

**HV-Bericht**

# Value-Holdings AG

**WKN 760040 ISIN DE0007600405**

am 07.07.2006 in Augsburg

*Die erfolgreiche Entwicklung spiegelt sich im Aktienkurs nicht wider*

## Tagesordnung

1. Bericht über das Geschäftsjahr 2005
2. Verwendung des Bilanzgewinnes  
(Vorschlag: Dividende von 0,09 Euro je Aktie)
3. Entlastung des Vorstands
4. Entlastung des Aufsichtsrats
5. Satzungsänderung (UMAG)
6. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2006  
(Vorschlag: Rupp & Epple GmbH, Augsburg)

## HV-Bericht Value-Holdings AG

Am 7.7.2006 fand in den Räumen der Gesellschaft in Augsburg die Hauptversammlung der Value-Holdings AG (VH) statt. Wie gewohnt war die Versammlung auf Freitagnachmittag terminiert worden, um möglichst vielen Aktionären die Möglichkeit zum Besuch zu geben und ihn vielleicht noch mit einem Wochenende in Augsburg zu verbinden. Neben rund 60 Aktionären hatte sich als Gast Matthias Wahler von GSC Research eingefunden.

Eröffnet wurde die Sitzung um 15 Uhr von der Aufsichtsratsvorsitzenden Prof. Dr. Annette Köhler. Diese erläuterte zunächst die Formalien und übergab anschließend das Wort an den Vorstandsvorsitzenden Georg Geiger.

### Bericht des Vorstands

Für alle neuen Aktionäre stellte Herr Geiger zunächst noch einmal die Struktur der VH-Gruppe dar, die sich in zwei Unternehmensbereiche aufgliedert. So werden im Segment Portfolio-Management die eigenen Mittel nach den Grundsätzen des Value Investing angelegt und im Bereich Management-Services dieser Managementansatz auch Dritten angeboten. Institutionelle Investoren werden über die VH Capital Partners GmbH beraten und Privatanleger je nach Vermögen über die VH Vermögensmanagement GmbH oder die VH Fondsvermittlung GmbH betreut.

Im Folgenden präsentierte der Vorstandsvorsitzende die Entwicklung des VH-Depots, das im Geschäftsjahr 2005 mit einem Wertzuwachs von 27,2 Prozent den DAX knapp geschlagen hat. Der SDAX hat mit 35,2 Prozent noch etwas stärker zugelegt, dieser holt aber noch immer den Rückstand auf, den er in vielen Jahren der Stagnation aufgebaut hat. Einen Schwerpunkt im Depot bildet mit einem Anteil von knapp 34 Prozent der Bereich Maschinenbau, aus dem unter anderem in die Gildemeister AG investiert wurde. Weitere 32 Prozent entfallen auf den Dienstleistungsbereich, aus dem Herr Geiger als Beispiel die schlott gruppe AG herausgriff.

An Gewicht abgenommen hat, nachdem einige gut gelaufene Werte abgebaut worden sind, der Konsumgüterbereich, der nur noch 12 Prozent beiträgt. Ein großer Wert war hier die Einhell AG. Die übrigen 32 Prozent des Depots entfallen auf sonstige Beteiligungen; hier wurden unter anderem Telekom-Aktien erworben, was nach Aussage von Herrn Geiger anfangs zu heftigen Diskussion geführt hat, die nach dem Einstieg des Finanzinvestors Blackstone aber schnell wieder aufgehört haben.

Herr Geiger kam dann auf das Zahlenwerk des Berichtsjahres zu sprechen. Im Portfolio-Management wurden nach seiner Angabe im vergangenen Jahr durch Wertpapierverkäufe deutlich höhere Erlöse von 7,5 nach 4,4 Mio. EUR erzielt. Bei Einstandskosten von 6,3 (Vj.: 3,5) Mio. EUR ergeben sich realisierte Kursgewinne von 1,2 (0,8) Mio. EUR und zuzüglich der ebenfalls gestiegenen Dividendenerträge von 124 (82) TEUR trotz notwendiger Abschreibungen in Höhe von 196 TEUR ein deutlich höheres Ergebnis von 1,1 (0,9) Mio. EUR. Positiv entwickelte sich mit einem deutlichen Umsatzanstieg von 50 Prozent auf 1,6 (1,1) Mio. EUR auch der Bereich Management-Services. Trotz dieses hohen Wachstums blieben die Umsatzkosten mit 156 (172) TEUR sogar hinter denen des Vorjahres zurück, und Personal- und Verwaltungsaufwand stiegen nur unterproportional, so dass sich das EBIT auf 638 (236) TEUR mehr als verdoppelte.

