

HV-Bericht

Value-Holdings AG

WKN 760040 ISIN DE0007600405

am 25.05.2007 in Augsburg

Das KGV wird in diesem Jahr auf weniger als 8 sinken

Tagesordnung

1. Bericht über das Geschäftsjahr 2006
2. Verwendung des Bilanzgewinnes
(Vorschlag: Dividende von 0,12 Euro je Aktie)
3. Entlastung des Vorstands
4. Entlastung des Aufsichtsrats
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2006
(Vorschlag: Rupp & Epple GmbH, Augsburg)

HV-Bericht Value-Holdings AG

Die Value-Holdings AG hatte für den 25.5.2007 zur Hauptversammlung eingeladen. Versammlungsort waren wie gewohnt die Räume der Gesellschaft in Augsburg, wo sich bei Beginn um 15 Uhr etwa 50 Aktionäre und Gäste eingefunden hatten, darunter Matthias Wahler von GSC Research. Die Aufsichtsratsvorsitzende Prof. Dr. Annette Köhler begrüßte alle Erschienenen, erläuterte kurz die Formalien und übergab dann das Wort an den Vorstand Georg Geiger, der dem Unternehmen seit dem 1. April dieses Jahres alleine vorsteht.

Bericht des Vorstands

Für alle Aktionäre, die zum ersten Mal eine Hauptversammlung der Value-Holdings AG (VH) besuchten, erläuterte Herr Geiger zu Beginn noch einmal die Grundzüge des Value Investing, nach denen er sich bei der Auswahl der Investments richtet. Als „Erfinder“ dieses erfolgreichen Investmentansatzes zählt demnach Benjamin Graham, der sich nach dem Börsencrash im Jahre 1929 Gedanken gemacht hatte, wie solch hohe Verluste beim Platzen einer Spekulationsblase vermieden werden können. Berühmte Nachfolger sind Irving Kahn, Lord James Hanson und der allseits bekannte Warren Buffet.

Dem Value Investing liegt laut Herrn Geiger die Idee zugrunde, Aktien nur dann zu kaufen, wenn diese an der Börse unter ihrem inneren Wert gehandelt werden, der sich nur langfristig im Kursverlauf widerspiegelt. Während der innere Wert pro Jahr um durchschnittlich 7 bis 10 Prozent steigt, können so beim Verkauf auf oder sogar über diesem Niveau deutlich höhere Gewinne eingefahren werden. Zudem bietet der günstige Einkauf ein gewisses Sicherheitspolster, das vor allzu großen Fehlgriffen schützt, die es für den langfristigen Erfolg unbedingt zu vermeiden gilt. Auf lange Sicht kann mit diesem Vorgehen, wie nach Aussage von Herrn Geiger verschiedene Studien zeigen, mit hoher Sicherheit eine Outperformance erreicht werden.

Ausgewählt werden die Unternehmen nach dem Motto „Good Business, Good People, Good Price“. Ausschlaggebend sind also nicht nur ein günstiger Preis von weniger als 75 Prozent des inneren Werts, sondern auch ein verständliches Geschäft, eine gesunde Bilanzstruktur und ein kompetentes und erfahrenes Management. Legt man diese Kriterien an, bleiben laut Herrn Geiger von mehr als 1.000 deutschen Aktiengesellschaften letztlich nur noch 12 bis 15 übrig, die für ein Investment in Frage kommen.

Dass sich die aufwändige Recherche und die strenge Disziplin lohnen, zeigte der Vorstand an einer weiteren Grafik auf. Während der DAX seit 1992 eine jährliche Performance von 7,6 Prozent erreichte, liegt die Rendite des VH-Depots in diesem Zeitraum bei 20,6 Prozent.

Im Anschluss präsentierte Herr Geiger das Zahlenwerk des Geschäftsjahres 2006, das, wie er sich freute, berichten zu können, erneut sehr erfolgreich abgeschlossen werden konnte. Das Portfoliovolumen wuchs in der AG von 13,6 auf 14,8 Mio. EUR. Am stärksten vertreten waren zum Bilanzstichtag Werte aus den Bereichen Maschinenbau und Technologie, und die größten Aktienpositionen wurden in AUGUSTA Technologie, Hansen Sicherheitstechnik, Schaltbau Holding und Lloyd Fonds eingegangen.

Die Erlöse aus Wertpapierverkäufen haben sich zwar im Berichtsjahr auf 6,7 (Vj.: 7,5) Mio. EUR ermäßigt, worauf es laut Herrn Geiger aber nicht ankommt. Gleichzeitig haben sich nämlich die realisierten Kursgewinne von 1,2 auf 2 Mio. EUR erheblich erhöht, und nach Hinzurechnung der Dividenden und Abzug der notwendigen Abschreibungen ergibt sich aus den Wertpapiergeschäften ein Ergebnis von 1,9 (1,1) Mio. EUR. Zieht man noch die Personal- und Verwaltungskosten und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab, die aufgrund höherer erfolgsbezogener Vergütungsbestandteile und einiger Sonderfaktoren etwas höher ausgefallen sind, beläuft sich das EBIT auf 1,53 (0,95) Mio. EUR, und nach Abzug der Zinsaufwendungen von 0,45 (0,37) Mio. EUR verbleibt ein Jahresüberschuss von 1,09 nach 0,58 Mio. EUR im Jahr zuvor.

