

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



SONDERAUSGABE

Börsennotierte

Beteiligungsgesellschaften 2007

in Kooperation mit:

GERMAN BUSINESS CONCEPTS

INVESTMENT RESEARCH

GSC

INTRO & RÜCKBLICK:

Die Sonderausgabe
im zweiten Jahrgang

IN DER ANALYSE:

52 deutsche börsennotierte
Beteiligungsgesellschaften

INTERVIEWS:

Impera Total Return
und Nanostart



9 783937 459318

EDITORIAL

Wertvolles Nachschlagewerk

Unsere Sonderausgabe zum Thema Beteiligungsgesellschaften vor einem Jahr fand sehr reges Interesse. Denn diese Thematik wurde so umfassend noch nie vorher in einem einzigen Heft behandelt. Und so erhielten wir viel positives Feedback von Seiten der Investoren. Aber auch die Unternehmen selbst sparten nicht mit Lob und brachten natürlich viele Verbesserungsvorschläge ein. Und schließlich meldeten sich auch einige Gesellschaften, die kritisierten, dass sie in der Sonderausgabe nicht aufgeführt wurden.

All diese Punkte nahmen wir uns zu Herzen bei der zweiten Smart Investor-Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“. Dies führte beispielsweise dazu, dass das aktuelle Heft nun noch umfangreicher ist und mit 52 besprochenen Gesellschaften vermutlich das gesamte Spektrum der in Deutschland notierten Unternehmen aus diesem Bereich umfasst, von 1 Mio. bis 500 Mio. Marktkaufkraft.

Ähnlich wie letztes Jahr lag unser Hauptaugenmerk auch dieses Mal im Herausarbeiten der jeweiligen Anlagestrategie bzw. des Investment-Fokus, durch welche sich die Gesellschaften auszeichnen bzw. voneinander unterscheiden. Und so standen auch weniger die aktuellen Gewinnzahlen, die zum Redaktionsschluss in der Regel noch nicht vorlagen, im Vordergrund bei unseren Einschätzungen, sondern eben die „Unternehmenstory“ bzw. die Ideen der Macher dahinter.

Auch in diesem Jahr konnten wir wieder auf die Expertise und das Know-how zweier renommierter Researchhäuser zurückgreifen. Dies ist zum einen German Business Concepts aus Augsburg und zum anderen GSC Research aus Düsseldorf. Bei den Kooperationspartnern möchte ich an dieser Stelle meinen herzlichen Dank und meine Anerkennung für die geleistete Arbeit aussprechen.



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Ich hoffe, dass Ihnen die vorliegende Sonderausgabe ein wertvolles Nachschlagewerk bei Ihren eigenen Recherchen und Analysen im kommenden Jahr sein wird. Und es versteht sich von selbst, dass wir für Kritik, Verbesserungsvorschläge, aber auch für Lob natürlich jederzeit offen und dankbar sind.

Ich wünsche Ihnen viele neue Erkenntnisse bei der Lektüre

Der MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC) zählt zu den größten Anlegergemeinschaften Europas und ermöglicht mit drei Depots das ertragreiche Aktien-, Anleihen- und Rohstoff-Investment.

Ihre Vorteile im MIC

Die MIC-Gemeinschaftsdepots erschließen die internationalen Kapitalmärkte; riskante Termingeschäfte und kreditfinanzierte Investments sind jedoch ausgeschlossen.

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Klare Kostenstruktur, kein Ausgabeaufschlag
- Nur 2.500 Euro Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept
- Depotwechsel kostenlos
- Bundesweite Börseninfotreffen

Lernen Sie uns besser kennen: Fordern Sie weitere Informationen an, und besuchen Sie eine unserer bundesweiten Veranstaltungen – neue Freunde sind uns immer herzlich willkommen.

Eine aktuelle Terminübersicht finden Sie unter www.mic-online.de

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Herterichstraße 101
81477 München

Telefon +49 (0) 89 - 79 08 63 - 54
Fax +49 (0) 89 - 79 08 63 - 59
E-Mail info@mic-online.de



3 Editorial

4 Inhaltsverzeichnis

Einführung

- 6** Beteiligungsgesellschaften
Eine Einführung und grundsätzliche Anmerkungen

Branchenfokus

- 11** Arquna International Print & Media AG
Schwarz auf Weiß
- 12** BB Biotech AG
Die Hightech-Pillendreher
- 14** BEKO HOLDING AG
Erfolgreiche Technologieholding aus Österreich
- 16** BB Medtech AG
Outperformer in weißen Kitteln
- 18** Beteiligungen im Baltikum AG
Hohe Gewinne in Estland, Lettland und Litauen
- 19** Conet Technologie AG
Börsenneuling setzt auf „Buy and Build“
- 20** KREMLIN AG
Ausgezeichnete Alternative zu einem Russland-Fonds
- 21** MAX21 AG
Investieren in Open Source
- 22** M.A.X. Automation AG
Beteiligungen mit grüner Note
- 23** Nanostart AG
Rendite im Kleinsten
- 25** Interview: Smart Investor im Gespräch mit Nanostart-Vorstand Marco Beckmann
- 26** Ponaxis AG
Logistik im Fokus
- 27** U.C.A. AG
Junge, schnell wachsende Unternehmen im Fokus

Mittelstandsholdings

- 28** Deutsche Beteiligungs AG
Tradition und Rendite mit MBOs
- 30** GBK Beteiligungen AG
Co-Investments mit HANNOVER FINANZ eröffnen Chancen
- 32** GESCO AG
Profitiert vom Wachstumsmotor „Mittelstand“
- 35** Greiffenberger AG
Erfolgreiche Augsburger Industrieholding
- 36** Indus Holding AG
Die „Buy and Hold“-Experten
- 38** MBB Industries AG
Nischenstrategie für Nischenunternehmen



*Intro & Rückblick:
Die Sonderausgabe in der zweiten Auflage*

Noch im vergangenen Jahr betrat Smart Investor mit der Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“ Neuland. In diesem Jahr nun werden gezielt Erfahrungen und Anregungen verarbeitet. Folgerichtig hat die Tabelle ein wenig abgespeckt (ab Seite 6). Auch analysiert der 2007er Jahrgang – erweitert um die Kategorie „Sanierer“ – jetzt 52 Unternehmen (ab Seite 11), statt wie im Vorjahr 32. Nicht zuletzt zeigt der Rückblick auf Seite 82, wie sich beim Blick auf den Aktienkurs der Beteiligungsgesellschaften die Entwicklungen unterschiedlich gestaltet haben.

- 39** MDB AG
Baubranche stark im Blick

Sanierer

- 40** Arques Industries AG
Das Geschäft mit dem Turnaround
- 42** Bavaria Industriekapital AG
Auch Sanierer haben Hochkonjunktur
- 44** Aurelius AG
Aktive Nutzung von Umbruchsituationen
- 46** CfC Industriebeteiligungen AG
Und noch ein Sanierer
- 47** NAVIGATOR Equity Solutions AG
Spezielsituationen als Renditebringer
- 48** GCI Management AG
Investmenthaus für den Mittelstand mit 3 Standbeinen

Sondersituationen

- 50** Allerthal-Werke AG
Investments in Sondersituationen und Abfindungskandidaten
- 51** Carthago Capital Beteiligungen AG
Erfolgreich mit Value Investing und Börsenmänteln
- 52** Deutsche Balaton AG
Hohe Kompetenz, aber leider wenig transparent

- 53** DNI Beteiligungen AG
Spezielle Anlagestrategien von hochkarätigen Spezialisten
- 54** Falkenstein Nebenwerte AG
Erträge aus Zertifikate-Beratung decken Fixkosten komplett ab
- 55** Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA
Stark im Verbund
- 56** Impera Total Return AG
Gut verdient mit mäßigen IPOs
- 57** Interview: Smart Investor im Gespräch mit Impera-Vorstandschef Günther Paul Löw
- 60** Scherzer & Co. AG
Mischung aus sicherheits-/chancenorientierten Anlagen
- 61** Rheiner Moden AG
Kompetenzzentrum für Nachbesserungsrechte
- 62** SCI AG
Spezialist für Abfindungsspekulationen
- 63** Aktiengesellschaft TOKUGAWA
Kauft gerne mit Hilfe von Übernahmeangeboten ein
- 64** Trade & Value AG
Zwei profitable Standbeine



Interview:
Nanostart-Vorstand Marco Beckmann

Mit Nanostart findet sich auf dem deutschen Kurszettel eine Gesellschaft mit einem nahezu einzigartigen Beteiligungsfokus. Dem Vernehmen nach ist der Erfolg untrennbar mit dem Namen Marco Beckmann verbunden. Wie er das selbst sieht, lesen Sie im Interview auf Seite 25.

Value Investments

- 65** DLB-Anlageservice AG
Erfolgreich im Bereich der Small- und Mid Caps
- 66** Horus AG
Beteiligungsgesellschaft mit über 7% Dividendenrendite
- 67** Konsortium AG
Börsengänge aus attraktivem Mittelstandsportfolio in Sicht
- 68** Shareholder Value
Beteiligungen AG
Vom Investmentclub zur erfolgreichen Beteiligungs-AG
- 69** Value-Holdings AG
Value-Investing mit Sicherheitsmarge

Wagniskapital

- 70** bmp AG
Von der Beteiligungsfirma zum Private Equity Asset Manager
- 72** Black Box Capital AG
Der Name ist Programm
- 72** Lena Beteiligungs AG
Steht und fällt mit Black Box
- 73** DEWB AG
Jäger des Lichts
- 74** KST Beteiligungs AG
Verfügt noch über signifikante stille Reserven



Interview :
Impera-Vorstandschef Günther Paul Löw

Das Jahr 2006 begann für Impera fulminant, endete jedoch ein wenig in Tristesse. Beim Blick in die Zukunft auf Seite 57 legt Vorstandschef Günther Paul Löw die Messlatte nun wieder oben an, nimmt Stellung zur Verfassung des IPO-Marktes und umreißt die Ausschüttungspolitik des Unternehmens.

- 75** Leonardo Venture Capital GmbH & Co. KGaA
Erfolgreicher VC im Technologiebereich
- 76** mic AG
Early Stage-Investor im Hightech-Umfeld
- 77** TFG Capital AG
Erfolgreicher Private Equity- & Small Cap-Investor
- 78** Themis Equity Partners GmbH & Co. KGaA
Dachfondskonzept in Aktienform

Sonstige

- 79** Capital Stage AG
Sonnige Aussichten?
- 80** Pongs & Zahn AG
Konzentration statt Diversifikation

Resümee

- 82** And the winner is...
Ein Blick auf die Aktienkursentwicklung der einzelnen Beteiligungsgesellschaften seit der Sonderausgabe vor einem Jahr

- 81** Unternehmensindex/Impressum

INDUS
HOLDING AG

Die INDUS Holding AG

- ist ein attraktiver Wachstumswert
- verfügt über ein Portfolio mit zur Zeit 43 profitablen mittelständischen Unternehmen
- beschäftigt in der Gruppe über 5.000 Mitarbeiter
- ist mit ihren Beteiligungsunternehmen technologisch führend und hoch spezialisiert in Nischenmärkten tätig
- setzt mehr als 820 Mio. € p. a. um
- erzielt einen Jahresüberschuss im Konzern von über 20 Mio. €
- bietet eine attraktive Dividendenrendite von über 4 %

INDUS Holding AG
Kölner Str. 32, 51429 Bergisch Gladbach

Telefon: (02204) 4000-0
Telefax: (02204) 4000-20
Email: indus@indus.de
Internet: www.indus.de

WKN 620 010
ISIN: DE 000 620 01 08



Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften

Eine Einführung in die Sonderausgabe und grundsätzliche Anmerkungen zum Thema und zum Aufbau dieses Heftes

Der Versuch einer Begriffsannäherung

Die Definition, was denn unter einer Beteiligungsgesellschaft zu verstehen sei, fällt nicht leicht. Das liegt u. a. daran, dass der Begriff oftmals nicht einheitlich verwendet wird. Grundsätzlich nutzt man in der Wirtschaftsliteratur die Klassifikation eher zu einer groben Vorsortierung und Kategorisierung eines Unternehmens, wenn dessen Geschäftszweck auf das Halten bzw. Verwalten von Anteilen an anderen Gesellschaften ausgerichtet ist. Der Ausdruck besitzt daher eher den Charakter eines Oberbegriffs, der sich in verschiedene Subkategorien aufspalten lässt. Am gängigsten erscheint dabei die Holding, ein Begriff, der gesetzlich nicht definiert ist und der ein Verhältnis zwischen einer Muttergesellschaft und mindestens einem ihr angeschlossenen Tochterunternehmen beschreibt. Sobald zwischen Mutter und Tochter ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde oder die Mutter über die Mehrheit der Anteile verfügt, handelt es sich um einen Konzern.

Holding ist nicht gleich Holding

Nachdem klar ist, dass der Titel dieser Sonderausgabe alternativ auch „Börsennotierte Holdings“ lauten könnte, wollen wir einen Blick auf die verschiedenen auch an der Börse gelisteten Arten von Holding-Gesellschaften werfen, wobei uns nicht alle Ausprägungen gleichermaßen interessieren. Nehmen wir zum Beispiel die „Operative Holding“. In einem solchen Fall, wie er in jedem Großkonzern anzutreffen ist, übernehmen die Töchter zumeist nur eine für die Geschäftstätigkeit ergänzende Funktion. Oftmals

handelt es sich hierbei um Auslandsniederlassungen oder operative Einheiten für bestimmte Produkttypen. Wir wollen dagegen nur solche AGs betrachten, die als Finanz- bzw. Managementholding auftreten. Sowohl Finanz- als auch Managementholdings verfügen selbst über kein operatives Geschäft. Sie unterscheiden sich untereinander wiederum in dem Grad der Einflussnahme auf die einzelnen Beteiligungen. Während die Managementholding auch strategische Entscheidungen über die Ausrichtung und Positionierung ihrer Beteiligung trifft und mitunter die eigenen Vorstandsmitglieder zugleich Leitungsfunktionen bei dem Tochterunternehmen übernehmen, beschränkt sich die Finanzholding auf ihre Möglichkeiten zur mittelbaren Einflussnahme. Sie stellt Kapital zur Verfügung und gibt finanzielle Vorgaben. Eine Überwachung des Managements der Tochter findet i. d. R. über den Aufsichtsrat statt. Was für die folgende Kategorisierung der in diesem Heft vorgestellten Unternehmen gilt, trifft zugleich auch auf die Definition mittels der unterschiedlichen Holdingbegriffe zu. Im Einzelfall fällt eine eindeutige Eingrenzung schwer, weil die Übergänge schlicht fließend sind.

Klassifizierung dient der Übersicht

Die bereits im vergangenen Jahr eingeführte Einteilung der Unternehmen gemäß ihrer strategischen Ausrichtung wollen wir auch bei dieser Ausgabe beibehalten. Wir führen mit den „Sanieren“ eine weitere Kategorie ein, da sich immer mehr Unternehmen (Aurelius, CfC) auf Targets in einer wirtschaftlich angeschlagenen Situation spezialisieren. Das Zugpferd Arques



Der Facettenreichtum macht Beteiligungsgesellschaften so interessant

strahlt hier merklich auf einen ganzen Sektor aus. Daneben nutzen wir die bekannten Klassifizierungen aus der letztjährigen Sonderausgabe, die da wären:

Wagniskapital: Klassische Venture Capital-Finanzierer, die sich zumeist an jungen noch defizitären Unternehmen beteiligen.

Value Investments: Management von Unternehmensanteilen an börsen- und nicht börsennotierten Gesellschaften anhand verschiedener analytischer Kennziffern wie des Net Asset Value (NAV).

Mittelstandsholdings: Hierunter lassen sich Beteiligungsmanager subsumieren, die zumeist mit einem längeren Zeithorizont Anteile an kleinen und mittleren i. d. R. nicht börsennotierten Unternehmen halten.

Branchenfokus: Konzentration statt Diversifikation lautet das Motto. Spezialisierung auf Unternehmen einer einzigen Branche.

Sondersituationen: Solche Beteiligungsgesellschaften nutzen vielfältige, opportunistische Investmentmöglichkeiten bspw. im Zuge von Squeeze-out-Verfahren oder Pre-IPO-Finanzierungsrunden.

Sonstige: Naturgemäß lassen sich einige Unternehmen gleich in mehrere Schubladen stecken, wobei wir in diesem Fall die Einteilung gemäß der unserer Meinung nach dominierenden Strategie vorgenommen haben. Andere Gesellschaften wiederum passen in keine der zuvor genannten sechs Kategorien. Diese finden sich hier wieder.

Innerhalb der einzelnen Kategorien sind die Unternehmen zumeist alphabetisch sortiert, wobei wir u. a. aus Layoutgründen hiervon auch an einigen Stellen abweichen müssen. Wichtig ist, dass die Einteilung keine Aussage über die Qualität des Unternehmens trifft. Bei jeder Strategie müssen Vor- und Nachteile gegeneinander abgewogen werden. Beispiel: Beteiligungsgesellschaften mit Branchenfokus. Das in einem bestimmten Sektor erworbene Know-how erlaubt mitunter eine sehr gezielte Auswahl neuer Beteiligungen. Dem stehen branchenspezifische Klumpenrisiken gegenüber, da das Portfolio keine oder nur eine sehr unzureichende Diversifizierung aufweist. Auf-

merksame Leser werden feststellen, dass sich in einigen Fällen Verschiebungen im Vergleich zur letztjährigen Sonderausgabe ergeben haben. Beispiel U.C.A.: Im Vorjahr noch unter „Wagniskapital“ aufgeführt, haben wir uns dazu entschlossen, das Unternehmen nunmehr in die Klasse der Beteiligungsgesellschaften mit einem Branchenfokus einzuordnen. Mitunter können Unternehmen auch in mehrere Klassen einsortiert werden. So lässt sich darüber streiten, ob eine DEWB, die hauptsächlich auf Beteiligungen aus dem Umfeld der optiknahen Technologien setzt, nicht eher der „Branchenfokus“-Rubrik zuzurechnen wäre, auch wenn es sich natürlich um Wagniskapital handelt, was die Gesellschaft ihren Portfoliounternehmen zur Verfügung stellt. In jedem Fall zeigen solche Beispiele, dass aufgrund der vorhandenen Schnittmengen eine Einordnung in letzter Konsequenz immer auch einen subjektiven Charakter besitzt.

Sinnvolle und weniger sinnvolle Kennzahlen

Beteiligungsgesellschaften nehmen aufgrund ihrer Struktur und ihres Geschäftsmodells eine Sonderstellung innerhalb des gesamten Aktien-Universums ein. Weil Einnahmen z. B. aus Anteilsverkäufen, die bei vielen Exit-orientierten Gesellschaften einen Großteil der Erlöse ausmachen, nur in unregelmäßigen Intervallen fließen und andere Ergebnisgrößen wie Zuschreibungen buchhalterische Hintergründe haben, führt eine reine KGV-Betrachtung oftmals zu falschen Schlussfolgerungen. So erklärt sich ein optisch günstiges KGV mit der Einmaligkeit der zur Berechnung herangezogenen Ergebniskomponenten. Geeigneter scheint es deshalb, auf eine Kenngröße wie den Net Asset Value (kurz: NAV) bzw. Nettoinventarwert zu einem bestimmten Stichtag abzustellen. Dieser fasst den in der Bilanz aufgeführten Wert der Aktiva – sprich der gehaltenen Beteiligungen – bereinigt um bestehende Verbindlichkeiten (Bankschulden, Rückstellungen etc.) zusammen. Allerdings gibt nicht jede Gesellschaft auch einen NAV an. Näherungsweise empfiehlt es sich dann auf den Wert des Eigenkapitals abzustellen, wobei die fehlende Vergleichbarkeit zwischen einzelnen Unternehmen aufgrund unterschiedlicher Bilanzierungsvorschriften wie HGB oder IFRS berücksichtigt werden muss.

Weitere Besonderheiten

Der zuweilen intransparente Aufbau einer Beteiligungsgesellschaft – einige Unternehmen halten ihre Anteile nur indirekt über Zwischenholdings – führt dazu, dass die Unternehmenswerte an der Börse mitunter unter ihrem NAV gehandelt wer-

Nanostart AG			
1	ISIN	DE000A0B9VV6	Invest-Fokus
	WKN	A0B 9VV	Nanotech-Unternehmen weltweit
2	Kurs (EUR)	22,70	Strategie
	AZ (Mio. St.)	5	Langfristig Exit-orientierte Investm.
	MCap (Mio. EUR)	113,50	Homepage
	EpS 2006e (EUR)	0,40	www.nanostart.de
3	KGv 2006e	56,8	Mitarbeiter (H)
	Div. 05 (EUR)	0,00	8
	Div. 06 (EUR)	0,00	Gründungsjahr
	Div.-Rendite 06e	0,0%	2009
4	NAV* (Mio. EUR)	12,4	Geschäftsjahr
	NAV / Aktie (EUR)	2,48	31.12.
	Prem./Discount	+815,3%	Anzahl Beteil.
	52-Wo-Tief (EUR)	17,90	8
	52-Wo-Hoch (EUR)	38,00	Größte Beteiligungen
	Performance 1 Jahr	-26,2%	MagForce
	Performance 4 Jahre	n.ber.	ItN Nanovation
	Performance 7 Jahre	n.ber.	Lumiphore
			relativ zu DAX
			0,638
			relativ zu DAX
			n.ber.
			relativ zu DAX
			n.ber.

den. In diesem Fall nimmt der Markt einen Paketabschlag auf das Beteiligungsportfolio vor. Neben der intransparenten Struktur können u. a. unterstellte Ineffizienzen und Quersubventionierungen für den Abschlag verantwortlich sein. Beteiligungsgesellschaften, die ähnlich einem Publikumsfonds agieren und ein eigenes Wertpapierportfolio verwalten – Shareholder Value Beteiligungen, Trade & Value, KST und Impera fallen bspw. unter diese Kategorie – verfügen über einen wesentlichen strukturellen Vorteil. Sehen sich Fondsmanager normalerweise bei Mittelabflüssen gezwungen, Positionen zwangsweise liquidieren zu müssen, können diese Investoren auch längere Korrekturen vergleichsweise entspannt aussitzen, da keine Gelder von prozyklisch agierenden Anlegern aus der Vermögensmasse abgezogen werden. Ihnen haftet damit trotz Börsennotiz der Charakter eines geschlossenen Fonds an.

Das Wichtigste auf einen Blick: Die Tabelle

Jede Analyse wird um eine Tabelle ergänzt, die dem Leser alle wesentlichen Fakten übersichtlich und klar präsentieren soll. Im Einzelnen sind das:

1. **Kurs:** Schlusskurs am 9.3.2007.
2. **AZ:** Steht für die Aktienzahl. Erfasst werden alle ausstehenden Anteile.
3. **EpS:** Earnings per Share (= Ergebnis pro Aktie)
4. **KGv:** Kurs/Gewinn-Verhältnis. Eine Kennzahl, die aus den zuvor beschriebenen Gründen für Beteiligungsgesellschaften nur wenig Aussagekraft besitzt. Ein kleines „e“ deutet wie auch beim EpS, dem NAV und der Dividende auf eine Schätzung unsererseits hin.
5. **Div.:** Dividende. Zusammen mit dem NAV eine der wichtigsten Größen zur Beurteilung einer Beteiligungsgesellschaft.
6. **NAV:** Net Asset Value. Erklärung siehe Absatz „Sinnvolle und weniger sinnvolle Kennzahlen“.
7. **Prem./Discount:** Prozentuale Abweichung zum NAV, die entweder in einer Prämie oder einem Discount resultiert. Die Gründe

hierfür können vielfältiger Natur sein. Eine Prämie könnte bspw. das Vertrauen des Marktes in die Managementkapazitäten ausdrücken, ein Discount womöglich auf versteckte bilanzielle Risiken hinweisen.

8. 52-Wo-Tief/52-Wo-Hoch: Gibt den niedrigsten bzw. höchsten Kurs der Aktie über die zurückliegenden 52 Wochen auf Schlusskursbasis an.

Anzeige



Schcerzer & Co.



Die Schcerzer & Co. Aktiengesellschaft notiert jetzt
im Entry Standard der Deutsche Börse AG.

WKN 694 280 • ISIN DE0006942808

Für weitere Informationen besuchen Sie uns im Internet
unter www.schcerzer-ag.de
oder wenden sich bitte an:

Schcerzer & Co. AG
Friesenstraße 50 • 50670 Köln
Telefon (02 21) 8 20 32-0 • Telefax (02 21) 8 20 32-30
info@schcerzer-ag.de



Beteiligungsgesellschaften verfolgen die unterschiedlichsten Strategien

9. Performance X Jahr(e): Die Wertentwicklung der Aktie über einen Zeitraum von einem, vier und sieben Jahren. Die Zeiträume sind dabei wie bereits im Vorjahr bewusst gewählt. Vor sieben Jahren notierten viele Indizes auf ihren historischen Höchstständen, vor vier Jahren markierten die Börsen im Zuge der anschließenden Baisse dagegen ihr Tief.

10. relativ zu DAX: Beschreibt die relative Stärke einer Aktie im Vergleich zum DAX. Ein Wert von größer bzw. kleiner 1,000 zeigt an, dass sich das Papier über den jeweiligen Zeitraum besser bzw. schlechter als der DAX entwickelt hat. Aus Gründen der Vergleichbarkeit nutzen wir in allen Fällen den DAX als Benchmark, auch wenn das Unternehmen selbst in einem anderen bzw. in keinem Index enthalten ist.

11. Mitarbeiter: Bei Beteiligungsgesellschaften empfiehlt es sich, zwischen der Zahl der Beschäftigten in der Holding (H) und im Konzern (K) zu unterscheiden.

12. Größte Beteiligungen: Erfasst die nach Unternehmensangaben wertmäßig größten und wichtigsten Beteiligungen. Die in den meisten Fällen zusätzlichen Prozentzahlen geben an, welchen Anteil die Beteiligungsgesellschaft an dem jeweiligen Unternehmen hält. In einigen Fällen weist die optionale Angabe „am NAV“ darauf hin, dass sich die Prozentzahl auf die Größe der Position in Bezug auf das eigene Anlagevermögen bezieht.

Alternative zum Aktienfonds

Vor allem auf eine bestimmte Branche oder einen bestimmten Investmentstil fokussierte Beteiligungsgesellschaften bieten sich als Alternative zum klassischen Aktienfonds an. Mit einer Anlage in eine börsennotierte Holding spart der Investor im direkten Vergleich nicht nur den Ausgabeaufschlag ein, er umgeht auch eine (performanceabhängige) Managementgebühr, die er andernfalls an den Initiator des Fonds zu entrichten hätte. Eine Entlohnung findet gleich eine Ebene tiefer über den Personalkostenblock in der GuV der Beteiligungsgesellschaft statt. Wer über einen Discount-Broker seine Aktiengeschäfte abwickelt, dürfte in Summe auf ein günstigeres Total Expense

Ratio (TER) kommen. Diese Betrachtung blendet ganz bewusst aus, dass es natürlich Fondsmanager gibt, die gegenüber ihrer Benchmark und anderen Beteiligungsmanagern eine signifikante Outperformance erwirtschaften, womit höhere Kosten mehr als kompensiert werden können.

Letzte Anmerkungen

Aus ganz pragmatischen Gründen – schließlich haben wir für die immer größer werdende Zahl an börsennotierten Beteiligungsgesellschaften nur eine begrenzte Kapazität an Seiten zur Verfügung – müssen wir bei der Länge der einzelnen Artikel Kompromisse eingehen und können nicht alle Unternehmen in der sicherlich wünschenswerten Ausführlichkeit besprechen. Wir haben uns dazu entschieden, je nach Größe der gehaltenen Beteiligungen, der Marktkapitalisierung und der Firmenhistorie den Umfang der Texte zu variieren. Auch sollen Unternehmen, die über ein besonders erklärungsbedürftiges Geschäftsmodell wie die Sanierer verfügen, im Verhältnis mehr Zeilen eingeräumt bekommen. Bei der Unternehmensanalyse soll die Darstellung der grundsätzlichen Geschäftsstrategie und Positionierung und weniger eine detaillierte Sezierung der letzten Zahlen im Vordergrund stehen. Da wir uns zum Zeitpunkt der Veröffentlichung noch mitten in der Berichtssaison befinden, liegen ohnehin noch nicht von allen Unternehmen die entsprechenden Daten vor.

Fazit

Wie bereits im Vorjahr versuchen wir, mit der vorliegenden Sonderausgabe den undurchsichtigen Dschungel der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften etwas zu lichten. Das erscheint in diesem Fall umso notwendiger, als dass die verfolgten Strategien in sich äußerst heterogen sind. Von einem stockkonservativen „Buy and Hold“-Ansatz bis zu einem sehr aggressiven Handel mit Unternehmensanteilen reicht die Palette potenzieller Anlagestile. Die Erläuterung des Geschäftsmodells und der sich hieraus ergebenden Chancen & Risiken wird um eine tabellarische Auflistung der wichtigsten Unternehmenskennzahlen ergänzt, die eine möglichst objektive Analyse ermöglichen soll. Wir wünschen eine informative Lektüre!

Marcus Wessel

Arquana International Print & Media AG

Schwarz auf Weiß

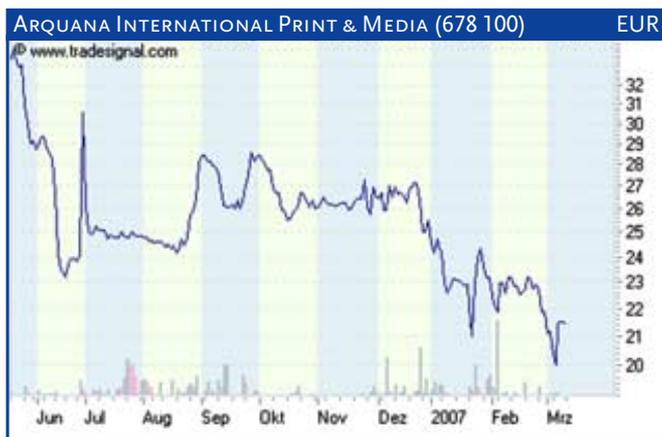
Unternehmen & Management

Die Übernahme des Börsenmantels der Circel Grundstücks- und Vermögensverwaltung AG durch die Arques AG im Sommer 2005 lieferte den Startschuss für die heute unter dem Namen Arquana firmierende Druckerei-Holding. Nach dem Einstieg in das Druckgeschäft durch den Kauf der Evry Rotatives folgte ein rascher Ausbau der Geschäftsaktivitäten über weitere Unternehmenszükäufe, die zum Teil erst über die Mutter Arques in die Arquana eingebracht wurden. Der frühere Premiere-Manager Dr. Friedrich-Carl Wachs übernahm dabei das Amt des Vorstandsvorsitzenden.

Positionierung & Strategie

Das Arquana-Management will in dem stark fragmentierten Rollen-Offset- und Bogen-Offset-Markt in Deutschland und Europa als Aufkäufer die Konsolidierung mit anführen. Der Einstieg bei der Wanfried-Druck GmbH Anfang 2006 erweiterte das Produktportfolio um eine dritte Säule im Bereich des Verpackungs- und Etikettendrucks. In allen diesen Segmenten strebt Arquana über die bereits von der Mutter Arques praktizierte „Buy and Build“-Strategie europaweit eine führende Position an. Die Ziele für das Jahr 2008 sind hierbei klar formuliert worden: Mit einer Ausrichtung der einzelnen Standorte nach Produkten und einem Jahresumsatz von über 500 Mio. EUR möchte man zu den Top 5 der Rollen-Offset-Drucker und -Dienstleister in Europa gehören.

Das Akquisitionstempo im Arquana-Verbund hat zuletzt merklich nachgelassen. Einziger Neuzugang im Vergleich zur letzten Sonderausgabe: die Kölner Druckerei J.P. Bachem. Diese erweitert die Ausrichtung der Gruppe um die wichtige Region Nordrhein-Westfalen und verfügt dabei nach Angaben von Arquana über modernste Rollen-Offsetdruckmaschi-



nen sowie ein großzügiges Fabrikgelände. Dafür gab es eine Vielzahl anderer Nachrichten. Nach dem Wechsel in den Prime Standard und der Komplettierung des Vorstands folgte im vergangenen November eine Kapitalerhöhung im Volumen von rund 5 Mio. EUR, die vorrangig von institutionellen Anlegern gezeichnet wurde. Arquana will die Gelder für weitere Zukäufe und Investitionen in den Maschinenpark verwenden. Zum Jahresende trennte sich die Mutter Arques von der Mehrheit an Arquana.

