beispielsweise Kyocera Mita, Canon, Ricoh und Toshiba waren und von Triumph-Adler übernommen wurden, vertreibt TA sowohl Imaging-Systeme von OEM-Herstellern, zunehmend aber auch unter dem Label der eigenen Marke „TA Triumph-Adler“ an Endkunden.

Die Systemberater von Triumph-Adler orientieren sich bei der Auswahl der für den Kunden passenden Hardware (Kopierer, Faxe, Drucker) am Kundenbedürfnis und wählen aus dem breiten Produktportfolio die auf den jeweiligen Kunden genau abgestimmte Lösung aus.

Auf Wunsch kümmern sich die Berater zusätzlich um eine geeignete Vertragsgestaltung für Finanzierung und Service der Geräte; mehr als 80 Prozent der Kunden schließen mit dem Erwerb eines Gerätes zugleich einen Service- und Distributionsvertrag ab. Die durchschnittliche Laufzeit der derzeit bestehenden Serviceverträge beträgt über 42 Monate.

Im Jahr 2001 wurde mit 500 Systemberatern ein Umsatzvolumen von 181 Mio. Euro oder 45 Prozent des Gesamtumsatzes von Experts @ Output erreicht. Das Unternehmen rechnet in diesem Bereich bis 2005 mit einem jährlichen Marktwachstum von 10 Prozent insgesamt und will durch geeignete Akquistionen zusätzlich wachsen.

Im Frühjahr 2002 wurde in diesem Rahmen die Firma Kannengiesser übernommen, ein Vertreiber und Dienstleister für Outputsysteme und einer der wichtigsten Canon-Partner für Kopierer und Faxgeräte in Deutschland mit regionalem Tätigkeitsschwerpunkt Köln/Bonn und 10 Mio. Euro Umsatz. Auch konnten im laufenden Geschäftsjahr weitere namhafte überregional tätige Kunden wie z.B. die Deutsche Babcock oder der Landschaftsverband Westfalen-Lippe gewonnen werden.

zu 2.: Synergie-Effekte im Konzern beim Vertrieb und Export von Imagingsystemen an den Fachhandel

In diesem Geschäftsbereich beliefert die 1999 erworbene 100-Prozent-Tochter UTAX GmbH 190 Fachhändler in Deutschland und weitere Händler in 40 Ländern mit ausgesucht hochwertigen Imaging-Systemen, die von Kyocera Mita hergestellt und unter der Marke „UTAX" vertrieben werden. Zusätzlich werden den UTAX-Fachhändlern Unterstützung im Marketing-Bereich, zertifizierte Technikerausbildung und diverse Schulungsprogramme angeboten.

Auch die Produktauswahl und Beschaffung der Eigenmarkenprodukte erfolgt zentral durch die UTAX GmbH, die als Fachhandelslieferant sowohl die im Laufe von 25 Jahren aufgebaute Kompentenz als auch die Ressourcen dafür besitzt, als Beschaffungs- und Logistikplattform für den gesamten Imaging-Bereich der Triumph-Adler zu agieren.

Durch den zentralen Einkauf verfügt TA über die Flexibilität, die Geräte je nach Nachfrage mit dem Label „UTAX" an Fachhändler zu liefern oder sie, versehen mit der Eigenmarke „TA Triumph-Adler", im Direktvertrieb selbst an Endkunden zu vermarkten. Neben digitalen Druckern, Kopierern und Faxgeräten zählen auch Kopierer und Plotter für Großformate zum Programm.

Insgesamt wurden in diesem Geschäftsfeld im letzten Jahr 75 Mio. Euro erwirtschaftet; davon entfielen 29 Mio. Euro auf konzerninterne Umsätze. Die Marktpräsenz konnte bereits in 2001 durch 55 neue Fachhändler gestärkt werden. Im laufenden Geschäftsjahr wurde das Händlernetz im Ausland durch sechs neue Distributoren erweitert.

zu 3.: Third-Party-Maintenance als Wachstumstreiber

Mit 700 Servicetechnikern, die aus 80 Standorten heraus deutschlandweit fast flächendeckend im Einsatz sind und im Jahr 2001 einen Umsatz von 75 Mio. Euro bzw. 19 Prozent des Gesamtumsatzes von Experts @ Output erzielten, ist dieser Bereich von Triumph-Adler die größte herstellerunabhängige Serviceorganisation in Deutschland.

