Philip Nerb
Werteanalysen intelligenter Geldanlagen

DIK Bosporus Shipyard 2 GmbH & Co. KG

Dem Anleger wird ein spannendes Projekt geboten – ein Servicehafen am Bosporus, in der weltweit meistbefahrenen Meerenge. Die technische Umsetzung des Baus erfolgt durch nachweislich sehr erfahrene Partner. Der Fonds soll sich am Projekt über eine Aktiengesellschaft beteiligen, die bis heute die Hälfte der Projektkosten aus Eigenmitteln aufgebracht hat. Die Projektverantwortlichen bleiben über die gesamte Laufzeit im Vorhaben investiert, damit handelt es sich aus Anlegersicht um ein echtes Co-Investment.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst, Mitglied bei Mensa in Deutschland e. V.

Der Initiator

Die DIK Deutsche Infrastrukturkapital GmbH, Berlin, wurde im März 2010 gegründet und will sich als Spezialanbieter im Infrastrukturbereich einen Namen machen. Seit Mitte 2010 wird eine erste Tranche der Hafenbeteiligung als Privatplazierung (Fonds 1) angeboten. Bis heute wurden laut Initiator €8 Mio. gesammelt. Der Geschäftsführer Selim Kuzu ist in der Fondsbranche bekannt. Er war in der Vergangenheit als Vorstand von Emissionshäusern in Berlin und Nürnberg für den Vertrieb verantwortlich. Hinter Kuzu steht ein Familienunternehmen, das sehr erfolgreich in der türkischen Infrastruktur- und Energiewirtschaft agieren soll. Der zweite Geschäftsführer, Joel Münch, ist ein Fachanwalt für Bau- und Architektenrecht und in der Branche bis dato nicht bekannt.

Das Emissionshaus beschäftigt mit der Geschäftsleitung derzeit 8 Mitarbeiter, die Fondskonzeption wurde im Haus verantwortet, die rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Betrachtungen wurden extern über eine namhafte, weltweit führende WP-Kanzlei erstellt.

Auf Fragen im Rahmen der Analysen reagierte der Initiator zeitnah und inhaltlich völlig zufriedenstellend.

Schwächen |Für den Initiator kann noch keine Leistungsbilanz vorliegen.

Stärken |Die Hauptverantwortlichen können jeweils über 10 Jahre Erfahrung in der Konzeption und der Finanzierung derartiger Projekte vorweisen.

Das Projekt

Der Fonds soll sich am Neubau und Betrieb des größten Schiffsservice- und Reparaturhafens der Schwarz- und Marmarameerregion beteiligen. Die Lage ist exzellent, da den Bosporus jährlich über 50.000 Schiffe passieren. Bis 2002 geschahen im Schnitt rund 9 schwere Unfälle im Jahr[1][2]. Deutlich häufiger treten jedoch technische Schäden auf: Etwa 400 Schäden sind laut dem Initiator im vergangenen Jahr gemeldet worden. Gleichzeitig ist die Topographie am Standort perfekt für einen Hafen geeignet: Eine natürlich Rinne gewährleistet eine Nutzungstiefe von bis zu 30 Meter, die nicht künstlich erhalten werden muß. Damit sind nahezu alle Schiffstypen (laut Initiator 95 %) durch den Hafen bedienbar. Derzeit werden die meisten beschädigten Schiffe entweder zu spezialisierten Werften am Schwarz- oder Mittelmeer geschleppt oder zu Reparaturhäfen in Skandinavien und Südostasien[3][4]. Über die Wartung und Reparatur (auch beladener Schiffe) hinaus soll der Hafen 12 Schiffe parallel betreuen können, sowie 4 Schiffe modernisieren oder umbauen. Damit wäre die Abhängigkeit von der reinen Reparaturarbeit minimiert. Gleichzeitig ist

Zielobjekt des Fonds: ein Servicehafen am Bosporus.

der Bedarf an modernen Reparaturhäfen offensichtlich so groß, daß eine Vollauslastung des Hafens problemlos möglich sein sollte. Der Anbieter geht in seinen Prognosen sehr konservativ von einer Auslastung bis maximal 65 % (2018) aus. Die Gewinnmarge bei Reparatur- und Wartungsarbeiten soll im Verhältnis der Investitionskosten nach Steuern bei 47 % liegen. Diese Zahlen halte ich aufgrund der exklusiven Lage und angesichts des extrem großen Bedarfs für sehr zurückhaltend. Für Schiffsbetreiber stellt sich immer die Frage nach den Opportunitätskosten, wenn ein Schaden nicht unmittelbar vor Ort behoben werden soll. Ein Abschleppen über mehrere tausend Seemeilen bedeutet einen enormen Ausfall an Transportzeit und Umsatzvolumen.