Chancen & Risiken

Die für Arquana relevanten Zielunternehmen können aufgrund des intensiv geführten Wettbewerbs und der schwachen Margensituation zu vergleichsweise günstigen Konditionen erworben werden. Sie weisen ein hohes Potenzial in Bezug auf Effizienzsteigerungen und Optimierung der internen Abläufe auf. Als strategischer Vorteil könnte sich für Arquana die europäische Präsenz mit Druckereien in Deutschland, Frankreich und Österreich erweisen, da sich auch deren Kunden über Zusammenschlüsse immer internationaler aufstellen. Abgesehen davon, dass externes Wachstum – gerade wenn es gemäß „Buy and Build“ stark forciert wird – quasi per Definition ein erhöhtes operatives Risiko beinhaltet, sollte das hoch kompetitive, von Überkapazitäten geprägte Marktumfeld nicht unterschätzt werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nach insgesamt sieben Übernahmen spielt Arquana im Konzert der Großen auch außerhalb Deutschlands mit. Die Strategie, über einen Verbund aus Druckereien dem Margendruck der Branche begegnen zu wollen, besitzt zweifelsohne Charme. Nachdem 2005 und 2006 Jahre des Aufbaus waren, gilt es nun, die Früchte aus der Verbund-Konstruktion auch zu ernten.

Arquana AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006781008	Unternehmen der Druckindustrie	
WKN	678 100	Strategie	
Kurs (EUR)	22,00	Ausnutzung von Verbundvorteilen	
AZ (Mio. St.)	2,4	Homepage	
MCAp (Mio. EUR)	52,80	www.arquana.com	
EpS 2006e (EUR)	2,50	Mitarbeiter	950
KGV 2006e	8,8	Gründungsjahr*	1922
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	7
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAVe (Mio. EUR)**	17,5	Sochur Druck	98,2%
NAV / Aktie (EUR)	7,29	Wanfried-Druck	100,0%
Prem./Discount	+201,7%	Johler Druck	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	19,85	J.P. Bachem	100,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	36,50	relativ zu DAX	0,607
Performance 1 Jahr	-29,7%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.		

*) Auf das Jahr 1922 geht die Gründung der Vorgängergesellschaft zurück; **) Geschätzter Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006
Stichtag: 9.3.2007

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger



BB Biotech AG

Die Hightech-Pillendreher

Unternehmen & Management

Der demographische Wandel vornehmlich in den westlichen Industrienationen führt zu einem fast natürlich wachsenden Bedarf an neuen Therapieformen und Arzneimitteln. Abgesehen von den großen Pharmakonzernen dieser Welt wollen auch Biotech-Unternehmen an diesem Megatrend partizipieren. Das, was für den medizinischen Laien nur schwer durchschaubar erscheint, versucht das Management der Schweizer BB Biotech AG beim Aufbau des eigenen Beteiligungsportfolios zu nutzen. Vergleichbar einem auf Biotech spezialisierten Aktienfonds positioniert sich BB Biotech in aussichtsreichen Unternehmen aus diesem Sektor. An der Spitze der Gesellschaft steht ein Verwaltungsrat, dem u. a. der Medizin-Nobelpreisträger Prof. David Baltimore angehört. Vermögensverwaltung und Research – sozusagen das Tagesgeschäft – übernimmt ein Team aus Kapitalmarkt- und Branchenspezialisten der Bellevue Asset Management-Gruppe. Das Konzept scheint aufzugehen. So konnte der NAV seit Gründung 1993 um über 350% gesteigert und eine Outperformance gegenüber dem Nasdaq-Biotech-Index von 170% erzielt werden.

Positionierung & Strategie

Ausgehend von einer breiten Analyse der wichtigsten Krankheitsfelder wie Krebs-, Stoffwechsel- oder Herz-Kreislauf-Er-

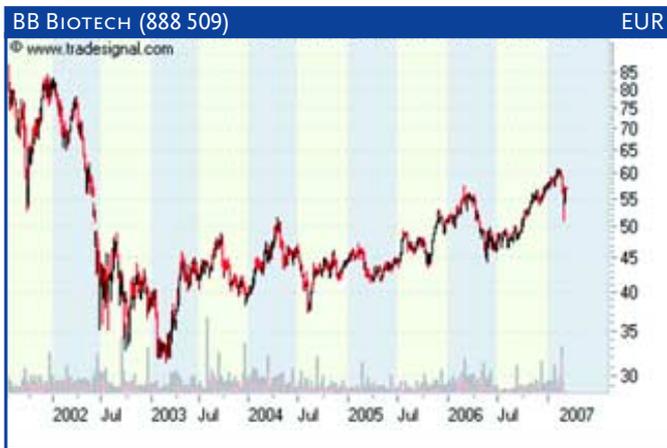
krankungen ist es die Aufgabe des Management-Teams, die aussichtsreichsten Therapieansätze herauszufiltern und deren Marktpotenzial zu bestimmen. In einem nächsten Schritt werden die im jeweiligen Tätigkeitsgebiet aktiven Unternehmen durchleuchtet. Dabei interessieren besonders die Qualität des Managements, die Struktur der Medikamenten-Pipeline und die Testergebnisse der klinischen Studien. BB Biotech möchte die Risiken eines Venture Capitals-Gebers bzw. Start-up-Finanziers bewusst vermeiden und ausschließlich in Biotech mit einer reifen Produkt-Pipeline investieren, deren Wirkstoffkandidaten sich in Phase II oder III des klinischen Entwicklungsstadiums befinden bzw. bereits eine Zulassung erhalten haben. So können die aktuell im Portfolio befindlichen Unternehmen auf über 110 am Markt zugelassene Produkte und über 50 Wirkstoffe in der Spätklinik verweisen. In den vergangenen Jahren ließ sich eine Verschiebung in der Auswahl der Beteiligungen beobachten. Dominierten früher Big Caps das Portfolio, so hat sich der Schwerpunkt zuletzt deutlich auf mittelkapitalisierte Werte verschoben.

Die Biotech-Branche ist in den USA groß geworden und hat dort Multi-Milliarden-Konzerne wie Amgen und Genentech hervorgebracht. Folglich liegt der Anlageschwerpunkt des BB Biotech-Portfolios auch zwischen Los Angeles und New York. Insgesamt existiert aber keine Restriktion, die es dem Management-Team vorschreiben würde, die Anlagen unter regionalen Gesichtspunkten zusammensetzen. Lediglich in Bezug auf nicht-börsennotierte Beteiligungen gilt es, eine Obergrenze von 10% des Portfoliowertes einzuhalten. Auf diesem Wege lassen sich zu hohe Abhängigkeiten von illiquiden Titeln vermeiden. Dass die Zukunft der Biotechnologie gehört, zeigt nicht nur die Wertentwicklung des Nettoinventarwertes, sondern auch die Zulassungsstatistik. Seit 2002 haben die Neuzulassungen der Biotech jene der Pharmakonzerne in jedem Jahr übertroffen.

Aus den Kernbeteiligungen gab es in den letzten Quartelen eine Reihe größtenteils positiver Nachrichten zu vermelden. Biogen Idec legte erfreuliche Phase II-Daten zu einem neuen Medika-

BB Biotech AG		
ISIN	CH0001441580	Invest-Fokus
WKN	888 509	Biotech-Unternehmen
Kurs (EUR)	57,00	Strategie
AZ (Mio. St.)	25,7	Wachstumsorientiert
MCap (Mio. EUR)	1464,90	Homepage
EpS 2006e (EUR)	k.A.	www.bbbiotech.ch
KGV 2006e	n.ber.	Mitarbeiter
Div. 05 (EUR)	1,10	Gründungsjahr
Div. 06 (EUR)	1,23	Geschäftsjahr
Div.-Rendite 06	2,2%	Anzahl Beteil.
NAV (Mio. EUR)	1.643,80	Größte Beteiligungen (am NAV)
NAV / Aktie (EUR)	63,96	Actelion
Prem./Discount	-10,9%	Celgene
52-Wo-Tief (EUR)	45,86	Gilead
52-Wo-Hoch (EUR)	60,85	Genentech
Performance 1 Jahr	+2,9%	relativ zu DAX
Performance 4 Jahre	+67,9%	relativ zu DAX
Performance 7 Jahre	-57,9%	relativ zu DAX

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



ment in Tablettenform vor, das bei der Behandlung von Multipler Sklerose (MS) zum Einsatz kommen soll. Celgene wiederum konnte Revlimid zur Behandlung von Blutkrebs erfolgreich am Markt einführen. Ein Meilenstein für Gilead stellt die Zulassung des Aids-Medikaments Atripla durch die amerikanische FDA dar. Bezogen auf die Portfoliostruktur baute BB Biotech neue substanzielle Positionen in Roche, Zymogenetics und Onyx Pharmaceuticals auf. Der Anteil an Genentech-Aktien wurde gegenüber dem Vorjahr verdoppelt, der an Vertex-Papieren gar verdreifacht. Von Vertex erwarten sich die Experten noch einiges. Die Gesellschaft nimmt eine führende Position in der Entwicklung so genannter Protease-Inhibitoren ein, die zur Bekämpfung von Hepatitis C eingesetzt werden.

Portfolio & Beteiligungen

Abgesehen von der 10%-Klausel, die den Anteil vorbörslicher Beteiligungen begrenzt, existieren für die Asset Manager nur wenige Limitierungen bei der Zusammenstellung des Portfolios. Grundsätzlich besteht das Depot aus fünf bis acht Kernbeteiligungen. Aktuell handelt es sich dabei um die Schweizer Actelion (Anteil 22,1%) sowie die US-Unternehmen Celgene (18,0%), Gilead (9,0%), Biogen Idec (7,4%) und das Schwergewicht Genentech (8,7%). Hinzu kommen zehn bis zwanzig kleinere Beteiligungen, die in Summe knapp 40% des verwalteten Depotvolumens ausmachen. Dieses belief sich per 31.12.06 auf 2,5 Mrd. CHF. Damit ist BB Biotech der weltweit größte Biotech-Investor.

Weniger Patriotismus als die harten Fakten dürften dafür verantwortlich sein, dass Actelion mittlerweile zur größten Depotposition ausgebaut wurde. Mit dem Medikament Tracleer, das

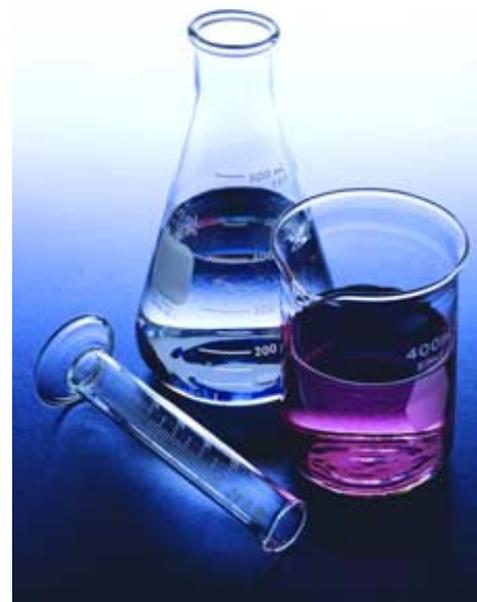


Die meisten Beteiligungen von BB Biotech sind längst zu Produktunternehmen avanciert

zur Behandlung von pulmonaler arterieller Hypertonie (Bluthochdruck) zugelassen wurde, und dem Präparat Zavesca zur Behandlung einer speziellen durch Enzymmangel ausgelösten Stoffwechselstörung hat das Unternehmen bereits zwei marktfähige Produkte im Angebot. Zudem sollen weitere Tests darüber Auskunft geben, ob die Anwendung von Tracleer auch auf andere Indikationsbereiche ausgeweitet werden kann. Aber auch mit den erteilten Zulassungen verdient Actelion bereits gutes Geld (Nettogewinn: +70% in den ersten neun Monaten 2006). Die exzellenten Fundamentaldaten spiegeln sich auch in der Kurs-Performance der Actelion-Aktie wider. Diese legte allein 2006 um stolze 140% zu. Und bislang deutet alles darauf hin, dass BB Biotech an seinem Actelion-Engagement noch eine ganze Weile Freude haben wird.

Chancen & Risiken

Indem der Anleger mit dem Kauf der BB Biotech-Aktie die Verantwortung für die Auswahl der Einzeltitel an ein erfahrenes Management-Team abgibt, umgeht er die Gefahr, womöglich aufgrund fehlender Branchenkenntnisse falsche Anlageentscheidungen zu treffen. Das heißt selbstverständlich nicht, dass die Experten vor bösen Überraschungen gefeit wären. Gerade bei Unternehmen, deren Wirkstoffkandidaten sich noch in einer frühen Phase der klinischen Entwicklung befinden – hiervon sind nur wenige im aktuellen Portfolio enthalten –, ist das Rückschlagspotenzial nach der Veröffentlichung ungünstiger Testergebnisse immens. Die mit einem Aktienfonds vergleichbare breite Diversifikation innerhalb des Biotech-Sektors führt dagegen zu einer Reduzierung des systematischen Risikos. Im Gegenzug gilt es, die hohe Dollar-Abhängigkeit des Portfolios zu beobachten. Mehr als vier Fünftel der angelegten Gelder fließen in die USA. Eine Absicherung gegen Währungsrisiken nimmt BB Biotech nicht vor.



Rückschläge gehören zur Biotechnologie unweigerlich dazu

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Management hat bei der Selektion der Portfolio-Titel in der Vergangenheit mehr als ein gutes Gespür für Trends und neue, interessante Wirkstoffkandidaten bewiesen. Das ist zwar kein Garant für zukünftige Gewinne, die Solidität der Engagements (Actelion, Gilead, Celgene) – welche zumeist bereits profitabel wirtschaften – stützt die BB Biotech-Aktie jedoch mit einem für die Branche mehr als attraktiven Chance-/Risikoprofil aus.

analysiert von:
 Marcus Wessel
Smart Investor
 Das Magazin für den kritischen Anleger

BEKO HOLDING AG

Erfolgreiche Technologieholding aus Österreich

Unternehmen & Management

Die BEKO HOLDING AG* wurde im Jahr 1991 gegründet und ist eine strategische Holding-Gesellschaft mit dem Schwerpunkt auf dem Technologiesektor. BEKO ist Österreichs größte börsennotierte Holding-Gesellschaft im Technologieumfeld. Die Kernkompetenzen untergliedern sich dabei in die beiden Geschäftsbereiche Engineering und Informationstechnologie. Der Gang an die Börse erfolgte im Jahr 1999.

Positionierung & Strategie

Die BEKO Engineering & Informatik AG bildet dabei das Fundament beider Geschäftsbereiche. Neben einer starken Positionierung in Österreich und Deutschland ist die Gesellschaft mit Niederlassungen in Ungarn und Tschechien auch in Osteuropa vertreten. Im Bereich Informatik ist die 53%ige Beteiligung an AC-Service AG ein weiteres wichtiges Standbein. Durch die Übernahme der All for One GmbH durch AC-Service ist BEKO ferner zu einem der wichtigsten Player im Markt für PLM-Support aufgestiegen. Des Weiteren ist BEKO an einer Reihe diverser Unternehmen im IT- und Engineering-Umfeld beteiligt, die jedoch nicht direkt dem Kerngeschäft zugeordnet werden können. Als eine gewichtige Beteiligung im Bereich Engineering ist hier der Ingenieurdienstleister Triplan AG zu nennen. Vor wenigen Wochen unterbreitete BEKO ein Übernahmeangebot für Triplan. Dies unterstreicht die Wichtigkeit dieser Beteiligung und bedeutet gleichzeitig eine zusätzliche Stärkung des Geschäftsbereichs Engineering, aber auch eine weitere Fokussierung auf das Segment Informationstechnologie. In der Zukunft sieht sich die Holding dabei vor allem als Heber von weiteren Synergien zwischen den Beteiligungen.

Chancen & Risiken

Durch die sehr guten Unternehmenszahlen der BEKO E&I AG dürfte der potenzielle Börsengang der BEKO E&I AG aus un-



serer Sicht noch 2007 wahrscheinlich sein. Die AC-Service dürfte 2007 erste Früchte aus der All for One-Übernahme ernten. Bei AC-Service drücken jedoch die hohen Materialkosten durch fremd bezogene Mitarbeiter nach wie vor auf die Margensituation. Ferner sollte die Gesellschaft den Bereich Managed IT Services sukzessive ausbauen, um die Kostensituation weiter zu verbessern. Wir sind zuversichtlich für den Software Sektor 2007 und gehen davon aus, dass auch AC-Service von diesem Markttrend profitieren wird.

Zusammenfassung & Einschätzung

Wir sehen in den letzten Monaten eine immer stärkere Fokussierung der BEKO auf ihre Kernkompetenzen und auch eine deutliche Stärkung der beiden Bereiche Engineering und Informationstechnologie. Durch das Übernahmeangebot an die Triplan AG könnte sich BEKO im deutschsprachigen Raum zu einem der wichtigsten Player im Engineering entwickeln. Das Übernahmeangebot könnte BEKO zur Aktienmehrheit bei der Triplan AG verhelfen und somit eine Vollkonsolidierung nach sich ziehen. Dies dürfte zu deutlich höheren Umsätzen 2007 führen. Langfristiges Ziel der BEKO HOLDING ist es nach wie vor, mitteleuropäischer Marktführer im Bereich Product Lifecycle Management (PLM) zu werden.

analysiert von:
Philipp Leipold

GERMAN BUSINESS CONCEPTS

BEKO HOLDING AG		Invest-Fokus	
ISIN	AT0000908603	Aktien Deutschland	
WKN	920 503	Strategie	
Kurs (EUR)	3,46	Technologie-Holding	
AZ (Mio. St.)	18	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	62,28	www.beko.eu	
EpS 2006e (EUR)	0,08	Mitarbeiter	1.000
KGV 2006e	43,3	Gründungsjahr	1991
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	16
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	BEKO Eng. & Inf. AG	100,0%
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	BEKO Eng. Kft.	100,0%
Prem./Discount	n.ber.	AC Service AG	55,0%
52-Wo-Tief (EUR)	2,63	Triplan AG	34,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	3,59	relativ zu DAX	0,974
Performance 1 Jahr	+12,7%	relativ zu DAX	1,670
Performance 4 Jahre	+361,3%	relativ zu DAX	0,325
Performance 7 Jahre	-72,7%		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

OFFENLEGUNG MÖGLICHER INTERESSENKONFLIKTE NACH §34B WPHG ZUM ZEITPUNKT DER VERÖFFENTLICHUNG:

*) Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.



Präzisions-Produktion bei Synthes (rechts);
Quelle: Synthes

BB Medtech AG

Outperformer in weißen Kitteln

Unternehmen & Management

Aus der Feststellung, dass der Markt für Medizintechnik mit seinen konstanten gut prognostizierbaren und konjunkturunabhängigen Wachstumsraten von ca. 10% p. a. ein hochinteressantes Investitionsfeld abgibt, entstand 1995 die dem Konzept eines Aktienfonds nachempfundene Beteiligungsgesellschaft BB Medtech. Gelistet an der Schweizer Börse und im hiesigen Prime Standard, trifft im Auftrag des mit Dr. Ernst Thomke und dem früheren Roche-Manager Heino von Prondzynski hochkarätig besetzten Verwaltungsrates ein Team des Schweizer Vermögensverwalters Bellevue Asset Management die Entscheidungen über die Zusammensetzung des Aktienportfolios und den Kauf bzw. Verkauf einzelner Beteiligungen. Die für das Portfoliomanagement verantwortlichen Mitglieder des „Healthcare-Teams“ verfügen gleichermaßen über einen naturwissenschaftlichen wie betriebswirtschaftlichen Background. Praxiserfahrung haben sie zuvor u. a. bei den Pharmakonzernen Roche, Novo Nordisk, der Unternehmensberatung Accenture und der Großbank UBS gesammelt. Der innere Wert des Anlagevermögens beläuft sich dabei derzeit auf rund 830 Mio. EUR.

Positionierung & Strategie

Bei der Auswahl und Zusammenstellung des Portfolios konzentrieren sich die Medtech-Experten der Bellevue Asset Manage-

ment auf mittelgroße börsennotierte Medizintechnikunternehmen, die sich bereits erfolgreich in einer wachstumsstarken Nische des milliardenschweren Marktes für Medtech-Produkte etablieren konnten. Hierbei werden besonders die technologische Kompetenz und die Innovationsführerschaft der Beteiligungen als unabdingbare Voraussetzungen betont. Gerade letztere bildet die Grundlage für die Fortsetzung eines ertragreichen Wachstums. So finden sich nicht wenige Weltmarktführer im Portfolio der BB Medtech. Als Performance-Ziel wurde eine ehrgeizige Rendite von mindestens 15% p. a. definiert. Mit einer kumulierten Wertentwicklung des NAV von über 300% seit dem Jahr 2000 und einer Aktienkurs-Performance von 270% bzw. 19,6% p. a. ist es gelungen, die selbst gesteckte Vorgabe nochmals deutlich zu übertreffen.

Abgesehen von der technologischen Reife und dem Produktmix potenzieller Investitionskandidaten prüft das Management zugleich auch die harten Finanzdaten und Aktienkennzahlen. In einem mehrstufigen Selektionsprozess, dem ein industrieller Ansatz zugrunde liegt, wird das Anlageuniversum auf Unternehmen verdichtet, die eine solide Finanzstruktur, ein attraktives KGV, ein überdurchschnittliches Ergebniswachstum und eine hohe Free Cashflow-Entwicklung aufweisen. Außerdem zählt es zu den Selbstverständlichkeiten, dass dem jeweiligen Management vor Ort ein Besuch abgestattet wird, bevor eine endgültige Anlageentscheidung getroffen wird. Unter geografischen Gesichtspunkten liegt der Fokus klar auf europäische Medtech-Unternehmen. Von dieser Maßgabe kann jedoch im Einzelfall auch abgewichen werden. Selbiges gilt für die Eigenschaft der Börsennotiz. Bis zu 10% des Portfolios können in nicht börsennotierte Beteiligungen im Rahmen von Private Equity-Konzepten angelegt werden, was die notwendige Flexibilität des Investmentprozesses sicherstellt.

Auch im vergangenen Jahr nahmen die Verantwortlichen eine Reihe von Änderungen bzw. Umschichtungen innerhalb des Portfolios vor. Eine wesentliche Veränderung betraf den Anteil an der Nobel Biocare. Dieser wurde von ehemals über 70% auf 46,7% reduziert. Damit hielt BB Medtech per Ende Dezember noch knapp 7% des Grundkapitals. Im Gegenzug stockte

BB Medtech AG		Invest-Fokus	
ISIN	CH0000428641	Medtech-Unternehmen	
WKN	898 194	Strategie	
Kurs (EUR)	48,35	Wachstumsorientiert	
AZ (Mio. St.)	14,5	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	701,08	www.bbmedtech.ch	
EpS 2006e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter	5
KGV 2006e	n.ber.	Gründungsjahr	1995
Div. 05 (EUR)	0,83	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	1,00	Anzahl Beteil.	9
Div.-Rendite 06e	2,1%	Größte Beteiligungen (am NAV)	
NAV (Mio. EUR)	716	Nobel Biocare	46,7%
NAV / Aktie (EUR)	49,38	Synthes	12,6%
Prem./Discount	-2,1%	Tecan	11,0%
52-Wo-Tief (EUR)	35,25	Phonak	8,8%
52-Wo-Hoch (EUR)	49,38	relativ zu DAX	1,118
Performance 1 Jahr	+29,3%	relativ zu DAX	1,459
Performance 4 Jahre	+302,9%	relativ zu DAX	3,825
Performance 7 Jahre	+221,3%		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



man die Beteiligungen an Synthes (12,6% Depotanteil), Tecan (11%) und Fresenius (6,9%) auf. Neuengagements betrafen den Hörgerätehersteller Phonak (8,8%) sowie Qiagen (3,8%). Über Qiagen erfolgte der Einstieg in den Zukunftsmarkt für Molekulardiagnostik.

Portfolio & Beteiligungen

Traditionell zeichnet sich das Portfolio der BB Medtech durch eine starke Konzentration auf die Kernbeteiligung Nobel Biocare aus. Kein Wunder, erfüllt der Wert doch nahezu sämtliche im Investitionskatalog der BB Medtech formulierten Anforderungen. Das in der Schweiz ansässige Unternehmen ist mit einem Weltmarktanteil von 35% der führende Hersteller von Dentalimplantaten. Zudem glänzt die Gesellschaft seit Jahren mit kontinuierlichen Umsatz- und Ertragssteigerungen. Im zurückliegenden Geschäftsjahr erreichte Nobel Biocare ein Umsatzwachstum von annähernd 25%. Der Überschuss verbesserte sich abermals bereinigt um Sondereffekte von 124 Mio. EUR im Vorjahr auf 154 Mio. EUR. Trotz einer bereits beeindruckenden EBIT-Marge von 34% sehen die Experten von BB Medtech Potenzial für weitere Margenverbesserungen. Das mag vor allem aus der Tatsache resultieren, dass Nobel Biocare mit seiner umfangreichen Produktpalette im Bereich des ästhetischen Zahnersatzes kaum mehr wegzudenken ist. Nach mehreren Reduzierungen macht die Position in Nobel Biocare noch knapp die Hälfte des gesamten Portfoliowertes aus (Stand 31.12.).

Substanziell fällt mit einem Depotanteil von 12,6% auch das Engagement bei der amerikanisch-schweizerischen Synthes aus – ebenfalls wie Nobel Biocare ein Weltmarktführer. Synthes entwickelt und vermarktet Instrumente, Biomaterialien und Implantate, die zur Frakturheilung eingesetzt werden. Im Bereich der Unfallchirurgie gehören Synthes-Produkte zum Standard, in dem sich dynamisch entwickelnden Wirbelsäulengeschäft gehört man weltweit zu den Top 3. Die weiteren wesentlichen Beteiligungen umfassen die



Phonak-Hörgeräte setzen Maßstäbe

beiden Life Science-Dienstleister Tecan und Galencia, den Hörgerätehersteller Phonak, die deutsche Fresenius AG und das Biotech-Unternehmen Qiagen.

Chancen & Risiken

Ein Investment in BB Medtech eröffnet dem Anleger die Möglichkeit, sich in ein aktiv gemanagtes Portfolio interessanter Medtech-Unternehmen einzukaufen. Dank eines strengen Selektionsprozesses, der gleichzeitig die notwendige Flexibilität beinhaltet, erzielte das Expertenteam in der Vergangenheit eine im Vergleich zu anderen Assetklassen überdurchschnittliche Rendite. Trotz der getätigten Anteilsverkäufe lässt sich aber weiterhin die hohe Abhängigkeit von Nobel Biocare als eine der wenigen Schwachstellen in der Portfoliokonstruktion identifizieren. Sollte dort die Ertragsdynamik einmal nachlassen, würde das sehr wahrscheinlich zu einer Erosion der hohen Bewertung – das vorausschauende KGV liegt immerhin bei stolzen 33 – führen. Ein Einbruch des Portfoliowertes wäre die unmittelbare Folge.



Mit Produkten der BB Medtech-Beteiligung Synthes können beispielweise degenerierte Wirbelsäulen behandelt werden; Quelle: Synthes

Zusammenfassung & Einschätzung

Der interdisziplinäre Ansatz und die Kombination von betriebswirtschaftlichem und naturwissenschaftlichem/medizinischem Know-how erweisen sich für die Auswahl der Investments als das wichtigste Asset der Gesellschaft. Die Zusammenarbeit zwischen dem Verwaltungsrat und dem „Healthcare-Team“ von Bellevue war in der Vergangenheit der Garant für eine Research-Leistung, an die nur die wenigsten Fonds-Gesellschaften mit ihren Produkten heranreichen. Insofern empfiehlt sich das Papier auch als eine echte Alternative zu den bekannten Medizintechnik-Fonds, bei der ein Anleger nicht nur den Ausgabeaufschlag einspart, sondern zugleich das Portfolio mit einem Abschlag auf dessen inneren Wert erwirbt.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Beteiligungen im Baltikum AG

Hohe Gewinne in Estland, Lettland und Litauen

Unternehmen & Management

Wie schon der Name klar zu erkennen gibt, beteiligt sich die in Rostock ansässige BIBAG überwiegend an aufstrebenden Gesellschaften in den baltischen Ländern. Im Einklang mit dem starken Wirtschaftswachstum in dieser Region und mit ihrer Entdeckung durch breite Anlegerschichten weisen die dortigen Börsen in Tallinn, Riga und Vilnius seit Jahren enorme Zuwächse auf, die sich der erfahrene

Vorstand Otto Dibelius mit seinem rechtzeitigen Engagement zunutze machte. Das mit Abstand beste Jahr der Firmengeschichte war 2005, in dem der Jahresüberschuss auf 1 Mio. EUR mehr als versiebenfacht werden konnte und der NAV je Aktie um 62% auf 4,95 EUR anstieg.

Positionierung & Strategie

Erreicht wurde der enorme Gewinnprung, indem nach vielen Jahren mit großen Zuwächsen ein Großteil der Kursgewinne realisiert wurde. Das Timing war perfekt: Kurz nach dem Ausstieg korrigierten die drei Börsen, die sich zu einem Verbund zusammengeschlossen haben, heftig nach unten, was den Aktionären der

BIBAG erspart blieb. Die Anlagestrategie ist seither wesentlich defensiver gestaltet, dennoch ist 2006 ebenfalls sehr gut verlaufen. Um interessante Chancen zu finden, wurde auch über



Tellerrand hinaus geschaut und beispielsweise in russische Öl- und Gaswerte und zwischenzeitlich sogar in Deutschland investiert, was die Aktionäre auf der letztjährigen Hauptversammlung allerdings eher kritisch werteten. Der Schwerpunkt der Aktivitäten wird auch künftig im Baltikum bleiben, wo sich der Vorstand bestens auskennt.

Chancen & Risiken

Nach vorläufigen Zahlen wurde im vergangenen Jahr ein Gewinn von 0,8 Mio. EUR oder 0,91 EUR je Aktie erzielt, was deutlich über der eigenen Prognose und auch über den Markterwartungen liegt. Chancen ergeben sich neben dem weiteren Potenzial in den baltischen Staaten aus der Notiz unter dem NAV, der zum Jahresende bei 5,83 EUR lag. Das ist angesichts der Erfolge der letzten Jahre nicht nachvollziehbar. Zudem sichert die hohe Dividendenrendite, die sich bei einer Ausschüttung von 0,25 EUR mit fast 5% errechnet, den Kurs nach unten recht gut ab. Als Risiken sehen wir einerseits die Abhängigkeit von der Person des Alleinvorstands Otto Dibelius und die Fokussierung auf das Baltikum als relativ kleine Region.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die BIBAG ist vor allem für Liebhaber von kleinen Werten – es gibt insgesamt nur 877.500 Aktien – interessant, nicht nur wegen ihrer günstigen Bewertung. Viele Aktionäre verbinden ihr Engagement alljährlich mit einem Besuch der Hauptversammlung, die immer Ende August in Warnemünde direkt an der Ostsee abgehalten wird und zu einem Kurzurlaub einlädt. Dieser Aspekt sollte an der Börse zwar nicht im Vordergrund stehen, rundet das positive Bild aber ab. Auch wenn die Bäume nicht in den Himmel wachsen und die Renditen in Zukunft tendenziell eher geringer ausfallen werden, bleibt die BIBAG-Aktie ein attraktives Investment für Osteuropa-Fans.

analysiert von:
Mathias Wahler



Die Länder des Baltikums zählen zu den Musterschülern der EU

Beteiligungen im Baltikum AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005204200	Aktien Baltikum	
WKN	520 420	Strategie	
Kurs (EUR)	5,08	Value-Investing	
AZ (Mio. St.)	0,8775	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	4,46	www.baltikum.de	
EpS 2006e (EUR)	0,91	Mitarbeiter	3
KGV 2006e	5,6	Gründungsjahr	1998
Div. 05 (EUR)	0,25	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,25	Anzahl Beteil.	ca. 20
Div.-Rendite 06e	4,9%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	5,1	k.A.	
NAV / Aktie (EUR)	5,81	relativ zu DAX	0,909
Prem./Discount	-12,6%	relativ zu DAX	n.ber.
52-Wo-Tief (EUR)	4,38	relativ zu DAX	n.ber.
52-Wo-Hoch (EUR)	5,47		
Performance 1 Jahr	+5,2%		
Performance 4 Jahre	n.ber.		
Performance 7 Jahre	n.ber.		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Conet Technologie AG

Börsenneuling setzt auf „Buy and Build“

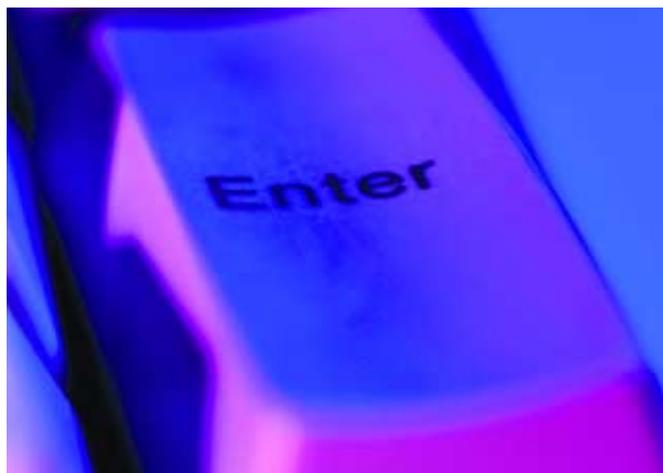
Unternehmen & Management

Die erst sein wenigen Wochen börsennotierte Conet Technologie AG entstand aus der 1997 gegründeten Beratungsgesellschaft Pontus Consulting, die später wiederum von der RG Securities AG übernommen wurde. Nach dem Kauf zweier Unternehmen aus der Insolvenzmasse der Conet AG erfolgte im vergangenen Jahr die Umbenennung in die Conet Technologie AG. Geleitet wird das neue Unternehmen von den beiden Vorständen Klaus Armbrust (stellvertr.) und Rüdiger Zeyen (Vorsitzender). Zeyen ist zudem Geschäftsführer der einzigen Beteiligung Conet Solutions.