Über den reinen Vertrieb der Geräte direkt an Endkunden oder über Fachhändler stellt der Service ein wesentliches Standbein von TA dar. Zum Dienstleistungsangebot zählen Wartung, Reparatur, schneller Ersatz defekter Geräte, Versorgung mit Verbrauchmaterialien etc. sowie die Installation beim Kunden. Unter diesen finden sich vor allem Kunden aus Industrie, Handel, Dienstleistung und öffentlicher Hand.

Von den rund 120.000 betreuten Imaging-Systemen entfielen 2001 bereits 5.600 auf den stark wachsenden Bereich Third-Party-Maintenance (TPM), d.h. Servicedienstleistungen im Bereich der Imagingsysteme für Drittkunden. Der Bereich TPM soll dank neuer Schlüsselkunden wie Saturn Hansa, Media Markt oder Compunet weiter stark wachsen.

Da Servicedienstleistungen bei diesen Kunden nicht zum Kern der Geschäftstätigkeit zählen, geht der Trend hier immer mehr dazu, diese Dienstleistungen fremdzuvergeben („Outsourcing"). Der erfolgreiche Start von Triumph-Adler im neuen TPM-Bereich deutet darauf hin, dass die marken- und herstellerübergreifende Kompetenz der TA-„Experts" auch im Markt anerkannt wird.

zu 4.: Steigende Nachfrage nach Daten- und Videoprojektoren

Das stärkste Wachstum kann TA im Segment Präsentations- und Medientechnik vorweisen: allein im Jahr 2001 konnte hier eine Umsatzsteigerung um 16 Prozent auf 99 Mio. Euro, entsprechend 24 Prozent des Gesamtumsatzes von Experts @ Ouptput, erzielt werden. TA ist damit einer der führenden Anbieter in Europa. Mittelfristig rechnet TA in diesem Geschäftsfeld mit einem jährlichen Wachstum des Marktes von 20 Prozent.

Das Angebot von TA in diesem Bereich umfasst Produkte für die klassische Präsentation wie z.B. Overhead-Projektoren, Leinwände, Plasmabildschirme sowie Daten- und Video-Projektoren. Sowohl die eigenen Marken der TA-Tochtergesellschaft Anders+Kern (A+K) als auch fremde Marken wie ASK, Sony, Epson, Hitachi und Toshiba werden hierbei über ein 1.200 Adressen starkes Fachhändlernetz in mehr als 40 Ländern verkauft.

Da die Nachfrage nach technisch aufwendig installierten Präsentations-Systemen für Konferenzräume wächst, wurde im Jahr 2001 zur Kompetenzsicherung in diesem Spezialmarkt eine Minderheitsbeteiligung an der CAN.Media GmbH in Berlin erworben. Das Geschäftsfeld Präsentations- und Medientechnik soll durch weitere Akquisitionen in Deutschland und im europäischen Ausland ausgebaut werden.

Profitables Wachstum durch starke Marken und selektive Zukäufe

Die vielzitierte Prognose des papierlosen Büros hat sich inzwischen als Utopie herausgestellt. Entgegen der Schätzungen Anfang der neunziger Jahre steigt trotz der Fortschritte in der Computer- und Speichertechnik und der Verbreitung des Internets der Papierverbrauch Jahr für Jahr weiter. Die für TA relevante Zahl der bedruckten Seiten steigt dabei derzeit jährlich um 7,5 Prozent an; allein der deutsche Markt für Imaging-Systeme soll bis 2005 durchschnittlich um 10 Prozent jährlich wachsen.

