



**Auszug**

**Value-Holdings AG**

aus

**GBC Best of M:access I.2009**

Stand: 03.03.2009



---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III. ff

---



# Konferenzkalender 2009

<b>Datum</b>	<b>27. &amp; 28.04 2009</b>	<b>27.08.2009</b>	<b>08. &amp; 09.12.2009</b>
<b>Konferenz</b>	<b>VII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz</b>	<b>IV. IFF Investment Forum Frankfurt</b>	<b>VIII. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz</b>
<b>Ort</b>	<b>SOFITEL Munich Bayerpost</b>	<b>Le Meridien Parkhotel Frankfurt</b>	<b>SOFITEL Munich Bayerpost</b>



## Vorwort zur Studie GBC Best of M:access

Wie wir wissen, ist das Börsen- und Kapitalmarktumfeld aufgrund der Finanzkrise und der daraus resultierenden konjunkturellen Krise derzeit massivst angespannt. Und bereits seit über einem Jahr kennen die Aktienkurse fast nur den Weg nach unten.

Und auch in jüngster Zeit laufen immer wieder neue Hiobsbotschaften über die Ticker und verunsichern Investoren weltweit, was die Aktienkurse laufend auf neue Tiefstände bringt.

Besonders die Aktien von mittelständischen Aktiengesellschaften, also die Small- und MidCap-Unternehmen sind im Sog nach unten überdurchschnittlich stark unter die Räder gekommen. Da fällt es eigentlich schwer, überhaupt Chancen am Markt zu sehen, wenn die Welt allem Anschein nach fast unterzugehen scheint.

Doch bei näherer Betrachtung der Bewertungen zahlreicher Aktiengesellschaften fällt auf, dass diese sich auf historisch absolut niedrigen Bewertungsständen befinden und dies kann auf mittlerer Sicht auch historische Chancen bieten. Vorausgesetzt natürlich, dass die Welt, wie bei den vergangenen Krisen auch, schließlich doch nicht untergeht.

So haben wir Ende 2008 nach Suche von bereits wieder vorhandenen Bewertungsanomalien unsere Themenstudie Cashwertestudie 2008 veröffentlicht. In der Studie haben wir 32 Unternehmen identifiziert, die über besonders hohe Cashbestände verfügen und somit für die derzeitige Krise gut gerüstet sind. Die Studie war eine Neuauflage der Cashwertestudie 2003, mit der sich im Nachgang hohe Renditen erzielen lassen und wir erwarten, dass sich auch mit der Cashwertestudie 2008 wieder eine nachweisbare Outperformance erzielen lässt.

Mit der vorliegenden Segmentstudie "GBC Best of M:access" sollen Investoren auch eine interessante Outperformance erzielen. Mit der Studie widmen wir uns aber einem speziellen Börsensegment und zwar dem Qualitätssegment der Börse München. Qualitätssegment deshalb, weil die erhöhten Transparenz- und Informationsanforderungen, die die M:access Unternehmen zu erfüllen haben, den Informationsanforderungen von Investoren zu Gute kommen.

So sind die Zulassungsvoraussetzungen im M:access vergleichsweise streng und so muss z.B. ein Wertpapier-Research vorhanden oder zumindest in Erstellung sein, bevor das Listing im M:access erfolgen kann. Und auch die Folgepflichten sind sehr investorenfreundlich. So stehen M:access Unternehmen mindestens 1x jährlich im Rahmen einer Analystenkonferenz und i.d.R. 1x jährlich im Rahmen einer Investorenkonferenz Rede und Antwort. Einen konkreten Überblick über das Segment erhalten Sie aber auf den nachfolgenden Seiten und es zeigt sich, dass der M:access einen Vergleich mit dem Entry Standard wirklich nicht zu scheuen braucht.

Derzeit weist der M:access 23 Unternehmen auf und die Tendenz soll gemäß Planungen und Bestrebungen der Börse München weiter ansteigen. Den weiteren Ausbau des Segments finden wir sehr gut, denn eine erhöhte Transparenz ist stets gut für die Investoren und damit für eine Rückkehr des Vertrauens in die Märkte.