Positionierung & Strategie

Weil die Historie der „neuen“ Conet noch nicht lange zurückreicht, hilft es, dass der Vorstand eine klare Beteiligungsstrategie formuliert hat. So will sich die als Holding fungierende Conet Technologie AG auf den Erwerb, die Verwaltung und einen späteren Wiederverkauf von Unternehmen aus dem IT-Bereich konzentrieren. Derzeit halten die Frankfurter unmittelbar nur 100% der Anteile an dem IT-Dienstleister Conet Solutions. Dieser ist in den beiden Segmenten Consulting und Softwareentwicklung tätig, wobei der Dienstleistungsanteil am Umsatz klar dominiert. Ein Umstand, den der Vorstand ändern will, verspricht der Verkauf der eigenentwickelten Software „you@web“ mittelfristig doch ein höheres Margenniveau. Bei dem Produkt handelt es sich um eine Content Management-Applikation im SAP-Umfeld. Mit den Walldorfern hat Conet ohnehin eine enge Partnerschaft geknüpft, von der sich Zeyen für die Zukunft einiges an Wachstum in beiden Geschäftsbereichen verspricht.

Conet plant, mittels weiterer Unternehmenskäufe einen größeren Spieler auf dem IT-Markt zu formen. Was mitunter „Buy and



Conet beteiligt sich an Unternehmen aus dem IT-Bereich

Build“ genannt wird, strebt der Vorstand unter dem Dach der Conet Solutions an – mit der Betonung auf „Build“. Zeyen will kein Nebeneinander, sondern eine enge Verzahnung der einzelnen Töchter, um Synergien zu heben. Der Umsatz soll auf diesem Weg in den kommenden Jahren zügig ausgebaut werden. Im zurückliegenden Geschäftsjahr erzielte die einzige Tochter Erlöse von 18,5 Mio. EUR bei einer für die Branche beachtlichen EBIT-Marge von 8,6%.

Chancen & Risiken

Der Zeitpunkt des Börsengangs scheint klug gewählt. Das positive konjunkturelle Klima in Deutschland verschafft auch der IT-Branche zunehmend volle Auftragsbücher. Dass Conet daran über den Kauf neuer Beteiligungen und deren Integration nach dem „Buy and Build“-Prinzip partizipieren kann, muss sich aber erst noch erweisen. In der engen Verbundenheit mit SAP, die grundsätzlich positiv zu werten ist, liegt perspektivisch die Gefahr einer zu großen Abhängigkeit von einem der mächtigsten Akteure auf dem IT-Markt. Wie bei vielen anderen Unternehmen der Branche könnte sich auch der Mangel an qualifiziertem Personal mittelfristig als Wachstumshindernis erweisen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die Richtung hat der Vorstand vorgegeben. Jetzt liegt es an der praktischen Umsetzung, ob die selbst gesteckten Ziele im Rahmen der Wachstumsstrategie und der Vergrößerung des Beteiligungsportfolios auch erreicht werden. Weil der Markt die Plausibilität der Zukunftsaussichten aufgrund der fehlenden Börsenhistorie noch nicht einschätzen kann, scheint zunächst ein Bewertungsabschlag auf die Peer Group, die aktuell mit einem KGV von 17 gehandelt wird, vertretbar.

Conet Technologie AG			
ISIN	DE000A0LD6V0	Invest-Fokus	
WKN	A0L D6V		IT-Unternehmen
Kurs (EUR)	5,60	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,25		Buy and Build
MCap (Mio. EUR)	12,60	Homepage	
EpS 2006/07e (EUR)	0,40		www.conet-technologie.de
KGV 2006/07e	14,0	Mitarbeiter	210
Div. 05/06 (EUR)	0,00	Gründungsjahr	1997
Div. 06/07e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.3.
Div.-Rendite 06/07e	0,0%	Anzahl Beteil.	1
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Conet Solutions	100,0%
Prem./Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	5,55*		
52-Wo-Hoch (EUR)	5,75*		
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

*Tief/Hoch seit Listing am 28.2.2007

n.ber.: nicht berechenbar

Stichtag: 9.3.2007

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger



In Russland hat der politische Wind aufgefrischt - der Rohstoffsektor ist aufgrund seiner geostrategischen Bedeutung besonders betroffen

KREMLIN AG

Ausgezeichnete Alternative zu einem Russland-Fonds

Unternehmen & Management

Die KREMLIN AG wurde im Februar 1999 in Hamburg mit dem Ziel gegründet, die Potenziale des russischen Marktes zu erschließen. Zur Sicherung des Know-hows bei russischen Nebenwerten hat KREMLIN den Asset Management-Vertrag mit Dr. Thies Ziemke um zwei Jahre verlängert. Positiv ist dabei zu werten, dass die Vergütung noch stärker erfolgsabhängig gestaltet wurde. Als Advisor für das Large Cap-Portfolio hat KREMLIN die russische FINAM engagiert, ein Full-Service-Investmenthaus. Für das Engagement in den sonstigen Ländern strebt KREMLIN eine Zusammenarbeit mit den dort jeweils führenden Beratern an.

Positionierung & Strategie

Der Schwerpunkt der meist langfristigen Investments liegt auf unterbewerteten russischen Aktien aus der zweiten und dritten Reihe. In den vergangenen Jahren verzeichnete KREMLIN ein kontinuierliches Portfoliowachstum. Dieses soll zukünftig in Breite und Tiefe noch weiter gestärkt werden, weshalb sich



Stand die Matryoshka Pate? Im Kremlin-Portfolio sind neben den Marktschwergewichten auch einige kleinere Werte enthalten

Kremlin AG			
ISIN	DE0005133508	Invest-Fokus	Aktien Russland
WKN	513 350	Strategie	Value-Investing
Kurs (EUR)	3,47	Homepage	www.kremlin-ag.de
AZ (Mio. St.)	2	Mitarbeiter	1
MCap (Mio. EUR)	6,94	Gründungsjahr	1999
EpS 2006e (EUR)	0,35	Geschäftsjahr	31.12.
KGV 2006e	9,9	Anzahl Beteil.	20
Div. 05 (EUR)	0,30	Größte Beteiligungen	Sberbank 25,6%
Div. 06e (EUR)	0,30		Bashkir Nefteprodukt 9,6%
Div.-Rendite 06e	8,6%		IBS Holding 6,7%
NAV (Mio. EUR)*	9,6		MASZ 6,4%
NAV / Aktie (EUR)	4,80	Performance 1 Jahr	relativ zu DAX 0,669
Prem./Discount	-27,7%	Performance 4 Jahre	relativ zu DAX 0,679
52-Wo-Tief (EUR)	3,30	Performance 7 Jahre	relativ zu DAX n.ber.
52-Wo-Hoch (EUR)	5,43		

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt; n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007

KREMLIN neben Aktien aus der zweiten und dritten Reihe nun auch den Large Caps zuwendet. Neben diesen beiden Portfolien richtet man aktuell auch noch ein Opportunity Portfolio ein, das sich bietende Chancen in anderen osteuropäischen Ländern und GUS-Staaten nutzen soll. Erste Engagements sind hier vor allem in der Ukraine und Kasachstan geplant. Mit dem Start des Large Cap und Opportunity Portfolios erreicht KREMLIN eine noch stärkere Diversifikation und damit Risikominimierung für die Aktionäre. Zudem ergibt sich vor allem bei den Large Caps eine größere Liquidität in der jeweiligen Aktie und somit auch Handelbarkeit.

Chancen & Risiken

Trotz derzeit eher stagnierender Preise für Rohstoffe besitzt Russland besonders im Rohstoffsektor und verwandten Bran-



chen noch ausreichend Potenzial, zumal die russischen Unternehmen im Vergleich zu anderen internationalen Gesellschaften häufig noch einen geringeren Wertansatz aufweisen. Neben den Branchen Metall und Chemie weist der Bereich Bank im KREMLIN-Portfolio den höchsten Anteil auf. Dies stellt aber auch ein Risiko dar, da derzeit 25,6% des gesamten Portfolios auf die Sberbank entfallen. Diese größte russische Bank vereint rund 58% aller Einlagen von Privatanlegern auf sich. Weitere Risiken birgt das Engagement bei Aktien der zweiten und dritten Reihe in Russland durch eingeschränkte Verkaufsmöglichkeiten, da einige Aktien des Portfolios nicht einmal regelmäßig gehandelt werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der russische Wertpapiermarkt hat sich in den letzten Jahren hervorragend entwickelt; aufgrund des starken Wachstums und der anhaltend hohen Rohstoffpreise dürfte dieser Trend noch anhalten. Ende Januar belief sich der innere Wert der KREMLIN-Aktie auf 4,80 EUR; die Aktie notiert mit aktuell 3,45 EUR also deutlich unter ihrem inneren Wert. Kurschancen ergeben sich auch bei der Einführung verschiedener Werte an westlichen Börsen, da dies eine erhöhte Aufmerksamkeit und mehr Liquidität in der Aktie bewirkt. Wenngleich die Risiken durch die Illiquidität vieler Positionen einen Abschlag auf den inneren Wert begründen lassen, erscheint das Niveau von über 25% doch etwas überzogen und sollte sich in Zukunft wieder verringern.



Für Kremlin-Aktionäre könnte der Rubel vielleicht bald wieder rollen

analysiert von:
Thorsten Renner



MAX21 AG

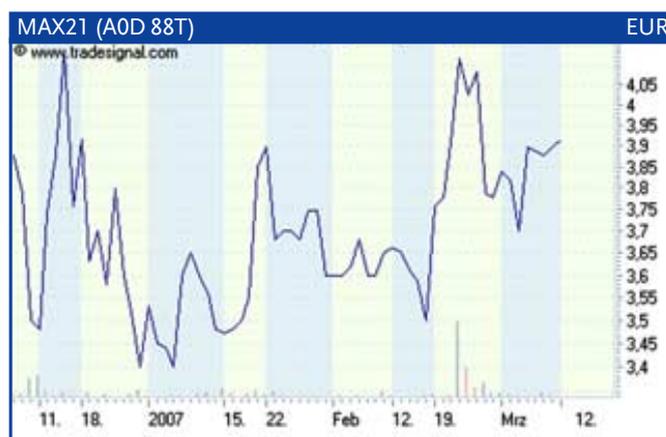
Investieren in Open Source

Positionierung & Strategie

Die Beteiligungsgesellschaft MAX21 hat sich auf Unternehmen aus dem Open Source-Umfeld – darunter versteht man frei kopierbare und veränderbare Software – spezialisiert. Die drei Vorstände Oliver Michel, Metin Dogan und Walter Erl verwalten derzeit ein Portfolio bestehend aus 14 Unternehmen, an denen MAX21 jeweils eine Minderheitsbeteiligung hält. Die Unternehmen setzen Open Source auf unterschiedlichen Gebieten wie der IT/TK-Sicherheit, Voice over IP oder der elektronischen Postverwaltung ein. In Bezug auf die wichtigste Beteiligung pawisda ist ein IPO zum Jahresende hin angedacht, falls das Unternehmen nicht bereits zuvor von einem der bekannten Postdienstleister aufgekauft wird. Zum Vergleich: Für 50% der Anteile an einem Konkurrenten der pawisda zahlte die börsennotierte Francotyp-Postalia AG erst kürzlich einen Kaufpreis von 7,5 Mio. EUR.

Chancen & Risiken

Die Möglichkeit, einzelne Gesellschaften nach einer Reifephase an die Börse zu bringen, eröffnet MAX21 unter Berücksichtigung der Risiken eines solchen Early Stage-Investments hohe Wertsteigerungspotenziale, wenngleich der Totalverlust bei defizitären Unternehmen ohne nennenswerte Umsätze immer möglich ist.



Zusammenfassung & Einschätzung

MAX21 besetzt ein innerhalb der IT-Branche spannendes Zukunftsfeld, das von anderen Beteiligungsgesellschaften so kaum oder gar nicht abgedeckt wird. Die pawisda-Beteiligung stellt dabei das wichtigste und aussichtsreiche Asset der Gesellschaft dar.

analysiert von:
Marcus Wessel





Im Bereich des Recyclings von Altpapier oder der Zerkleinerung von Restholz haben MAX-Beteiligungen Lösungen parat

M.A.X. Automation

Beteiligungen mit grüner Note

Unternehmen & Management

Die seit Ende 2005 unter M.A.X. Automation (zuvor: M.A.X. Holding) firmierende Düsseldorfer Beteiligungsgesellschaft hat in den zurückliegenden Jahren eine tief greifende Neuordnung und finanzielle Konsolidierung durchlaufen, die sich letztlich auch in dem neuen Namen niederschlägt. Nach der Zusammenlegung der ehemals vier auf nur zwei Geschäftsbereiche – die Automatisierung von Fertigungsprozessen und das kleinere Segment des Maschinen-Anlagenbaus – sowie dem Verkauf mehrerer Beteiligungen, was der Entschuldung diente, sieht sich das Unternehmen heute mit dem Schwerpunkt in der Automatisierungstechnik (über 70% Umsatzanteil) gut aufgestellt.

Positionierung & Strategie

Die beiden Vorstände Bernd Priske und Manfred Heim haben sich einem klaren Branchenfokus verschrieben. Dazu gehört die Konzentration auf mittelständische Unternehmen aus dem Bereich der Prozessautomatisierung mit den Zielmärkten der Umwelt- und Industrieautomation. M.A.X. erwirbt Unternehmen mit dem Ziel, diese langfristig zu halten und an deren operativer Wertsteigerung zu partizipieren. Besonderer Wert wird dabei auf die Verzahnung mit den anderen Unternehmen der Gruppe gelegt. Nach dem Kauf eines Mehrheitsanteils übernimmt M.A.X. einerseits die Aufgaben einer klassischen Finanzholding, zu der das Controlling, die Beschäftigung mit Finanzierungsfragen sowie administrative Tätigkeiten gehören. Andererseits formuliert der Vorstand in einem iterativen Prozess mit dem jewei-

ligen Management, das die Verantwortung für das Tagesgeschäft behält, die strategischen Langfristziele. M.A.X. selbst sieht sich mehr als Führungs- und weniger als klassische Beteiligungsgesellschaft, die nicht nur über Zukäufe, sondern vor allem organisch wachsen kann.

Für M.A.X. war 2006 ein Jahr neuer Umsatz- und Ertragsrekorde. Angetrieben vor allem durch die anhaltend hohe Dynamik bei Vecoplan, die über einen steigenden Auftragseingang berichten konnte, legte der Umsatz voraussichtlich um 15% auf ca. 180 Mio. EUR zu. Beim Ergebnis nach Steuern verzeichneten die Düsseldorfer nach vorläufigen Berechnungen einen Zuwachs um mehr als 40% auf 8 Mio. EUR. Beides lag über der im Herbst abgegebenen Prognose. Eine nicht zu unterschätzende Weichenstellung nahm das Management mit der Entscheidung über den Ausbau der Umwelttechnik vor. Die Zielsetzung für 2007 lautet, über EnerCess bereits einen Umsatz von mehr als zehn Mio. EUR abzuwickeln und gleichzeitig schwarze Zahlen zu schreiben. Angesichts der boomenden Biogaswirtschaft sollte beides zu schaffen sein. Interessant sind zudem die Entwicklungen auf Seiten der Aktionärsstruktur. So hat die DWS ihren Anteil an M.A.X. Anfang des laufenden Jahres auf über 7% ausgebaut.

Portfolio & Beteiligungen

M.A.X. hat den stark wachsenden Bereich der Umwelttechnik als Zukunftsmarkt für Automatisierungslösungen entdeckt. Diese kommen bei der Aufbereitung von Rohstoffen, dem Recycling oder der Herstellung und Nutzung von regenerativen Energieträgern zum Einsatz. Neben der Neugründung EnerCess soll der Erfolg der Umwelttechnik im M.A.X.-Verbund vor allem über die Beteiligung an der bereits 1969 gegründeten Vecoplan realisiert werden. Vecoplan sieht sich als technologischer Marktführer bei Aufbereitungsanlagen für die Recycling- und Abfallwirtschaft (Holz, Kunststoff, Papier, Haus- und Gewerbemüll). Dabei übernimmt die Gesellschaft von der Planung über die Montage bis zum After-Sales-Service alle Stationen der Wertschöpfungskette. Weltweit führend ist Vecoplan bei der Zerkleinerungstechnik. Aus dem Bereich der Industrieautomation stellt die NSM Magnettechnik gemessen an Umsatz und Mitarbeiterzahl die wichtigste Beteiligung dar. Das Unternehmen entwickelt Anlagen zur Automatisierung des Materialflusses mittels Magnet- und Vakuumtechnik. Der Vorstand will Neuengagements auf die beiden Automations-Segmenten beschränken. Ein Verkauf der Maschinen-Anlagenbauaktivitäten ist nicht ausgeschlossen.

M.A.X. Automation AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006580905	Automatisierungstechnik	
WKN	658 090	Strategie	
Kurs (EUR)	5,50	Buy and Hold	
AZ (Mio. St.)	26,8	Homepage	
M.Cap (Mio. EUR)	147,40	www.maxautomation.de	
EpS 2006e (EUR)	0,30	Mitarbeiter (K)	868
KGV 2006e	18,3	Gründungsjahr	1990
Div. 05 (EUR)	0,05	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,10	Anzahl Beteil.	9
Div.-Rendite 06e	1,8%	Größte Beteiligungen	
NAVe (Mio. EUR)*	57	Vecoplan	100,0%
NAV / Aktie (EUR)	2,13	NSM Magnettechnik	100,0%
Prem./Discount	+158,6%	IWM-Automation	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	2,30	relativ zu DAX	1,741
52-Wo-Hoch (EUR)	5,94	relativ zu DAX	2,428
Performance 1 Jahr	+101,5%	relativ zu DAX	1,770
Performance 4 Jahre	+570,7%		
Performance 7 Jahre	+48,6%		

*) Angabe bezieht sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006; Mitarbeiter (K): im Konzern
Stichtag: 9.3.2007



Chancen & Risiken

Der Bedarf an fachgerechten Aufbereitungssystemen wird mit zunehmendem Umweltbewusstsein und gesetzlichen Standards weiter ansteigen, auch unabhängig von konjunkturellen Zyklen. Besonders in Märkten wie den USA besteht diesbezüglich noch ein immenser Nachholbedarf, den Vecoplan über eigene Auslands-töchter zu nutzen versucht. Mehr als nur einen Schuss Fantasie

beinhaltet das Geschäft der EnerCess. In das aus einer Vorratsgesellschaft hervorgegangene und in EnerCess umfierte Unternehmen wurde das Geschäft mit Biogas-Anlagen der insolventen ASA GmbH (gehört nicht zur M.A.X.-Gruppe) eingebracht. Die in Deutschland zuletzt verstärkt geführte Diskussion um eine Substitution von unsicheren Gas-Importen durch heimisches Biogas sollte dem Hersteller von Biogas-Anlagen volle Auftragsbücher bescheren. Andererseits ist gerade deshalb in diesem Bereich in Zukunft mit einer Zunahme der Wettbewerbsintensität zu rechnen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nachdem M.A.X. lange Zeit in einen Topf mit anderen mittelständisch ausgerichteten Beteiligungsgesellschaften geworfen wurde, arbeitete der Vorstand zuletzt verstärkt an der Schärfung des eigenen Profils mit der Ausrichtung auf den wachstumsstarken Bereich der Umwelt- und Industrieautomation. Eine mögliche Trennung vom Maschinenanlagenbau und der Ausbau der Umwelttechnik haben die Aktie in das Blickfeld der Investoren gerückt. Der Titel bleibt auch auf dem erhöhten Kursniveau langfristig ein aussichtsreiches Investment.

analysiert von:
 Marcus Wessel

Smart Investor
 Das Magazin für den kritischen Anleger

Nanostart AG

Rendite im Kleinsten

Unternehmen & Management

Nachdem sich Marco Beckmann als Autor von Fachbüchern zum Thema Nanotechnologie und Nanotech-Aktien einen Namen gemacht hat („Nanostocks – Aktien der Zukunft“, „Profitieren von Nanotechnologie“), gründete er vor vier Jahren die Nanostart AG. Die Gesellschaft ist seit Mitte 2005 börsennotiert und inzwischen ein auch international bekannter Investor im Nanotech-Umfeld. Mit der vollständigen Übernahme der VentureTech Equity-Partners GmbH Ende 2005 hat die Gesellschaft ihr Exposure bei der Bereitstellung von Risikokapital ausbauen können.

Positionierung & Strategie

Nanostart betont selbst, dass sich das Management des eigenen Beteiligungsportfolios nicht auf die Funktion eines reinen Finanzinvestors und das Bereitstellen von Kapital beschränken soll. Beckmann und sein Team wollen den zumeist jungen und noch defizitären Gesellschaften mit ihrem Know-how auch in Kapitalmarktfragen zur Seite zu stehen. Darüber hinaus erhalten sie über die Nanostart und deren Mitgliedschaft in zahlreichen Organisationen einen Zugang zu einem breit gefächerten Kompetenznetzwerk aus potenziellen Kunden und Kooperationspartnern. Die Gesellschaft ist sich des Risikos der in einem noch frühen Stadium der Unternehmensentwicklung getätigten Investitionen bewusst. Weil die Erträge aus dem Beteiligungsgeschäft nur bedingt planbar erscheinen und Exits über die Börse maßgeblich von der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes zum jeweiligen Zeitpunkt abhängen, versuchte Beckmann durch den Aufbau einer zweiten



Säule die Ertragslage zu stabilisieren. Er tritt als Berater von institutionellen Investoren und Aktienfonds auf, die einen Teil ihrer Gelder in den nach Einschätzung Beckmanns Zukunftsmarkt Nanotech anlegen wollen. Das soll Nanostart wiederum planbare, wiederkehrende Einnahmen sichern.

2006 war für die Gesellschaft ein durchaus ereignisreiches Jahr. Anfängliche Rückschläge wie der verschobene Börsengang der ItN Nanovation konnten in der Folgezeit wieder aufgeholt werden. Im Juli brachte man schließlich ItN an den Markt. Vielfach überzeichnet zählte das IPO zu den wenigen geglückten Börsengängen im Nebenwertesegment. Weitere Transaktionen betrafen den Ver-

MagForce Nanotechnologies AG ist eine Nanostart-Beteiligung



kauf des Portfoliounternehmens Arryx an den Medizintechnik-Konzern Haemonetics und eine Anteilsaufstockung an der kalifornischen Lumiphore. Letztere entwickelt fluoreszierende Nanodetektoren, die zu Diagnosezwecken von Pharma- und Biotechnologieunternehmen genutzt werden. Die Berliner MagForce AG konnte eine Kooperationsvereinbarung mit der Medizintechnik-Division von Siemens abschließen und den Start einer Phase II-Studie zur Tumorkontrolle bei Prostatakrebs vermeiden. Die Therapie mit magnetischen Nanopartikeln – so die Hoffnung der Verantwortlichen – soll eine zusätzliche Bestrahlung überflüssig machen, da diese gemeinhin mit einer Vielzahl von Nebenwirkungen verbunden ist.

Portfolio & Beteiligungen

Das derzeit acht Beteiligungen umfassende Portfolio besitzt neben branchenübergreifenden Technologieanbietern einen Schwerpunkt im Bereich der Medizintechnik und der Life Science-Industrie. Für diese Branchen entwickeln Nanostarts Portfoliounternehmen mit Hilfe der Nanotechnologie neue Verfahrenslösungen. So vertreibt die amerikanische BioMicro System spezielle Nano-Analysetools, die eine parallele Untersuchung tausender Proben mit einer nur sehr geringen Menge an biologischem Ausgangsmaterial ermöglichen.

Nanostart AG			
ISIN	DE000A0B9VV6	Invest-Fokus	
WKN	A0B 9VV	Nanotech-Unternehmen weltweit	
Kurs (EUR)	22,70	Strategie	
AZ (Mio. St.)	5	Langfristig Exit-orientierte Investm.	
MCap (Mio. EUR)	113,50	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	0,40	www.nanostart.de	
KGV 2006e	56,8	Mitarbeiter (H)	8
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungs-jahr	2003
Div. 06 (EUR)	0,00	Geschäfts-jahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	8
NAV* (Mio. EUR)	12,4	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	2,48	MagForce	
Prem./Discount	+815,3%	ITN Nanovation	
52-Wo-Tief (EUR)	17,90	Lumiphore	
52-Wo-Hoch (EUR)	38,00		
Performance 1 Jahr	-26,2%	relativ zu DAX	0,638
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

*) Bezieht sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006; Mitarbeiter (H): in der Holding
n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007

Die Berliner MagForce forscht im Bereich der Krebstherapie an der gezielten Zerstörung von Tumoren mittels magnetischer Nanopartikel. Gerade in dieses Verfahren setzt Nanostart große Hoffnungen. Branchenübergreifend sollen die Patente von Nanosys vermarktet werden. Das Unternehmen mit Sitz am Technologie-Cluster im kalifornischen Palo Alto kann Strukturen in Nanometergröße aufbauen und nach den Wünschen seiner Kunden verändern. Einsatzgebiete sieht das Unternehmen hierfür u. a. in der Elektronik- und Rüstungsindustrie.

Chancen & Risiken

Außenstehende und Nicht-Kenner der Materie müssen schlichtweg auf die Expertise von Beckmann vertrauen. Investments in Unternehmen, die oftmals Verluste schreiben und im Einzelfall auch noch keine Umsätze generieren, haftet der spekulative Charakter von Venture Capital an. Und nichts anderes ist Nanostart: Ein VC-Geber. Die Diversifikation federt allerdings teilweise die Folgen eines möglichen Totalverlusts bei einem der Portfoliounternehmen ab. Kommt es zu einem IPO oder einem außerbörslichen Trade Sale, so lassen sich i. d. R. hohe stille Reserven heben, bzw. im Fall eines Börsengangs auch längerfristig an der Wertsteigerung der Beteiligung partizipieren.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Nanostart-Management war auch in den zurückliegenden Monaten äußerst umtriebig, der Dealfow entsprechend hoch. Es bleibt trotz aller erfolgreicher Exits jedoch dabei, dass Anleger mit dem Kauf der Nanostart-Aktie vor allem auf die Branchenerfahrung von Beckmann und seinem Team setzen. Die gezielte Auswahl der Portfoliounternehmen, deren Werte sich mit Ausnahme der börsennotierten ITN Nanovation nur schwer einschätzen lassen, entscheiden langfristig über den Erfolg der Beteiligungsstrategie. In einem volatileren Börsenumfeld dürfte das Papier gerade aufgrund der Bewertungsunsicherheit nur Investoren mit starken Nerven zu empfehlen sein.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Anzeige

Argumente von Baader, Blankertz, Doering, Habermann, Hoppe, Maxeiner, Miersch und vielen mehr jeden Monat in:

eigentümlich frei
INDIVIDUALISTISCH KAPITALISTISCH LIBERTÄR

Nichts für die Masse!

Capital!sta
Bücher von Erhard, Friedman, Hayek, Mises, Popper, Rand, Rothbard und vielen anderen mehr!

Libertäre Zeitschrift: www.ef-magazin.de
Liberaler Literaturladen: www.capitalista.de

„Auf unseren Erfolgen ruhen wir uns nicht aus“

Smart Investor im Gespräch mit Marco Beckmann, Vorstand der Nanostart AG, über die Rolle von Nanostart, den Börsengang der ItN Nanovation sowie das hohe Entwicklungstempo bei Lumiphore

Smart Investor: Was können Sie als Nanostart Ihren Beteiligungen außer dem Kapital, das Sie bereitstellen, anbieten?

Marco Beckmann: Die Nanostart AG bietet ihren Beteiligungen weitaus mehr als nur Beteiligungskapital. Eine Beteiligung durch Nanostart AG ist mittlerweile gleichbedeutend mit der Aufnahme in eine globale Familie von Nanotechnologie-Unternehmen. Die Portfolio-Unternehmen erhalten über uns Zugang zu Forschungseinrichtungen, renommierten Wissenschaftlern sowie potenziellen Kunden und können außerdem Kontakte zu anderen Nanostart-Beteiligungen knüpfen. Dieser Austausch fördert und sichert das dynamische Wachstum der Firmen und kann wesentlich zum Erfolg beitragen. Darüber hinaus ist profitieren die Unternehmen natürlich auch von den Erfahrungen und dem Know-how von Nanostart. Wir kennen die Märkte sehr gut und wissen, was junge, wachstumsstarke Unternehmen brauchen. Wo nötig, unterstützen unsere Portfolio-Manager die Unternehmen auch bei der Optimierung der Organisationsstruktur. Um es auf den Punkt zu bringen: Wir helfen unseren Beteiligungen überall da, wo Unterstützung notwendig ist oder sie es wünschen. So leisten wir einen entscheidenden Beitrag, um Unternehmen erfolgreich zu machen.

Smart Investor: Welche Erfahrungen ziehen Sie aus dem zunächst verschobenen und dann doch erfolgreichen Börsengang der ItN Nanovation?

Beckmann: Wir haben daraus gelernt, dass wir mit harter Arbeit und gemeinsam mit unseren Partnern, allen voran der ItN Nanovation selbst, in der Lage sind, Börsengänge auch in einem schwierigen Marktumfeld und unter erschwerten Bedingungen sehr erfolgreich durchzuführen. So konnten im zweiten Anlauf beispielsweise die Festo-Eigentümer als strategische Investoren gewonnen werden, die sich beim Börsengang mit 14 Mio. EUR an ItN Nanovation beteiligt haben. Außerdem ist der Börsengang der ItN Nanovation exemplarisch für unser Portfolio. Wir befinden uns in einem stetigen Austausch mit Investmentbanken über mögliche IPOs aus unserem Portfolio.

Smart Investor: Sie haben im zurückliegenden Geschäftsjahr Ihren Anteil an Lumiphore aufgestockt. Was versprechen Sie sich von diesem Engagement?

Beckmann: Ich komme gerade aus den USA zurück und habe auch unsere Beteiligung Lumiphore an ihrem Stammsitz in Redwood City im Silicon Valley besucht. An diesem Unternehmen fasziniert uns, wie schnell und dynamisch es sich ent-

wickelt. Das Unternehmen überführt wissenschaftliche Erkenntnisse in einer atemberaubenden Geschwindigkeit in Produkte. Bei Lumiphore arbeitet ein herausragendes Team um den renommierten Prof. Ken Raymond an einer bahnbrechenden Technologie. Hier haben wir die Chance auf eine klassische „Silicon-Valley-Erfolgsgeschichte“. Wir sind übrigens, nebenbei bemerkt, mit einem Anteil von 17,3% größter Aktionär dieser aussichtsreichen Gesellschaft.