Der Fonds soll sich am Neubau und Betrieb des Hafens beteiligen.

Das Gesamtvolumen des Projekts ist mit rund €185 Mio. überschaubar. Bis zum 30. Juni 2010 wurden laut WP-Testat rund €92 Mio. Eigenkapital investiert, das Gesamtprojekt soll bis Ende 2012 fertiggestellt sein. Der Baufortschritt und die technischen Vorgaben der Behörden werden vom türkischen Lloyd's[5] seit Beginn der Arbeiten überwacht. Türk Loydu ist seit 1962 tätig, seit 1966 in Form einer Stiftung. Die Organisation begutachtet, prüft und überwacht sämtliche möglichen technischen Entwicklungen der Maritimwirtschaft. Konkret bedeutet dies, daß die Projektgesellschaft vorgegebene Kostenrahmen einzuhalten hat. Die tatsächlich anfallenden Kosten werden per Rechnungslegung in Bauabschnitten überprüft.

Der Servicehafen am Bosporus wird bis dato über die Dalsan-Gruppe, Nusret Coskun, Selim Kuzu und die erfolgte Privatplazierung finanziert. Projektbeginn war bereits 2006, seit dieser Zeit wurden laut Wirtschaftsprüfer umgerechnet rund €92 Mio. investiert (2006: €6,8 Mio., 2007: €35,95 Mio., 2008: €13,8 Mio., 2009: €28,5 Mio., 2010: €6,8 Mio.). Für technische Aufbauten wie Kräne, Werkstätten, Hangar und technische Anlagen wird im Zeitraum 2011/12 ein Bauvolumen von rund €55,5 Mio. erwartet. Das Projekt wird von Beginn an (seit 2006) von der Dalsan-Gruppe verantwortet, die Rechte aus dem Projekt (Eigentum an Grund und Boden und Nutzungsrechte am Hafen) wurden am 24. Juli 2009 übertragen auf die Aktiengesellschaft Bosporus Shipyard A. S., Istanbul. Dalsan verbleibt als Generalunternehmer im Projekt, über das Bauvolumen (s. o.) für 2010/12 wurde zwischen Dalsan und der Bosporus Shipyard A. S. ein Vertrag geschlossen. Konkret beläuft sich der Auftrag über die Fertigstellung der zwei Trockendocks und der Aufbauten. Weitere Arbeiten, wie bspw. das Aufstellen der Kräne, erfolgen durch weitere Dienstleister, die von Dalsan beauftragt werden.

Stärken |Exzellentes Marktumfeld mit sehr gutem Chancen-Risiko-Potential.

Die Expertise

Die Unternehmen der Dalsan-Gruppe sind Anfang der 1980er Jahre entstanden und wurden 1991 zu einer Unternehmensgruppe zusammengefaßt. Als geschäftsführender

Gesellschafter fungiert Nusret Coskun, der als Ex-Marineoffizier Zugang zu militärischen Entscheiderebenen hat. Zudem war er von 2004 bis 2008 Präsident der Handelskammer für Seehandel und Schiffahrt in der Türkei. Daraus erklärt sich auch die Vielzahl staatlicher und militärischer Aufträge, die Dalsan in den letzten 10 Jahren realisiert hat. Dalsan hat bis heute Aufträge in einem Gesamtwert von rund €8 Mrd. abgewickelt. Darunter sind Werften und Häfen, sowie Teilentwicklungen für Hafenanlagen. Ein großer Teil der Arbeiten umfaßte Unterwasserarbeiten, wie aus der Projektaufstellung hervorgeht. Dalsan verfügt laut Initiator über die größte Flotte von Wasserbaufahrzeugen und Wasserbaumaschinen in der Türkei. Die Gruppe beschäftigt laut Initiator aktuell 160 Mitarbeiter, 40 % davon stellen die Kerngruppe, bestehend aus Ingenieuren, Statikern, Architekten und Stahlbaukonstrukteuren.