Beide Bereiche zusammengefasst ergibt sich im Konzern ebenfalls ein deutlicher Umsatzanstieg von 4,9 auf 8,4 Mio. EUR. Zu beachten ist, dass das Portfolio-Management zu 100 Prozent einfließt, während die VH an den Management-Services nur zu 49,5 Prozent beteiligt ist. Der Rest der Anteile wird von den Mitarbeitern gehalten und findet keine Berücksichtigung. Bei einem Bruttoergebnis von 1,9 (1,3) Mio. EUR ergeben sich nach Abzug der Kostenpositionen im Konzern ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 844 (369) TEUR und ein Jahresüberschuss von 710 (318) TEUR. Beide Ergebnisgrößen konnten gegenüber dem Vorjahr also mehr als verdoppelt werden.

In der Bilanz haben sich, wie Herr Geiger ausführte, nur kleine Veränderungen ergeben. Das Eigenkapital erhöhte sich aufgrund des guten Ergebnisses von 7,7 auf 8,3 Mio. EUR, während die Verbindlichkeiten, die im Wesentlichen aus einer Inhaberteilschuldverschreibung bestehen, sich um 1 Mio. auf 8,3 Mio. EUR verringert haben. Die Bilanzsumme blieb mit 16,9 (17) Mio. EUR fast unverändert. Auf der Aktivseite hat sich der Forderungsbestand etwas reduziert, und die zufließenden Mittel wurden in Wertpapiere investiert.

An dieser Stelle sprach der Vorstandsvorsitzende einige Worte zur Strategie, die mit der Beteiligung an der Konsortium AG verfolgt wird, die schon seit längerem nicht mehr zum Kerngeschäft zählt. Der Anteil

an dieser Gesellschaft hat sich durch eine Kapitalerhöhung im Dezember 2005, an der die VH nicht teilgenommen hat, von 75,4 auf 55 Prozent reduziert und wird durch eine geplante weitere Kapitalerhöhung noch weiter abnehmen. Wirtschaftlich hat sich die Situation der Tochtergesellschaft verbessert. So konnte dort die Verschuldung abgebaut werden, und in diesem Jahr wird die Konsortium AG auch wieder ein positives Jahresergebnis ausweisen. Das Ziel ist nun der Einstieg eines operativen Partners, diesbezügliche Gespräche werden derzeit geführt. Der erwartete Mittelrückfluss soll dann in das Kerngeschäft der VH investiert werden.

Mit der Entwicklung des Aktienkurses zeigte sich der Vorstandsvorsitzende angesichts der erreichten Erfolge nicht zufrieden. Bei einem Gewinn pro Aktie von 0,38 (0,17) EUR weist diese schließlich ein KGV von nur 12 auf und notiert mit einem aktuellen Kurs von 4,50 EUR auch nur knapp über dem Buchwert, der sich für den Konzern mit 4,43 (4,11) EUR errechnet.

In einem kleinen Exkurs zeigte Herr Geiger dann auf, dass die Masse der Privatanleger das Chance-/Risiko-Verhältnis der unterschiedlichen Anlageformen völlig falsch einschätzt. Bevorzugt werden sichere Anlagen, bei denen die zu erzielende Verzinsung aber überschätzt wird, während bei Aktien von einer zu geringen Rendite ausgegangen und diese Anlageform deshalb vernachlässigt wird. Oft genutzte Risikoindikatoren wie die Volatilität oder der Betafaktor bieten keine Hilfe, im Gegenteil können diese unter Umständen das Bild völlig verfälschen.