**Wir haben im Rahmen der Segmentstudie "GBC Best of M:access" 13 Unternehmen ausgewählt, die unserer Ansicht nach derzeit ein besonders interessantes Chance/Risiko-Verhältnis für ein Investment aufweisen. Nachfolgende Einzelanalyse ist ein Auszug hieraus.**

Manuel Hölzle

Dipl.Kfm.,  
Vorstandsvorsitzender

## Was ist der M:access - Hintergrundinformationen zum Segment

### Was ist der M:access?

#### *Marktsegment für mittelständische Unternehmen an der Börse München*

Der M:access ist ein Marktsegment der Börse München, das speziell für mittelständische Unternehmen entwickelt wurde und als segmentübergreifender, börsenregulierter Markt konzipiert ist.

Der Einstieg von Unternehmen erfolgt per IPO, Listing oder Wechsel aus einem anderen Segment. Die Zulassungsvoraussetzungen und -folgepflichten sind dabei speziell auf die Bedürfnisse von Unternehmen aus dem Small- und Mid-Cap-Bereich abgestimmt.

#### *"Mehr Transparenz für Investoren"*

Beim „Going Public“ – für junge, kleinere oder mittlere Unternehmen, die erstmals an die Börse gehen, bietet der M:access ein effizientes Regelwerk mit vernünftigen Folgepflichten. Beim „Being Public“ – also für bereits börsennotierte oder im Freiverkehr gelistete Unternehmen, die ihre Chancen am Kapitalmarkt verbessern wollen, verlangt der M:access bewusst mehr Publizität zu Gunsten einer höheren Aufmerksamkeit bei den Anlegern.

Die Unternehmen sorgen durch ein Listing im M:access bewusst selbst für ein erhöhtes Maß an Transparenz und Informationssicherheit durch die Erfüllung der im Regelwerk des M:access vorgeschriebenen Folgepflichten. Das kommt dem gerade in der heutigen Zeit noch weiter erhöhten Informationsbedürfnis von Investoren positiv zu Gute.

#### *Nachfolger des Prädikatsmarktes mit heute 23 Unternehmen*

Die Münchner Börse konzentriert sich mit dem M:access auf eine Zielgruppe, die ihr schon immer am Herzen lag: kleine und mittlere Unternehmen. Im Beisein des damaligen bayerischen Wirtschaftsministers Dr. Otto Wiesheu wurde am 7. April 2005 das neue Börsensegment M:access feierlich vorgestellt. Es löste den 1997 gegründeten Prädikatsmarkt für kleine und mittlere Unternehmen ab und ging im nachfolgenden Sommer an den Start.

Ziel des M:access war es mit Schaffung und ist es bis heute, die Börse für kleinere und mittlere Unternehmen attraktiver zu machen. Vor diesem Hintergrund hatte man sich dazu entschieden, bei der Ausgestaltung des Regelwerks für das neue Segment darauf zu achten, dass auch ein Wechsel in den M:access für ein bereits börsennotiertes oder gelistetes Unternehmen interessant wird. Mittlerweile enthält der M:access 23 Unternehmen und die Börse München beabsichtigt, das Segment weiter zu stärken, für ein dynamischeres Wachstum.

#### *Eigenkapital hat in der Krise weiter an Bedeutung gewonnen*

Eigenkapital ist, besonders vor dem Hintergrund der Finanzkrise, ein so wichtiges Thema wie noch nie in der Unternehmensfinanzierung. Und so ist die Nachfrage nach einfachen und flexiblen Börsenzulassungen weiterhin da. Noch immer scheuen viele Unternehmen aufgrund zu hoher Bürokratie, unüberschaubarer Folgepflichten, zu vieler und zu komplizierter Regulierungen in den organisierten Märkten den Gang an die Börse.

Die Börse München ist sich jedoch der Bedeutung des Mittelstandes für den Standort Deutschland bewusst und versucht einen Börsengang für mittelständische Unternehmen attraktiv zu gestalten. Der Zugang zu Eigenkapital soll dadurch erleichtert werden, dass die Unternehmen durch eine Notierung im M:access und damit erhöhter Transparenzkriterien in einen verbesserten Fokus von Investoren rücken.