Nach dem Kauf von Kannengiesser entfallen im Raum Köln/Bonn etwa 18 Prozent der installierten Output-Geräte auf Triumph-Adler. Im Bereich Präsentations- und Medientechnik ist TA bereits heute einer der führenden Anbieter in Europa. Bis Ende 2002 geplant ist der Erwerb von weiteren je zwei Unternehmen für die Segmente Imaging sowie Präsentations- und Medientechnik, über die nach Aussage auf der Analystenkonferenz im April konkret verhandelt wird. Neben einer zusätzlichen Stärkung der Marktposition erwartet TA hierdurch zusätzliche Umsätze von 55 Mio. Euro.

Hohe Kompetenz sorgt für zufriedene Kunden

Eine wichtige Basis für tiefe Marktpräsenz ist das vorhandene Netz an Niederlassungen (sogenannte Solution-Center) und Servicemitarbeitern. Für kleinere und mittlere Gerätehersteller oder Wettbewerber im Kundendienstbereich ist der Aufbau eines solchen Netzes, ähnlich wie mit jeder Art von Infrastruktur, ein teures Unterfangen.

TA verfügt bereits über das fertige Netz und macht es bei annähernd gleicher Kostenbasis für weitere Anwendungen nutzbar. Als Beispiel dafür steht TPM: in einer Niederlassung, in der bisher beim Kunden befindliche Geräte beliebiger Hersteller gewartet und repariert wurden, können auch Geräte im Auftrag von Elektronikmarktketten und IT-Dienstleistern (z. B. Saturn Hansa, Media Markt, Compunet) gewartet und repariert werden. Die Umsatzrendite sollte zukünftig von dieser Mehrfachnutzung der vorhandenen Strukturen profitieren.

Ein weiterer wichtiger Teil des Servicenetzes und Basis für einen guten Ruf ist die Kompetenz des Servicepersonals und der Systemberater. Nicht nur der neueste Stand der Technik muss zum Repertoire gehören, sondern auch die Kenntnis der bei vielen Kunden noch vorhandenen, betagteren Systeme. Die hohe Betreuungsqualität ist ein Schlüsselfaktor zur langfristigen Kundenbindung.

TA investiert deshalb jährlich allein 1,5 Mio. Euro für die laufende Schulung der Mitarbeiter. Offenbar mit Erfolg: die Unternehmensangabe von „mehr als 80 Prozent" erzielter Abschlussquote bei Anschluss-Wartungsverträgen spricht für eine sehr hohe Kundenzufriedenheit.

Langfristiges Miteinander statt kurzfristiger Profitoptimierung

Der simultane Vertrieb von namhaften Fremdmarken (Canon, Toshiba, Ricoh) zusätzlich zu den firmeneigenen Marken UTAX und TA Triumph-Adler unterstreicht die Unabhängigkeit der TA-Systemberater und die Orientierung des Vertriebs am Bedarf des Kunden. Auch Geräte anderer Hersteller werden durch die hochqualifizierten TA-Techniker vor Ort im Rahmen eines langlaufenden Vertrages gewartet und mit Verbrauchsmaterial versorgt.

Von den insgesamt 40.000 Kunden haben rund 30.000 laufende Support-Verträge mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 42 Monaten abgeschlossen, was für TA eine sehr langfristige Planungssicherheit bedeutet. Auch besteht keine Gefahr, von großen Kunden und deren Zahlungsmoral beeinträchtigt zu werden, da kein Kunde der TA-Gruppe mehr als zwei Prozent des Umsatzes ausmacht. Dieser direkte Zugang zum Endkunden wird von Triumph-Adler als wertvollstes Asset gesehen.

Verbliebener Beteiligungsbereich soll zügig abgebaut werden

Unter dem Dach der TA Beteiligung GmbH war 1992 bis 1999 ein Portfolio mittelständischer Gesellschaften zusammengetragen worden, das im Stil einer aktiven Beteiligungsgesellschaft weiterentwickelt und durch Verkäufe auch mit hohen Ergebnisbeiträgen umgeschlagen wurde.