Als Konsequenz daraus zieht Herr Geiger, dass den Anlegern Wege aufgezeigt werden müssen, wie sie in Aktien investieren zu können, ohne ein zu hohes Risiko einzugehen. Dazu bietet sich die Erstellung eines Risikoprofils nach den Grundsätzen des Value Investing an, mit dessen Hilfe nach unterbewerteten Aktien gesucht wird. Gekauft wird nur, wenn die Unternehmen ein erfolgreiches Geschäftsmodell und gesunde Bilanzrelationen aufweisen und die Aktie auch noch günstig bewertet ist. Von den mehr als 1.000 Aktiengesellschaften auf dem deutschen Börsenzettel bleiben nach diesem Filtersystem nur noch rund 100 potenzielle Value-Aktien übrig, aus denen dann die herausgesucht werden, die auch noch mindestens 25 bis 30 Prozent unter dem inneren Wert zu haben sind. Mit dieser Strategie hat der VH Capital Partners Fund seit der Auflegung im Jahr 2002 eine Performance von 88 Prozent erzielt und den DAX mit nur 12 Prozent damit bei weitem geschlagen.

Auch das erste Halbjahr 2006 ist nach Aussage von Herrn Geiger positiv verlaufen. Zwar lagen die Erlöse mit 2,3 (3,2) Mio. EUR unter dem Vergleichswert des Vorjahres, was bedeutet, dass weniger Wertpapiere verkauft wurden. Die erzielte Marge war aber deutlich besser, weshalb das Bruttoergebnis mit 443 (451) TEUR fast unverändert ausfiel. Das EBIT belief sich nach sechs Monaten auf 614 (572) TEUR.

Der Vorstandsvorsitzende zeigte sich sehr zuversichtlich, auch die zweite Jahreshälfte gut abzuschließen und im Gesamtjahr beim Ergebnis den Vorjahreswert zu übertreffen. Angepeilt wird für 2006 ein Ergebnis je Aktie von 0,48 EUR. Als Mittelfristziel gab Herr Geiger die gleichen Zahlen wie auf der letzten Hauptversammlung aus. Bis 2008 soll demnach das eigene Portfolio von 5,6 Mio. EUR in 2005 auf 20 Mio. EUR anwachsen und im Durchschnitt dauerhaft eine jährliche Performance von 12 bis 15 Prozent erzielt werden, ohne dass deshalb die Fixkosten ansteigen. Im Bereich Management-Services soll es durch operative Partnerschaften sogar gelingen, das Fondsvolumen von momentan knapp 20 auf dann 80 Mio. EUR auszuweiten und das gesamte Vermögensverwaltungsvolumen auf 150 Mio. EUR zu steigern.

## Allgemeine Aussprache

Die erste Wortmeldung kam von Frau Beate Sander. Diese zollte dem Vorstand Lob für die gute Geschäftsentwicklung des vergangenen Jahres und die auch langfristig mit einem durchschnittlichen Wertzuwachs von 20 Prozent überdurchschnittliche Depotperformance. Sehr schade fand sie allerdings, dass sich dieser Erfolg im Aktienkurs überhaupt nicht widerspiegelt, der im Gegenteil wieder in der Nähe des letztjährigen Tiefs liegt. Daher wollte Frau Sander wissen, was der Vorstand unternimmt, um die Aktie mehr in den Blickpunkt der Anleger zu rücken.

Ganz ähnlich sah dies Ludwig Lehmann als Vertreter der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW). Auch er sah den Erfolg des Geschäftsmodells Value Investing eindeutig bewiesen und zeigte sich verwundert, dass der Aktienkurs der Value-Holdings trotzdem nicht anzieht, obwohl das KGV selbst auf Basis des 2005er-Ergebnisses nur noch bei 12 liegt. Er vermutete darin ein grundsätzliches Problem der Branche und fragte den Vorstand, wo dieser ein realistisches KGV sieht.