## Was ist der M:access - Hintergrundinformationen zum Segment

### Zugangsvoraussetzungen für erhöhtes Maß an Transparenz und Publizität

Der Einstieg in den M:access erfolgt per IPO, zusätzlichem Listing oder durch einen Wechsel aus einem anderen Segment. Emittenten des Marktsegments M:access der Börse München zeichnen sich durch ein erhöhtes Maß an Transparenz und Publizität aus. So verlangt eine Notierung im M:access eine Reihe von Anforderungen und Folgepflichten, die erfüllt sein müssen. Das Regelwerk sieht, insbesondere im Bereich der Unternehmenskommunikation, sogar einige über die gesetzlichen Regelungen hinausgehende Pflichten vor. So soll eine umfassende und gleichberechtigte Information der Anleger gewährleistet werden. Weiter gilt das Regelwerk des M:access ergänzend zu den Freiverkehrsrichtlinien und der Börsenordnung.

#### *Unterstützung durch einen Emissionsexperten*

Emittenten, die eine Notiz im M:access anstreben, müssen von einem sogenannten Emissionsexperten unterstützt werden. Dieser stellt sicher, dass im Falle eines ersten öffentlichen Angebots ein emissionsbegleitendes Institut den Vertrieb der Emission sicherstellt und ein Wertpapier-Research in Auftrag gegeben wurde, was eine wesentliche Zugangsvoraussetzung des Segments darstellt.

Weiter muss er einen Skontroführer nachweisen und im Zusammenhang mit einer Erstnotiz eine Liquiditätsgarantie in Höhe von 5.000 € sowie einen garantierten Spread für die ersten 6 Monate nachweisen. Außerdem erklärt sich der Emissionsexperte gegenüber der Börse bereit, während der ersten 12 Monate nach Notizaufnahme, die Einhaltung der Anforderungen durch den Emittenten zu überwachen und bei Nichteinhaltung die Börse darüber zu informieren.

Zum Emissionsexperten können nur in der IPO- und Emittentenberatung erfahrene Unternehmen, die zum Börsenhandel an einer inländischen Börse zugelassen sind, bestellt werden. Voraussetzung für die Bestellung ist der Nachweis von ausreichender Kapitalmarkterfahrung (Begleitung von mindestens 10 Kapitalmarkttransaktionen wie z. B. IPOs, Listings, Kapitalmaßnahmen etc.).

### Voraussetzungen für die Notiz im Freiverkehr für den M:access

Dem Antrag auf eine Notiz sind die aktuelle Satzung des Emittenten, ein Handelsregisterauszug sowie (falls möglich) die Geschäftsberichte der letzten 3 Jahre vorzulegen. Jedoch kann die Börse München noch weitere Unterlagen anfordern. Ferner ist dem Antrag ein von der BaFin gebilligter Prospekt beizufügen. Ist ein Prospekt auf Grund der gesetzlichen Vorschriften entbehrlich, ist eine aktuelle Unternehmensdarstellung einzureichen.

Bei der Emission von Aktien soll der Emittent über ein Grundkapital von mindestens 1.000.000 € verfügen.

Voraussetzung für eine Notiz in M:access	
Jahresabschluss als Kapitalgesellschaft	ja
Rechnungslegung	IFRS oder HGB
Grundkapital	> 1 Mio. €
Prospekt	ja
Wertpapier-Research	ja
Antrag	wird durch Emissionsexperte gestellt
	Quelle: Börse München; GBC AG

## Was ist der M:access - Hintergrundinformationen zum Segment

### Voraussetzungen für die Notiz im regulierten Markt für den M:access:

Die Voraussetzungen für eine Notiz im regulierten Markt entsprechen weitgehend denen des Freiverkehrs.

*Folgepflichten im M:access sorgen für Informationskontinuität gegenüber Investoren*

Eine Beibehaltung der Notiz in M:access setzt voraus, dass der Emittent eine Website unterhält, auf der ein unterjähriger Emittentenbericht mit den für die Bewertung des von ihm emittierten Wertpapiers relevanten Informationen veröffentlicht wird. Außerdem wird eine Veröffentlichung der Kernaussagen des geprüften Jahresabschlusses verlangt.

Weiter sieht das Reglement vor, kapitalmarktrelevante Informationen durch den Emittenten auf seiner Website und durch eine anerkannte Agentur zu veröffentlichen. Ebenfalls muss auf der Website ein Unternehmenskalender veröffentlicht werden.

Zusätzlich wird vom Emittent verlangt, dass er mindestens einmal jährlich an einer von der Börse München veranstalteten Analystenkonferenz, wie auch einmal im Jahr an einer von dritter Seite durchgeführten Investorenkonferenz teilnimmt.