Marco Beckmann

Smart Investor: Wie könnte die Nanostart AG in zehn Jahren aussehen? Was ist Ihre Vision?

Beckmann: Schon heute zählen wir mit unserem Portfolio zu den weltweit führenden Nanotechnologie-Beteiligungsgesellschaften. Unser breit aufgestelltes internationales Portfolio ist mit zahlreichen herausragenden Unternehmen bestückt und wird kontinuierlich erweitert. Mit bereits vier Börsengängen und einem so genannten Trade Sale, dem Verkauf einer Beteiligung an einen Industriekonzern, haben wir eine Erfolgsbilanz, wie sie keine andere Nanotech-Beteiligungsgesellschaft weltweit vorweisen kann. Doch auf unseren Erfolgen ruhen wir uns keineswegs aus. Wir wollen unsere führende Rolle im jungen Nanotechnologie-Markt weiter konsequent ausbauen. Ich gehe persönlich davon aus, dass in zehn Jahren bereits das ein oder andere heute noch kleine Nanotechnologie-Unternehmen den Sprung zum milliardenschweren Konzern geschafft hat. Natürlich ist es unser erklärtes Ziel, dass manche dieser Unternehmen aus dem Portfolio der Nanostart AG stammen. Viele werden das für eine kühne Vision halten, doch genau dafür setze ich mich mit meinem Team ein. Wir haben den Anspruch, diese extrem dynamische Technologie weiterhin maßgeblich zu prägen.

Smart Investor: Herr Beckmann, haben Sie herzlichen Dank für Ihre Ausführungen.

Interview: Marcus Wessel

Ponaxis AG

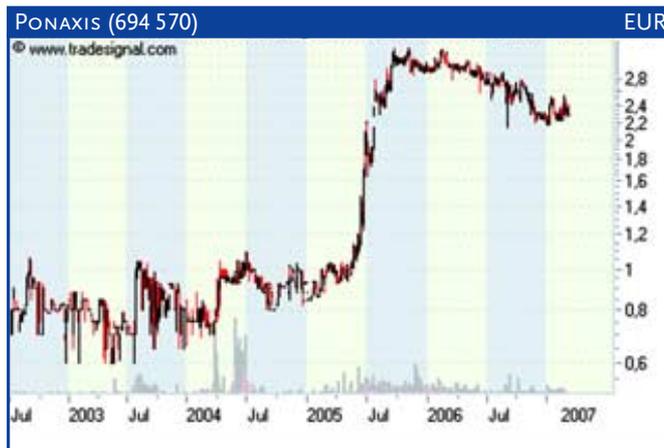
Logistik im Fokus

Unternehmen

Die Hamburger Ponaxis AG* ist eine Beteiligungsholding, die ihr strategisches Beteiligungsportfolio aus mittelständischen Unternehmen aufbaut und kontinuierlich weiterentwickelt. Seit 2003 ist Ponaxis vornehmlich auf Unternehmensbeteiligungen im Bereich Logistik und logistische Dienstleistungen fokussiert. Den einzelnen Beteiligungsunternehmen werden insbesondere Wachstums-, Turnaround-Kapital und/oder Managementexpertisen zur Verfügung gestellt. Bei Bedarf können auch Nachfolgelösungen gefunden werden. Trotz der Fokussierung auf Logistik hält Ponaxis aber auch Beteiligungen außerhalb der Logistik-Branche.

Positionierung & Strategie

Ponaxis baut ihr strategisches Beteiligungsportfolio aus mittelständischen Unternehmen auf und entwickelt diese kontinuierlich weiter. Seit 2003 ist die Gesellschaft vor allem auf die Bereiche Logistik und logistische Dienstleistungen fokussiert. Um den Wachstumskurs der Beteiligungsunternehmen zu beschleunigen, tritt Ponaxis als Eigenkapitalgeber auf oder versucht durch ein unternehmenseigenes Kontakt Netzwerk Zugang zu Fremdkapital zu ermöglichen. Darüber hinaus soll das Beteiligungsportfolio auch um Unternehmen ergänzt werden, die aufgrund ihres Tätigkeitsfeldes, z. B. in der Unternehmensberatung, den Zugang zu Beteiligungskandidaten vereinfachen und das bestehende Beteiligungsportfolio strategisch weiter fördern können. Ponaxis hat somit das Ziel der Generierung eines effizienten Unternehmensportfolio- und Experten-Netzwerks. Ponaxis hat die Absicht, das eigene Beteiligungsportfolio sukzessive um Unternehmen zu erweitern, die zur Unternehmensstrategie passen und somit ein Beteiligungsnetzwerk aufzubauen, welches durch langfristige Synergie-Effekte und Cross-Selling-Potenziale innerhalb der Gruppe



höhere Effizienz für die einzelnen Beteiligungsunternehmen ermöglichen soll.

Chancen & Risiken

Die Chancen bei der Ponaxis liegen in der Gewichtung von international tätigen Unternehmen aus der Logistik bzw. Logistikdienstleistungsbranche. Durch den steigenden Bedarf an globalen anstatt regional beschränkten Logistiklösungen spricht daher vieles für ein rasches Wachstum der Beteiligungsunternehmen. Auf der anderen Seite befinden sich die meisten der Beteiligungsunternehmen noch in der Gründungs- bzw. einer frühen Unternehmensphase, was das Risiko, bezogen auf die Etablierung am Markt, erhöht. Für den raschen Expansionskurs der Ponaxis AG benötigt das Unternehmen außerdem viel Kapital, was in der Vergangenheit mit verschiedenen Kapitalmaßnahmen eingeworben wurde.

Zusammenfassung & Einschätzung

Im September 2006 brachte die Ponaxis AG die erste Beteiligung aus dem seit 2003 forcierten Logistikbereich, die Arrivo AG, erfolgreich an die Börse. Die Strategie, auch unter den einzelnen Beteiligungen Synergieeffekte zu heben und die Beteiligungen dadurch schneller reif für einen Börsengang zu machen, zeigt somit erste Früchte. Damit aber die Börse das Konzept weiterhin honoriert, müssen jetzt weitere Beweise für den Erfolg der Strategie erbracht werden.

analysiert von:
Felix Gode



Ponaxis AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006945702	Branchenunabhängig*	
WKN	694 570	Strategie	
Kurs (EUR)	2,34	mittelständische Unternehmen	
AZ (Mio. St.)	11,29	in Sondersituationen**	
MCap (Mio. EUR)	26,42	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	k.A.	www.ponaxis.de	
KGV 2006e	n.ber.	Mitarbeiter	4 (H), 530 (K)
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr	1994
Div. 06e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31. Dez
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	17
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Arrivo AG	ca. 90%
Prem./Discount	n.ber.	Rungis Express	100%
52-Wo-Tief (EUR)	2,20	Cargofresh AG	57,41%
52-Wo-Hoch (EUR)	3,10	relativ zu DAX	0,665
Performance 1 Jahr	-23,0%	relativ zu DAX	1,086
Performance 4 Jahre	+200,0%	relativ zu DAX	2,127
Performance 7 Jahre	+78,6%		

* mit Schwerpunkt Logistik

** Mehrheitlicher Erwerb und mittel- bis langfristige Entwicklung
Mitarbeiter (K): im Konzern, (H): in der Holding
n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007

OFFENLEGUNG MÖGLICHER INTERESSENKONFLIKTE NACH §34b WpHG ZUM ZEITPUNKT DER VERÖFFENTLICHUNG:

*) Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.

U.C.A. AG

Junge, schnell wachsende Unternehmen im Fokus

Unternehmen & Management

Die U.C.A. AG ist ein börsennotiertes Investment- und Beratungshaus mit Sitz in München, das sich an kleinen und mittleren Unternehmen beteiligt und darüber hinaus das Management und die Eigentümer mittelständischer Gesellschaften bei der Akquisition und Veräußerung von Unternehmensanteilen, bei der Aufnahme von Kapital sowie bei Börsengängen berät. Insgesamt befinden sich 14 aktive Beteiligungen im Portfolio der U.C.A. AG.

Positionierung & Strategie

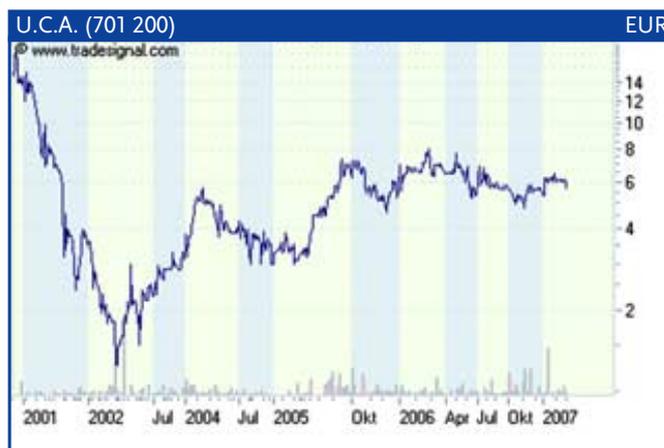
U.C.A. fokussiert sich auf junge, schnell wachsende Unternehmen in Form von Minderheitsbeteiligungen (Sportnex GmbH, Seval AG, My Blog AG, aovo Touristik AG). Zudem ist U.C.A. seit Ende 2004 zu 92% an der Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe) beteiligt. Die DeTeBe AG beteiligt sich ausschließlich mehrheitlich an mittelständischen Technologieunternehmen. Dabei konzentriert sich die Gesellschaft auf profitable Unternehmen. Die Umsatzvolumina liegen zwischen 4 und 40 Mio. EUR. Im Rahmen der mehrheitlichen Beteiligung unterstützt die DeTeBe die Unternehmen bei Fragen der Wachstumsfinanzierung ebenso wie bei Nachfolgelösungen oder bei Ausgliederungen aus größeren Unternehmensgruppen. Die DeTeBe hält aktuell fünf Mehrheitsbeteiligungen (Plan Optik AG, InterCard AG, Climasol GmbH, Bautest GmbH und Frank Optic Products GmbH).

Chancen & Risiken

Nach Angaben von U.C.A. konzentriert sich die Gesellschaft auf Beteiligungen, die ein attraktives Chancen-/Risikoprofil mit einem hohen Return on Investment (>10%) vorweisen. Mit den Börsengängen der Beteiligungen Plan Optik, aovo Touristik und InterCard hat U.C.A. bereits erfolgreich unter Beweis gestellt, dass bei den erfolgten Investments hohe Renditen erzielt werden können. Zudem verfügt die Gesellschaft über eine Nettoliquidität

U.C.A.		Invest-Fokus	
ISIN	DE0007012007	dt. Mittelständler und start-ups	
WKN	701 200	Strategie	
Kurs (EUR)	5,77	mittelfristig, o. operativen Einfluss	
AZ (Mio. St.)	6,62	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	38,20	www.uca.de	
EpS 2006e (EUR)	0,50	Mitarbeiter	8
KGV 2006e	11,5	Gründungsjahr	1989
Div. 05 (EUR)	0,39	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,40	Anzahl Beteil.	10
Div.-Rendite 06e	6,9%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	45,35	Dt. Technologie Bet.	92,0%
NAV / Aktie (EUR)	6,85	Aovo Touristik	15,0%
Prem./Discount	-15,8%	Microventure	20,0%
52-Wo-Tief (EUR)	5,16	Sportnex GmbH	25,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	7,33	relativ zu DAX	0,752
Performance 1 Jahr	-13,0%	relativ zu DAX	1,019
Performance 4 Jahre	+181,5%	relativ zu DAX	0,086
Performance 7 Jahre	-92,7%		

Stichtag: 9.3.2007

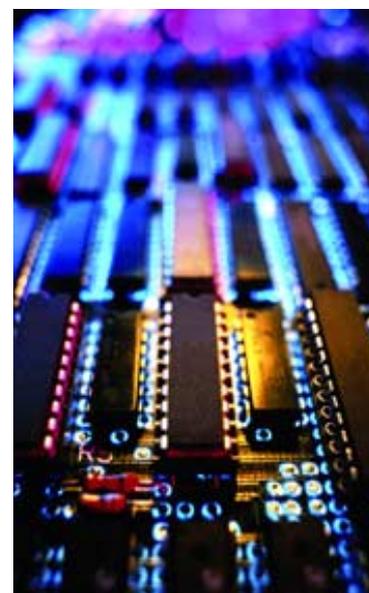


von aktuell 20 Mio. EUR, die den finanziellen Spielraum für weitere Beteiligungen bildet. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2006 ist eine Dividende in Höhe von 0,40 EUR pro Aktie vorgesehen. Dies entspricht auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von annähernd 7%. Zudem kauft U.C.A. im Rahmen eines Rückkaufprogramms sukzessive eigene Aktien über die Börse zurück.

Zusammenfassung & Einschätzung

U.C.A. ist in der Vergangenheit wohl überlegt mit den freien liquiden Mitteln umgegangen. Bei den drei erfolgten Börsengängen in der letzten Zeit konnten erhebliche stille Reserven aufgebaut werden. In unseren Augen werden auch im laufenden Jahr weitere Unternehmen aus dem Portfolio den Gang an die Börse wagen. Zu nennen wären hier vor allem die MyBlog AG und Climasol. Bei weiteren Börsengängen von

Portfoliounternehmen sollte der U.C.A. auch die Tatsache zugute kommen, dass die Preisvorstellungen anlässlich der letzten IPOs nicht überzogen waren und Erstzeichner schöne Gewinne vereinnahmen konnten. Bis 2009 soll das Vorsteuerergebnis auf rund 8 Mio. EUR anwachsen. Das vorläufige EBT für das abgelaufene Jahr 2006 liegt bei knapp 3,20 Mio. EUR.



U.C.A. hält Beteiligungen mit Technologie-Fokus

analysiert von:
Philipp Leipold

GLOBAL BUSINESS CONCEPTS



Deutsche Beteiligungs AG

Tradition und Rendite mit MBOs

Leise Töne und niedrige Fahrgeräusche im Auto: dafür sorgen die Schallschutzprodukte der AKsys GmbH (links); Homag-Maschinen haben viel Anwendungsgebiete: Das Veredeln von Oberflächen, Bohren, Beschlag-einbringen oder auch Kantenanleimen (Quelle: DBAG/René Spalek)

Unternehmen & Management

Mit einer Marktkapitalisierung von über 300 Mio. EUR zählt die Deutsche Beteiligungs AG (kurz DBAG) zweifellos zu den Schwergewichten unter den heimischen Beteiligungsgesellschaften. Das heute im SDAX enthaltene Unternehmen wurde 1985 von der Deutschen Bank und dem Bankgeschäft Karl Schmidt als Reaktion auf das in Planung befindliche Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) gegründet. Dieses sollte die Kapitalausstattung mittelständischer Unternehmen in Deutschland stärken, die selbst über keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt verfügten. Nach der Aufnahme der Börsennotiz der Vorzugs- und in einem weiteren Schritt der Stammaktien und der späteren Zusammenlegung beider Aktiegattungen kam es Mitte der 90er Jahre zu einer Erweiterung des Investmentfokus auch auf ausländische Gesellschaften. Zudem wurde erstmals eine Mehrheitsbeteiligung eingegangen. Seit dem Jahr 2000 steht der gelernte Jurist Wilken Freiherr von Hodenberg als Sprecher des Vorstands an der Spitze der DBAG. Ihm zur Seite steht ein Team aus Beteiligungsmanagern, die ihre Erfahrungen u. a. aus dem Investment Banking und dem Private Equity-Geschäft mit einbringen.

Positionierung & Strategie

Die DBAG sieht sich als Partner von Managern und Geschäftsführern, die einen Management-Buyout (MBO) planen und umsetzen wollen. Dazu stellt die Gesellschaft das nötige Kapital zur Verfügung, knüpft die notwendigen Kontakte aus einem über die letzten Jahrzehnte aufgebauten umfangreichen Netzwerk innerhalb

der Financial Community und übernimmt nicht zuletzt die Abwicklung der gesamten Transaktion. Das Team der DBAG assistiert u. a. in Fragen des Controllings, des Rechnungswesens und der Finanzierung. Dagegen belässt es die operative Verantwortung und Entscheidungshoheit bei den Managern vor Ort. Die klare und strikte Trennung der Aufgabenbereiche soll Konflikte zwischen der DBAG und ihren Beteiligungen verhindern. Was das Akquisitionsprofil anbelangt, so konzentriert man sich auf das Segment mittelständischer Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 50 und 500 Mio. EUR. Abweichungen sind jedoch im Einzelfall in beide Richtungen hin möglich. Die Investitionssumme beziffert die DBAG dabei auf 50 bis 250 Mio. EUR. Zusammen mit den von ihr geführten Private Equity-Fonds (Parallelfonds), in die vor allem angelsächsische Investoren Summen von bis zu 50 Mio. EUR einzahlen, wird eine mehrheitliche Übernahme angestrebt. Als wichtigste Voraussetzung für ein Neuengagement nennt der Vorstand das Vorhandensein einer positiven Ertragslage. Sanierungsfälle überlässt man anderen.

Eine wichtige strategische Weichenstellung betraf die Entscheidung, selbst als Initiator von Buyout-Fonds aufzutreten. Das Angebot richtet sich an institutionelle Anleger wie Banken und Versicherungen. Die DBAG verwaltet damit erstmal fremdes Geld, das für Private Equity-Deals eingesetzt werden soll. Gerade in diesen Bereich flossen in den vergangenen Jahren verstärkt Gelder, so dass sich durchaus von einem Trend Richtung Private Equity sprechen lässt. Die DBAG sammelte beispielsweise für ihre beiden Buyout-Fonds über 600 Mio. EUR an Kapital ein. Über eine Management-Fee sichert sie sich neben einmaligen Erträgen aus einem Exit und Wertänderungen langfristig planbare, wiederkehrende Einnahmen.

Wie angekündigt trennte sich die DBAG im Zuge des Bauer-IPOs von sämtlichen Anteilen an dem Baukonzern. Emittiert während einer äußerst schwierigen Börsenphase, wollte man den Deal um jeden Preis durchziehen, schon um die Glaubwürdigkeit der eigenen Prognosen zu untermauern. Dass der Ausgabekurs von 16,75 EUR nur am unteren Ende der Bookbuildingspanne lag, wurde bewusst in Kauf genommen. Dennoch fiel aus dem Verkauf ein Gewinn in zweistelliger Millionenhöhe an, der mitverantwortlich für den neuen Rekordüberschuss im Geschäftsjahr 2005/2006 (31.10.) in Höhe von 82,7 Mio. EUR war. Der NAV zog zugleich von 14,64 EUR über 19,07 EUR (Oktober 2006) auf 20,85 EUR (per Ende Januar) an. Zusätzlich zu einer regulär auf 0,50 EUR erhöhten Divi-

DBAG AG		
ISIN	DE0005508105	Invest-Fokus
WKN	550 810	Industrienahe Unternehmen
Kurs (EUR)	22,89	Strategie
AZ (Mio. St.)	15,153	MBOs, Private Equity-Deals
MCap (Mio. EUR)	346,85	Homepage
EpS 2006 (EUR)	5,02	www.deutsche-beteiligung.de
KGv 2006e	4,6	Mitarbeiter
Div. 05 (EUR)	0,66	Gründungsjahr
Div. 06* (EUR)	3,00	Geschäftsjahr
Div.-Rendite 06e	13,1%	Anzahl Beteil.
NAV (Mio. EUR)	316	Größte Beteiligungen
NAV / Aktie (EUR)	20,85	Homag
Prem./Discount	+9,8%	Harvest Partners
52-Wo-Tief (EUR)	14,10	AKsys
52-Wo-Hoch (EUR)	24,40	Quartus Capital
Performance 1 Jahr	+38,0%	relativ zu DAX
Performance 4 Jahre	+266,8%	relativ zu DAX
Performance 7 Jahre	-40,8%	relativ zu DAX

*) Inklusive 2,50 EUR einmaliger Sonderdividende
Stichtag: 9.3.2007



dende (Vorjahr: 0,33 EUR) schlugen Vorstand und Aufsichtsrat die Zahlung einer Sonderdividende über 2,50 EUR vor.

Portfolio & Beteiligungen

Aus den Investitionskriterien mit dem besonderen Fokus auf mittelständische Ziele resultiert fast zwangsläufig die stark von Industrieunternehmen geprägte Zusammensetzung des aktuellen Portfolios. Automobilzulieferer, Chemieunternehmen sowie Maschinen- und Anlagenbauer dominieren die Beteiligungsstruktur. Dabei entfallen auf die zehn wichtigsten Positionen – hierunter fasst die DBAG auch ihre Anteile an den beiden Beteiligungsfonds Harvest Partners und Quartus Capital – knapp 80% des Portfoliowertes. Gemessen an einem Jahresumsatz von 714 Mio. EUR 2005 zählt Homag zu den Dickschiffen im DBAG-Portfolio. Die Schwaben bauen Maschinen für die Holz verarbeitende Industrie. Diese werden bspw. zur Produktion von Türen, Rahmen und Fußbodenelementen benötigt. Die Stimmungsaufhellung in der heimischen Bauindustrie dürfte dem Unternehmen auch 2006 eine stabile Nachfrage beschert haben. Zuletzt gab die DBAG bekannt, den Anteil an Homag unter Einbeziehung ihrer Parallelfonds auf rund 60% aufgestockt zu haben. Die in Worms ansässige AKsys GmbH (Umsatz 2005: 366 Mio. EUR) steht stellvertretend für das Engagement der DBAG im Automobilsektor. AKsys fertigt Akustik- und Kunststoffsysteme, die sowohl in Lu-

xuslimousinen als auch in Kleinwagen und LKWs Verwendung finden und störende Fahrgeräusche deutlich mindern können. Daneben reduzieren die Kunststoffapplikationen das Fahrzeuggewicht, was sich nach Angaben von AKsys in einem niedrigeren Spritverbrauch niederschlägt.

Chancen & Risiken

Bei den direkt oder indirekt gehaltenen Beteiligungen der DBAG handelt es sich zumeist um Marktführer in ihren jeweiligen Nischen. Durch die starke Ausrichtung auf industriennahe Branchen profitiert das Portfolio von einem konjunkturellen Aufschwung. Vice versa gilt es, eine solche Abhängigkeit auch als einen potenziellen Risikofaktor im Auge zu behalten. Vor allem der Margendruck bei den Automobilzulieferern sollte nicht unterschätzt werden. Über die Bündelung der Kräfte mit den eigenen Private Equity-Fonds kann die DBAG ein beachtliches Investitionsvolumen von über 200 Mio. EUR stemmen. Bei solchen Summen fallen andere heimische Beteiligungsgesellschaften als Konkurrenten oftmals aus. Dafür treten internationale Spieler der Private Equity-Szene auf den Plan. Zusammen mit dem sehr niedrigen Zinsniveau kann das die Preise der Übernahmeziele durchaus verderben – also in die Höhe treiben.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die DBAG nimmt unter den börsennotierten Beteiligungsgesellschaften aufgrund ihrer langen Historie und der erlangten Größe zweifellos eine exponierte Stellung ein. Für die Zusammenarbeit mit ausländischen Kapitalgebern, die sich über die Parallelfonds für rund zehn Jahre an die DBAG binden, spielt die aufgebaute Reputation des Managements die entscheidende Rolle. Dieses hat mit seiner disziplinierten Anlagepolitik – notfalls steigt man auch aus einem Bieterverfahren um ein interessantes Zielunternehmen aus – das Vertrauen der eigenen Aktionäre über die letzten Jahre mehr als gerechtfertigt. Anleger sollten sich allerdings darüber im Klaren sein, dass die Erfolge insbesondere der letzten beiden Geschäftsjahre nur schwer wiederholbar sein dürften.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Anzeige

financial.de
Information you can trust

GBK Beteiligungen AG

Co-Investments mit HANNOVER FINANZ eröffnen Chancen

Unternehmen & Management

Die bereits seit 1969 im Beteiligungsbereich tätige GBK Beteiligungen AG mit Sitz in Hamburg zählt zu den ältesten Unternehmen der Branche in Deutschland. GBK fokussiert sich auf Beteiligungen an nicht börsennotierten mittelständischen Unternehmen mit etablierten Geschäftsmodellen im Inland. Alleinvorstand Christoph Schopp verfügt in diesem Bereich über langjährige Erfahrung in der Finanzierung. Größter Einzelaktionär mit einem Anteil von 10% ist die HANNOVER FINANZ-Gruppe, die seit 2002 auch die Geschäftsbesorgung übernimmt. Ferner ist die Hamburger Privatbank M.M. Warburg mit knapp unter 10% an GBK beteiligt.

Positionierung & Strategie

Strategisch fokussiert sich GBK auf MBO- und Buyout-Finanzierungen sowie Investments zur Expansionsfinanzierung der Zielunternehmen. Der Schwerpunkt der Investitionen (76% der Portfoliofirmen) entfällt auf mittelständische Unternehmen mit einem Jahresumsatz von über 50 Mio. EUR. Ein besonderer Branchenfokus besteht nicht, vielmehr sind die Mittel relativ gleichmäßig in die Sektoren Immobilien (15%), Handel (15%), Elektrotechnik (16%), Maschinenbau/Automotive (13%), Chemie (13%) sowie neuerdings auch Solar (7%) investiert. Die verbleibenden 21% entfallen auf sonstige Branchen. In jüngerer Zeit beteiligte sich GBK auch wieder vereinzelt an Börsenkandidaten: So geschehen im Vorjahr bei der seit Sommer 2006 notierten aleo solar AG und jüngst an der im Bereich Gewerbeimmobilien tätigen POLIS Grundbesitz und Beteiligungs AG, die unlängst den Börsengang für das erste Halbjahr 2007 ankündigte.

Chancen & Risiken

Die langfristig ausgerichtete Investmentstrategie mit Fokus auf Unternehmen der „Old Economy“ führt in Verbindung mit der Konzentration auf größere Unternehmen mit einem etablierten Geschäftsmodell zu einer Risikominimierung und passt zum konservativ beziehungsweise Value-orientierten Anlagestil der

GBK Beteiligungen AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005850903	Nicht notierter Mittelstand	
WKN	585 090	Strategie	
Kurs (EUR)	5,99	Minderheitsbeteiligungen	
AZ (Mio. St.)	4,5	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	26,96	www.gbk-ag.de	
EpS 2006e (EUR)	0,40	Mitarbeiter	2
KGV 2006e	15,0	Gründungsjahr	1969
Div. 05 (EUR)	0,12	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,20	Anzahl Beteil.	27
Div.-Rendite 06e	3,3%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	n.bek.	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.		
Prem./Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	5,11	relativ zu DAX	0,950
52-Wo-Hoch (EUR)	6,20	relativ zu DAX	0,391
Performance 1 Jahr	+9,9%	relativ zu DAX	0,792
Performance 4 Jahre	+7,9%		
Performance 7 Jahre	-33,4%		

n. bek.: nicht bekannt
Stichtag: 9.3.2007



GBK. Die Beimischung von Beteiligungen an IPO-Kandidaten eröffnet überdies interessante zusätzliche Renditechancen.



Die GBK-Beteiligung aleo Solar produziert Solarmodule und vertreibt Photovoltaik-Systeme

Das Problem der begrenzten verfügbaren Investitionsmittel hat GBK durch die enge Zusammenarbeit und die Geschäftsbesorgung durch die HANNOVER FINANZ-Gruppe geschickt gelöst. Im Regelfall beteiligt sich GBK als Co-Investor von anderen Fonds der HANNOVER FINANZ und kann auf diese Weise an deutlich größeren Transaktionen teilnehmen. Daneben hilft die Bündelung der Finanzkraft auch im Wettbewerb gegen die mit nahezu uner-

erschöpflichen Finanzmitteln ausgestatteten großen Private Equity-Firmen. Neben den allgemeinen konjunkturellen Risiken kann sich auf lange Sicht die limitierte Finanzkraft für GBK wachstumshemmend auswirken.

Zusammenfassung & Einschätzung

Auf Basis vorläufiger Zahlen konnte GBK im Geschäftsjahr 2006 ein Ergebnis von knapp 2 Mio. EUR (Vj. 1,2 Mio. EUR) erwirtschaften, was gut 0,40 EUR je Aktie und damit einem 2006er KGV von 15 entspricht. Die Dividendenrendite beträgt bei der von uns erwarteten Anhebung der Ausschüttung auf 0,20 EUR immerhin 3,3%. Die GBK-Aktie eignet sich vor allem für eher konservative langfristige Investoren, die sich neben dem Kurspotenzial auch für eine attraktive Dividende interessieren.

analysiert von:
Alexander Langhorst





Nicht wenige Schiffsladungen werden mit SVT-Verladearmen gelöscht

GESCO AG

Profitiert vom Wachstumsmotor „Mittelstand“

Unternehmen & Management

Die in Wuppertal ansässige GESCO AG ist bereits seit dem Jahr 1989 als Mittelstandsholding im Markt tätig und hat sich seitdem an einer zweistelligen Zahl von Unternehmen beteiligt. Seit 1998 ist GESCO an der Börse notiert und wird von Dr. Hans-Gert Mayrose und Robert Spartmann als Vorständen geführt. Die Kombination eines Ingenieurs und Wirtschaftsprüfers ist für eine Beteiligungsholding aus Sicht des Verfassers sehr vorteilhaft.

Positionierung & Strategie

GESCO erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmente Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststofftechnik mehrheitlich und auf lange Sicht. Bei den Investitionen setzt das Management vor allem auf so genannte Nachfolgeregelungen bei mittelständischen und nicht am Kapitalmarkt notierten Unternehmen. Den Schwerpunkt bilden produzierende Unternehmen, die sich in einer strategisch interessanten Marktnische bewegen und über eine entsprechende Ertragsstärke verfügen. Beim Umsatzvolumen liegt die Untergrenze bei mögli-



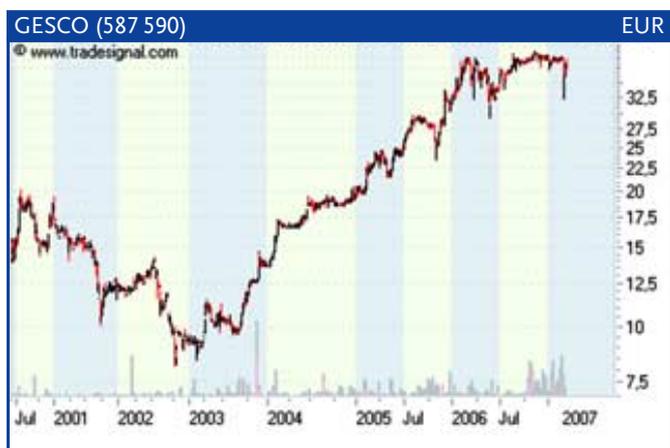
Die GESCO-Beteiligung Dörrenberg ist auf Oberflächentechnik spezialisiert

chen Engagements bei rund 10 Mio. EUR. Unter Risikoaspekten werden bewusst keine sanierungsbedürftigen Firmen erworben. Als Käufer profitiert GESCO davon, dass sich jedes Jahr bei einer Vielzahl an Unternehmen in Deutschland die bisherigen Inhaber und Geschäftsführer aus Altersgründen zurückziehen. Hauptansatzpunkt von GESCO ist dabei die häufig vorzufindende Konstellation, wonach in den eigenen Reihen des Unternehmens, sprich in der Inhaberfamilie, kein geeigneter Nachfolger vorhanden ist. Als Lösung hierfür gibt es nun den Verkauf an GESCO, die einen eigenen Geschäftsführer einsetzt, der die Firma anstelle des bisherigen Inhabers weiterführt.