Seit 2000 wurde rund die Hälfte des unternehmensseitig auf einen Wert von 200 Mio. Euro geschätzten Beteiligungsbestands erfolgreich abverkauft. Als größter Erfolg von TA darf dabei die erfolgreiche Platzierung des Puppenherstellers Zapf Creation an der Börse angesehen werden. Die endgültige Abwicklung des Beteiligungsbereichs soll bis Ende 2003 erreicht sein und weitere ca. 100 Mio. Euro an Erlösen einbringen. Bis zur tatsächlichen Abgabe einer Beteiligung kann TA noch deren Geschäftsergebnisse vereinnahmen.

Derzeit von TA noch gehalten werden Anteile am bekannten französischen Spielzeughersteller Majorette mit einem Umsatz von etwa 70 Mio. Euro im abgelaufenen Jahr, am Kindersitzhersteller Concord mit ca. 17 Mio. Euro sowie an vier Bautechnik-Spezialisten (Sanierungs- und Energietechnik) mit zusammen rund 140 Mio. Euro Umsatz im Jahr 2001.

Soeben gemeldet hat Triumph-Adler die Veräußerung aller Anteile (85 Prozent) an der auf Leuchtenelektronik und elektrische KfZ-Ersatzteile spezialisierten HÜCO electronic mit 33,1 Mio. Euro Umsatz an eine Tochter der Landesbank Rheinland-Pfalz. Dabei wurde nach Unternehmensaussage ein leicht über dem Buchwert liegender Preis erzielt; bei gutem Geschäftsgang wäre zudem über einen Besserungsschein ein Zusatzertrag möglich.

Wir sehen den Abschluss dieser Transaktion als weiteren wichtigen Schritt in Richtung eines vollständigen Abbaus des Bereiches TA Beteiligung.

Ergebnis im Beteiligungsbereich von Restrukturierungskosten geprägt

Das Ergebnis des Beteiligungsbereichs war 2001 von außerordentlichen, letztmalig steuerlich wirksamen, negativen Faktoren gekennzeichnet und belief sich im operativen Geschäft nach Abzug von 14 Mio. Euro Restrukturierungskosten auf 1 Mio. Euro sowie 46 Mio. Euro aus Beteiligungsverkäufen.

Ab 2002 vereinnahmt TA die Ergebnisse aus Beteiligungsabgängen weitgehend steuerneutral. Aufgrund der Endkonsolidierung verkaufter Beteiligungen und Gesellschaften, die in der Konzernbilanz enthalten waren, verschlankt sich die Bilanz des TA-Konzerns Schritt für Schritt. Die nicht mehr benötigten Managementkapazitäten sollen ebenso wie die Verkaufserlöse der Beteiligungen im Kerngeschäft eingesetzt werden.

Teilweise Abwertung von Beteiligungen führt zu Verlust

Im Zuge der stark gesunkenen Börsenkurse wurden auch die Marktwerte von Firmen in Mitleidenschaft gezogen. Dies galt verstärkt für junge, aufstrebende Unternehmen und weniger für etablierte Adressen mit gefestigter Marktposition, zu denen die verbleibenden Beteiligungen der TA gehören. Besonders gut sind dabei die Marktpositionen von Majorette als einem der drei größten europäischen Hersteller von Modellautos und Concord als einem der führenden Hersteller von Kindersitzen.

Die Umsatzerlöse der TA-Beteiligungen waren im vergangenen Jahr zwar teilweise leicht rückläufig, doch verlustträchtige Problemfälle oder gar gefürchtete „Cash-Burner“ sind nicht vorhanden. Dennoch musste TA aufgrund nicht erreichter Ziele der Beteiligungen und der daher sowie durch das Marktumfeld bedingt geringeren zu erwartenden Verkaufserlöse Abschreibungen vornehmen, die mit den Restrukturierungskosten zu einem Verlust in der AG-Bilanz führten.

2.) Triumph-Adler: gestern und morgen

Von der diversifizierten Mittelstandsholding hin zu einem klar fokussierten Wachstums-Unternehmen

Für manchen Beobachter wirkte TA bislang als Konglomerat mittelständischer Beteiligungen verschiedenster Branchen. Zum Verständnis von TA ist es wichtig, den Wegfall des Beteiligungsbereichs zu beachten, der in der Vergangenheit ein Gutteil zum Konzernumsatz und gute bis hervorragende Ergebnisse beitrug.