Folgepflichten für eine Notiz in M:access	
Veröffentlichungen auf eigener Website:	Kernaussagen des geprüften Jahresabschlusses
	unterjähriger Emittentenbericht
	kapitalmarktrelevante Informationen
	Unternehmenskalender
Analystenkonferenz	Emittent muss jährlich mind. an einer Analystenkonferenz teilnehmen
Investorenkonferenz	Emittent soll jährlich mind. an einer Investorenkonferenz teilnehmen
Einhaltung der Folgepflichten	Dokumentation auf Website der Börse
	Quelle: Börse München; GBC AG;

### *Beendigung der Notiz im M:access bei Verletzung des Regelwerks*

Verletzt ein Emittent die Bedingungen des Regelwerks, entscheidet die Geschäftsführung der Börse München über die Beendigung der Notiz in M:access. Die Einbeziehung in den Freiverkehr bleibt hiervon unberührt.

### *Konditionen sind attraktiv für Emittenten*

Die Gebühr für eine erstmalige Einbeziehung in den Freiverkehr bzw. den regulierten Markt beträgt einmalig 2.500 €. Für eine Notiz im M:access und die Bestellung zum Emissionsexperten werden keine Gebühren erhoben.

Beantragt ein Emittent des Freiverkehrs, der schon mindestens seit 2 Jahren im M:access notiert, den Wechsel in den regulierten Markt, so entfallen hierfür sogar die Gebühren.

## Was ist der M:access - Hintergrundinformationen zum Segment

### **Der M:access braucht den Vergleich zum Entry Standard nicht zu scheuen**

Der M:access der Börse München braucht den Vergleich zum Entry Standard nicht zu scheuen. Denn in Gegenüberstellung mit dem Entry Standard der Deutsche Börse AG hat der M:access teilweise höhere Anforderungen an potentielle Emittenten.

Dies zeigt sich u. a. beim benötigten Grundkapital von mindestens 1 Mio. €, was die Voraussetzung für eine Notiz im M:access darstellt, verglichen mit 250.000 € Grundkapital, um in den Entry Standard zu gelangen. Zudem muss zumindest ein Wertpapier-Research zum Unternehmen vorliegen oder beauftragt sein, bevor die Zulassung kann.

<b>Zulassungsvoraussetzungen:</b>	
<b>M:access</b>	<b>Entry Standard</b>
Grundkapital > 1. Mio €	Grundkapital > 250.000 €
Jahresabschluss als Kapitalgesellschaft	geprüfter Jahresabschluss als Kapitalgesellschaft
Prospekt bzw. Unternehmensdarstellung	Prospekt bzw. Expose
Nachweis eines Wertpapier-Research	-
<i>Quelle: Börse München; Deutsche Börse; GBC AG</i>	

Auch hinsichtlich der Folgepflichten setzt der M:access auf erhöhte Transparenz. So sind Teilnahmen an Analysten- oder Investorenkonferenzen beim Entry Standard nicht verbindlich vorgesehen, beim M:access schon. Investoren und Analysten können also mindestens 2x jährlich mit dem Emittenten in Kontakt treten. Somit bietet der M:access einen weitaus höheren Grad an Transparenz, was auch das Informationsrisiko von Investoren senkt.

<b>Folgepflichten:</b>	
<b>M:access</b>	<b>Entry Standard</b>
<b>Veröffentlichungen:</b>	
Kernaussagen des Jahresabschlusses	Konzernjahresabschluss
unterjähriger Emittentenbericht	Zwischenbericht
kapitalmarktrelevante Informationen	kapitalmarktrelevante Informationen
Unternehmenskalender	Unternehmenskalender
	Unternehmenskurzportrait
jährliche Teilnahme an Analystenkonferenz (Pflicht)	-
jährliche Teilnahme an Investorenkonferenz (Soll)	-
-	Durchführung eines jährlichen Informationsgesprächs mit dem Listing Partner
Dokumentation der Einhaltung der Folgepflichten	-
<i>Quelle: Börse München; Deutsche Börse; GBC AG</i>	

## Was ist der M:access - Hintergrundinformationen zum Segment

Aber auch kostenseitig ist der M:access für Emittenten derzeit günstiger als der Entry Standard. Während hier die Gebühr (für eine Notierung im Freiverkehr bzw. regulierten Markt) einmalig 2.500 € beträgt, verlangt der Entry Standard eine jährliche Gebühr von 5.000 € und eine einmalige Pauschale von 750 € (1.500 € bei einer Platzierung ohne Prospekt).