Die Besitz- und Betriebsgesellschaft Bosporus Shipyard A. S. beschäftigt 121 Stamm-Mitarbeiter, 63 davon im techni-

Den Bosporus passieren jährlich über 50.000 Schiffe.

schen Bereich. Weitere 30 Mitarbeiter sind für den Bereich Reparatur und Wartung angestellt. Mittelfristig soll der Personalstamm (exklusive der Geschäftsleitung) auf rund 150 Mitarbeiter aufgestockt werden. Besonders für den Umbau und die Modernisierung von Schiffen werden Spezialisten benötigt. Diese sind laut Unternehmen aktuell noch in der Marine und bei anderen Firmen beschäftigt.

Stärken |Die Expertise in der Projektgesellschaft ist sehr gut. Das mögliche Schlüsselpersonenrisiko ist durch eine breitgefächerte Unternehmensstruktur und klare Projektpläne abgefedert.

Die Anlagestruktur

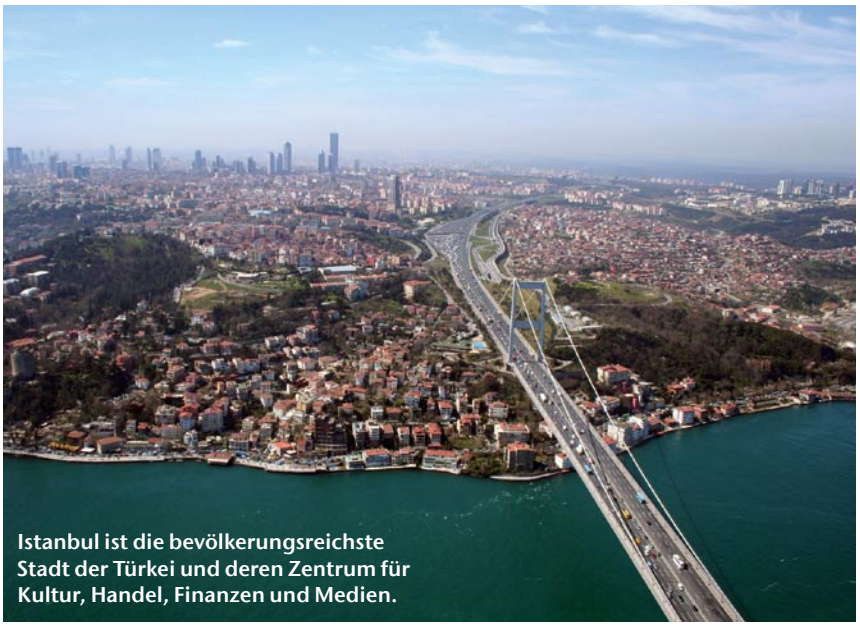
Der Fonds wird sich an einer türkischen Aktiengesellschaft beteiligen. Der Wert des über eine Kapitalerhöhung zu erwerbenden Aktienpakets (12,5 %) wird durch das türkische Wirtschaftsamt festgelegt, das für die Berechnung unter anderem einen in der Türkei ansässigen vereidigten Wirtschaftsprüfer beauftragt. Dem türkischen Wirtschaftsamt obliegt auch die Überwachung der Aktiengesellschaft auf den Hauptversammlungen. Aktuell wird eine Unternehmensbewertung zum 31. 12. 2010 durch eine Tochtergesellschaft einer der weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erstellt. Im Rahmen der Analyse wurde eine Bilanzauswertung vom 1.September 2010 vorgelegt. Laut dieser ist das Aktienkapital von 500.000 TL (Aktien-Klasse A) voll eingezahlt und wird von Nusret Coskun (und Familie) und Selim Kuzu gehalten. Laut Vertrag soll der Anteil dieses Pakets am gesamten Aktienstammkapital bei Projektende auf 49 % sinken. Dies wird durch Kapitalerhöhungen erreicht. Für jede Kapitalerhöhung soll stichtagsbezogen der jeweils aktuelle Unternehmenswert berechnet werden, aus dem dann der Aktienpreis abgeleitet wird. Laut Initiator ist die Privatplazierungstranche (siehe „Der Initiator“) aktuell zu 8 % am Gesamtkapital des Unternehmens beteiligt.