Im Gegensatz zu den aktuell in der öffentlichen Diskussion stehenden Private Equity-Gesellschaften, im Volksmund gern auch als „Heuschrecken“ bezeichnet, setzt GESCO nicht auf schnelle Erträge durch Entlassungen, Umstrukturierungen und/oder den Verkauf von Unternehmensteilen. Ideale Kaufkandidaten

GESCO AG			
ISIN	DE0005875900	Invest-Fokus	
WKN	587 590	Nicht notierter Mittelstand	
Kurs (EUR)	38,09	Strategie	
AZ (Mio. St.)	2,749	Mehrheitsbeteiligungen	
MCap (Mio. EUR)	104,71	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	4,74	www.gesco.de	
KGV 2006e	8,0	Mitarbeiter	1.300
Div. 05 (EUR)	1,25	Gründungsjahr	1989
Div. 06e (EUR)	1,50	Geschäftsjahr	31.03.
Div.-Rendite 06e	3,9%	Anzahl Beteil.	12
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Dörrenberg Edelstahl GmbH	
Prem./Discount	n.ber.	SVT GmbH	
52-Wo-Tief (EUR)	31,60	Frank Walz- u. Schmiedetech. GmbH	
52-Wo-Hoch (EUR)	40,99	MAE Masch.u.App.bau Götzen GmbH	
Performance 1 Jahr	+6,2%	relativ zu DAX	0,918
Performance 4 Jahre	+323,2%	relativ zu DAX	1,532
Performance 7 Jahre	+169,8%	relativ zu DAX	3,211

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



sind daher Firmen, deren Inhaber ihr Lebenswerk lieber in gute Hände abgeben möchte als einen höchstmöglichen Preis zu erzielen. Grundsätzlich sind die Engagements der Wuppertaler auf lange Sicht angelegt, was eine strategische Fortentwicklung des Unternehmens ohne Rücksicht auf die im Private Equity-Geschäft ansonsten üblichen Haltezeiträume zwischen drei und sieben Jahren ermöglicht. Auch wenn keine exitorientierte Strategie verfolgt wird, ist der Verkauf von Firmen kein „Tabu“ und in der Vergangenheit bereits mehrfach erfolgt, muss jedoch im Einzelfall als sinnvoll erscheinen.

Das Portfolio

Aktuell zählen 12 Unternehmen mit rund 1.300 Mitarbeitern zum GESCO-Portfolio. Dabei entfallen aktuell etwa drei Viertel der Umsätze auf Firmen aus den Bereichen Werkzeug und Maschinenbau, der Rest auf Firmen mit dem Fokus Kunststofftechnik. Der regionale Schwerpunkt des Portfolios liegt in Nordrhein-Westfalen. Mit dem Erwerb der Hubl GmbH in Vaihingen/Enz legte GESCO den Grundstein zum Ausbau der Aktivitäten in der geplanten zweiten Schwerpunktregion in Baden-Württemberg, jüngst erfolgte mit dem Zukauf der Frank Walz- und Schmiedetechnik GmbH in Hatzfeld auch die Ausweitung auf die Region Nordhessen. Durch das überschaubare Portfolio sowie die gute verkehrstechnische Erreichbarkeit der Beteiligungen vom Standort Wuppertal aus ist ein sehr intensiver Kontakt und Informationsaustausch zwischen der Holding und den Tochtergesellschaften möglich, die auch eine entsprechend zeitnahe Reaktion auf Veränderungen im Marktumfeld der einzelnen Beteiligungen in enger Absprache mit dem dortigen Management ermöglicht.

Chancen & Risiken

Für das Geschäftsmodell der GESCO AG spricht neben der langjährigen Erfahrung des Managements auch die Strategie, Firmen komplett zu übernehmen. Damit sichert sich GESCO die alleinige Entscheidungskompetenz in punkto unternehmerischer Führung und vermeidet Streitigkeiten mit „Rest-Eigentü-

mern“. Im zweiten Schritt räumt GESCO dem neu eingesetzten Geschäftsführer nach einer gewissen Probe- und Eingewöhnungsphase die Möglichkeit einer eigenen Beteiligung (in der Regel 20%) an dem geführten Unternehmen ein, um zusätzliche Anreize zu schaffen. Ebenfalls risikovermindernd wirkt sich aus, dass es sich bei den übernommenen Firmen in der Regel um langjährig im Markt positionierte und gut eingeführte Unternehmen handelt. Vor diesem Hintergrund sind die Risiken im Zusammenhang mit dem Wechsel des Mehrheitsgesellschafters und der Geschäftsführung überschaubar.

Spezifische Risiken bei einzelnen Portfoliofirmen sind nicht erkennbar. Hinzuweisen ist auf den relativ hohen Umsatzanteil von Dörrenberg am Konzern, die jedoch selbst eine Gruppe aus mehreren Unternehmen ist. Ebenfalls eher ein theoretisches Risiko sind Wechselkurschwankungen des Euro zum Schweizer Franken, da GESCO sich schon immer über die zinsgünstige Alpenwährung finanziert. Bis heute haben die Zinsersparnisse gelegentliche Wechselkursbelastungen deutlich übertroffen. Der eingeschränkte Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers hängt mit der Nichtveröffentlichung der Ergebnisse der Portfoliounternehmen zusammen. Angesichts der zumeist sehr spezifischen Nischenmärkte, in welchen die Beteiligungsunternehmen tätig sind, ist diese Vorgehensweise des Managements nachvollziehbar, um die Portfoliounternehmen vor Begehrlichkeiten seitens Kunden und Lieferanten zu schützen.



Richtmaschine der GESCO-Tochter MAE

Zusammenfassung & Einschätzung

GESCO bekräftigte die im November kommunizierte Planung für das laufende Geschäftsjahr mit 263 Mio. EUR als Umsatzziel, hob die Prognose für den Konzernüberschuss jedoch von 12 auf 12,6 Mio. EUR an. Dies war durch den über Plan erfolgten Verkauf der Minderheitsanteile am Gewerbepark im sächsischen Bautzen notwendig geworden. Der

Einmaleffekt hieraus wird statt der seinerzeit kommunizierten 2 sogar 2,6 Mio. EUR betragen; der Erlös wird im Finanzergebnis ausgewiesen werden. Für 2006/07 erwarten wir ein Ergebnis je Aktie von 4,74 EUR bei einem Umsatzvolumen von 265 Mio. EUR. Im Folgejahr dürfte sich das Geschäftsvolumen auf 285 Mio. EUR bei einem weiter steigenden EBIT ausweiten, wobei wir ohne den Veräußerungserlös aus dem Gewerbepark im laufenden Jahr beim Gewinn je Anteilsschein einen Rückgang auf 4,33 EUR erwarten. Wie in den Vorjahren rechnen wir mit einer Fortsetzung der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik und einem Anstieg der Dividende von 1,25 auf 1,50 EUR. Beim aktuellen Kurs von 37,80 EUR wird die Aktie für das laufende Jahr mit einem KGV von knapp unter 8 bewertet und weist eine Dividendenrendite von fast 4% auf.

analysiert von:
Klaus Kränzle



Greiffenberger AG

Erfolgreiche Augsburger Industrieholding

Unternehmen & Management

Die Greiffenberger AG mit Sitz in Marktredwitz und Verwaltung in Augsburg ist eine Holding mit Beteiligungen in verschiedenen Industriezweigen. Wesentliche Tochtergesellschaften sind die ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH, die J. N. Eberle & Cie. GmbH, die Wiessner GmbH sowie die BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG. Tätigkeitsschwerpunkte sind die Produktion und der Vertrieb von Produkten der Antriebstechnik (Elektromotoren und Getriebe) sowie Präzisionsbandstahl und Sägen. Darüber hinaus ist der Konzern auf den Gebieten Air-Engineering für den Anlagenbau und glasfaserverstärkte Kunststoffe engagiert. Börsennotiert ist Greiffenberger seit 1986. Neben der Familie Greiffenberger, die rund zwei Drittel der Aktien hält, ist Karl Schmitt mit 15% der Aktien Großaktionär. Der Streubesitz beträgt knapp 24%.

Positionierung & Strategie

Die Geschäftsführer der jeweiligen Tochtergesellschaften haben die volle Ergebnisverantwortung für ihre Teilkonzerne. Durch die dezentrale Führung bleibt die Flexibilität und Selbstständigkeit der Unternehmen gewahrt. Greiffenberger legt mit den Geschäftsführern die Unternehmensstrategie der jeweiligen Teilkonzerne fest und unterstützt sie in den Bereichen Finanzierung, Controlling, Recht und Steuern. Im Rahmen der Festlegung der Unternehmensstrategie steht die Stärkung und Weiterentwicklung der Tochtergesellschaften im Vordergrund. Darüber hinaus sind Fragestellungen wie die Forcierung der Internationalisierung und Akquisitionen fester Bestandteil der Unternehmensstrategie.

Chancen & Risiken

Im Portfolio der Greiffenberger befinden sich derzeit vier Tochtergesellschaften, bei denen es sich um klassische Indus-

Greiffenberger AG			
ISIN	DE0005897300	Invest-Fokus	
WKN	589 730	Mittelständische Industrieunternehmen	
Kurs (EUR)	94,10	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,44	Industrie-Holding*	
MCap (Mio. EUR)	41,40	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	8,80	www.greiffenberger.de	
KGV 2006e	10,7	Mitarbeiter im Konzern	1235
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr**	1986
Div. 06e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	4
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	ABM Greiffenberger	100,0%
Prem./Discount	n.ber.	J.N. Eberle & Cie.	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	40,03	Wiessner GmbH	90,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	111,05	BKP Berolina Polyester	75,0%
Performance 1 Jahr	+135,1%	relativ zu DAX	2,032
Performance 4 Jahre	+284,1%	relativ zu DAX	1,391
Performance 7 Jahre	+27,2%	relativ zu DAX	1,514

*) Die Greiffenberger AG ist die Holdinggesellschaft einer Gruppe industrieller Unternehmen, die sich in ihren Branchen erfolgreich auf attraktive Teilmärkte spezialisiert haben

***) Jahr des Börsengangs

n. ber.: nicht berechenbar

Stichtag: 9.3.2007



trieunternehmen in verschiedenen Branchen handelt. Daher profitieren die jeweiligen Töchter enorm vom aktuellen Konjunkturaufschwung, was sich in steigenden Umsätzen und Auftragsengängen manifestiert. Akquisitionen oder Desinvestments wurden in den letzten Jahren nicht getätigt. Priorität hatte vielmehr die Entschuldung des Konzerns. Mangelnde Profitabilität einiger Tochtergesellschaften und hohe Investitionen Anfang 2000 hatten die Bankverbindlichkeiten deutlich ansteigen lassen. Nachdem dieser Entschuldungsprozess konsequent vorangetrieben worden ist, könnten ab 2007 wieder Übernahmen auf der Agenda stehen.



ABM Greiffenberger produziert Antriebe und Elektromotoren für den Maschinen- und Anlagenbau; Quelle: Greiffenberger

Zusammenfassung & Einschätzung

Einschätzung

Umsatzerlöse und operatives Ergebnis dürften für das Jahr 2006 neue Rekordwerte annehmen. Auch für das bereits laufende Geschäftsjahr 2007 darf mit weiteren Umsatz- und Ergebnissteigerungen gerechnet werden. Insbesondere bei der größten Tochter ABM laufen die Geschäfte sehr gut. Die Holding sitzt noch auf hohen Verlustvorträgen, so dass die Steuerquote in den nächsten Perioden moderat ausfallen sollte. Zudem soll ein, gemessen am Umsatz, größeres Unternehmen aus der gleichen Branche eingebracht werden, an dem Greiffenberger dann eine Minderheitsbeteiligung halten wird. Wir erwarten hierzu eine Meldung im ersten Halbjahr 2007.

analysiert von:

Philipp Leipold

GERMAN BRAIN CONCEPTS



Indus Holding AG

Die „Buy and Hold“-Experten

Unternehmen & Management

Lange Zeit war die in Bergisch-Gladbach ansässige Indus Holding AG vor allem mit dem Namen ihres Vorstandsvorsitzenden und Großaktionärs Dr. Winfried Kill verbunden. Die Unternehmerpersönlichkeit prägte maßgeblich Strategie und Ausrichtung der 1989 von ihm gegründeten Mittelstandsholding. Darin brachte er seine seit den 70er Jahren verfolgten Geschäftsaktivitäten ein, um sie unter einem einheitlichen Dach im Verbund der Indus Holding zu bündeln. Vor fünf Jahren folgte dann der Rückzug aus dem operativen Tagesgeschäft und der Wechsel an die Spitze des Aufsichtsrates. Seitdem leitet der frühere Bankhaus Lampe-Manager Helmut Ruwisch gemeinsam mit seinen Kollegen Dr. Lars Bühring, Dr. Johannes Schmidt, Michael Eberhart und Wolfgang E. Höper das im Auswahlindex SDAX enthaltene Unternehmen.

Indus Holding AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006200108	Mittelst. Industrieunternehmen	
WKN	620 010	Strategie	
Kurs (EUR)	27,90	Buy and Hold	
AZ (Mio. St.)	18	Homepage	
M.Cap (Mio. EUR)	502,20	www.indus.de	
EpS 2006e (EUR)*	-1,60	Mitarbeiter (H/K)	19/5144
KGV 2006e	n.ber.	Gründungsjahr	1989
Div. 05 (EUR)	1,20	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	1,20	Anzahl Beteil.	43
Div.-Rendite 06e	4,3%	Größte Beteiligungen	
NAVe (Mio. EUR)**	450	Selzer	70,0%
NAV / Aktie (EUR)	25	Betek	100,0%
Prem./Discount	+11,6%	Wiesauplast	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	25,00	S.M.A.	100,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	33,60	relativ zu DAX	0,800
Performance 1 Jahr	-7,5%	relativ zu DAX	0,637
Performance 4 Jahre	+76,0%	relativ zu DAX	1,182
Performance 7 Jahre	-0,7%		

*) Inkl. Sonderabschreibung über 80 Mio. EUR

***) Angabe bezieht sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006 (inkl. Sonderabschreibung)

Mitarbeiter: (H) in der Holding, (K) im Konzern
n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007

Im Bausegment ist Indus unter anderem über die OBUK Haustürfüllungen GmbH & C. KG engagiert (links); auf Gasreinigungsanlagen ist die Indus-Beteiligung M.Braun Inertgas-Systeme GmbH spezialisiert

Positionierung & Strategie

Indus sieht sich als Vorreiter unter den mittelständisch ausgerichteten börsennotierten Holdinggesellschaften. Das Management orientiert sich bei der Erweiterung des Portfolios auf profitable Unternehmen in interessanten Marktnischen mit Jahresumsätzen von zumeist zwischen 15 und 100 Mio. EUR. Diese sollten ihren Sitz im deutschsprachigen Raum haben, um kulturelle oder aus einer zu großen Entfernung resultierende Differenzen möglichst zu vermeiden. Die Umsatzbegrenzung stellt die Ausgewogenheit des Portfolios sicher. Ansonsten würde ein einzelnes Unternehmen die Ergebnisse der Gruppe zu stark beeinflussen. Wie der Fall der Mitte 2004 verkauften OKIN verdeutlicht, stimmen Theorie und Praxis auch in diesem Punkt überein. Der Antriebsspezialist OKIN zählte zur damaligen Zeit mit Umsätzen von rund 100 Mio. EUR bereits zu den größten Beteiligungen. Das absehbare rasante Wachstum des Unternehmens hätte mittelfristig die angestrebte Ausgewogenheit des Indus-Portfolios gefährdet, so dass man sich von der Gesellschaft trennen musste.

Von solchen Ausnahmen abgesehen strebt Indus gemäß der eigenen „Buy and Hold“-Philosophie stets ein sehr langfristiges Engagement an. Das Wort „Aktionismus“ scheinen die Verantwortlichen nicht zu kennen. Auch wird kein späterer Ausstieg über die Börse oder ein Weiterverkauf als Option aktiv vorangetrieben. Es geht vielmehr um eine kontinuierliche Wertsteigerung und Weiterentwicklung innerhalb der Holding. Dazu gehört, dass die Unternehmer der jeweiligen Beteiligungen die operative Leitung und Verantwortung behalten und nicht nach der Übernahme durch Indus-Manager ausgetauscht werden. Die Zentrale in Bergisch-Gladbach übernimmt stattdessen neben Controlling- und Finanzierungsaufgaben vielmehr eine unterstützende Funktion in administrativen, rechtlichen und steuerbezogenen Fragestellungen. Indus ist bestrebt, sämtliche Anteile in einem oder meh-



renen Schritten zu übernehmen. In vielen Fällen bleiben auch die Altgesellschafter zunächst über einen Minderheitenanteil an der von Indus akquirierten Firma beteiligt, was positiv im Sinne einer Interessenskongruenz zu werten ist. Während immer mehr Beteiligungsunternehmen auch auf riskantere Targets in Umbruchsituationen und Sanierungsfälle setzen, schließt Indus solche Engagements kategorisch aus.

Ende Januar sorgte die Meldung über eine Wertberichtigung für leichte Verstimmung unter den Aktionären. Das kompetitive Wettbewerbsumfeld in der Automobilzuliefererindustrie mache eine Neubewertung des Finanzanlagevermögens notwendig. Auf 80 Mio. EUR bezifferte Indus den Abschreibungsbedarf, worin auch zukünftige Bewertungsrisiken enthalten seien. Die Zahlung einer Dividende wird von dieser Entscheidung aber nicht tangiert. Auch in diesem Punkte dürfte der Vorstand auf Kontinuität setzen. Dass Indus gleichzeitig für das abgelaufene Geschäftsjahr ein Plus bei Umsatz und EBITDA bekannt gab, geriert dabei fast in Vergessenheit.



Indus-Firmensitz in Bergisch Gladbach (oben); Hauff-Technik, auch ein Besatanteil des Indus-Portfolios, liefert Wanddurchführungen für Kabel und Rohre (rechts)



Portfolio & Beteiligungen

Der Vorstand um Helmut Ruwisch arbeitete auch in den zurückliegenden Quartalen an einer Erweiterung des Beteiligungsportfolios. Der wichtigste Neuzugang betraf die zum 1. Januar 2007 übernommene OBUK GmbH & Co. KG. OBUK fertigt Kunststoff- und Aluminiumfüllungen für Haustüren im Premiumbereich. Die insgesamt 150 Mitarbeiter erwirtschafteten im Geschäftsjahr 2005 einen Umsatz von 21 Mio. EUR. Des Weiteren wurde die Beteiligung an dem Strahlmittelhersteller Vulcan In-ox auf 100% aufgestockt und über die Tochter Betomax der Schweizer Bauzulieferer Ancotech zugekauft. Die Diversifikation über insgesamt 42 Unternehmen verleiht dem Indus-Portfolio eine im Vergleich zu anderen Beteiligungsgesellschaften ungewöhnlich hohe Stabilität. Zusätzlich sorgt die Verteilung der Unternehmen über fünf unterschiedliche Branchen – Automo-

bilzulieferer, Bau, Konsumgüter, Maschinenbau und Sonstige – innerhalb der Holding für einen natürlichen Hedge gegen zu starke Volatilitäten in einem Sektor. Wenngleich das Gros der Unternehmen einen durchaus zyklischen Charakter besitzt, erwies sich der ausgewogene Branchen-Mix in den letzten Jahren – die deutsche Baukonjunktur lahmte – als Vorteil. Per Ende September entfielen auf den Automobilsektor 29% der Konzernumsätze, gefolgt von den „übrigen Beteiligungen“ mit 21% und der Bauindustrie mit 20,6%. Der Maschinenbau und das Konsumgütersegment folgen mit 16,8 bzw. 12,2%. Die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der 2005 übernommenen Selzer – einem Produzent von Metallkomponenten für Motoren, Getrieben und Bremsen – und eine andere Kundenzusammensetzung der Wiesauplast, wodurch das Unternehmen nicht länger dem Konsumgütersegment zugerechnet werden kann, erhöhten das Gewicht der Automotive-Division.

Chancen & Risiken

In einem konjunkturell dynamischen Umfeld wie dem jetzigen können die Portfolio-Unternehmen ihre gesamte Ertragskraft ausspielen. Der gerade in Deutschland spürbare Rückenwind sollte Indus in die Lage versetzen, auch 2007 neue Bestmarken bei Umsatz und Gewinn zu erreichen. Immerhin entfallen trotz gestiegener Exportquoten noch über 60% der Erlöse auf das Inland. Was potenzielle Risiken anbelangt, so wies der Vorstand selbst in den zurückliegenden Quartalen auf zwei Belastungsfaktoren hin, die das gegenwärtige Ertragsniveau bedrohen könnten. Einerseits macht der anhaltende Preisdruck im Automobilbereich weitere Optimierungen der Produktionsprozesse erforderlich, zum anderen geht von den Rohstoffpreisen insbesondere für die Konsumgüterhersteller eine Gefahr aus. Eine längerfristige Entspannung an den Rohstoff- und Energiemärkten käme Indus sicherlich nicht ungelogen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die erreichte Größe und Reputation im deutschsprachigen Raum macht aus Indus eine begehrte Anlaufstelle für Unternehmer, die ihren Betrieb auch unter dem Aspekt der Nachfolgeregelung in guten Händen wissen wollen. Mit ihrer langjährigen konsequent umgesetzten „Buy and Hold“-Strategie markiert die Gesellschaft so etwas wie der Fels in der Brandung. Auch zu Baissezeiten nach dem Jahr 2000 hielt der Vorstand an seinen Zielen und seiner Investitionsmaxime fest – mit Erfolg. Deshalb sollten die einmaligen in das Jahr 2006 fallenden Belastungen aus der Sonderabschreibung nicht überbewertet werden. Immerhin stehen die Chancen recht hoch, dass Indus in diesem Jahr bei Umsatz und Ertrag erneut zulegen kann. Und die Börse schaut bekanntlich nach vorne.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

MBB Industries AG

Nischenstrategie für Nischenunternehmen



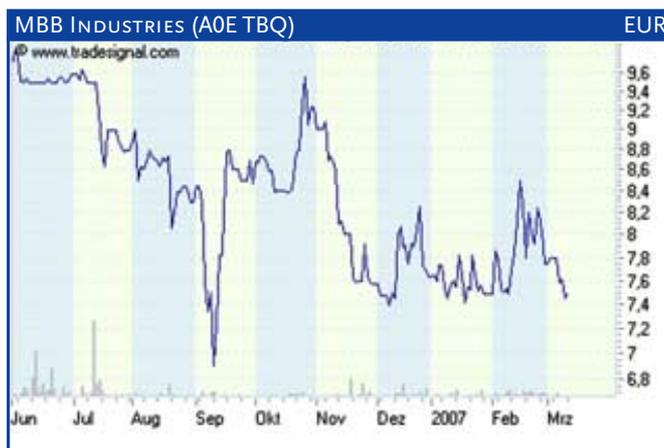
Das MBB-Portfolio ist tendenziell konjunktursensibel

Unternehmen & Management

Die beiden MBB-Vorstände und Großaktionäre Gert-Maria Freimuth und Dr. Christof Nesemeier kennen sich bereits seit Studienzeiten in den 80er Jahren. 1995 gründeten beiden ihre erste Beteiligungsgesellschaft zum Zwecke des Erwerbs, des Managements und der Veräußerung von mittelständischen Unternehmen. Aus ihr ist die heutige MBB Industries AG hervorgegangen. Ergänzt um Anton Breikopf (seit 1998 bei MBB) und Dr. Philipp Schmiedel-Blumenthal (seit 2002) leitet heute ein vierköpfiges Management-Team die in Berlin ansässige Gesellschaft.

Positionierung & Strategie

Um nicht mit den großen Spielern im Private Equity-Geschäft konkurrieren zu müssen, beschränkt sich MBB auf mittelständisch geprägte Industrieunternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 10 und 50 Mio. EUR. Diese sollten ein hohes Wertsteigerungspotential aufweisen, das bislang nicht oder nur unzureichend gehoben wurde. Als Ertragsziel formuliert der Akquisitionsfaden eine mindestens 10%ige EBITDA-Marge. Ansonsten fällt die Gesellschaft durch das Zielraster des Managements an. Das verhindert langwierige Konflikte unter den Gesellschaftern. Mit zunehmender Haltedauer und fortschreitender Ertragssteigerung wächst die Bereitschaft, sich von der Beteiligung wieder zu trennen. Im Unterschied zu anderen Mittelstands-Holdings wie Gesco und Indus zählt der Exit zu den integralen Bestandteilen des Businessmodells. Derzeit gliedern sich die sechs Portfolio-Unternehmen auf die drei Branchen Kunststoff (OBO), Holz (Cildro, Delignit) und Papier (Huchtemeier, Westfalia, Hanke) auf.



Zu den Meilensteinen der Unternehmensgeschichte zählt der erfolgreiche Börsengang vom Mai vergangenen Jahres. Nachdem die Aktie anfänglich über dem Ausgabepreis von 9,50 EUR notierte, fiel sie im Zuge der anschließenden besonders unter den Nebenwerten ausgeprägten Gesamtmarktkorrektur deutlich unter diesen zurück. An der Nachrichtenlage kann es jedenfalls nicht gelegen haben. So meldete MBB den Kauf der Huchtemeier-Gruppe, die hochwertige Papierprodukte wie Taschentücher und Servietten herstellt. Der Deal hob das Geschäftsvolumen von MBB auf einen annualisierten Konzernumsatz von über 80 Mio. EUR. Im Dezember veräußerte man die indirekt über die Westfalia gehaltenen Anteile an dem Recycler DOREG an einen Mitgesellschafter. Weitere Transaktionen sollen in den kommenden Monaten folgen.

Chancen & Risiken

In der nachhaltigen Steigerung der Profitabilität einer Beteiligung liegt für MBB der wesentliche Gewinnhebel. Neben einmaligen Erlösen aus dem Weiterverkauf tragen die laufenden operativen Cashflows maßgeblich zu den in der Vergangenheit realisierten Ertragssteigerungen bei. Der augenblickliche Branchenmix des Portfolios lässt in den Bereichen Kunststoff und Holz eine Abhängigkeit von konjunktursensiblen, zyklischen Bereichen wie der Automobil- und Bauindustrie erkennen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die unbefriedigende Entwicklung der MBB-Aktie seit dem IPO steht im Widerspruch zu den operativen Fortschritten der vergangenen Quartale. Wie der Verkauf der DOREG zeigt, orientiert sich das erfahrene Management auch in der Praxis an den eigenen Beteiligungsgrundsätzen, wonach Unternehmen, deren Wertsteigerungspotenzial ausgereizt scheint, auch wieder veräußert werden.

analysiert von:
 Marcus Wessel
Smart Investor
 Das Magazin für den kritischen Anleger

MBB AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE000A0ETBQ4	mittelständische Industrieunter.	
WKN	A0E TBQ	Strategie	
Kurs (EUR)	7,84	Hebung von Ertragspotenzialen	
AZ (Mio. St.)	6,6	Homepage	
M.Cap (Mio. EUR)	51,74	www.mbbindustries.com	
EpS 2006e (EUR)	0,52	Mitarbeiter	ca. 1.400
KGV 2006e	15,1	Gründungsjahr**	1995
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	6
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAVe (Mio. EUR)*	37	Huchtemeier	
NAV / Aktie (EUR)	5,61	OBO	
Prem./Discount	+39,8%	Delignit	
52-Wo-Tief (EUR)	7,20	Cildro	
52-Wo-Hoch (EUR)	11,17	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

*) Bezieht sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006

**) Gründung der Vorgängergesellschaft, aus der die MBB AG hervorging
 n. ber.: nicht berechenbar
 Stichtag: 9.3.2007

MDB AG

Baubranche stark im Blick

Unternehmen & Management

Die MDB AG ist eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft mit Sitz in München. Der strategische Schwerpunkt liegt auf mittelständischen Unternehmen aus dem Bereich der Bauzuliefererbranche. Dabei konzentriert sich MDB derzeit auf zwei Zubehörbereiche, den Hoch- und den Innenausbau. Die Gründung erfolgte im Jahr 1989 durch die Einbringung von drei Bauzulieferunternehmen. Im Jahr 1991 ging MDB an die Börse.

Positionierung & Strategie

MDB agiert als reine Holding und unterstützt die Portfoliounternehmen bei Fragen der Finanzierung, Steuern und Strategie. Trotz der mehrheitlichen Beteiligung an den Töchtern agiert das Management der Teilkonzerne weitestgehend selbständig und behält sich so die Eigenständigkeit und unternehmerische Flexibilität. Ein weiteres strategisches Ziel ist die intensive Nutzung von Synergievorteilen im Konzernverbund. Aktuell zählen zwei Teilkonzerne zum Portfolio der MDB AG. Hierbei handelt es sich um die Dimex Gruppe und MDB France. Dimex ist auf die Herstellung von Fenster- und Türprofilen aus PVC spezialisiert. Nach dem kürzlich gemeldeten Verkauf der Armor Panneaux zählt zur MDB France noch PANAGET und Chêne de l'Orne.

Chancen & Risiken

Bereits Ende September 2006 gab MDB bekannt, dass die umsatzstärkste Beteiligung, die Hausprofi Gruppe, an den französischen Lafarge-Konzern verkauft wurde. Mit dem Verkauf konzentriert sich MDB auf die beiden Kerngeschäftsfelder PVC-Profilsystem (Dimex) und den Innenausbau (MDB France). In diesen beiden Bereichen wurde in den letzten Jahren auch ein Großteil der Investitionen getätigt. Im Rahmen der Transaktion sollte ein ho-



her Buchgewinn für die MDB angefallen sein. Im Februar 2007 wurde in einem weiteren Schritt der französische Spanplattenhersteller Armor Panneaux im Wege eines Management-Buyouts verkauft. Der Verkaufspreis belief sich auf 3,5 Mio. EUR. Auch hier erwarten wir einen einmaligen Sonderertrag.

Zusammenfassung & Einschätzung

Wir gehen davon aus, dass das Desinvestitionsprogramm mit den Verkäufen der Hausprofi Gruppe und Armor Panneaux abgeschlossen ist. Mit den Veräußerungserlösen steht MDB nun genug Kapital zur Verfügung, um anstehende Investitionen bei Dimex und Panaget zu finanzieren. Die Konzernverschuldung sollte sich deutlich reduziert haben. Da wir für die weitere Entwicklung der Baubranche in Deutschland und Europa positiv gestimmt sind, sollte MDB von diesem erfreulichen Marktumfeld profitieren.

analysiert von:
Philipp Leipold

GERMAN BUSINESS CONCEPTS

Anzeige

Zeigen Sie Ihren Erfolg an der Börse!

Gönnen Sie sich ein Highlight der Finanzgeschichte! Bei diesen einzigartigen Historischen Wertpapieren kommen Ihre Besucher nicht mehr aus dem Staunen heraus, wenn Sie Ihr Büro betreten:

- Los 201: Aktie der Standard Oil Trust mit Signatur J. D. Rockefeller
- Los 534: Der 1. Optionsschein der Finanzgeschichte aus dem Jahr 1730
- Los 583: Rentenzusage mit Signatur Napoléon
- Los 597: Anleihe von Phillip II. vom Spanien aus dem Jahr 1558
- Los 791: Gasmotoren-Fabrik Mannheim – Keimzelle des Automobilbaus

HWPH Historisches Wertpapierhaus AG

Ingelsberg 17b

85604 Zorneding

Tel.: (0 81 06) 24 61 86

Fax: (0 81 06) 24 61 88

E-Mail: auktion@hwph.de

Internet: www.hwph.de

**Fordern Sie noch
heute den kostenfreien
Auktionskatalog an!**

8. Auktion für Historische Wertpapiere



**Schloss Montabaur
31.03./01.04.2007**



Zwei Arques-Beteiligungen mit Esprit: Die Sommer-Gruppe fertigt Spezialfahrzeuge (links), Fritz Berger GmbH dagegen ist ein Spezialversandhaus rund um das Thema Camping und Caravaning (rechts);
Quelle: Arques Industries AG

Arques Industries AG

Das Geschäft mit dem Turnaround

Unternehmen & Management

Hervorgegangen aus der insolventen AG Bad Salzschlirf, nahm die Arques AG in ihrer heutigen Ausrichtung im Sommer 2003 mit dem Kauf der ersten Beteiligung ihre operative Geschäftstätigkeit auf. Unter Führung des Vorstandsvorsitzenden Dr. Peter Löw – eines ehemaligen McKinsey-Beraters, der bereits vor Arques Anfang der 90er Jahre seine erste mittelständische Beteiligungsholding gründete – gelangen dem Management einige spektakuläre Deals. So konnte u. a. mit der SKW-Gruppe von der Degussa AG eine im Spezialchemiegeschäft tätige Gesellschaft mit Jahresumsätzen von über 100 Mio. EUR erworben werden. Nachdem der einstige Finanzvorstand Dr. Dirk Markus Arques im Frühjahr 2005 nach internen Streitigkeiten verlassen musste – er leitet heute die ebenfalls börsennotierte, in ihrer Strategie vergleichbare Aurelius AG –, kam es zu einer Neuverteilung der Vorstandsposten. Seitdem zeichnete Dr. Martin Vorderwülbecke für das Finanzressort verantwortlich. Überraschend teilte Arques zuletzt mit, dass Anfang Mai ein Wechsel an der Unternehmensspitze ansteht. Der charismatische Firmenlenker Löw will sich nach fünf Jahren der Vorstandstätigkeit ins Privatleben zurückziehen. Er übergibt den Posten an seinen Kollegen Dr. Vorderwülbecke. In diesem Zuge trennte er

sich auch von einem Großteil seines Aktienpaketes, das unter institutionellen Investoren platziert wurde.