<b>Gebühren: M:access</b>	<b>Entry Standard</b>
Zulassungsgebühr: 2.500 €	Zulassungsgebühr bei prospektfreier Platzierung 1.500 € bzw. mit Prospekt 750 €
-	Jahresgebühr: 5.000 €
	<i>Quelle: Börse München; Deutsche Börse AG; GBC AG</i>

Bei der Zahl der enthaltenen Werte sieht sich der M:access mit 23 Notierungen derzeit mit dem Entry Standard noch einem wesentlich größeren Wettbewerber mit 115 Werten gegenüber. Aber dies könnte sich durch das Engagement der Börse München in den nächsten Jahr ändern.

<b>M:access</b>	<b>Entry Standard</b>
<b>Basissegmente:</b> regulierter Markt Freiverkehr	<b>Basissegmente:</b> - Freiverkehr
gegründet 2005	gegründet 2005
23 Werte enthalten	115 Werte enthalten
Parketthandel und MAX-ONE	Parketthandel und Xetra
	<i>Quelle: Börse München; Deutsche Börse AG; GBC AG</i>

### FAZIT:

Die Börse München hat mit dem M:access ein interessantes Qualitätssegment für mittelständische Unternehmen, das den Vergleich mit dem Entry Standard nicht scheuen muss. Zudem hat die Börse München den weiteren Ausbau des M:access in letzter Zeit stärker forciert, so dass das Segment noch eine interessante Zukunft vor sich haben kann.



## Die Werte des M:access im Überblick

Nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die derzeit im M:access gelisteten Unternehmen

Emittent	Branche	WKN	Reuters-	Aktien-	Markt-	Emissionsexperte	M:access	MarktKap in Mio. €
		ISIN	Kürzel	gattung	München			
Ariston Real Estate AG	Immobilien	A0F5XM	A3EG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	02.04.2007	22,45
		DE000A0F5XM5						
Artec Technologies AG	IT-Dienstleistungen	520958	A6T	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.02.2007	2,58
		DE0005209589						
Blue Cap AG	Beteiligungsgesellschaft	A0JM2M	B7EG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	23.04.2007	5,05
		DE000A0JM2M1						
emQtec AG	Industrie	A0JL52	EMQG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr		14.07.2006	2,16
		DE000A0JL529						
F24 AG	Störfall-/Krisenmanagement	A0F5WM	F2YG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr		08.09.2006	2,403
		DE000A0F5WM7						
GoingPublic Media AG	Printmedien	761210	G6P	Namensaktien	Freiverkehr	VEM Aktienbank AG	01.09.2008	2,18
		DE0007612103						
Hyrcan Informationssysteme AG	Informationstechnologie	600450	HYIG.MU	Inhaber-Aktien	Regulierter Markt	Baader Bank AG	19.12.2005	20,72
		DE0006004500						
IPG Investment Partners Group Wertpapierhandelsbank AG	Kapitalmarktdienstleistungen	505030	GSK	Namensaktien	Freiverkehr	VEM Aktienbank AG	02.01.2009	1,31
		DE0005050306						
Jost AG	Kanzleivermittlung	621640	JOXG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.07.2005	2,81
		DE0006216401						
Lindner Holding KGaA	Bau	648720	LND	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Bankhaus Reuschel & Co.	01.06.2006	112,75
		DE0006487200						
mediantis AG	Medien	A0SLQ3	BDE1	Stückaktien	Regulierter Markt	Baader Bank AG	17.11.2008	4,89
		DE000A0SLQ35						
Merkur Bank KGaA	Banken	814820	MBKG.MU	Inhaber-Aktien	Regulierter Markt	Baader Bank AG	01.07.2005	13,76
		DE0008148206						
NanoFocus AG	Nanotechnologie	540066	N2FGn.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.02.2007	7,47
		DE0005400667						
net mobile AG	Telekommunikation	813785	N1MG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr		12.07.2005	23,15
		DE0008137852						
Phoenix Solar AG	Solarenergie	A0BVU9	PS4G.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.07.2005	200,48
		DE000A0BVU93						
S.A.G. Solarstrom AG	Solarenergie	702100	SSOG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.07.2005	20,01
		DE0007021008						
Solar Millennium AG	Solarenergie	721840	S2M.MU	Namens-Aktien	Freiverkehr		27.07.2005	91,88
		DE0007218406						
STEICO AG	Baumaterial- und Komponenten	A0LR93	ST5G.MU	Namens-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	25.06.2007	13,44
		DE000A0LR936						
Sunline AG	Solarenergie	A0BMP0	SU3G.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	20.10.2005	12,65
		DE000A0BMP00						
U.C.A. AG	Beteiligungen	701200	UCAG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG	01.07.2005	7,28
		DE0007012007						
Value-Holdings AG	Finanzdienstleistungen	760040	VHOG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Gebhard & Co. Wertpapierhandelsbank AG	01.07.2005	3,97
		DE0007600405						
VEM Aktienbank AG	Kapitalmarktdienstleistungen	A0L1JJ	VABG.MU	Inhaber-Aktien	Regulierter Markt	VEM Aktienbank AG	07.12.2005	61,73
		DE000A0L1JJ1						
VIB Vermögen AG	Immobilien	245751	VIHG.MU	Inhaber-Aktien	Freiverkehr	Baader Bank AG, BayernLB	28.11.2005	53,81
		DE0002457512						