Mehrfach wurde auch die schwache Eigenkapitalbasis der TA-Gruppe bemängelt, die per 31.12.2001 im Konzern immerhin 16 Prozent betrug. Durch die strategische Neuausrichtung auf Output Solutions soll das Profil von Triumph-Adler geschärft und die Bilanzrelationen entspannt werden.

Entwicklung der TA Triumph-Adler AG: eine deutsche Industriegeschichte

Nichtsdestotrotz sollte der Anleger über die historisch gewachsene Struktur und den mit der industriellen Entwicklung einhergegangenen stetigen Wandel in der TA Triumph-Adler AG selbst und um die Gesellschaft herum informiert sein; die wesentlichen Meilensteine seit der Gründung nennt die nachfolgende Historie:

1896	Gründung der "Deutsche Triumph Fahrradwerke AG" in Nürnberg
1956	Zusammenschluss von Triumph und Adler durch Grundig
1968	Litton Industries Inc., Beverly Hills, übernimmt Triumph-Adler
1979	Volkswagen AG übernimmt die Triumph-Adler AG
1986	Olivetti kauft die Triumph-Adler AG
1994	- Erwerb der TA durch eine Investorengruppe von Olivetti und Neuausrichtung des Konzerns als Mittelstandsholding - Erwerb und Aufbau der Bereiche TA Office, TA Spiel u. Freizeit, TA BauTech
1995	Aufbau des Unternehmensbereiches TA Gesundheit
1996	Kauf der frz. Spielwarengruppe Idéal Loisirs (ca. 90 Mio. Euro Umsatz); Bereich TA Spiel und Freizeit
1997	Verkauf des Bereiches Gesundheit mit einem Umsatz von 58 Mio.
1998	- Aufbau des Bereiches TA Electronic durch Erwerb der HÜCO-Gruppe (elektrische und elektronische Produkte für den Auto-Ersatzteilmarkt sowie die Leuchtenindustrie) mit ca. 30 Mio. Euro Umsatz - Aufbau des Geschäftsfeldes Präsentations- und Medientechnik durch den Erwerb der Anders + Kern Gruppe mit 29 Mio. Euro Umsatz
1999	- Platzierung von knapp 68 Prozent der Anteile am Spielwarenunternehmen Zapf Creation im Amtlichen Handel Frankfurt - Ausbau des Geschäftsfeldes Präsentations- und Medientechnik mit dem Erwerb von PPE (Umsatz 32 Mio. Euro) - Ausbau des Imaging-Bereiches durch den Erwerb der UTAX GmbH mit einem Umsatz von 70 Mio. Euro - Erwerb der Juventas-Gruppe mit den Beteiligungsunternehmen Bell-Hermetic, Concord, Migua und Haverkamp (Umsatz von ca. 65 Mio. Euro)
2000	- Fokussierung auf den Kernbereich Triumph-Adler Experts @ Output - Abgabe weiterer Anteile an der Zapf Creation AG - Erwerb der Visinfo AG, Schweiz (Präsentations- und Medientechnik)
2001	- Fortsetzung der Akquisitionsstrategie im Segment der Präsentations- und Medientechnik durch Erwerb der Anders + Kern UK sowie eines Minderheitsanteils an der CAN.Media GmbH - Veräußerung von Migua, TA Musik, Leim + Potthoff, Bell-Hermetic, Haverkamp und der Restbeteiligung an der Zapf Creation
2002	- Ausbau des Bereichs Imaging durch Akquisition von Kannengiesser mit einem Umsatz von 10 Mio. Euro - Veräußerung der TA electronic

Planung für 2003: aggressives Wachstum durch Zukäufe im Kerngeschäft

Im laufenden Jahr sollen, wie schon erwähnt, weitere Akquisitionen vollzogen werden, mit denen der Kerngeschäftsbereich Experts @ Output weiter gestärkt werden soll. Die Zukäufe sollen insgesamt einen Umsatz von 65 Mio. Euro in die TA-Gruppe einbringen. Weitere, bislang noch nicht konkret im Einzelnen benannte Zukäufe sollen in den nächsten Jahren folgen.