In seiner Antwort stimmte Herr Geiger den Rednern zu, dass man mit dem Verlauf des Aktienkurses nicht zufrieden sein kann. Nach seiner Einschätzung muss noch viel Überzeugungsarbeit geleistet werden, da

das Geschäftsmodell des Value Investing oftmals gar nicht so einfach zu vermitteln ist. Der Erfolg der Strategie muss durch eine dauerhafte Outperformance aufgezeigt werden, und der Vorstandsvorsitzende hofft, durch eine regelmäßige Öffentlichkeitsarbeit langfristige Value-Investoren zu gewinnen. Empfehlungen in Börsenbriefen sieht er dagegen kritisch, da auf diesem Weg eher Spieler als Investoren zum Einstieg bewegt werden.

Als sehr mager empfand Frau Sander mit 0,09 EUR die Dividende. Zwar bedeute dies gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung von 50 Prozent, dies allerdings von einer kümmerlichen Ausgangsbasis aus. Tatsächlich betrage die Dividendenrendite nur 2 Prozent, was ihr für ein Value-Unternehmen zu wenig erschien. Wie ihr Herr Geiger erklärte, hat diese Zurückhaltung einen einfachen wirtschaftlichen Hintergrund: Im Oktober 2008 steht nämlich die Rückzahlung der Inhaberteilschuldverschreibung an, und bis dahin soll etwas Speck im Unternehmen angesammelt werden. Ab diesem Zeitpunkt können die Aktionäre dann mit einer höheren Ausschüttung rechnen.

Bezug nehmend auf die vom Vorstandsvorsitzenden speziell genannten vier größten Aktienpositionen erkundigte sich Herr Lehmann, wie viel Volumen in diese Gesellschaften investiert ist. Dies sind laut Herrn Geiger etwas 12 bis 15 Prozent des Volumens des jeweiligen Bereiches, wobei die Beteiligung an Einhell allerdings inzwischen verkauft und für den Erlös Aktien der AUGUSTA Technologie AG erworben wurden.

Daran anknüpfend fragte Herr Lehmann nach den Beweggründen für das Engagement in dieses ehemalige Neue Markt-Unternehmen, das eine recht turbulente Vergangenheit aufweist. Wie ihm der Vorstandsvorsitzende mitteilte, wurde das Engagement bei der AUGUSTA AG erst im letzten Jahr eingegangen, die Tiefen vorher wurden also nicht mitgemacht. Eingestiegen ist die VH nach Abschluss der Restrukturierung zu Kursen zwischen 4,50 EUR und 5 EUR. Die damaligen Berechnungen haben ergeben, dass die noch verbleibenden Bereiche hochprofitabel sind, was sich im damaligen Aktienkurs nicht widerspiegelt hat. Wie ein Blick auf das heutige Kursniveau von mehr als 12 EUR zeigt, hat sich dieses Investment nach Überzeugung von Herrn Geiger bereits ausgezahlt.

Nicht recht nachvollziehen konnte der Vertreter der DSW, warum die Beteiligung an der Konsortium AG nicht mehr zum Kerngeschäft gezählt wird. Nach seiner Einschätzung passt dieses Unternehmen recht gut mit der Vale-Holdings AG zusammen. Ein Kleinaktionär fragte später ergänzend, ob der Bilanzansatz der Konsortium angesichts der andauernden Verluste tatsächlich noch angemessen sein kann, denn er hatte hier gewisse Bedenken.

In seiner Antwort teilte Herr Geiger mit, dass diese Thematik in Vorstand und Aufsichtsrat lange diskutiert wurde. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass die ursprüngliche Idee, durch das Private Equity-Geschäft der Konsortium AG einen gewissen Ausgleich zum börsenabhängigen Geschäft zu erreichen, nicht funktioniert. Deshalb wurde beschlossen, sich von dieser Beteiligung wieder zu trennen und aus der VH einen reinen Value-Investor zu machen. Der beim Verkauf der Konsortium-Beteiligung angestrebte Preis soll über dem Buchwert liegen, womit der aktuelle Bilanzansatz bestätigt wird.