Positionierung & Strategie

Arques konzentrierte sich als eine der ersten heimischen Beteiligungsgesellschaften auf Zielunternehmen in den unterschiedlichsten „Umbruchsituationen“. Neben den gern zitierten Restrukturierungs- und Sanierungsfällen können damit auch Abspaltungen großer Konzerne gemeint sein, die gerade in den letzten Jahren eine Strategie der Refokussierung auf Kerngeschäftsfelder forcierten und so dringend Käufer für ihre nicht länger fortzuführenden Teilbereiche suchten. Während sich die meisten der bekannten Private Equity-Gesellschaften nicht auf Transaktionen unterhalb der Milliardengrenze einlassen, erkannten Löw und sein Team in diesem gerade in Deutschland bisher nur unzureichend abgedeckten Feld ihre Chance. Arques betont den über die letzten Jahre aufgebauten Track Record und das Know-how der eigenen Akquisitions- und Restrukturierungsteams. Mit ihren zwölf Akquisitions- und über 60 Restrukturierungsspezialisten verfügen die Starnberger nach eigenen Angaben über den europaweit größten Expertenpool. Kennzeichnend für die Arques-Strategie ist der Beteiligungserwerb unter dem NAV bzw. Zerschlagungswert des Zielunternehmens.

Ist das Zielunternehmen erst einmal in den Besitz von Arques übergegangen, übernimmt umgehend ein eigener Beteiligungsmanager die Leitung des Unternehmens und der zumeist notwendigen Restrukturierung. Dabei assistiert ihm eine „Task Force“, ein auf Turnaround-Situationen spezialisiertes Management-Team. Durch eine starke Incentivierung, d. h. einen hohen Anteil erfolgsbezogener Komponenten am Gesamtgehalt, soll eine Interessenkongruenz zwischen Beteiligungsmanager und Arques erreicht werden. Nach dem Abschluss der Sanierungsphase folgt i. d. R. der Ausbau der Geschäftsaktivitäten nach dem „Buy and Build“-Prinzip. Arques hält sich, was den Exit angeht, mehrere Optionen offen. Obwohl ein Verkauf an einen strategischen Investor oder über die Börse nach drei bis

Arques Industries AG			
ISIN	DE0005156004	Invest-Fokus	
WKN	515 600	Unternehmen in Umbruchsituationen	
Kurs (EUR)	17,18	Strategie	
AZ (Mio. St.)	24,3	Restrukturierungsspezialist	
MCap (Mio. EUR)	417,47	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	3,20	www.arques.de	
KGV 2006e	5,4	Mitarbeiter	ca. 2.500
Div. 05 (EUR)	0,20	Gründungsjahr	2002
Div. 06 (EUR)	0,51	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06	3,0%	Anzahl Beteil.	18
NAVe (Mio. EUR)	380	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	15,64	Tiscon inkl. Töchter	70,0%
Prem./Discount	+9,9%	Oxxynova	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	10,50	SKW	57,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	19,88	Evotape	100,0%
Performance 1 Jahr	+50,7%	relativ zu DAX	1,302
Performance 4 Jahre	+8942,1%	relativ zu DAX	32,736
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n.ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007



acht Jahren den Normalfall darstellt, kann ein Unternehmen mit stabilen, planbaren Cashflows auch langfristig im Portfolio gehalten werden.

Nach der Aufnahme in das Nebenwertesegment SDAX zog Arques das Tempo für Beteiligungskäufe weiter an. Elf neue Unternehmen gehören seit der letzten Sonderausgabe im März 2006 dem Konsolidierungskreis der Arques bzw. ihrer Töchter an. Die von der Degussa übernommene Oxynova markierte vergangenen Herbst den wichtigsten Neuzugang. Gleichzeitig kam der Exit-Prozess langsam in Gang. Der erst Anfang 2006 akquirierte Transportschutzhaubenhersteller Heinrich Heiland konnte an eine französische Investorengruppe mit Gewinn verkauft werden, den Anteil an der Druck-Holding Arquana reduzierte man auf unter 50%. Viel entscheidender war allerdings der Börsengang der SKW. Nachdem lange Zeit Zweifel im Markt bestanden, ob Arques den angekündigten Teilausstieg über die Börse tatsächlich realisieren kann, wirkte das erfolgreiche IPO für die Arques-Aktie wie ein Katalysator. Auch sorgte eine deutlich erhöhte Umsatz- und Gewinnprognose für gute Stimmung unter den Anlegern. 2007 will Arques 1,5 Mrd. EUR umsetzen und ein EBITDA von 180 Mio. EUR erwirtschaften.

Portfolio & Beteiligungen

Bei den aktuell 18 Portfolio-Unternehmen, die wie die Druckholding Arquana wiederum an mehreren Gesellschaften gemäß der „Buy and Build“-Philosophie beteiligt sind, lässt sich eine klare Ausrichtung auf Unternehmen des produzierenden Gewerbes erkennen. Die zwei gemessen an den Umsätzen größten Portfolio-Gesellschaften stammen beide aus dem Bereich der Spezialchemie. Kein Zufall, hat Arques doch sowohl die bereits



Sommer-Fahrzeuge finden ihr Einsatzgebiet unter anderem in der Möbellogistik; Quelle: Arques Industries AG

börsennotierte SKW Metallurgie-Gruppe als auch die Oxynova GmbH vom Chemiekonzern Degussa erworben. SKW gehört mit einem voraussichtlichen Jahresumsatz 2006 von rund 200 Mio. EUR zu den führenden Anbietern von Lösungen zur Veredelung und Entschwefelung von Roheisen. Des Weiteren produziert die zur SKW gehörende Affival-Gruppe mit Spezialchemikalien gefüllte Drähte, die dem Stahl besondere metallurgische Eigenschaften verleihen. In diesem Bereich kann SKW auf einen Weltmarktanteil von 30% verweisen. Oxynova stellt Dimethylterephthalat (DMT) her, das u. a. bei der Herstellung von Textilien- und Teppichfasern, Filmen sowie bei Lack- und Klebstoffen zum Einsatz kommt.

Chancen & Risiken

Betrachtet man lediglich die finanziellen Kennziffern, so ist das Risiko, welches Arques mit dem Kauf eines oftmals in den roten Zahlen befindlichen Unternehmens eingeht, durchaus überschaubar. Der gezahlte Preis liegt dabei unter dem über Gutachten ermittelten Substanzwert, d. h. der Summe aller Vermögensgegenstände. Das „Worst Case“-Szenario sieht eine komplette Abschreibung der Beteiligung vor, wobei jedoch die Diversifikation über 18 direkt gehaltene Unternehmen die Folgen eines einzelnen fehlgeschlagenen Engagements abmildert. Erheblich schwerer würde ein möglicher Reputationsverlust wiegen. Eine erfolgreiche Sanierung und die Rückführung des Unternehmens zu einer nachhaltigen Profitabilität machen dagegen den „Sex Appeal“ des Geschäftsmodells aus. Der Ertragshebel liegt deutlich über dem einer „normalen“ Beteiligungsgesellschaft, wie auch die ausgewiesenen Gewinnsteigerungen der vergangenen Jahre dokumentieren.



Golf House bietet dagegen nahezu alles, was das „Golfer-Herz“ begehrt; Quelle: Arques Industries AG

Zusammenfassung & Einschätzung

In den zurückliegenden Monaten ließ sich zunehmend beobachten, dass selbst notorische Skeptiker in das Lager der Arques-Bullen wechselten. Aus Sentimentgesichtspunkten sollte das als Warnzeichen verstanden werden – wie auch die letzten stärkeren Kurskorrekturen in der Aktie zu belegen scheinen. Nach den erreichten Höhen sind kurzfristig aber weitere Rückschläge vor allem im Zuge einer Gesamtmarktkorrektur sehr wahrscheinlich. Davon abgesehen hat das zunehmend kopierte Geschäftsmodell seine Feuertaufe längst bestanden. Der Wechsel an der Spitze – so überraschend es auch dazu kam – sollte nicht überbewertet werden, zumal der neue Arques-Chef das Unternehmen bereits seit mehreren Jahren in leitender Funktion begleitet.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger



Thermoreaktor zur Abluftreinigung
(Geschäftsbereich Verfahrenstechnik);
Quelle: Langbein & Engelbracht

Bavaria Industriekapital AG

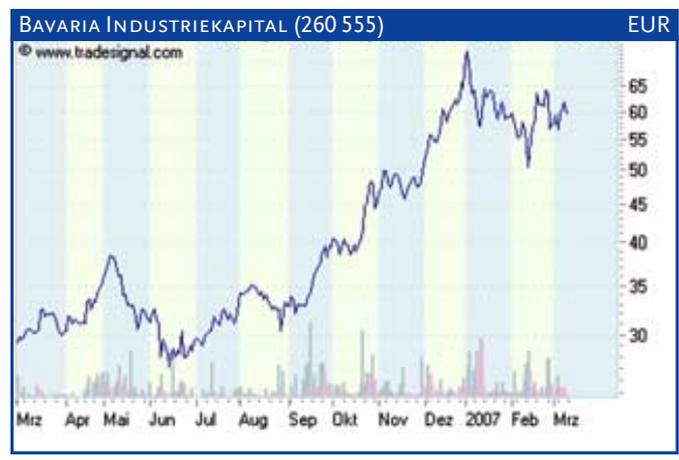
Auch Sanierer haben Hochkonjunktur

Unternehmen & Management

Für die Transformation von einem nur wenig beachteten Nebenwert zu einem der Highflyer des Börsenjahres 2006 benötigte die Aktie der Bavaria Industriekapital AG nicht einmal zwölf Monate. Gestartet im Januar 2006 im weniger regulierten Entry Standard, haftete der Gesellschaft aufgrund der Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells zunächst das Etikett einer „kleinen Arques“ an. Auch wir sortierten das 2002 von dem heutigen M&A-Vorstand Jan Pyttel und seinem Vorstandskollegen Reimar Scholz gegründete Unternehmen dort ein (Überschrift in der letzten Sonderausgabe: „Die neue Arques?“). Inzwischen haben sich die Münchener jedoch ein eingeständiges Profil erarbeitet.

Positionierung & Strategie

Der Bavaria-Vorstand legt einen Katalog aus harten und weichen Faktoren als Auswahlkriterium vor dem Eingang einer neuen Beteiligung an. Die Zielunternehmen aus den Bereichen der industriellen Fertigung oder dem Dienstleistungssektor müssen einen annualisierten Umsatz von mindestens 20 Mio. EUR aufweisen, des Weiteren sollten sie über eine starke Marktstellung und eine entsprechende Reputation bei ihren Kunden verfügen. Kennzeichnend ist auch – hierher rührt die Arques-Analogie – dass die Targets sich zumeist in einer bestimmten Umbruchsituation befinden, die aus einer temporären Ertragsschwäche, einem anstehenden Strategiewechsel oder einer unregelmäßigen



Nachfolgeregelung resultieren kann. Der Radarschirm bleibt dabei nicht auf Deutschland beschränkt. Grundsätzlich bieten sich auch Zukäufe im europäischen Ausland an.

Was bei Arques mit „Task Force“ umschrieben wird, heißt bei Bavaria „Best Practice“-Team. Beide Begrifflichkeiten meinen dasselbe. Eine Mannschaft aus erfahrenen Sanierern und Beteiligungsmanagern erstellt in Zusammenarbeit mit dem zumeist neuen Management der Portfolio-Unternehmen einen konkreten Maßnahmenplan, der zunächst in vielen Fällen auch harte Einschnitte vorsieht. Entlassungen, der Verkauf von Randaktivitäten oder ungenutztem Immobilienvermögen, die Neuverhandlung von Lieferverträgen sowie in einer nächsten Phase die Stärkung des Vertriebs und des Marketings sollen den Turnaround und die Rückkehr in die Gewinnzone sicherstellen. Bavaria legt Wert darauf, die Beteiligungsmanager am Erfolg teilhaben zu lassen, um so den Unternehmensegeist der Verantwortlichen zu stärken.

Bavaria Industriekapital AG			
ISIN	DE0000260557	Invest-Fokus	Unternehmen aus West-Europa
WKN	260 555	Strategie	Restrukturierungsspezialist
Kurs (EUR)	60,00	Homepage	www.baikap.de
AZ (Mio. St.)	2,2	Mitarbeiter (H/K)	7/ca. 3000
MCap (Mio. EUR)	132,00	Gründungsjahr	2003
EpS 2006e (EUR)	9,00	Geschäftsjahr	31.12.
KGV 2006e	6,7	Anzahl Beteil.	12
Div. 05 (EUR)	0,98	Größte Beteiligungen	Kienle + Spiess 95%
Div. 06 (EUR)	3,00		Paulmann & Krone 100%
Div.-Rendite 06	5,0%		Steeltech 90%
NAV (Mio. EUR)*	57	Performance 1 Jahr	relativ zu DAX 1,714
NAV / Aktie (EUR)	25,91	Performance 4 Jahre	n.ber.
Prem./Discount	+131,6%	Performance 7 Jahre	n.ber.
52-Wo-Tief (EUR)	27,10		
52-Wo-Hoch (EUR)	72,95		

Mitarbeiter: (H) in der Holding, (K) im Konzern
n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007

Durch die Übernahme der Kienle + Spiess GmbH gelang es dem Unternehmen, in ganz neue Umsatz- und Ertragsdimensionen vorzustoßen. Die zum IPO kommunizierten Planzahlen sind damit allesamt Makulatur. Der Vorstand selbst ging zuletzt davon aus, 2006 einen Konzernumsatz von rund 350 Mio. EUR zu erwirtschaften. Eine schwierige Aufgabe kommt auf die Sanierungsspezialisten nach dem noch nicht vollständig abgeschlossenen Kauf der in Frankreich, Italien und Deutschland ansässigen

gen Tochtergesellschaften der Teksid Aluminium-Gruppe zu. Teksid – ein weltweit führender Zulieferer von Metallkomponenten für die Automobilindustrie – übertrug weite Teile des defizitären Europa-Geschäfts an Bavaria für den symbolischen Kaufpreis von einem Euro. Die veräußerten Aktivitäten führen nach Unternehmensangaben im vierten Quartal 2006 einen Verlust auf EBITDA-Basis von über 20 Mio. EUR ein. Hierzu sei allerdings der Anreiz des Verkäufers angemerkt, die Lage im Hinblick auf die Ansprüche der eigenen Bond-Holder möglichst schwarz zu malen.

Portfolio & Beteiligungen

Die über Tochterunternehmen in Großbritannien und Ungarn tätige Kienle + Spiess-Gruppe sticht neben den Teksid-Aktivitäten mit einem geschätzten Jahresumsatz von über 200 Mio. EUR aus den übrigen Beteiligungen heraus. Das Unternehmen stellt Stanz- und Druckgusskomponenten her, die u. a. in Werkzeugmaschinen, Windanlagen, Haushaltsgeräten und bei der Automobilproduktion Verwendung finden. Steeltech, eine weitere Bavaria-Beteiligung, beliefert Unternehmen aus dem Untertage-Bergbau und industrielle Kunden mit Hydraulikzylindern und anderen Stahl-Komponenten. Bis zu einer Umfirmierung unter DBT France geführt, gehört auch das Schweißen von komplexen Bauteilen aus Feinkornbaustählen zum Angebot der Franzosen. Komplettiert wird das Portfolio außerhalb der Kernbranchen von dem IT-Dienstleister Neef und dem Küchenfabrikanten Aloys Meyer (alma).

Chancen & Risiken

Der Charme des Geschäftsmodells liegt in der erzielbaren hohen Spanne zwischen den zumeist niedrigen Kaufpreisen und den nach einer abgeschlossenen Sanierung fließenden Cashflows bzw. Dividendenzahlungen. Dabei bringt es die Natur der Investments mit sich, dass das Risiko einer nicht erfolgreichen Unternehmensfortführung gegenüber anderen mittelständisch ausgerichteten Beteiligungsgesellschaften wie Gesco oder Indus zweifelsfrei erhöht ist.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit dem Kauf des Teksid-Geschäfts hat sich das Bavaria-Team keine leichte Aufgabe ins Haus geholt. Angesichts der bereits geleisteten Sanierungsarbeit erscheint ein gewisser Vertrauensvorschuss in das Management jedoch angebracht. Außerdem gilt es hervorzuheben, dass Bavaria mit dem Kauf keine finanziellen Verpflichtungen übernommen hat. Die Risiken liegen vielmehr im Bereich der Reputation. Die prall gefüllte Unternehmenskasse (rund 55 Mio. EUR frei verfügbare Liquidität per Ende Dezember) sollte die Aktie zudem gegenüber größeren Kursverlusten absichern.



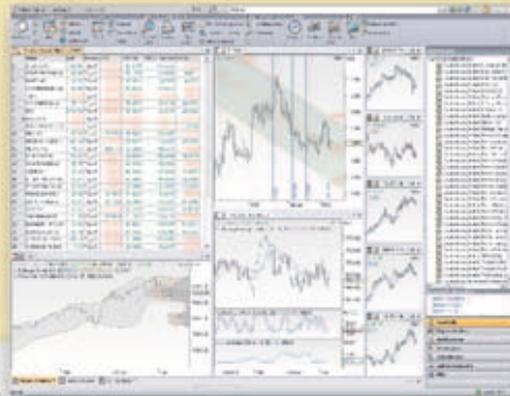
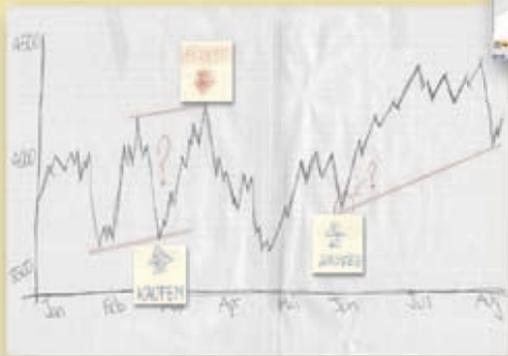
Schleifkabine bei Kunden zur Nachbearbeitung von Karossen (Geschäftsbereich Oberflächentechnik); Quelle: Langbein & Engelbracht

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Anzeige

Signale missverstanden?



besser charten mit ...

tradesignal

überlegen handeln

- Aufbauend auf den genialen Tradesignal Chartsystem
- NEU! Dem Markt immer einen Schritt voraus durch Real-Push-Kurse
- Backtesten und optimieren Sie Ihre Handelssysteme auf bis zu 3 Jahren Intradaykursen und 10 Jahren auf Tagesbasis
- Beliebige Indikatoren in Ihren Kurslisten: Drag. Drop. Fertig!
- Märkte automatisch nach jeder Bedingung scannen und filtern
- Profitieren Sie vom automatischen Orderrouting

www.tradesignal.com Alles für € 49,- pro Monat zzgl. Börsengebühren

Aurelius AG

Aktive Nutzung von Umbruchsituationen

Unternehmen & Management

Die Aurelius-Gruppe, mit der börsennotierten Aurelius AG an der Spitze, ist eine Beteiligungsholding mit dem Investmentfokus auf Unternehmen in Umbruch- oder Sondersituationen. Dazu zählen beispielsweise nicht mehr zum Kerngeschäft gehörende Konzerntöchter, mittelständische Unternehmen mit ungelöster Nachfolge oder signifikanten operativen Problemen. Das in München ansässige Unternehmen mit einem weiten Standort in Zürich hält derzeit neun Portfoliounternehmen. Das Management der Aurelius zeichnet sich durch langjährige und branchenspezifische Erfahrung aus. Vorstandsvorsitzender Dr. Dirk Markus war mehrere Jahre bei McKinsey & Company mit dem Schwerpunkt Planung und Umsetzung von Kostensenkungs- und Sanierungsprogrammen betraut und Mitbegründer der Arques AG, wo er als Vorstand das Ressort Finanzen und Strategie verantwortete. Sein Vorstandskollege Gerd Purkert war ebenfalls bei McKinsey & Company tätig, vor allem in den Bereichen Prozessverbesserungen, Kostensenkungsprogramme sowie strategische Neuausrichtungen. Gerd Purkert ist Mitbegründer der Investmentbank equinet AG.

Positionierung & Strategie

Die Beteiligung an Unternehmen ist langfristig ausgerichtet. Ziel ist es, die Unternehmen als selbstständige Einheiten profitabel zu machen. Dazu werden die Beteiligungen intensiv von Beteiligungsmanagern der Aurelius unterstützt und bei der nachhaltigen Neuausrichtung begleitet. Dabei sind Unternehmen in der Größenordnung zwischen 10 und 500 Mio. EUR als Targets interessant. Vorzugsweise erwirbt Aurelius sämtliche Anteile an einem Unternehmen. Auch im Rahmen von Debt-Equity-Swaps werden Beteiligungen bis zu einem Volumen von 50 Mio. EUR eingegangen. Einen speziellen Branchenfokus gibt es nicht. Vielmehr muss bei den Unternehmen die Möglichkeit einer bilanziellen und operativen Wertsteigerung gegeben sein. Durch die langfristige Orientierung wird ein Exit bei Aurelius

Aurelius AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE000A0JK2A8	Umbruchsituation/Konzernabspaltung	
WKN	A0J K2A	Strategie	
Kurs (EUR)	170,00	Enge operative Begleitung	
AZ (Mio. St.)	0,613	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	104,21	www.aureliusinvest.de	
EpS 2006e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter	30 (Holding)
KGV 2006e	n.ber.	Gründungsjahr	2006
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	39447
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	5
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Ghotel GmbH	100,0%
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	DFA Transport u. Log.	100,0%
Prem./Discount	n.ber.	Richard Scherpe	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	30,00	KWE Stahl- u. Ind.bau	100,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	170,00	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	n.ber.	n.ber.	
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



erst dann in Betracht gezogen, wenn sich die Situation des Unternehmens nachhaltig gebessert hat.

Chancen & Risiken

Durch die ganzheitliche Begleitung und Unterstützung der Portfoliounternehmen durch die professionellen Teams der Aurelius AG hat Aurelius eine



Aurelius-Beteiligungsmanager helfen bei der Neuausrichtung

ständige Kontrolle über die Vorgänge und aktuellen Entwicklungen. Dies ermöglicht auch, dass die Unternehmen allmählich wieder an eine eigenständige Führung herangeführt werden. Die hohe und nachhaltige Wertschöpfung ermöglicht es, den potenziellen Verkaufspreis zu maximieren. Allerdings bergen die zum Großteil vollständigen Übernahmen auch das Risiko hoher Wertverluste, falls ein erfolgreicher Umbruch einer Beteiligung nicht herbeigeführt werden kann.

te, falls ein erfolgreicher Umbruch einer Beteiligung nicht herbeigeführt werden kann.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Kern-Erfolgsfaktor von Aurelius ist es, sich aktiv bei seinen Portfoliounternehmen zu beteiligen. Task Forces und Beteiligungsmanager werden im Unternehmen aktiv und unterstützen bei der Neuausrichtung bzw. Restrukturierung. Das erfahrene Managementteam spricht zusätzlich für eine erfolgreiche Entwicklung von Aurelius.

analysiert von:
Felix Gode



CfC Industriebeteiligungen AG

Und noch ein Sanierer



In Deutschland findet CfC zahlreiche Unternehmen in wirtschaftlich schwierigem Fahrwasser

ling oder fehlenden Nachfolgeregelungen in wirtschaftlich schwieriges Fahrwasser geraten sind. Weil Banken i. d. R. keine Restrukturierungsspezialisten an Bord haben, können sich Beteiligungsmanager wie CfC in dieser Nische positionieren. Linnepe legt strenge Auswahlkriterien vor dem Eingang einer Beteiligung an. CfC verzichtet auf ein Engagement, wenn nicht bereits kurz nach dem Einstieg die Aussicht auf eine „signifikante Wertsteigerung“ (Zitat: Unternehmenspräsentation) besteht. Zu diesem Zweck wird ein 100 Tage-Plan erstellt, der vor allem an den bilanziellen und operativen Stellschrauben ansetzt. Hierzu können Neuverhandlungen der Kreditlinien und Lieferantenbeziehungen, Forderungsverzichte, aber auch Entlassungen gehören. Financial Leverage, wie ihn viele Private Equity-Gesellschaften anwenden, schließt Linnepe dagegen kategorisch aus.

CfC Industriebeteiligungen AG			
ISIN	DE000A0LBKW6	Invest-Fokus	
WKN	A0L BKW	Unternehmen in Umbruchsituationen	
Kurs (EUR)	12,15	Strategie	
AZ (Mio. St.)	5,85	Sanierungsspezialist	
MCap (Mio. EUR)	71,08	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	k.A.	www.cfc-eu.com	
KGV 2006e	n.ber.	Mitarbeiter	k.A.
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr	2006
Div. 06e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	1
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Berndes	70,0%
Prem./Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	6,95		
52-Wo-Hoch (EUR)	13,00		
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Unternehmen & Management

Hervorgegangen aus dem Beraterumfeld, zählt die CfC KGaA zu dem auch an der Börse immer größer werdenden Pool an Beteiligungsgesellschaften mit Restrukturierungsfokus oder – wie es CfC nennt – Ausrichtung auf Firmen in „unvollständigen Unternehmenssituationen“. Alleinvorstand Marcus Linnepe führt nach der Gründung seiner eigenen Wirtschaftsberatung seit 2003 die CfC. Unterstützung erfährt er dabei von einem zehnköpfigen Expertenteam.

Positionierung & Strategie

CfC nutzt die Tatsache aus, dass es allein in Deutschland zehntausende Unternehmen gibt, die zwar über einen gesunden Kern verfügen, aber zuletzt aufgrund etwa von Managementfehlern, Überschuldung, verlustreichen Randaktivitäten, Defiziten im Control-



ling oder fehlenden Nachfolgeregelungen in wirtschaftlich schwieriges Fahrwasser geraten sind. Weil Banken i. d. R. keine Restrukturierungsspezialisten an Bord haben, können sich Beteiligungsmanager wie CfC in dieser Nische positionieren. Linnepe legt strenge Auswahlkriterien vor dem Eingang einer Beteiligung an. CfC verzichtet auf ein Engagement, wenn nicht bereits kurz nach dem Einstieg die Aussicht auf eine „signifikante Wertsteigerung“ (Zitat: Unternehmenspräsentation) besteht. Zu diesem Zweck wird ein 100 Tage-Plan erstellt, der vor allem an den bilanziellen und operativen Stellschrauben ansetzt. Hierzu können Neuverhandlungen der Kreditlinien und Lieferantenbeziehungen, Forderungsverzichte, aber auch Entlassungen gehören. Financial Leverage, wie ihn viele Private Equity-Gesellschaften anwenden, schließt Linnepe dagegen kategorisch aus.

Erst seit Dezember ist die CfC-Aktie auch an der Börse gelistet. Die Notierungsaufnahme erfolgte im Open Market. Damit brachte die ebenfalls börsennotierte Private Equity-Dachbeteiligungsgesellschaft Themis Equity Partners (s. auch S. 78) ein weiteres ihrer Investments erfolgreich an den Markt. Bereits im August ging CfC mit der Berndes GmbH & Co. KG ihre erste Mehrheitsbeteiligung ein. Berndes zählt mit einem Jahresumsatz von 40 Mio. EUR in Deutschland zu den führenden Herstellern von Kochgeschirr. Das Unternehmen hat nach Angaben von CfC in 2006 den Turnaround vollzogen.

Chancen & Risiken

Um die Chancen der CfC-Strategie zu erkennen, genügt ein Blick auf die Geschäfts- und Kursentwicklung des „großen Bruders“ Arques. Die opportunistische Exit-Strategie – das Geschäftsmodell sieht den Verkauf nach drei bis fünf Jahren ebenso wie das langfristige Festhalten an einer Beteiligung vor – macht CfC darüber hinaus weitestgehend unabhängig von Börsenzyklen und Stimmungen am Primärmarkt. Trotz einer sorgfältigen Due Dilligence können allerdings im Zuge der Sanierung neue Brandherde entstehen, die ein Außenstehender wie CfC im Vorfeld nicht einplanen kann. Das führt im Worst Case bis zur Insolvenz der Beteiligung mit den entsprechenden negativen Folgen für die eigene Reputation.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Aktienkurs hat bereits einiges an positiven Nachrichten vorweggenommen. Allein mit der Beteiligung an Berndes lässt sich nämlich das erreichte Kursniveau – Notierungen um 10 EUR entsprechen einer Marktbewertung von knapp 60 Mio. EUR – nicht rechtfertigen. Es erscheint zunächst einmal angebracht, eine abwartende Haltung gegenüber dem Papier einzunehmen.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

NAVIGATOR Equity Solutions AG

Spezialsituationen als Renditebringer

Unternehmen & Management

NAVIGATOR ist auf Unternehmen in Spezialsituationen fokussiert. Solche Spezialsituationen können zum einen Turnaround-Situationen, Sanierungen und Restrukturierungen sein, zum anderen aber auch Nachfolgelösungen, Management Buyouts (MBO), Management Buy-ins (MBI) oder Ausgründungen und Abspaltungen. Unternehmen, die durch Wachstumskrisen, strategische Neupositionierungen, Finanzrestrukturierungen sowie Managementfehler in Schwierigkeiten geraten sind, gehören ebenfalls zu den Zielunternehmen von NAVIGATOR. Für eine Beteiligung kommen dabei Unternehmen mit einer guten historischen Profitabilität, einer Marktführerschaft in bestimmten Bereichen, starken Marken oder sonstigen Alleinstellungsmerkmalen oder Technologieführerschaften in Frage.

Positionierung & Strategie

NAVIGATOR beteiligt sich ausschließlich mehrheitlich (bis zu 100%) an mittelständischen Unternehmen in Spezialsituationen und unterstützt die Unternehmen dabei aktiv, vor allem durch die Einbringung von speziellem Know-how, die Spezialsituation zu bewältigen. Das notwendige Know-how wird durch ausgewählte interne und externe Experten zur Verfügung gestellt. Dafür kann NAVIGATOR auf ein weites Netzwerk von langjährigen und erfahrenen Partnern aus verschiedenen Bereichen zurückgreifen, aus denen für den jeweiligen Fall ein spezifisch angepasstes Kompetenzteam zusammengestellt werden kann. Durch eine aktive Unterstützung soll eine langfristige Wertsteigerung in den betreuten Unternehmen erzielt werden. Vor kurzem änderte NAVIGATOR die Strategie und investiert nun nicht mehr in börsennotierte Unternehmen. Zukünftig sollen nur noch Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen eingegangen werden.