Die zur Finanzierung nötigen Mittel dürften angesichts des guten Cash Flows (54 Mio. Euro in 2001) sowie der zu erwartenden Erlöse aus Beteiligungsverkäufen bereitstehen. Wir erwarten außer dem Abbau von bilanzierten Verbindlichkeiten durch Ausbuchung verkaufter Beteiligungen (Endkonsolidierung) auch einen weiteren Abbau von Verbindlichkeiten durch Rückzahlung.

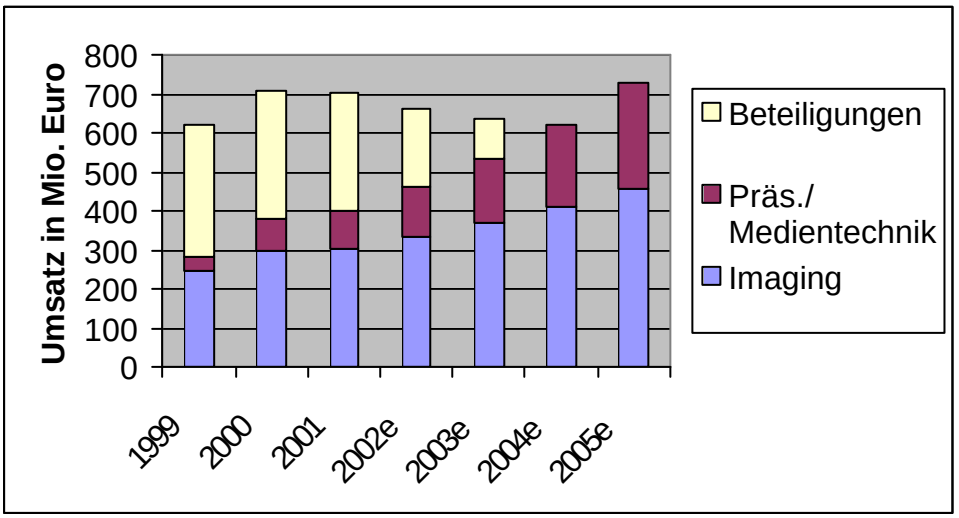
Insgesamt erwarten wir aus der Verwertung der verbliebenen Beteiligungen weitere Erlöse von 80 Mio. Euro (100 Mio. Euro abzgl. 20 Prozent Sicherheitsabschlag für schwachen Beteiligungsmarkt und Restrukturierungsaufwand). Hierbei enthalten ist nicht betriebsnotwendiges Vermögen von ca. 10 Mio. Euro im Beteiligungsbereich Spielwaren.

Wachstumsstory kommt erst nach und nach zum Vorschein

Durch die Unternehmensverkäufe wird der konsolidierte Umsatz der Gruppe in den nächsten Jahren wahrscheinlich weiter abnehmen. Zwar dürften die entsprechenden Umsatzabgänge hieraus zum größten Teil durch die Neuakquisitionen aufgefangen werden, dennoch rechnen wir erst im Jahr 2005 wieder mit einem über dem 2001er-Niveau liegenden Konzernumsatz, der dann ausschließlich vom Bereich Experts @ Output getragen wird (vgl. Graphik unten).

In den Geschäftsbereichen Imaging bzw. Präsentation- und Medientechnik gehen wir von einer Fortsetzung des Wachstums der vergangenen Jahre aus und erwarten einschließlich vereinzelter Zukäufe jährliche Umsatzsteigerungen von gut 10 Prozent im Bereich Imaging und ca. 25 Prozent im Bereich Präsentations- und Medientechnik.

Aus einem – wie es auf den ersten Blick aussieht – mit stagnierenden Umsätzen kämpfenden Industrie-Konglomerat wird sich so im Laufe der nächsten Jahre ein klar fokussiertes Unternehmen hervorschälen, das als unangefochtener Marktführer in einem Wachstumssegment tätig ist und schon heute mit einem deutlich dreistelligen Millionen-Euro-Umsatz und stabilen Cash-Flows aufwarten kann.