Eine wesentliche Veränderung ergab sich laut Herrn Geiger im letzten Jahr bei der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH. Wie er mitteilte, hat die Salzburg München Bank AG von der VH und den Mitarbeitern 70 Prozent an diesem Unternehmen erworben, und die VH hat ihren Anteil von zuvor 49,5 auf 12,5 Prozent abgebaut. Die Salzburg München Bank erwirbt mit diesem Zukauf Vermögensverwaltungs-Know-how und kann das Verwaltungsvolumen der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH deutlich ausbauen.

Der Auslöser für diese Entscheidung waren nach Aussage des Vorstands unter anderem die verschärften regulatorischen Anforderungen, die für die VH einen enormen Aufwand bedeuten. Zudem erschien es sinn-

voll, das Nicht-Kerngeschäft wie die Vermittlung von Immobilienfonds oder Containerschiffen abzugeben. Herr Geiger zeigte sich recht zuversichtlich, dass die verbliebene Beteiligung trotz der geringeren Größe auf absehbare Zeit mehr wert sein könnte als die vorherige.

Veränderungen ergaben sich auch bei der Konsortium AG, an der die VH ihre Mehrheitsbeteiligung von zeitweise 75 Prozent aufgegeben hat und nun nur noch mit 49,3 Prozent beteiligt ist. Jeweils 5 Prozent wurden von der GCI Management AG und einer privaten Investorengruppe übernommen, und zugleich wurde die Verflechtung im Vorstand aufgegeben. So scheidet Herr Geiger aus dem Vorstand der Konsortium AG aus und Herr Löcherer aus dem der VH. Dieser Schritt wurde nach Auskunft von Herrn Geiger nötig, um der Konsortium zu ermöglichen, ihr Wachstumspotenzial im Private Equity-Bereich bestmöglich zu nutzen. Dies erfordert ein deutlich höheres Volumen, das zusammen mit den neuen Investoren nun aufgebaut werden soll. Für die VH hätte dies weitere enorme Investitionen bedeutet, was nicht sinnvoll erschien, zumal das Portfolio dann zu beteiligungslastig geworden wäre.

Auch in den kommenden Jahren will Herr Geiger sowohl im Portfolio der VH als auch im Value Holdings Capital Partners Fund eine nachhaltige Performance von 12 bis 15 Prozent erzielen. Speziell im Fonds soll der Vertrieb gestärkt und auch die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb beantragt werden, um dann auch Werbung für den Sparplan machen zu können. Wie Herr Geiger bekannt gab, wird zur Stärkung der personellen Kapazitäten ab dem 1. Juli 2007 Roland Könen als weiterer Geschäftsführer bei der Tochtergesellschaft VH Capital Partners GmbH tätig sein, der bisher beim Bankhaus Lampe aktiv ist.

Unzufrieden zeigte sich der Vorstand angesichts der erfolgreichen Geschäftsentwicklung mit dem Kursverlauf der Aktie, der es auch in mehreren Anläufen nicht gelungen ist, die Marke von 5 EUR zu durchbrechen. Dies hat, wie Herr Geiger anfügte, aber zumindest den Effekt, dass die Bewertung immer günstiger wird. Schon im letzten Jahr lag das KGV bei einem Gewinn von 0,58 EUR pro Aktie bei unter 9, und bei einem erwarteten Ergebnis von 0,63 EUR sinkt dieses auf weniger als 8.

Anhand einiger Beispielrechnungen stellte Herr Geiger abschließend noch dar, wie sich bei der angepeilten hohen Rendite und durch Nutzung des Zinseszins effekts mit Hilfe des Sparplans auf lange Sicht erhebliche Beträge anhäufen lassen. Seit der Auflegung im Jahr 1992 hat der VH Capital Partners Fund mit 138 Prozent weitaus mehr zugelegt als der DAX, und dies bei einer deutlich geringeren Volatilität. Damit liegt er auch auf Sicht von fünf Jahren auf Platz eins der in Deutschland angebotenen Fonds.

Allgemeine Aussprache

In der Diskussion meldeten sich mehrere Aktionäre mit kurzen Wortbeiträgen zu Wort. Eine erste Frage betraf die Forderung gegen verbundene Unternehmen, die im Vorjahr noch mit 2 Mio. EUR ausgewiesen war und nun plötzlich verschwunden ist. Nach Auskunft von Herrn Geiger betraf diese Position ein Darlehen an die Konsortium AG, das noch immer existiert. Nachdem dieses Unternehmen aber keine Mehrheitsbeteiligung mehr ist, musste es in die sonstigen Vermögensgegenstände umgegliedert werden.

Die Anmerkungen von Christopher Kingsman betrafen ausschließlich die Beteiligung an der Konsortium AG, die nach seiner Rechnung mehr als die Hälfte des Anlagevermögens der VH ausmacht. Diesbezüglich wollte er wissen, wie der Vorstand den Wert dieser Investition beurteilt und ob weitere Veränderungen bei der Beteiligungshöhe geplant sind.