Die Beteiligungsstruktur über eine Aktiengesellschaft sorgt für eine ungewöhnlich hohe Transparenz für den Anleger. Auf Aktionärsebene gibt es einen Gesellschaftervertrag, der für eine Gleichstellung aller Aktionäre sorgt. Dazu kommen die durch das Aktienrecht vorgeschriebenen regelmäßigen Berichte und die Überwachung durch das türkische Wirtschaftsamt. Beim Verkauf der Aktien am Projektende wird der dann aktuelle Unternehmenswert, errechnet durch unabhängige Wirtschaftsprüfer, zugrunde gelegt. Bis dahin ist, vertraglich geregelt, eine Verwässerung der Aktionärsstruktur durch außerplanmäßige Kapitalerhöhungen ausgeschlossen. Insgesamt sollen durch externe Investoren per Kapitalerhöhungen rund € 90 Mio. eingebracht werden. Eine Änderung der Satzung und Gewinnausschüttungen können nur mit Zustimmung der Fondsgesellschaften erfolgen. Unter dem Strich wird die Fondsgesellschaft zu einem Co-Investor, parallel zu vermögenden Einzelinvestoren. Die Aktien werden derzeit an keiner Börse gehandelt, eine Börseneinführung gegen Ende der Fondslaufzeit wird offensichtlich nicht ausgeschlossen. Solange die Fondsgesellschaft die Möglichkeit hat, die Aktienanteile zum fairen Preis nach Wertermittlung außerhalb der Börse zurückzugeben, halte ich die Idee eines Börsengangs nicht für verwerflich.

Stärken |Die Direktbeteiligung über eine Aktiengesellschaft sorgt für ein hohes Maß an Transparenz und eine laufende Überwachung während der Projektgestehung.

Das Konzept

Die Fondsgesellschaft wird Aktionärin der Besitz- und Betriebsgesellschaft, die Aktien sollen über eine geplante Laufzeit von 8 Jahren (bis Ende 2018) gehalten werden. Dann können sie zum jeweils durch externe Wirtschaftsprüfer ermittelten Unternehmenswert zurückgegeben, an Dritte veräußert oder bei einem eventuellen Börsengang über das Parkett verkauft werden. Die mögliche Rendite liegt linear nach Steuern bei über 16 % p. a. Der Initiator ist zu 40 % am Ergebnis beteiligt über einer Gewinnschwelle von 10 % p. a., die der Anleger bevorrechtigt rechnerisch ex post erhalten soll. Die Prognosen sind sehr zurückhaltend. So empfinde ich die erwartete Auslastung des Hafens mit maximal 65 % (erst 2018) als sehr konservativ. Die Region benötigt einen derartigen Hafen, die Kostenersparnis für Reeder ist bei einer zeitnahen Reparatur bzw. einer Wartung en route substantiell. Da rund 80 % des gesamten Warentransfers über das Meer erfolgen und sich dies auf absehbare Zeit nicht ändern wird, ist der Bedarf weit über



Istanbul ist die bevölkerungsreichste Stadt der Türkei und deren Zentrum für Kultur, Handel, Finanzen und Medien.

die geplante Projektlaufzeit gegeben. Zumal Schiffe regelmäßig gewartet werden müssen, was einen regelmäßigen Umsatz für an den Handelsrouten gelegene Häfen sicherstellt. Im Bedarfsfall kann für das Projekt sicherlich auch das enge Beziehungsgeflecht des Hauptverantwortlichen im Projekt, Nusret Coskun, von Vorteil sein.

Die Weichkosten fallen mit anfänglich 14,53 % (incl. Agio) niedrig aus, die laufenden Kosten sind mit 1 % p. a. angemessen.

Selim Kuzu ist als Aktionär direkt in die Besitz- und Betriebsgesellschaft eingebunden. Laut Unterlagen der bilanztechnischen Bewertung vom Juni 2010 hält Selim Kuzu 1 % der Aktien (Klasse A), zu einem Nennwert von 5.000 TL. Diese wurden für € 1,25 Mio. erworben.