Quelle: TA Triumph-Adler AG, eigene Schätzungen

3.) Ansätze zu einer Bewertung der TA-Aktie

Längerfristig kontinuierliche Ergebniszuwächse nach schwer abschätzbaren Einmaleffekten in 2002/03 zu erwarten

Im laufenden und kommenden Jahr wird das Konzernergebnis der TA Triumph-Adler AG nochmals stark durch Effekte aus Veräußerungen von Beteiligungen beeinflusst werden; da wir als Außenstehende derzeit nicht abschätzen können, wann und zu welchen Konditionen dies gelingt, belassen wir es bei unserer vorher erläuterten Grobschätzung mit 80 Mio. Euro.

Der Ergebnisbeitrag des Bereiches TA Beteiligung ist unseres Erachtens für eine Bewertung der TA-Aktie ohnehin von einer eher untergeordneten Bedeutung, da dieser – trotz maßgeblicher Beeinflussung der Ergebnisse der letzten Jahre, der laufenden Periode und voraussichtlich auch des Jahres 2003 – insgesamt den Charakter eines Einmaleffekts hat: ist der Bereich erst verkauft, so kann darunter ein Schlussstrich gezogen werden.

Wesentlich wichtiger als die Auswirkungen auf das Ergebnis sind die bilanziellen Folgen: je nach genauer Höhe der Erlöse werden sich die Netto-Bankverbindlichkeiten im Konzern (unter Berücksichtigung der entkonsolidierten Beteiligungen) von rund 180 Mio. Euro zum 31.12.01 auf zwischen 80 und 100 Mio. Euro etwa halbieren. Das entstehende bzw. verbleibende Unternehmen hätte infolgedessen eine wesentlich kleinere Zinslast zu tragen, mit entsprechenden Konsequenzen für das Ergebnis.

Allein der gute Name deckt über die Hälfte des Börsenwertes ab

Mit der Marke „TA“ bzw. „TA Triumph-Adler“ besitzt das Unternehmen ein wertvolles Asset, das nach Angaben des Unternehmens von externen Fachleuten auf ca. 40 bis 50 Mio. Euro geschätzt wurde; dem steht ein Börsenwert der Gesellschaft von aktuell lediglich 84 Mio. Euro gegenüber. Üblicherweise wird Firmen, die über starke Marken verfügen, tendenziell eher ein Aufschlag bei der Bewertung zugestanden.

Durch die hohe Verbreitung insbesondere im Bürobereich dank TA-Schreibmaschinen und Textsystemen und einen dadurch erlangten Bekanntheitsgrad von beachtlichen 94 Prozent bei einem Ruf, der für nachhaltige Qualität steht, wird der Wert der Marke durch OEM-Partnerschaften mit Herstellern von Imaging-Hardware in Deckungsbeiträge umgesetzt, erfordert aber eine sorgfältige Pflege in Form anspruchsvoller Herstellerwahl und gutem Kundendienst „alter Schule“.

Überschlagsrechnung eines künftigen Konzerngewinns

Während der Umsatz in den Kernbereichen Imaging sowie Präsentations- und Medientechnik durch organisches Wachstum und selektive Zukäufe zunehmen wird, sollten sich die EBITDA-Margen durch die Mehrfachnutzung der vorhandenen Infrastruktur überproportional verbessern. Aufgrund der guten langfristigen Planbarkeit durch laufende Support-Verträge dürften die Ergebnisse auch künftig eine kontinuierliche Entwicklung aufweisen.