### WICHTIGER HINWEIS ZU DEN NACHFOLGENDEN ANALYSEN:

Aus dem gesamten M:access-Universum haben wir im Rahmen der vorliegenden Studie "GBC Best of M:Access I. 2009" eine Selektion von 13 Werten getroffen, die unserer Ansicht nach derzeit ein besonders interessantes Chance/Risiko-Verhältnis für ein Investment aufweisen.

## Value-Holdings AG

aktueller Kurs: 2,13  
27.2.2009 / MUN

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0007600405

WKN: 760040

Börsenkürzel: VHO

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 1,865

Marketcap<sup>3</sup>: 3,97

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 11,95

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 80,5 %

Transparenzlevel:

M:access

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

Philipp Leibold

[leibold@gbc-ag.de](mailto:leibold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

### Unternehmensprofil

Branche: Finanz

Fokus: Beteiligungen

Mitarbeiter: 5 Stand: 30.6.2008

Gründung: 1992

Firmensitz: Gersthofen

Vorstand: Georg Geiger



Die Value-Holdings AG mit Sitz in Gersthofen bei Augsburg ist ein Investmentunternehmen, das ihren Fokus auf börsennotierte Unternehmen im deutschsprachigen Raum legt. Dabei erfolgt die Auswahl der Unternehmen nach der Value-Investing Strategie. Die Gesellschaft kann auf eine fast 20jährige Historie zurückblicken und hat sich seitdem einen guten Ruf in der Szene der Value-Investoren erarbeitet. Die Gründung geht auf das Jahr 1992 zurück. Im Jahr 1999 erfolgte dann der Gang an die Börse. Am Ende des Geschäftsjahres 2007 lag das Eigenkapital bei der Value-Holdings AG bei 9,88 Mio. €, was einem Buchwert je Aktie von rund 5,30 € entspricht.

### Bilanz- und Kennzahlen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2006	31.12.2007
Umsatz	6,67	8,91
EBITDA	1,74	2,03
EBIT	1,53	1,63
Jahresüberschuss	1,09	1,20

#### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,58	0,64
Dividende je Aktie	0,12	0,15

#### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,79	1,34
EV/EBITDA	6,87	5,89
EV/EBIT	7,81	7,33
KGV	3,67	3,33
KBV		0,4

#### Beteiligungsübersicht:

Value-Holdings Capital Partners	49,50%
Konsortium	49,70%
Value-Holdings International	61,40%

#### Finanztermine

April 2009: Hauptversammlung

## Value-Holdings AG

### Geschäftsentwicklung 2008

Die Value-Holdings AG verfolgt im Rahmen ihrer Portfolioallokation einen stark substanzwertorientierten Investmentansatz. In der AG belief sich die Bilanzsumme Ende 2007 auf 18,53 Mio. € bei einem Eigenkapital von 9,88 Mio. €. Über die Tochtergesellschaft Value-Holdings Capital Partners GmbH (Anteil: 49,5 %) erfolgt zudem die Beratung von institutionellen und privaten Investoren. Value-Holdings Capital Partners fungiert zugleich als Anlageberater für zwei Fonds. Für die beiden Fonds beläuft sich das Volumen Ende Januar 2009 auf rund 11 Mio. €. Im Gegenzug erhält die Value-Holdings AG Erträge aus Beteiligungen von der Tochtergesellschaft Value-Holdings Capital Partners.