Mögliche Probleme sah Herr Lehmann im Bereich der Fondsvermittlung. Diesbezüglich befürchtete er, dass auch die VH von der Klagewelle betroffen sein könnte, die in letzter Zeit von vielen Anlegern wegen angeblicher Falschberatung losgetreten wurde. Hier konnte ihn der Vorstandsvorsitzende allerdings beruhigen. Der Schwerpunkt der Vermittlungen liegt auf internationalen Aktienfonds, um dem Anleger auf diesem Weg die Märkte anzubieten, die von der VH nicht durch eigenes Research abgedeckt werden. Wird tatsächlich nach speziellen Immobilien- oder Filmfonds gefragt, wird ganz explizit auf die Risiken dieses Engagements hingewiesen.

Abschließend wollte Herr Lehmann wissen, ob man als Anleger nun lieber direkt in die Aktie der VH oder aber in den Fonds investieren soll. Hier konnte Herr Geiger keine generelle Aussage machen, vielmehr hängt dies nach seiner Aussage von der persönlichen Lebensplanung ab.

## Abstimmungen

Die Präsenz wurde von der Aufsichtsratsvorsitzenden mit 715.463 Aktien oder 38,36 Prozent des Grundkapitals festgestellt. Alle Beschlüsse wurden im Folgenden einstimmig gefasst. Im Einzelnen waren dies die Ausschüttung einer Dividende von 0,09 EUR (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Satzungsänderungen in Anpassung an das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) (TOP 5) und die Wahl der Rupp & Epple GmbH zum Abschlussprüfer (TOP 6).

Kurz nach 17 Uhr konnte die Versammlung geschlossen werden.

## **Fazit**

Die langjährige positive Geschäftsentwicklung der Value-Holdings AG hat sich auch im vergangenen Jahr fortgesetzt. So konnte der Gewinn mehr als verdoppelt werden und beläuft sich pro Aktie auf 0,38 EUR, woraus sich beim aktuellen Aktienkurs ein KGV von 12 errechnet. Im laufenden Jahr wird dieses bei einem erwarteten Ergebnis von 0,48 EUR pro Aktie sogar in den einstelligen Bereich sinken. Dass die Aktie dennoch nicht in Schwung kommt, ist wohl am ehesten der allgemein gedrückten Börsenstimmung anzulasten und könnte auch als Einstiegssignal gewertet werden, zumal das Papier auch nur knapp über dem Buchwert notiert.

## **Kontaktadresse**

Value-Holdings AG  
Schertlinstraße 21  
D-86159 Augsburg

Tel.: +49 (0) 821 / 57 - 5394

Fax: +49 (0) 821 / 57 - 4575

E-Mail: [info@value-holdings.de](mailto:info@value-holdings.de)

Internet: <http://www.value-holdings.de>



### **Über GSC Research**

GSC Research ist ein unabhängiges Research-Haus und operiert mit einem dezentralen Netzwerk von rund 70 festen und freien Mitarbeitern in Deutschland und Österreich. Schwerpunkt der Tätigkeit ist die Erstellung von umfassenden Studien, Analysen, Interviews und HV-Berichten.

Pro Jahr berichtet GSC über rund 1.000 Hauptversammlungen in Deutschland und Österreich. Darüber hinaus werden zahlreiche Studien mit umfangreichen Hintergrundinformationen zu börsennotierten und unnotierten Unternehmen sowie ausführliche Interviews mit Vorständen und Firmensprechern publiziert.

Kunden von GSC Research sind private und institutionelle Anleger, die kostenpflichtige Teile des Internetangebots in Form eines Jahresabonnements oder im Einzelabruf nutzen, sowie börsennotierte und vorbörsliche Gesellschaften, vor allem im Bereich Small und Mid Caps, die unabhängige Research-Berichte von GSC zur Information ihrer Aktionäre verwenden.

GSC Research GmbH  
Immermannstr. 35  
D-40210 Düsseldorf

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 0  
Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

Email: [info@gsc-research.de](mailto:info@gsc-research.de)  
Internet: [www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)