2001 lag das EBITDA des künftig einzigen Geschäftsbereichs Experts @ Output bei 41,8 Mio. Euro; dieses sollte sich durch den erhöhten Umsatz sowie die angesprochene Margenverbesserung bis 2005 auf rund 80 bis 85 Mio. Euro in etwa verdoppeln können, was einer Steigerung des EBITDA um gut 20 Prozent pro Jahr entspräche.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Firmenwertabschreibungen erreichte für Experts @ Output im abgelaufenen Jahr rund 17,6 Mio. Euro; abhängig von der Höhe der nach Abverkauf aller Beteiligungen verbliebenen Verbindlichkeiten wäre aus unserer Sicht somit bei Hochrechnung auf das erhöhte EBITDA in 2005 ein EBIT zwischen 65 und 70 Mio. Euro bzw. ein Vorsteuerergebnis von etwa 40 bis 45 Mio. Euro denkbar. Dank der über 300 Mio. Euro Verlustvorträge dürften im Inland für die nächsten Jahre keine Körperschaftssteuern anfallen.

Unter der Annahme eines entsprechenden Multiples kann darauf aufbauend eine Bewertung der TA-Aktie erfolgen; da uns keine direkt vergleichbaren Firmen oder börsennotierte, ähnlich ausgerichtete Wettbewerber bekannt sind, sei hierauf an dieser Stelle verzichtet. Es darf jedoch bezweifelt werden, dass ein niedriges einstelliges KGV den Perspektiven des Unternehmens gerecht wird.

Fazit

Momentan fällt es den meisten Anlegern schwer, die TA Triumph-Adler AG in eine bestimmte Kategorie einzuordnen: für einen Wachstumswert sind die geplanten Zuwächse bei Umsatz und Ergebnis zu gering, vorläufig sind gar rückläufige Umsätze im Konzern zu erwarten. Daneben ist TA sehr etabliert, in reifen Märkten aktiv und mit keinem anderen börsennotierten Unternehmen direkt vergleichbar; vielfach hängt der Gesellschaft noch das zwar solide, aber auch etwas angestaubte „Schreibmaschinen-Image“ nach.

Derzeit kann man die Gesellschaft am ehesten mit einer Fat Cat oder Cash Cow vergleichen, die eine Pause eingelegt hat, um ihr Fell zu putzen – sprich: den von der genügend attraktiven Kernstory ablenkenden Beteiligungsbereich loszuwerden. Sobald dies gelungen ist (was Ende 2003 der Fall sein soll), dürfte der Markt das bisher kaum beachtete Kerngeschäft von TA, den Bereich Experts @ Output, und die sich dort abzeichnende Wachstumsstory verstärkt wahrnehmen.

Eine Bewertung der TA anhand üblicher Verfahren wie KGV, DCF-Modelle oder Peer Groups ist aufgrund des tiefgreifenden Umbruchs, in dem sich die Firma befindet, derzeit schwierig. Allein der Wert der latenten Steuern übersteigt jedoch schon die aktuelle Marktkapitalisierung, zudem verfügt das Unternehmen über eine starke Marke und eine nicht minder starke Marktposition nebst langfristigen Kundenverträgen im Kerngeschäft; da überdies gute Wachstumsperspektiven erkennbar sind, überwiegen aus unserer Sicht die Chancen der TA-Aktie die Risiken einer langfristigen Anlage.

Beachtet werden muss die geringe Liquidität der Aktie, weshalb Orders in der TA-Aktie stets limitiert erteilt werden sollen, sowie das abschreckend wirkende niedrige Kursniveau und der bestehende charttechnische Abwärtstrend, ausgelöst durch die Meldung des Dividendenausfalls. Da die derzeitigen Aktivitäten samt einer Kriegskasse für selektive Übernahmen im Kernbereich finanziert sind, sollte die Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen bald wieder zur üblichen Tagesordnung gehören. Mögliche kurzfristige Impulse könnten von Meldungen über vollzogene Akquisitionen oder Beteiligungsveräußerungen ausgehen.

Kontaktadresse

TA Triumph-Adler AG
Ludwig-Ganghofer-Str. 6
D-82031 Grünwald

Internet: www.triumph-adler.de

Ansprechpartnerin Investor Relations:

Petra Pfaffenbach

Tel.: 089 / 64 19 02 - 33
Fax: 089 / 64 19 02 - 90
Email: ppfaffenbach@t-online.de

Haftungsausschluss

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen großteils aus Unternehmensangaben. Der interessierte Anleger ist nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor er eine Anlageentscheidung trifft.