Mit der seit kurzem börsennotierten Tochtergesellschaft Value-Holdings International AG (Anteil: 61,4 %) verfügt die Value-Holdings AG über ein Investmentvehikel, das auch die Investition in europäische Aktien ermöglicht. Nach der zum Jahresende 2008 durchgeführten Kapitalerhöhung hat Value-Holdings International nunmehr ein Eigenkapital von rund 1,1 Mio. €. Mittelfristig und bei einem besseren Kapitalmarktumfeld soll das Eigenkapital durch weitere Kapitalmaßnahmen sukzessive erhöht werden.

Ende Oktober 2008 wurde die in 2003 ausgegebene Schuldverschreibung von 8 Mio. € vollständig zurückgezahlt und gleichzeitig eine Schuldverschreibung in Höhe von 5 Mio. € zu den gleichen Konditionen (Verzinsung: 7,00 %) ausgegeben. Damit wurde der Verschuldungsgrad bzw. die Bilanzsumme um 3 Mio. € zurückgefahren. Die Rückzahlung des Darlehens in Höhe von 2 Mio. € von der Konsortium AG an die Value-Holdings AG erfolgte bereits im Frühjahr 2008. An der börsennotierten Konsortium AG hält die Value-Holdings AG eine Beteiligung von knapp 50 %.

### Ausblick und Bewertung

Ein Bewertungsansatz der Value-Holdings AG sollte sich nach unserer Ansicht an dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital orientieren. Ein Net Asset Value wird von der Gesellschaft nicht ausgewiesen. Ende 2007 belief sich das Eigenkapital auf 9,88 Mio. €, was einem Buchwert je Aktie von rund 5,30 € entspricht. Wir gehen davon aus, dass sich das Portfolio der Value-Holdings auch in diesem Jahr besser entwickelt hat als die Vergleichsindizes, da unter anderem rechtzeitig mit einer Umschichtung in Geldmarktfonds und festverzinsliche Anlagen begonnen wurde.

Wir rechnen mit einer negativen Entwicklung der Wertpapierportfolios (rund 16 Mio. €) zwischen 20 und 25 %, so dass sich der Buchwert je Aktie Ende 2008 bei rund 3,40 € bewegen sollte. Hier sollte auch eine Abschreibung auf den Beteiligungsansatz der börsennotierten Konsortium AG (Anteil Ende 2008: 49,7 %) das operative Ergebnis wesentlich belastet haben. Die Veröffentlichung des Geschäftsberichtes wird voraussichtlich Mitte März 2009 erfolgen.

### Fazit - Erheblicher Abschlag des Marktwertes zum Buchwert

Das Management der Value-Holdings AG konnte in der Vergangenheit erfolgreich unter Beweis stellen, dass es gegenüber den verschiedenen Vergleichsindizes Überrenditen erzielen kann. So konnte in den letzten 17 Jahren mit Hilfe der Value-Strategie eine durchschnittliche Rendite per anno von über 15 % erzielt werden, was einer Überrendite gegenüber dem DAX in diesem Zeitraum von etwa 9 % gleichkommt. Insofern vertreten wir die Meinung, dass ein hoher Abschlag zum Eigenkapital, im Gegensatz zu vielen anderen börsennotierten Beteiligungsgesellschaften, nicht gerechtfertigt ist.

Bei einem aktuellen Aktienkurs von 2,60 € beträgt die Diskrepanz zwischen Buch- und Marktwert rund 30 %. Damit ist die Aktie in unseren Augen attraktiv bewertet. Obwohl der Streubesitz bei über 80 % liegt, ist das Volumen in der Aktie aber sehr gering. Daher sollten Käufe streng limitiert werden.

## Disclaimer und Risikohinweis

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

Die GBC AG übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

## Offenlegung

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

### **§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

### **§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt. Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen möglichen Interessenskonflikte.



## Offenlegung

### **§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind die jeweils in den Einzelanalysen angegebenen Analysten.**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zur Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

### **GBC AG**

Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)





GBC AG®  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)