In seiner Antwort bestätigte Herr Geiger, dass die Investition inklusive des ausgereichten Darlehens knapp die Hälfte des Vermögens ausmacht. Bei den anstehenden Kapitalerhöhungen, mit denen das Anlagevolumen dieses Unternehmens von heute 15 in Richtung 25 Mio. EUR angehoben werden soll, wird die VH aber nicht mitziehen, sondern bei großer Nachfrage immer wieder Aktien platzieren. Insofern wird sich die Beteiligungshöhe reduzieren. Ferner wird sich die Kapitalbindung durch die Rückzahlung des Darlehens verringern. Der innere Wert der Konsortium-Aktie wurde laut Herrn Geiger vor der letzten Kapitalerhöhung in einer Studie mit 1,25 EUR ermittelt, was er grundsätzlich auch nachvollziehen kann. Abgeben würde er zu diesem Kurs aber keine Aktien dieser Gesellschaft, obgleich die VH, wie er anmerkte, bei diesem Kurs bereits einen Gewinn verbuchen könnte.

Zwei Fragen betrafen die im Oktober 2008 fällige Anleihe über 8 Mio. EUR. In diesem Zusammenhang wollte ein Aktionär wissen, ob der Betrag prolongiert oder tatsächlich zurückgezahlt werden soll, und ein anderer hatte vernommen, dass eventuell eine Kapitalerhöhung geplant ist, um die Summe zurückzahlen.

Nach Aussage von Herrn Geiger soll die Anleihe eventuell teilweise verlängert werden, grundsätzlich würde er den Leverage heute aber eher reduzieren und die Eigenkapitalquote in Richtung 75 Prozent ansteigen lassen. Bei der Auflage der Anleihe im Jahr 2003 habe es weitaus mehr unterbewertete Aktien gegeben, als dies heute nach mehreren Jahren steigender Kurse der Fall ist. Die Notwendigkeit, das Kapital zu erhöhen, sieht der Vorstand aber nicht. Nach seiner Aussage kann die Anleihe auch problemlos auf andere Weise zurückgezahlt werden. Wie er noch anmerkte, würde er auch nur ungern bei einem Kurs von 5 EUR neue Aktien ausgeben.

Ein Aktionär schlug vor, über den VH Capital Partners Fund Aktien der VH zu kaufen, nachdem diese der Aussage von Herrn Geiger nach doch deutlich unterbewertet sind. In seiner Antwort bestätigte der Vorstand, dass die eigene Aktie im Prinzip die Kriterien für ein Engagement erfüllen würde. Dies soll aber grundsätzlich nicht gemacht werden, um mögliche Interessenskonflikte von vorneherein auszuschließen. Auch in der Vermögensverwaltung werden nur auf ausdrücklichen Kundenwunsch VH-Aktien erworben.

Der Redner konnte auch nicht verstehen, warum andere Value-Investoren angesichts der günstigen Konditionen nicht längst bei VH-Aktien zugeschlagen haben. Hier konnte Herr Geiger mitteilen, dass durchaus immer wieder Aktionäre in die VH einsteigen. Zwei Investoren suchen nach seiner Angabe auch jeweils 50.000 Aktien, dies aber streng nach Value Investing-Kriterien etwas unter dem aktuellen Aktienkurs. Dies bedeutet, wie er anmerkte, zumindest eine gewisse Absicherung nach unten.

Abstimmungen

Bei einer Präsenz von 632.327 Aktien oder 33,90 Prozent des Grundkapitals wurden alle Beschlüsse einstimmig gefasst. Dies waren die Ausschüttung einer Dividende von 0,12 EUR (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4) sowie die Wahl der Rupp & Epple GmbH zum Abschlussprüfer (TOP 5).

Bereits nach 90 Minuten konnte Prof. Dr. Köhler die Hauptversammlung wieder schließen.

Fazit

Die positive Geschäftsentwicklung der Value-Holdings AG hat sich auch im Geschäftsjahr 2006 weiter fortgesetzt, und diese wird der Planung nach in 2007 ebenfalls anhalten. Der Gewinn pro Aktie soll von 0,58 EUR auf 0,63 EUR ansteigen, was eine sehr günstige Bewertung bedeuten würde. Vielversprechend klingt auch die Kooperation mit der Salzburg München Bank im Bereich der Vermögensverwaltung, aus der sich einiges an Potenzial ergeben könnte.

Trotzdem kommt der Aktienkurs nicht in Schwung und scheitert bisher immer wieder an der Hürde von 5 EUR. Etwas darunter werden aber dem Vernehmen nach in bester Value Investing-Manier größere Blöcke nachgefragt, so dass nach unten kaum ein Risiko besteht. Mit einem Kurs in etwa auf Höhe des Buchwerts und einem KGV von weniger als 8 sollte bald Schwung in die Aktie kommen.

Kontaktadresse

Value-Holdings AG
Schertlinstraße 21
D-86159 Augsburg

Tel.: +49 (0) 821 / 575394

Fax: +49 (0) 821 / 574575

E-Mail: 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
Internet: www.gsc-research.de