Chancen & Risiken

Die Zahl der Unternehmen in Deutschland und Europa, die sich in Spezialsituationen befinden, ist groß. Allein die jährlichen Insol-

Navigator Equity Solutions AG			
ISIN	NL0000419398	Invest-Fokus	
WKN	A0B 8U5		mittelständische Unternehmen
Kurs (EUR)	0,28	Strategie	
AZ (Mio. St.)	124,4		Mehrheitsbeteiligung, Value-Creating
MCAp (Mio. EUR)	34,83	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	0,01		www.navigator-equity.com
KGV 2006e	28,0	Mitarbeiter	1
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr	2004
Div. 06e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	1
NAV (Mio. EUR)	29,86	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	0,24	HIC Internet Consult	65,0%
Prem./Discount	+16,7%		
52-Wo-Tief (EUR)	0,18		
52-Wo-Hoch (EUR)	0,42		
Performance 1 Jahr	-3,4%	relativ zu DAX	0,834
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



venzen tendieren seit mehreren Jahren auf einem konstant hohen Niveau. Auch an Nachfolgeregelungsbedarf mangelt es nicht. Allein in Deutschland gibt es pro Jahr 70.000 Nachfolgesituationen zu lösen. Ende des vergangenen Jahres gründete die NAVIGATOR eine neue Tochtergesellschaft. Die Capella Capital N.V. wurde zur Umsetzung innovativer Finanzierungskonzepte errichtet und soll vor allem dazu dienen, dass sich NAVIGATOR auf das eigentliche



Bei der Stabübergabe in Unternehmen gibt es immer wieder Probleme

Kerngeschäft konzentrieren kann. So sollen Sachdividenden, wie sie 2006 zweimal von der Gesellschaft ausgeschüttet wurden, zukünftig von der Capella durchgeführt werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nachdem sich NAVIGATOR inzwischen von der Beteiligung an der Lintec AG vollständig getrennt haben dürfte, hat sich das Unternehmen jüngst an dem Dienstleistungsunternehmen Human Internet Consult AG (HIC AG) mit einem Anteil von 65% beteiligt. Diese Beteiligung soll aber in den kommen-

den drei Jahren noch auf 100% aufgestockt werden. Die HIC AG erwirtschaftet bei einem Umsatz von knapp 12 Mio. EUR eine EBIT-Marge von über 11%. Im Jahr 2006 hat NAVIGATOR auch durch die Sachdividenden Wert für die Aktionäre geschaffen. Die Aktie sollte man nicht aus den Augen verlieren, da die vergangenen Beteiligungen gezeigt haben, dass Aktionäre profitieren können. Auch in Zukunft könnte NAVIGATOR für die eine oder andere Überraschung gut sein.

analysiert von:
Felix Gode

GERMAN BUSINESS CONSULTING

GCI Management AG

GCI ist ein Partner für den Mittelstand

Investmenthaus für den Mittelstand mit drei Standbeinen

Unternehmen & Management

Die GCI Management AG aus München wurde 1991 gegründet und ist operativ in drei Geschäftsfeldern aktiv. Das Beratungsgeschäft wird erfolgsorientiert betrieben und stellt die Fortführung des ursprünglichen Kerngeschäfts der GCI seit Gründung dar. Zweite Säule sind die Beteiligungen und Immobilien, wobei Letztere von der an der Börse gelisteten Berliner Tochterfirma Windsor AG gehalten werden. Durch das Immobilienportfolio wird neben der Renditechance auch der Substanzwert des Unternehmens erhöht. Drittes Standbein sind Finanzdienstleistungen. Mit der Beteiligung an der Weserbank verfügt GCI über eine Privatbank mit Vollbanklizenz und ist damit in der Lage, Unternehmen auch bei der Umsetzung des Börsengangs zu unterstützen.

Positionierung & Strategie

Die Positionierung im Markt als Investmenthaus für den Mittelstand ermöglicht es GCI, den Klienten ein ganzheitlich abgestimmtes Paket an Dienstleistungen und Kompetenzen für unterschiedlichste unternehmerische Fragestellungen anzubieten. Besonders aussichtsreiche Anknüpfungspunkte bilden hier die nach wie vor im Mittelstand verbreitete schwache Eigenkapitalausstattung sowie die ebenfalls offenen Nachfolgeregelungen in den Unternehmen. Historisch bedingt ist die Akzeptanz der Kapitalmärkte für Finanzierungszwecke bei Unternehmen in Deutschland nach wie vor eher gering ausgeprägt. Jedoch wird die Veränderung der Kreditvergabe der Banken – bisher Hauptfinanzierungsweg des deutschen Mittelstandes – durch die Einführung von Basel II und die damit verbundenen und am individuellen Risiko ausgerichteten Kre-

ditkonditionen hier zu einem Umdenken führen. Bisher hat allerdings erst eine Minderheit von knapp einem Viertel der mittelständischen Unternehmen ihre zu geringe Eigenkapitalausstattung als strategisches Defizit erkannt. Als möglicher Katalysator in diesem Prozess dürfte die in den kommenden Jahren anstehende Weitergabe von mittelständischen Unternehmen an die nächste Generation sein. Anknüpfungspunkte für GCI, um von der erwarteten Entwicklung zu profitieren, ergeben sich entweder direkt durch ein Investment beim jeweiligen Unternehmen, oder aber indirekt durch die Gewinnung von Beratungsmandaten. Bei letzteren profitiert man ebenfalls vom verstärkt zu beobachtenden Einstieg von Finanzinvestoren beim Mittelstand.

Portfolio & Beteiligungen

Der Gewinn von GCI resultiert hauptsächlich aus dem Heben von Ergebnispotenzialen durch eine erfolgreiche Restrukturierung bei den eingegangenen Beteiligungen. 2006 wurde beispielsweise die Beteiligung an der Weserbank von 49% auf 10% reduziert, während die Pfaff Industriemaschinen AG 2006 erstmals für ein volles Geschäftsjahr konsolidiert wurde. Auf Basis vorläufiger Zahlen ergab sich im abgelaufenen Geschäftsjahr ein Umsatzzanstieg von 30,7 Mio. auf rund 130 Mio. EUR sowie ein Gewinn von 17,0 Mio. EUR (Vj. 15,2) nach Steuern und Anteilen Dritter. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 1,93 EUR (1,72).

Insbesondere die beiden wichtigsten Beteiligungen Pfaff (71,4%) und Windsor (51%) bergen erhebliche stille Reserven, da GCI hier von der Restrukturierung auf der einen Seite und dem ungebrochenen Boom bei Wohnimmobilien auf der anderen Seite profitieren sollte. Der gute Track Record auf Basis der geschilderten Expertise von GCI wird durch den erfolgreichen Börsengang der restrukturierten Pfaff AG in Kaiserslautern unterstrichen. Nachdem die GCI-Tochter GCI BridgeCapital AG Mitte Januar 28,6% des gezeichneten Kapitals zu 2,20 EUR platzierte, liegt der Kurs der Pfaff-Aktie nach zwischenzeitlichen Hochs bei über 2,90 mit aktuell 2,35 EUR nach wie vor oberhalb des Platzierungspreises. Im Zuge der erfolgreichen Platzierung der Anteile an der Pfaff AG erwarten wir auch für 2007 gute Zahlen von GCI Management.

Chancen & Risiken

Vor allem die Positionierung von GCI Management als Investmenthaus für den Mittelstand eröffnet dem Unternehmen und der Aktie Chancen. Aber auch die Notwendigkeit, die Eigenkapitalausstattung des deutschen Mittelstands zu verbessern, spielt GCI in die Karten. Nicht zuletzt dürften die Münchner von den in den

GCI Management AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE000855183	Aktien Deutschland	
WKN	585 518	Strategie	
Kurs (EUR)	8,70	Restrukturierungen / Pre-IPO	
AZ (Mio. St.)	8,8139	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	76,68	www.gci-management.com	
EpS 2006 (EUR)	1,93	Mitarbeiter	800
KGV 2006e	4,5	Gründungsjahr	1991
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,50	Anzahl Beteil.	24
Div.-Rendite 06e	5,7%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)*	82,7	Windsor AG	36,1%
NAV / Aktie (EUR)	9,38	Pfaff Indust.Masch.AG	28,1%
Prem./Discount	-7,3%	Driver & Bengsch AG	3,3%
52-Wo-Tief (EUR)	7,90	Weserbank AG	2,7%
52-Wo-Hoch (EUR)	14,81	relativ zu DAX	0,671
Performance 1 Jahr	-22,3%	relativ zu DAX	4,772
Performance 4 Jahre	+1218,2%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.		

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



kommenden Jahren anstehenden zahlreichen Betriebsübergaben, für die nur zum Teil geeignete interne Nachfolger oder Familienmitglieder bereits im Unternehmen tätig sind, profitieren. Risiken bei der Anlage in GCI-Aktien ergeben sich klar aus der starken Abhängigkeit des Unternehmensergebnisses vom Verlauf der Aktivitäten im Beteiligungsgeschäft. Insbesondere in einem sich eintrübenden oder volatileren Kapitalmarktumfeld könnten sich die Exitmöglichkeiten zur Platzierung von Beteiligungen sowie die Begleitung von Kapitalmaßnahmen für Klienten eintrüben. Um diese starke Abhängigkeit mittelfristig zu reduzieren, strebt der Vorstand den Ausbau der Aktivitäten im Bereich geschlossener Fonds an, beispielsweise durch die Auflegung eines Private Equity-Fonds, um neben dem Beratungsgeschäft weitere kontinu-

ierliche Erträge zu generieren. Unwägbarkeiten in Bezug auf die Prognose der Umsatz- und Ergebniszahlen des Unternehmens resultieren aus der aktiv verfolgten Buy-and-Hold-Strategie, da in Folge veränderter Beteiligungshöhen immer wieder einzelne Gesellschaften aus der Konsolidierung herausfallen oder aber neu hinzukommen. Schließlich sind Veräußerungsgewinne stets schwer planbar.

Zusammenfassung & Einschätzung

Auf Basis der aktuellen Börsenkurse für die börsennotierten Beteiligungen, pauschal veranschlagten 3 Mio. EUR für die Beteiligungen an nicht notierten Firmen, der Verwendung eines durchschnittlichen Branchen-KGV zur Bewertung des Bankgeschäftes von GCI (hauptsächlich Weserbank) sowie eines Umsatzmultiplikators zur Quantifizierung der Beratungssparte haben wir einen Net-Asset-Value von 9,38 EUR pro Aktie errechnet. Somit wird die Aktie derzeit mit einem Abschlag auf ihren inneren Wert gehandelt. Auch das KGV von lediglich 4 bezogen auf den erwarteten Gewinn 2007 belegt die von uns gesehene Unterbewertung der GCI-Aktie. Auch wenn diese Kennzahl bei Beteiligungsgesellschaften nur eingeschränkte Aussagefähigkeit besitzt, stellt sie doch ein klares Indiz für die zu niedrige Bewertung dar. Unter Berücksichtigung des vorhandenen Net-Asset-Values (75% Bewertungsanteil) sowie des KGVs der Peer Group (25% Bewertungsanteil) sehen wir den fairen Wert im Bereich von 12 EUR.

analysiert von:
Klaus Kränzle



Anzeige

V I N T A G E 2 0 0 6

A YEAR OF EXCELLENT INVESTMENTS, PRE-IPO INVESTMENTS AND IPO'S

Absolute Capital Management Ltd. · Frogster Interactive Pictures AG · CFI Fairpay AG · Solarion AG
PRIMAG AG · klickTel AG · LipoNova AG · TYROS AG · Prior AG · n.runs AG
neosino nanotechnologies AG · rhein-ruhr-ENERGIE AG · HumanOptics AG

V I N T A G E 2 0 0 6

PUBLIC INVESTMENTS AND CORPORATE FINANCE TRANSAKTIONEN

Advanced Medien AG · Heliad Equity Partners · C-Quadrat AG · Solar² AG · caatoosee ag
M+W Zander Holding AG · Absolute Capital Management Ltd.

2006 war ein guter Jahrgang. Gemeinsam mit unseren Partnern und Portfoliogesellschaften konnten wir den erfolgreich begonnenen Weg weiterverfolgen. Das Team der IMPERA Total Return AG kann auf eine langjährige und erfolgreiche Expertise in den Bereichen Private Equity, IPO, Kapitalerhöhung, Strukturierte Finanzierung und Mergers & Acquisitions zurückblicken. Wenn Sie und Ihr Unternehmen gemeinsam mit uns die Zukunft gestalten wollen, kontaktieren Sie uns: **IMPERA Total Return AG** · Savignystraße 63 · 60325 Frankfurt am Main · Phone: 069-742277-0 · Fax: 069-742277-29 · www.impera.de · info@impera.de



IMPERA
TOTAL RETURN AG
SCHNELL, KOMPETENT UND UNABHÄNGIG.

Allerthal-Werke AG

Investments in Sondersituationen und Abfindungskandidaten

Unternehmen & Management

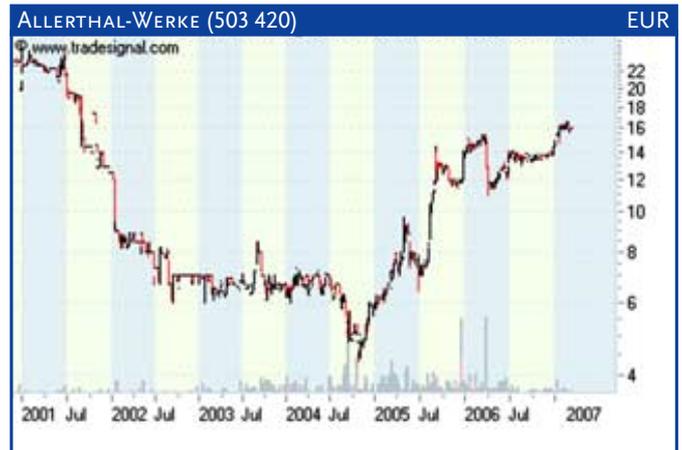
Die Historie der Allerthal-Werke AG reicht bis 1899 zurück. Das Unternehmen war zunächst im Brauereiwesen und danach noch bis in die späten 1990er Jahre in der Produktion von Gummischläuchen aktiv. Nach Ausgliederung der Produktionsaktivitäten ist Allerthal seit Mitte der 1990er Jahre im Bereich tätig und investiert seine Mittel vornehmlich in Aktien inländischer Unternehmen. Vorstände sind Alfred Schneider und Dr. Georg Issels, die über langjährige Expertise im Aktiengeschäft und eines der größten Netzwerke in der deutschen Nebenwerteszene verfügen.

Positionierung & Strategie

Allerthal investiert in unterbewertete deutsche Aktien, wobei Branche und Unternehmensgröße keine besondere Rolle spielen. Entscheidend ist vielmehr, dass sich die Firma in einer Sondersituation befindet. Dabei kann es um Veränderungen in der Aktionärsstruktur, Kapitalmaßnahmen, die Sanierung oder einen bevorstehenden Turnaround gehen. Einen weiteren Schwerpunkt bilden Firmen, in denen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder der Squeeze-out auf der Agenda stehen. Diese Aktien verfügen durch bestehende Unternehmensverträge oder Barangebote des Großaktionärs in der Regel über eine Risikobegrenzung nach unten. Aktuelle Portfoliobeispiele sind HVB, AMB Generali oder Bayer Schering.

Chancen & Risiken

Chancen ergeben sich bei den Abfindungskandidaten aus der Möglichkeit der gerichtlichen Überprüfung im Spruchstellenverfahren. Laut einer Auswertung solcher Verfahren durch die SdK kam es in fast 90% der Fälle zu teilweise erheblichen Nachbesserungen, da die ursprünglichen Wertgutachten zu geringe Unternehmenswerte auswiesen. Bis zu einer Entscheidung können



zwar viele Jahre vergehen; allerdings steht das Kapital nach Andienung der Aktien in den Beherrschungsvertrag oder Ausbuchung beim Squeeze-out derweil für weitere Investitionen zur Verfügung. Zudem fallen zusätzlich zur Nachbesserung Zinsen über die Verfahrenslaufzeit an.



Allerthal sucht Chancen in Spruchstellenverfahren

Der in der Vergangenheit limitierende Faktor Kapitalausstattung bei Allerthal konnte durch die Neuausrichtung der Scherzer & Co. AG verbunden mit deren Aufkapitalisierung teilweise gelöst werden. Über die verbliebene Beteiligung von unter 10% sowie den Beratungsvertrag von Scherzer mit der knapp 80%igen Allerthal-Tochter Rheiner Moden AG, die sich auf Nachbesserungsrechte sowie die Beratung in Kapitalmarktfragen spezialisiert hat, partizipiert Allerthal aus der Anwendung

der eigenen Investmentstrategien bei anderen Portfolien über entsprechende Verwaltungsgebühren und Erfolgsbeteiligungen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Im Geschäftsjahr 2006 sollte Allerthal vom positiven Kapitalmarktumfeld profitiert und einen Ergebniszuwachs verzeichnet haben. Bei einem bewusst vorsichtig geschätzten Jahresüberschuss von 1,5 Mio. EUR wird die Aktie mit einem KGV von 11,3 bewertet. Insgesamt ist die Allerthal-Aktie eine interessante Alternative zu Direktinvestments in Spezial-situationen im deutschen Nebenwertes-Markt. Allerdings sind die begrenzte Liquidität der Aktie sowie die erschwerte Bewertung durch die geringe Transparenz zu beachten.

analysiert von:
Alexander Langhorst



Allerthal-Werke AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005034201	Aktien Deutschland	
WKN	503 420	Strategie	
Kurs (EUR)	16,05	Value-Investing / Special Situations	
AZ (Mio. St.)	1,096	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	17,59	www.allerthal.de	
EpS 2006e (EUR)	1,35	Mitarbeiter	2
KGV 2006e	11,9	Gründungsjahr	1899
Div. 05 (EUR)	0,25	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,25	Anzahl Beteil.	> 20
Div.-Rendite 06e	1,6%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	n.bek.	Rheiner Moden AG	
NAV / Aktie (EUR)		Scherzer & Co. AG	
Prem./Discount		AMB Generali AG	
52-Wo-Tief (EUR)	11,55	HVB Group AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	16,70	relativ zu DAX	0,920
Performance 1 Jahr	+6,4%	relativ zu DAX	0,901
Performance 4 Jahre	+148,8%	relativ zu DAX	0,681
Performance 7 Jahre	-42,8%		

n. bek.: nicht bekannt
Stichtag: 9.3.2007

Carthago Capital Beteiligungen AG

Erfolgreich mit Value Investing und Börsenmänteln

Unternehmen & Management

Die Carthago Capital Beteiligungen AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf Nebenwerte. Dabei hält die Gesellschaft als Holding aktuell zwei 100%-Beteiligungen, die Carthago Value Invest SE und die Carthago Capital Consulting AG. Vorstände der Carthago Capital Beteiligungen AG sind Sam Winkel und Reiner Ehlerding, die durch ihre Erfahrung und das weitreichende Netzwerk den Erfolg der Gesellschaft wesentlich mitbestimmen.

Positionierung & Strategie

Die Anlagephilosophie von Carthago ist auf eine langfristige Wertsteigerung ausgerichtet. Über die Tochtergesellschaft Carthago Value Invest SE investiert die Gesellschaft nach eigenen Angaben vorrangig in deutsche Aktien mit einer niedrigen Marktkapitalisierung. Carthago investiert dabei maßgeblich in Aktien, die sich in besonderen Situationen befinden. Hierzu zählen beispielsweise Werte, die sich von ihrer ursprünglichen Geschäftstätigkeit vollständig gelöst haben und nach einer mehrheitlichen Übernahme durch neue Investoren mit neuem Leben gefüllt werden. Die zweite Tochter, die Carthago Capital Consulting AG, hat ihren Fokus auf dem Bereich der börsennahen Corporate Finance-Beratung und der Vermittlung von so genannten Börsenmänteln. Seit Gründung im Jahre 1999 hat die Carthago Capital Consulting AG sukzessive ihre börsennahen Corporate Finance-Services und ihr Netzwerk aus spezialisierten Geschäftsbanken, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern, Rechtsanwälten und Notaren ausgebaut und kann somit für äußerst schnelle und erfolgreiche Transaktionsabwicklungen Sorge tragen.

Chancen & Risiken

Carthago profitiert sehr stark vom aktuell positiven Börsenumfeld. So hat sich der Bereich der Value Investments im Geschäftsjahr 2006 nach Unternehmensangabe sehr gut entwickelt. Es konnte beispielsweise allein aus dem Verkauf von

Carthago Capital Beteiligungen AG			
ISIN	DE0005418404	Invest-Fokus	Sondersituation, Börsenmäntel
WKN	541 840	Strategie	Value-Investments
Kurs (EUR)	6,09	Homepage	http://www.carthago.eu/
AZ (Mio. St.)	2,78731	Mitarbeiter	12
MCap (Mio. EUR)	16,97	Gründungsjahr	1999
EpS 2006e (EUR)	1,20	Geschäftsjahr	31.12.
KGW 2006e	5,1	Anzahl Beteil.	8
Div. 05 (EUR)	0,05	Größte Beteiligungen	Porta Systems AG
Div. 06e (EUR)	0,08		HELIO Biotech AG
Div.-Rendite 06e	1,3%		Questos AG
NAV (Mio. EUR)*	k.A.		
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.		
Prem./Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	4,39		
52-Wo-Hoch (EUR)	7,10		
Performance 1 Jahr	+36,9%	relativ zu DAX	1,183
Performance 4 Jahre	+335,0%	relativ zu DAX	1,575
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

*) NAV aufgrund der Beteiligung an Börsenmänteln, Abfindungswerten etc. kaum aussagekräftig
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



Anteilen an der CE Global Sourcing AG ein Gewinn von über 0,24 Mio. EUR erzielt werden. Zudem konnten erneut umfangreiche Abfindungspositionen aufgebaut bzw. Bestandspositionen gestärkt werden. Aber auch das Geschäft bei der Consulting-Tochter hat sich weiter sehr positiv entwickelt. Im Jahr



10 Börsengänge begleitete Carthago im Jahr 2006

2006 konnten 10 Börsengänge begleitet und 5 Börsenmanteltransaktionen durchgeführt werden. Dabei kommt der Gesellschaft im verbesserten Marktumfeld zu Gute, dass der Erwerb eines Börsenmantels eine günstigere und schnellere Alternative zum Börsengang darstellen kann. Sollte sich das Börsenumfeld wieder eintrüben, so wird auch das Geschäft für Carthago wieder schwieriger. Jedoch sollte der Fokus auf den Value-Bereich und Sondersituationen weniger zyklisch sein und eine gewisse Abfederung bieten.

Zusammenfassung & Einschätzung

Carthago sollte im Jahr 2006 im guten Umfeld erneut einen Rekordgewinn erzielt haben. Beide Bereiche, sowohl die Invest-Sparte als auch die Consulting-Tochter, haben sich sehr gut entwickelt. Auch eine erhöhte Dividende sollte für 2006 deshalb möglich sein. Wir sehen die Gesellschaft selbst als attraktives Investment.

analysiert von:
Manuel Hölzle



Deutsche Balaton AG

Hohe Kompetenz, aber leider wenig transparent

Unternehmen & Management

Die börsennotierte Deutsche Balaton AG mit Sitz in Heidelberg ist eine Beteiligungsgesellschaft mit den Schwerpunkten Private Equity und Corporate Investments. Bei den Beteiligungen handelt es sich teilweise um börsennotierte, aber auch nicht börsennotierte Unternehmen. Im Bereich Corporate Investments hält die Deutsche Balaton u. a. Beteiligungen an der Beta Systems Software AG, Berlin, und der in Odelzhausen ansässigen W.E.T. Automotive Systems AG. Im Segment Private Equity besteht eine Beteiligung in Höhe von 99% an der CornerstoneCapital AG.

Positionierung & Strategie

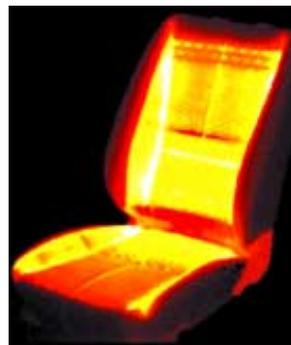
Seit der Gründung der Gesellschaft hat sich das Unternehmen deutlich verändert. Die Deutsche Balaton AG wurde im Jahr 1991 zunächst als Deutsche Balaton Broker-Holding AG mit Sitz in Wiesbaden gegründet. Zweck der Gesellschaft war ursprünglich die Verwaltung, der Erwerb und die Veräußerung von vornehmlich in der Republik Ungarn, insbesondere der Region Balaton, ansässigen Gesellschaften, die das Brokergeschäft betreiben. 1999 wurde die Firma in Deutsche Balaton AG umbenannt und der Gesellschaftszweck erweitert. Heute steht die Deutsche Balaton für Value- und Spezialinvestments in den Bereichen Corporate Investments und Private Equity.

Chancen & Risiken

Die Anlagestrategie ist langfristig orientiert. Ziel der Gesellschaft ist es, Unternehmen in speziellen Situationen deutlich unterhalb des inneren Wertes zu kaufen. Die Deutsche Balaton hat in der Vergangenheit häufig eine gute Nase für Spezialinvestments bewiesen. Zukünftig sollen die Private Equity Aktivitäten der Deutschen Balaton-Gruppe neu geordnet werden. Diese Aktivitäten werden bislang über die Tochtergesellschaft CornerstoneCapital AG abgewickelt. Die Deutsche Balaton AG beabsichtigt eine neue Management-Gesellschaft zu gründen, in die die bisherigen Aktivitäten der



CornerstoneCapital AG überführt werden sollen. Die Investitionen im Private Equity-Bereich sollen zukünftig nicht mehr über die CornerstoneCapital AG, sondern unter Beibehaltung des bisherigen Managements über eine neue Investmentstruktur erfolgen. Die neue Struktur soll die Möglichkeit der Aufnahme weiterer Co-Investoren offen halten.



Beim Sitzheizungsspezialisten W.E.T. ist die Deutsche Balaton investiert

Die Deutsche Balaton AG beabsichtigt weiterhin, in ähnlichem Umfang wie bisher in den Private Equity-Bereich zu investieren, maximal bis zu einem Betrag von 50 Mio. EUR, wobei die Finanzierung soweit möglich aus Rückflüssen aus der CornerstoneCapital AG geleistet werden soll. Das größte Risiko bzw. Wermutstropfen für Aktionäre ist die verhältnismäßig geringe Transparenz der Deutsche Balaton AG. So ist dem neben dem Geschäftsbericht und dem unterjährig nur einmal erscheinenden Aktionärsbrief nur relativ wenig Information zu entnehmen. Dies erschwert eine zielsichere Bewertung der Deutsche Balaton während des Fiskaljahres deutlich. Insgesamt ist die Investor Relations-Politik sehr zurückhaltend gestaltet.

Deutsche Balaton AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005508204	Aktien Deutschland	
WKN	550 820	Strategie	
Kurs (EUR)	7,55	Value-Investing, Private Equity	
AZ (Mio. St.)	13,35	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	100,79	www.deutsche-balaton.de	
EpS 2006e (EUR)	0,92	Mitarbeiter	19
KGV 2006e	8,2	Gründungsjahr	1991
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e EUR	0,00	Anzahl Beteil.	n.bek.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	90,42	W.E.T.	10,0%
NAV / Aktie (EUR)	6,77	Beta Systems	19,0%
Prem./Discount	+11,5%	P&I	<5,0%
52-Wo-Tief (EUR)	6,40	vwd	39,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	8,07	relativ zu DAX	0,990
Performance 1 Jahr	+14,6%	relativ zu DAX	0,770
Performance 4 Jahre	+112,7%	relativ zu DAX	0,494
Performance 7 Jahre	-58,5%		

n. bek.: nicht bekannt
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Zusammenfassung & Einschätzung

Bei der Deutsche Balaton AG handelt es sich um eine interessante Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf börsennotierte sowie nicht börsennotierte Werte. Gegen ein Investment spricht sicherlich die geringe Transparenz. Andererseits hat die Gesellschaft in der Vergangenheit mehrfach eine hohe Kompetenz bei Value- und Spezialinvestments bewiesen.

analysiert von:
Manuel Hölzle



DNI Beteiligungen AG

Spezielle Anlagestrategien von hochkarätigen Spezialisten

Unternehmen & Management

Die 1992 in Köln gegründete DNI Beteiligungen AG investiert das ihr zur Verfügung stehende Kapital hauptsächlich in Nebenwerte sowie in Unternehmen in Sondersituationen. Größter Einzelaktionär der Gesellschaft ist der in Nebenwertenkreisen bestens bekannte Dr. Georg Issels (Vorstand der Allerthal-Werke AG sowie der Scherzer & Co. AG), der zugleich auch Aufsichtsratschef der im Freiverkehr gelisteten DNI ist. Weiteres prominentes Aufsichtsratsmitglied ist Martin Wirth, der als Vorstand der FPM Performance Management AG sehr erfolgreich verschiedene auf Small- und Mid Caps spezialisierte Investmentfonds lenkt.



DNI setzt unter anderem auf die Deutsche Telekom

Positionierung & Strategie

Grundgedanke der Investitionspolitik von DNI ist die Anlage der zur Verfügung stehenden Mittel je etwa zur Hälfte in eher sicherheits- sowie chancenorientierte Wertpapiere. Bei ersteren setzt DNI auf Aktien solcher Unternehmen, die durch einen natürlichen „Floor“ nach unten abgesichert sind und ein im Marktvergleich deutlich geringeres Risikoprofil aufweisen.

Unter diese Kategorie fallen klassische Abfindungskandidaten und Squeeze-out-Werte wie die HVB, aber auch Unternehmen, die eine deutliche Unterbewertung oder besonders attraktive Dividendenrendite aufweisen.

DNI Beteiligungen AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005542400	Aktien Deutschland	
WKN	554 240	Strategie	
Kurs (EUR)	14,90	Value Investing / Special Situations	
AZ (Mio. St.)	0,15	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	2,24	www.dni-aq.de	
EpS 2006e (EUR)	1,00	Mitarbeiter	1
KGV 2006e	14,9	Gründungsjahr	1992
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	> 10
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)*	2,3	HVB Group AG	
NAV / Aktie (EUR)	15,33	Dt. Telekom AG	
Prem./Discount	-2,8%	Carthago Cap.Bet.AG	
52-Wo-Tief (EUR)	11,85	Rheiner Moden AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	16,75	relativ zu DAX	1,047
Performance 1 Jahr	+21,1%	relativ zu DAX	0,830
Performance 4 Jahre	+129,2%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.		

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



Unter die eher chancenorientierten Anlagen fallen Firmen in Sondersituationen wie z. B. Turnaround-Kandidaten oder Firmen mit aussichtsreichen technologieorientierten Geschäftsmodellen. Ein Beispiel ist die Deutsche Telekom, die über lang laufende Optionen im Portfolio abgebildet wird und von der über diese Konstruktion auf jede der 150.000 DNI-Aktien eine Telekom-Aktie entfällt. Zudem bestehen Engagements beim französischen Internethypothekenfinanzierer Meilleurteaux und bei TeleAtlas, einem Anbieter von digitalen Landkarten für Navigationssysteme.

Chancen & Risiken

Die von DNI verfolgte Strategie besitzt durch die Beimischung von Abfindungskandidaten einen wichtigen Risikopuffer. Chancen ergeben sich bei den Abfindungskandidaten aus der Möglichkeit, im Spruchstellenverfahren eine Nachbesserung zu erhalten. Ein gewisses Risiko, insbesondere in der öffentlichen Wahrnehmung der DNI, stellt die starke Betonung der Position an der Deutschen Telekom dar. Insbesondere der nach wie vor wenig inspirierende Newsflow des Magenta-Riesen führt zu einem schwachen Kurs und lässt gegenwärtig eher keine Kurssprünge erwarten. Angesichts der Laufzeit der Optionen bis Dezember 2010 bei einer Basis von 12 EUR erscheint diese Position insgesamt jedoch unter Risikoaspekten beherrschbar.

Zusammenfassung & Einschätzung

Im Geschäftsjahr 2006 dürfte die DNI Beteiligungen AG vom anhaltend positiven Kapitalmarktumfeld profitiert und ein Ergebnis mindestens auf Höhe des Vorjahresniveaus von 140 TEUR oder gut 0,96 EUR je Aktie erzielt haben. Auf dieser Basis ist die DNI-Aktie aktuell mit einem KGV von gut 15 bewertet. Aufgrund der hohen Abhängigkeit von Einzelengagements sowie der geringen Transparenz ist die Aktie nur für Spezialwerte-Liebhaber geeignet.

analysiert von:
Alexander Langhorst



Falkenstein Nebenwerte AG

Erträge aus Zertifikate-Beratung decken Fixkosten komplett ab

Unternehmen & Management

Trotz der inzwischen erreichten beachtlichen Börsenkapitalisierung von 36 Mio. EUR ist die Ende 2000 von mehreren Nebenwerte-Spezialisten konzipierte Falkenstein Nebenwerte AG nicht vielen Anlegern geläufig. Seit Februar 2003 notiert der Hamburger Spezialist für Abfindungswerte im Freiverkehr der Börsen Berlin-Bremen und Stuttgart.