Die internen und externen Überwachungsmechanismen sind mehrstufig und lückenlos. Neben einer permanenten Überwachung der Gestehungskosten auf Ebene der Projektgesellschaft erfolgt eine jährliche Buchprüfung durch eine der weltweit führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Der Erwerbspreis der Aktienpakete wird durch das türkische Wirtschaftsamt festgelegt, unter anderem auf Basis eines externen Wertgutachtens. Die Aktiengesellschaft beauftragt parallel ein eigenes Bewertungsgutachten, um den festgelegten Wert zu überprüfen. Bei der aktuellen Bewertung zum Jahresende 2010 liegt der vom Wirtschaftsamt festgelegte Wert unter dem von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft errechneten Wert. Die Wertermittlung durch das Wirtschaftsamt ist damit offensichtlich sehr konservativ, was für den Anleger vorteilhaft ist. Die Mittelverwendungskontrolle der Fondsgesellschaft erfolgt durch eine international renommierte WP-Kanzlei.

Schwächen | Klumpenrisiko durch Abhängigkeit von einer Einzelinvestition.

Stärken | Sehr attraktives Marktumfeld, dadurch sehr hohes Mehrertragspotential, und konservative Prognosen. Initiator ist mit eigenem Kapital investiert. Projektverantwortliche haben die Projektgesellschaft bereits zur Hälfte mit eigenem Kapital finanziert. Zielprojekt ist bereits zu 2/3 fertiggestellt und soll 2012 in Betrieb gehen. Mehrstufige laufende Überwachung der einzelnen eingebundenen Unternehmen.

Summa summarum

halte ich das Angebot „Bosporus Shipyard 2 GmbH & Co. KG“ des Initiators DIK Deutsche Infrastrukturkapital, Berlin, für sehr gut. Das Zielprojekt ist grundsätzlich sehr spannend und bietet eine sehr solide Ertragsbasis. Der Anleger kann hier parallel zu erfahrenen und im Zielmarkt etablierten Unternehmen co-investieren. Durch eine offensichtlich lückenlose Überwachung während der Projektlaufzeit auch durch das Wirtschaftsamt erhält der Anleger ein ungewöhnlich transparentes Angebot. Aufgrund der hohen Eigenbeteiligung der Entscheidungsträger und der nachhaltigen Verbundenheit mit dem Projekt fällt das Risikoprofil überzeugend aus. Meiner Meinung nach verdient der Fonds eine Bewertung mit ***„sehr gut“ (1-).*** ■

[1] Diese und alle weiteren Quellenangaben finden Sie auf www.werteanalysen.de. Geben Sie dazu im Suchfeld #435 ein.

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekt	12,5 % der Aktien der Bosporus Shipyard A. S., Istanbul
Gesellschaftszweck	Errichten und Betreiben eines Schiffsservice- und Reparaturhafens
Einkunftsart	Einkünfte aus Kapitalvermögen, DBA noch nicht veröffentlicht
Einkaufsfaktor	nach von einem WP ermittelten Unternehmenswert
Verkaufsfaktor	nach von einem WP ermittelten Unternehmenswert
Mindestzeichnungssumme	€ 10.000 zzgl. 5 % Agio
Geplante Laufzeit	erstmalige Kündigung durch Anleger zum 31. 12. 2018 möglich
Plazierungsfrist	maximal bis 31. 12. 2012
Gesamtinvestition	€ 185 Mio.
Mindestkapital	€ 1 Mio.
Kommanditkapital	€ 22,55 Mio., max. € 45,1 Mio., jeweils zzgl. 5 % Agio
Fremdkapital	nein
Geplante Rendite	deutlich über 12 % p. a. (prognostizierter Gewinn nach Steuern 170 % netto)
Weichkosten	14,53 % incl. Agio, 1 % p. a. laufende Kosten (ab 2013 1,5 % p. a.)
Investitionsquote auf Fondsebene	84,46 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 11.546
Treuhandkommanditist	externe StB-Kanzlei, Berlin
Mittelverwendungskontrolle	externe WP-Kanzlei
Bewertung der Zielgesellschaft	durch vereidigten Buchprüfer in der Türkei
Projektprüfung vor Ort	Tochtergesellschaft einer der weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften
Alleinstellungsmerkmale	Erstmalig können sich Anleger über einen Publikumsfonds an einem Hafenprojekt beteiligen. Angebotsstruktur ist sehr transparent. Projekt ist bereits zur Hälfte kapitalisiert und zu rund 2/3 fertiggestellt.