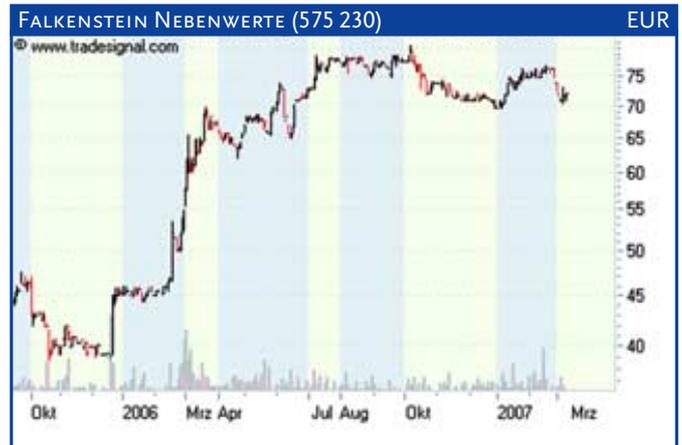
Positionierung & Strategie

Im Anlagekonzept von Falkenstein spielen Value-Aktien mit einem ausgeprägten Substanzwert und niedrig bewertete Unternehmen im operativen Turnaround eine große Rolle. Investmentschwerpunkt ist jedoch der Bereich deutsche Spezial- und Nebenwerte, die ein hohes Abfindungspotenzial und Chancen auf ein „Going Private“ aufweisen. Dementsprechend konzentriert sich Falkenstein nicht auf bestimmte Branchen, sondern engagiert sich aufgrund vorliegender Sondersituationen.

Neben der Verwaltung des eigenen Vermögens berät Falkenstein seit August 2005 das von der Landesbank Berlin aufgelegte „TopPick-Zertifikat“, das europäische Small- und Mid Caps beinhaltet, die unter Value- und Abfindungsgesichtspunkten ausgewählt wurden. Nachdem das Volumen der Zertifikate mittlerweile deutlich ausgeweitet wurde, beliefen sich die daraus resultierenden Erträge 2006 auf über 0,5 Mio. EUR und decken somit sämtliche Fixkosten der Gesellschaft.

Chancen & Risiken

Das Anlagekonzept von Falkenstein ist aufgrund des Ansatzes von einer relativ defensiven Portfoliostruktur gekennzeichnet. Dabei steht der Erhalt des eingesetzten Kapitals absolut im Vordergrund, auch wenn man dadurch in Kauf nimmt, in Zeiten einer starken Aufwärtsbewegung der Märkte eine Underperformance zu erzielen. Auf der anderen Seite bietet die Strategie auch in stürmischen Zeiten eine verlässliche Wertentwicklung.



Im Zuge der Konzentration auf Abfindungsspekulationen konnte Falkenstein in den letzten Jahren bei begrenztem Risiko enorme Chancen realisieren.



Falkenstein verfolgt eine konservative Anlagestrategie

Nachdem schon zahlreiche Firmen via Squeeze-out vom Kurszettel verschwunden sind, wird die Zahl der Abfindungskandidaten geringer. Darüber hinaus sind viele mögliche Kandidaten im Kurs deutlich angestiegen, was das weitere Gewinnpotenzial begrenzt. Außerdem haben sich mehrere Gesellschaften ähnliche Konzepte auf ihre Fahnen geschrieben, was ebenfalls zu einer verschärften Konkurrenzsituation führt.

Zusammenfassung & Einschätzung

Falkenstein konnte auch das vergangene Geschäftsjahr wieder sehr erfolgreich abschließen und hat das Vorsteuerergebnis in 2006 nach vorläufigen Zahlen von 4,0 um etwa zwei Drittel auf 6,4 bis 6,8 Mio. EUR gesteigert. Die geplante Verdoppelung wurde damit nicht erreicht, da einige Ergebnisbeiträge aus Squeeze-outs nicht mehr im alten Jahr vereinnahmt werden konnten. Außerdem fiel 2006 ein hoher sechsstelliger Andienungsverlust durch den Erwerb von Aktien über dem Squeeze-out-Preis an, aus dem potenzielle Nachbesserungsgewinne resultieren. 2007 wird das Volumen der Andienungsrechte das Eigenkapital der Gesellschaft deutlich überschreiten. Insgesamt ist die Falkenstein-Aktie eine gute Alternative zu Direktinvestments in Abfindungswerte. Einziger Wermutstropfen ist der Nicht-Ausweis des inneren Wertes der Aktie, was die Bewertung erschwert.

analysiert von:
Thorsten Renner



Falkenstein Nebenwerte AG			
ISIN	DE0005752307	Invest-Fokus	
WKN	575 230	Aktien Deutschland	
Kurs (EUR)	72,00	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,5	Value-Investing / Special Situations	
MCap (Mio. EUR)	36,00	Homepage	
EPS 2006e (EUR)	11,50	www.falkenstein-ag.de	
KGV 2006e	6,3	Mitarbeiter	2
Div. 05 (EUR)	1,75	Gründungsjahr	2000
Div. 06e (EUR)	2,75	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	3,8%	Anzahl Beteil.	ca. 25
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	n.bek.	
Prem./Discount	n.ber.		
52-Wo-Tief (EUR)	60,20		
52-Wo-Hoch (EUR)	80,00		
Performance 1 Jahr	+11,1%	relativ zu DAX	0,960
Performance 4 Jahre	+323,5%	relativ zu DAX	1,533
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar; n. bek.: nicht bekannt
Stichtag: 9.3.2007

Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA

Stark im Verbund

Unternehmen & Management

Die Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA ist in das Netzwerk der Unternehmensgruppe Angermayer, Brumm & Lange (ABL) eingebunden. So übernimmt die Sigma Capital Management GmbH – eine Tochter der seit kurzem ebenfalls börsennotierten ABL-Beteiligung Altira – das Management der Heliad-Beteiligungen. Die beiden im Private Equity-Geschäft erfahrenen Manager Andreas Lange und Ralf Flore tragen als Geschäftsführer die Hauptverantwortung für die Auswahl und Strukturierung des Portfolios.

Positionierung & Strategie

Bei der Auswahl der Beteiligungen konzentriert sich das Heliad-Team auf wachstumsstarke, eigentümergeführte Unternehmen in Nischenmärkten, die zumeist im Rahmen von Pre-IPO- oder Spätphasendeals abgeschlossen werden. Aber auch Beteiligungen an bereits börsennotierten Gesellschaften, die sich bspw. in einer Restrukturierung befinden und entsprechend unter ihren Substanzwerten gehandelt werden, passen in das Akquisitionsprofil. Als Maßgabe für eine Umsatzgröße nennt Heliad die Spanne zwischen 10 und 100 Mio. EUR, der ein investiertes Eigenkapital von zwei bis zehn Mio. EUR gegenübersteht. Der Exit soll dabei innerhalb von drei Jahren entweder über ein IPO oder einen Trade Sale realisierbar sein. Die Struktur der Transaktionen reicht von klassischen MBOs über Aktionärsauskäufe bis hin zu Übernahmen gemäß der „Buy and Build“-Strategie. Der für Heliad relevante Markt besteht allein in Deutschland aus über 40.000 Unternehmen, was die Wettbewerbsintensität ebenso wie die Positionierung zwischen VC-Finanzierern und den großen Private Equity-Gesellschaften etwas abmildert.

Nachdem Heliad in mehreren umfangreichen Kapitalerhöhungen Anfang 2006 knapp 40 Mio. EUR eingesammelt hatte, kam es in den Folgemonaten zu zahlreichen Beteiligungskäufen. Ein größerer Deal betraf den Einstieg beim Healthcare-Dienstleister Vanguard. Daneben engagierte man sich u. a. bei dem Mobilfunkanbieter

Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA			
ISIN	DE0006047293	Invest-Fokus	
WKN	604 729	Unternehmen in Sondersituationen	
Kurs (EUR)	1,08	Strategie	
AZ (Mio. St.)	70	Private Equity / Pre-IPO-Investm.	
MCap (Mio. EUR)	75,60	Homepage	
EpS 2006 (EUR)	0,27	www.heliad.de	
KGV 2006	4,0	Mitarbeiter	5
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr	2000
Div. 06 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.	11
NAV (Mio. EUR)	91	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	1,30	Vanguard	
Prem./Discount	-16,9%	CfC Industriebet.	
52-Wo-Tief (EUR)	1,05	Magnat Real Estate	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,58	ItN Nanovation	
Performance 1 Jahr	-16,3%	relativ zu DAX	0,724
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



blau, der Immobiliengesellschaft Magnat Real Estate, dem Sicherheitsunternehmen Unicorn und dem Sanierungsspezialisten CfC. Letzterer gab im Dezember sein Börsendebüt. Ein erfolgreicher Exit gelang Heliad mit dem Verkauf der Anteile an dem österreichischen Fondsanbieter C-Quadrat. Aus der Transaktion konnte ein Gewinn von 2,4 Mio. EUR verbucht werden. Ende 2006 folgten weitere Kapitalerhöhungen, die größtenteils bei institutionellen Investoren im In- und Ausland platziert wurden.



Die Ergebnisse schwanken mit dem Börsenumfeld

Chancen & Risiken

In einem positiven Börsenumfeld kann Heliad höhere Exit-Preise und damit Gewinne realisieren. Zudem steigen generell der Deal-flow und das Interesse der Unternehmen am Kapitalmarkt. Im Gegenzug muss eine längere Baisse als Risikofaktor in die Kalkulation miteinbezogen werden. Auch eine verstärkte Konkurrenz durch andere Private Equity-Häuser kann bei einem anhaltenden Erfolg der Heliad-Strategie nicht ausgeschlossen werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Management hat sich für 2007 einiges vorgenommen: Mindestens drei Trade Sales bzw. IPOs sollen aus dem bestehenden Portfolio realisiert werden. Zudem erwartet man, den Rekordgewinn aus dem Vorjahr (11 Mio. EUR) übertreffen zu können. Ob sich beides vor dem Hintergrund der korrekturanfälligen Aktienmärkte realisieren lässt, ist zumindest fraglich. Ein Kauf der Aktie drängt sich folglich zum jetzigen Zeitpunkt nicht auf.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Impera Total Return AG

Gut verdient mit mäßigen IPOs

Unternehmen & Management

Die Impera Total Return AG wurde als Beteiligungsgesellschaft mit den beiden Kerngeschäftsfeldern Private Equity und Corporate Finance initiiert. Der Schwerpunkt im aktuellen Portfolio liegt mit über 50% auf börsennotierte Investments, bei denen es sich größtenteils um ehemalige Pre-IPO-Beteiligungen handelt. Geführt werden die Geschicke der Impera von Vorstand Günther P. Löw und Investment Director Alexander Kersting. Beide bringen langjährige Erfahrung im Beteiligungs- und IPO-Geschäft mit.

Positionierung & Strategie

In der Ausrichtung der Investments konzentriert sich Impera auf reife IPO-Kandidaten oder bereits börsennotierte vermeintlich unterbewertete Gesellschaften im Mid- und Small Cap-Bereich. Dabei kann es sich im Einzelfall auch um einen Turnaround-Kandidaten oder ein Unternehmen mit ungelöster Nachfolge handeln. Grundsätzlich gehen Löw und sein Team opportunistisch vor. Größere Deals können in Form eines Co-Investments über das bestehende Kontaktnetzwerk durchgeführt werden. Bedingt durch das positive Börsenumfeld der vergangenen Quartale richtete Impera die Anlageentscheidungen zuletzt stark auf Pre-IPO-Investments aus, die innerhalb weniger Monate an die Börse gebracht wurden. Im Beratungsgeschäft werden institutionelle und private Anleger u. a. bei Umplatzierungs- und Wachstumsprojekten unterstützt.

Die im Vergleich zu den Vorjahren gestiegene Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarktes für Neuemissionen sorgte 2006 gemäß der vorläufigen Zahlen für einen deutlichen Ergebnissprung auf rund 3,5 Mio. EUR. Die hohe dem Geschäftsmodell inne wohnende Volatilität zeigt sich aber daran, dass im zweiten Halbjahr lediglich noch 0,6 Mio. EUR verdient werden konnten. Aus dem Portfolio der Impera gingen u. a. der Auskunftsdienstleister Klicktel, CFI Fairpay – ein Aufkäufer von Lebensversicherungspolice –, der Medizintechniker HumanOp-



tics und das Biotech-Unternehmen LipoNova an die Börse. Die Post-IPO-Entwicklung ließ jedoch in den meisten Fällen zu wünschen übrig. LipoNova notiert derzeit über 55% unter ihrem Ausgabekurs, bei Klicktel beträgt das Minus sogar knapp 70%.



Imperas Erträge hängen maßgeblich vom Börsenklima ab

Chancen & Risiken

Wie die Ergebnishistorie zeigt, sind die realisierten Erträge maßgeblich von der Börsenentwicklung abhängig, können doch nur in einem positiven Umfeld die größten Reserven über ein IPO der Beteiligung gehoben werden. Das macht die Schätzung der zukünftigen Gewinne außerordentlich schwierig. Eine Planbarkeit ist praktisch nicht gegeben. Impera möchte dieser Achillesferse in Zukunft über ein stärkeres Engagement bei Private Equity entgegen wirken. Auf der Habenseite kann die Gesellschaft ihre solide bilanzielle Situation (EK-Quote von 66% per 31.12.06), die komfortable Liquiditätsausstattung und ihre umfangreichen Kontakte innerhalb der Beteiligungsbranche verbuchen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Anleger sollten sich nicht allein an dem bezogen aus das Jahr 2006 äußerst niedrigen KGV von unter 4 orientieren. Die Gewinne und Erfolge der Vergangenheit werden sich nur schwerlich wiederholen lassen. Die vom Vorstand in Aussicht gestellte Dividendenzahlung – wir kalkulieren mit einer Ausschüttung zwischen 30 und 35 Cent – dient in einem volatilen Marktumfeld zumindest als ein kleiner Sicherheitspuffer.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Impera Total Return AG			
ISIN	DE0005751309	Invest-Fokus	
WKN	575 130	Later-Stage	
Kurs (EUR)	6,32	Strategie	
AZ (Mio. St.)	1,815	Minderheitsbeteiligungen	
MCap (Mio. EUR)	11,47	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	1,92	www.impera.de	
KGV 2006e	3,3	Mitarbeiter	3
Div. 05 (EUR)	k.A.	Gründungsjahr	1998
Div. 06e (EUR)	0,35	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	5,5%	Anzahl Beteil.	20
NAV (Mio. EUR)	11,289	Größte Beteiligungen	
NAV / Aktie (EUR)	6,22	Die Skonto AG	
Prem./Discount	+1,6%	Transflow Inf. Logistik	
52-Wo-Tief (EUR)	5,70	Solarion AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	12,79	Human Optics	
Performance 1 Jahr	-38,9%	relativ zu DAX	0,528
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

„Vorgenommen, ein ähnliches Ergebnis wie 2006 zu erreichen“

Smart Investor sprach mit Impera-Chef Günther Paul Löw über die Erfolge der Vergangenheit, die gegenwärtige Korrektur an den Aktienmärkten und die Ergebnisprognose für 2007.

Smart Investor: Impera konnte das Jahr 2006 – nach vorläufigen Zahlen – mit einem Rekordgewinn von 3,5 Mio. EUR abschließen. Was waren dabei die wesentlichen Ergebnislieferanten?

Günther Paul Löw: Bezogen auf die Umsätze stammt ein Großteil unserer Erträge aus der Veräußerung von Wertpapieren. Zu einem wesentlich geringeren Teil konnten wir Corporate Finance-Fees vereinnahmen. Vielleicht ändert sich das in diesem Jahr. Rund drei Viertel aller Erträge aus Wertpapierveräußerungen machten wir mit unseren Pre-IPO-Beteiligungen. Der Rest entfiel auf normale Aktiengeschäfte an bereits börsennotierten Unternehmen und Engagements bspw. bei anderen Kapitalerhöhungen.

Smart Investor: Dabei haben sich einige Ihrer früheren Pre-IPO-Beteiligungen wie Klicktel oder Liponova seit dem Börsengang alles andere als positiv entwickelt.

Löw: Natürlich fallen gerade die Beteiligungen auf, die sich negativ entwickelt haben. Dazu kann ich nur sagen, dass wir auf beide Positionen gemäß HGB bereits Abschreibungen nach dem Niederstwertprinzip zum Schlusskurs vom 31.12.06 vorgenommen haben. Ansonsten wäre unser 2006er Ergebnis noch besser ausgefallen. Derzeit haben wir bspw. die Klicktel-Aktie zu 5 EUR in unserer Bilanz stehen. Das liegt knapp 15% unter der aktuellen Notierung.



Auch Impera kann sich dem Spiel zwischen Bulle und Bär nicht gänzlich entziehen

Smart Investor: Eine Analyse der einzelnen Quartale zeigt, dass das zweite Halbjahr deutlich schwächer verlief. Ein böses Omen für 2007?

Löw: Das erste Quartal 2006 fiel im Allgemeinen wirklich sensationell aus. Das haben nicht nur wir gespürt. Auch andere Finanzunternehmen und Banken fuhren in diesem Zeitraum außerordentlich hohe Ergebnisse ein. Diese Messlatte war einfach schwer zu schlagen. Dabei haben wir trotz der erwähnten Abschreibungen auch im zweiten Halbjahr einen Überschuss erzielen können.

Für 2007 haben wir uns vorgenommen, ein ähnliches Ergebnis wie 2006 zu erreichen. Und auf die Gesamtschau von vier Quartalen kommt es letztlich an.

Smart Investor: Inwieweit ist Impera überhaupt auf freundliche Börsen angewiesen?

Löw: Selbstverständlich besteht eine Abhängigkeit von der allgemeinen Entwicklung an den Kapitalmärkten und dort speziell von der Situation am IPO-Markt. Um jedoch die Relationen besser zu verstehen, sei gesagt, dass wir mit einem bis zwei guten Exits von unseren langfristigen Investments im Private Equity-Bereich genauso viel verdienen wie mit ca. zehn Pre-IPO-Beteiligungen.



Günther Paul Löw

Smart Investor: Hat Sie der Kurseinbruch Ende Februar auch überrascht? Welche Veränderungen haben Sie daraufhin in Ihrem Portfolio vorgenommen?

Löw: Schon im Vorfeld der Korrektur waren wir sehr zurückhaltend und haben dementsprechend nur vorsichtig investiert. Leider können wir nicht 100% Cash halten, denn einen solchen Tag, an dem es im DAX drei oder vier Prozent nach unten geht, überstehen auch wir nicht ohne rote Zahlen. Eine Absicherung des Portfolios ist ebenso wenig möglich. Unsere Liquidität dritten Grades – darunter fallen der Cash-Bestand und die börsennotierten Beteiligungen – beläuft sich derzeit auf rund 70%. Die restlichen 30% sind in Private Equity-Investments angelegt.

Smart Investor: Beabsichtigen Sie, für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende zu zahlen?

Löw: Wir haben immer gesagt, dass wir für unsere Aktionäre eine Dividendenrendite zwischen 5 und 6% erreichen wollen. Auch die letzte Kapitalerhöhung, die zu 5,75 EUR platziert wurde, haben wir mit dieser Aussage bestritten. 2006 war ein gutes Jahr für uns. Das soll auch in unserer Ausschüttungspolitik zum Ausdruck kommen.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch!

Interview: Marcus Wessel

Scherzer & Co. AG

Mischung aus sicherheits- und chancenorientierten Anlagen

Unternehmen & Management

Die früheren Porzellanfabrik Zeh, Scherzer & Co. AG wurde 1880 im oberfränkischen Rehau gegründet und firmiert seit 1910 als AG. Nach Einstellung der Porzellanherstellung in den 1980er Jahren wurde das Unternehmen 2003 von der Allerthal-Werke AG übernommen, in „Scherzer & Co. AG“ umfirmiert, an der Börse gelistet (Entry Standard) und als Beteiligungsfirma neu ausgerichtet. Alleinvorstand ist Dr. Georg Issels, der zugleich auch Vorstandsmitglied der Allerthal-Werke AG ist.



Unter anderem bei Bayer Schering setzt Scherzer auf einen Squeeze-out

Positionierung & Strategie

Grundgedanke der Investitionspolitik von Scherzer ist die Anlage der zur Verfügung stehenden Mittel je zur Hälfte in eher sicherheitsorientierte und chancenorientierte Wertpapiere. Bei ersteren setzt Scherzer auf Aktien, die durch einen natürlichen „Floor“ nach unten abgesichert sind und ein im Marktvergleich deutlich geringeres Risikoprofil aufweisen. Unter diese Kategorie fallen Abfindungskandidaten und Squeeze-out-Werte wie AMB Generali, HVB und Bayer Schering, aber auch Aktien, die eine deutliche Unterbewertung oder besonders attraktive Dividendenrendite aufweisen.

Unter die eher chancenorientierten Anlagen fallen Unternehmen in Sondersituationen wie Turnaround-Kandidaten oder Firmen mit aussichtsreichen technologieorientierten Geschäftsmodellen. Aktuelle Beispiele sind Biotest und die inzwischen aus Mobil-



Com und freenet.de entstandene freenet AG. Angesichts der vorhandenen Eigenmittel von deutlich über 20 Mio. EUR investiert Scherzer nicht nur in Neben-, sondern auch in deutlich marktliquidere Werte. Erklärtes Ziel des Vorstandes ist es, das Anlagevolumen auch durch weitere Kapitalmaßnahmen auszuweiten.

Chancen & Risiken

Die von Scherzer verfolgte Strategie besitzt durch die starke Beimischung von Abfindungskandidaten einen wichtigen Risikopuffer. Chancen ergeben sich dabei aus der Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung im Spruchstellenverfahren der jeweiligen Wertansätze verbunden mit Chancen auf Nachbesserung. Das aktuelle Andienungsvolumen dürfte sich auf rund 6 Mio. EUR belaufen, wird jedoch mit Umsetzung des Squeeze-outs bei AXA Konzern, Bayer Schering und HVB eine deutliche Ausweitung erfahren. Allein bei der letztgenannten Gesellschaft ist Scherzer laut einer aktuellen Meldung mit über 150.000 Aktien investiert.

Besondere Risiken mit Ausnahme des allgemeinen Kapitalmarktumfeldes sind nicht erkennbar. Die Anlagepolitik ist eher konservativ, der Einsatz von Fremdmitteln erfolgt lediglich bei den im Kurs nach unten abgesicherten Abfindungskandidaten. Prognoseunsicherheiten ergeben sich aus dem zeitlich nicht absehbaren Verlauf von Spruchstellenverfahren sowie der anzusetzenden Bewertung von Nachbesserungsrechten.

Zusammenfassung & Einschätzung

Laut vorläufigen Zahlen konnte Scherzer im Jahr 2006 mit einem Jahresüberschuss von rund 2,7 Mio. EUR oder 0,15 EUR je Aktie ein Rekordergebnis erzielen. Auf dem aktuellen Kursniveau wird die Aktie mit einem 2006er KGV von 10,7 bewertet und notiert nach unseren Berechnungen um rund 7% unter dem inneren Wert. Mittelfristig sollte die Aktie zudem von der zu erwartenden Aufnahme einer Dividendenzahlung profitieren können.

analysiert von:
Alexander Langhorst

Scherzer & Co. AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006942808	Aktien Deutschland	
WKN	694 280	Strategie	
Kurs (EUR)	1,61	Value-Investing / Special Situations	
AZ (Mio. St.)	18,14	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	29,21	www.scherzer-ag.de	
EpS 2006e (EUR)	0,15	Mitarbeiter	1
KGV 2006e	10,7	Gründungsjahr	1880
NAV (Mio. EUR)*	30,9	Geschäftsjahr	31.12.
NAV / Aktie (EUR)	1,70	Anzahl Anteil.	> 20
Prem./Discount	-5,5%	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Tief (EUR)	1,21	AMB Generali AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	1,74	HVB Group AG	
Performance 1 Jahr	+9,5%	Biotest AG	
Performance 4 Jahre	n.ber.	Mobilcom/Freenet	
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	0,947
		relativ zu DAX	n.ber.
		relativ zu DAX	n.ber.

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Rheiner Moden AG

Kompetenzzentrum für
Nachbesserungsrechte

Unternehmen & Strategie

Bis zur Einstellung des operativen Geschäfts Ende der 1990er Jahre war Rheiner Moden im Bereich Damen-Oberbekleidung aktiv. Seit der Übernahme durch Allerthal und Beendigung des Insolvenzverfahrens 2004 fokussiert sich die Gesellschaft auf Nachbesserungsrechte sowie die Beratung von Dritten in Kapitalmarktangelegenheiten, bisher vor allem die Scherzer & Co. AG.

Chancen & Risiken

Nachbesserungsrechte entstehen bei Ausbuchung der Aktien im Squeeze-out bzw. einer Fusion oder durch Andienung in ein

Rheiner Moden AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0007018707	Aktien Deutschland	
WKN	701 870	Strategie	
Kurs (EUR)	35,30	Nachbesserungsrechte	
AZ (Mio. St.)	0,22	Homepage	
MCAp (Mio. EUR)	7,77	www.rheiner-moden.de	
EpS 2006e (EUR)	2,50	Mitarbeiter	1
KGv 2006e	14,1	Gründungsjahr	1974
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.07.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	10
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	HVB Group AG	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Vattenfall Europe AG	
Prem./Discount	n.ber.	AMB Generali	
52-Wo-Tief (EUR)	26,50	Bayer Schering Pharma	
52-Wo-Hoch (EUR)	38,00	relativ zu DAX	1,130
Performance 1 Jahr	+30,7%	relativ zu DAX	2,556
Performance 4 Jahre	+606,0%	relativ zu DAX	1,616
Performance 7 Jahre	+35,8%		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



Abfindungsangebot und stellen quasi eine Option auf eine Nachbesserung im Spruchstellenverfahren dar. Risiken können sich aus der meist jahrelangen Verfahrensdauer ergeben; allerdings steht das Kapital derweil für weitere Investitionen zur Verfügung. Zudem fallen zusätzlich zur Nachbesserung Zinsen über die Verfahrenslaufzeit an. Aktuell beläuft sich das angeordnete Volumen auf 14,4 Mio. EUR.

Zusammenfassung & Einschätzung

Im ersten Halbjahr (bis 31.01.07) betrug das Ergebnis rund 230.000 EUR und sollte sich im weiteren Jahresverlauf nicht zuletzt durch entsprechende Einnahmen aus der Beratungstätigkeit noch deutlich verbessert haben. Auf Basis eines vorsichtig geschätzten Gewinns von 500.000 EUR im Gesamtjahr ergibt sich ein erwartetes KGv von 13. Bei etwaigen Dispositionen sollten die geringe Aktienzahl sowie der insgesamt auch sehr überschaubare Streubesitz beachtet werden.

analysiert von:
Alexander Langhorst



Anzeige

Wachstum finanzieren – Rendite ernten!



Horst Lichter
TV-Koch



Fritz Fischer
Biathlon
Olympiasieger

„Treffsicher investieren mit den MIG-Fonds ist ganz nach unserem Geschmack!“

„Aus diesem Grund arbeiten wir mit den Finanz-Spezialisten der Alfred Wieder AG zusammen. Hier erhalten wir sinnvolle Empfehlungen rund um unsere Finanzen.“ Zudem bietet sich mit einer Beteiligung an einem MIG-Fonds die Chance vom Wachstum junger, innovativer Unternehmen zu profitieren. Mit zweistelligen Renditechancen. In jeder Hinsicht also ein absoluter Volltreffer.

Davon können Sie jetzt auch profitieren.

Informieren Sie sich noch heute und nutzen Sie die Chancen von Venture Capital!

MIG
FONDS



Alfred Wieder AG
Seestr. 113
82229 Seefeld



alfred wieder ag

Tel. (01 805) 94 33 37 (12 Cent/Min.)
Fax (01 803) 94 33 37 (9 Cent/Min.)
info@alfred-wieder.ag
www.alfred-wieder.ag

SCI AG

Spezialist für Abfindungsspekulationen

Unternehmen & Management

Die SCI AG aus Usingen nahe Frankfurt wurde im Jahr 2000 von mehreren Nebenwerte-Spezialisten aus der Taufe gehoben. Seit der Gründung weist das Unternehmen enorme Wachstumsraten auf, die zum einen aus dem organischen Portfolio-Wachstum und zum anderen aus regelmäßigen Kapitalerhöhungen stammen.



Selbst während der letzten Baisse konnte SCI zweistellige Renditen erzielen

Nachdem das verwaltete Volumen auf über 3 Mio. EUR angewachsen war, erfolgte im Juni 2006 das Listing im Frankfurter Freiverkehr. Seither legte der Kurs kontinuierlich zu und notiert aktuell mit knapp 13 EUR auf Rekordniveau.

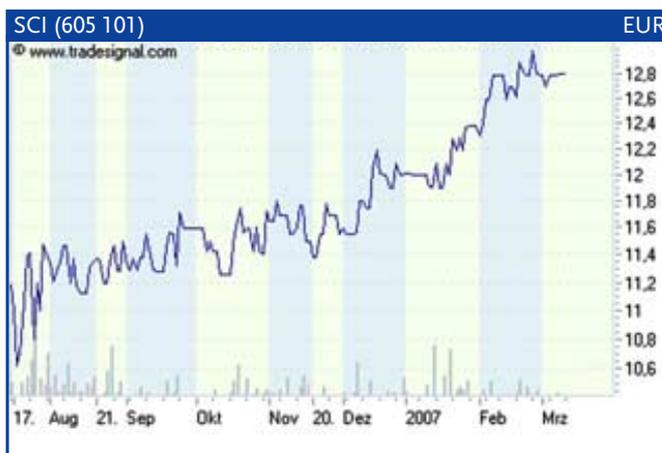
Positionierung & Strategie

Die SCI AG legt ihren Fokus auf Beteiligungen in Sondersituationen, um möglichst unabhängig von der Entwicklung am Gesamtmarkt

dauerhaft gute Renditen zu erwirtschaften. Die Spezialität sind Squeeze-out-Spekulationen, Übernahmen und Unternehmensverträge, die bei überschaubarem Risiko erhebliche Chancen bieten. In vielen Fällen werden die Spruchstellenverfahren aktiv begleitet, was zwar recht aufwendig ist, aber jedes Mal neue Erkenntnisse über die Sichtweise der verschiedenen Gerichte bringt, die dann Gewinn bringend genutzt werden können. Erfolge konnten im vergangenen Jahr unter anderem bei Debitel, Consors, Vereins- und Westbank und RWE DEA sowie im laufenden Jahr bei Buderus und Heinrich Industrie verzeichnet werden.

Chancen & Risiken

Seit der Gründung weist das Unternehmen enorme Wachstumsraten auf. Alle relevanten Aktienindizes wurden Jahr für Jahr deutlich



geschlagen; selbst in den Baisse-Jahren 2000 bis 2003 erzielte die SCI durch die Fokussierung auf Sondersituationen stets deutlich zweistellige Renditen. Trotz des starken Wachstums und der begleitenden Kapitalerhöhungen werden die Aktionäre regelmäßig über eine Dividende am Erfolg beteiligt, womit für den Aktionär eine gewisse Grundverzinsung gesichert ist. Mehr auszuschütten wäre angesichts der erwirtschafteten Renditen nicht sinnvoll.

Im Geschäft mit den Abfindungen tummeln sich allerdings immer mehr Marktteilnehmer, womit die Renditechancen sinken. Zudem scheint der Höhepunkt der Squeeze-out-Welle überschritten, weshalb mehr und mehr nach alternativen Investments Ausschau gehalten wird. Derzeit ist die SCI verstärkt bei Unternehmensanierungen durch Finanzinvestoren aktiv, die ebenfalls enorme Chancen bieten, wie die erfolgreichen Engagements bei Augusta und Nordex zeigen. Aktuelle Investments in diesem Bereich sind derzeit die Kunert AG, die vor allem aufgrund des hohen Nachzahlungsanspruchs bei der Vorzugsdividende interessant ist, sowie die Deutsche Steinzeug AG, bei der ein größerer Bestand bei der Sanierungskapitalerhöhung zu 1 EUR erworben wurde.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Kurs der SCI-Aktie orientiert sich eng am inneren Wert, in den neben den Kurswerten auch eine zu erwartende Nachbesserung im Spruchstellenverfahren von 20% des eingereichten Volumens einbezogen ist. Dieser Wert ist in der Bilanz nicht zu erkennen, muss aber für eine realistische Betrachtung berücksichtigt werden. Ende Oktober 2006 lag der so berechnete Wert bei 12,05 EUR und dürfte sich aktuell etwa auf Höhe des Börsenkurses bewegen. Da alles für eine Fortsetzung des positiven Trends spricht, ist die SCI-Aktie eine interessante Alternative zu Direktinvestments in Abfindungsspekulationen und sollte unabhängig vom Gesamtmarkt attraktive Renditen abwerfen.

analysiert von:
Mathias Wahler
GSC

SCI AG		
ISIN	DE0006051014	Invest-Fokus
WKN	605 101	Aktien Deutschland
Kurs (EUR)	12,81	Strategie
AZ (Mio. St.)	0,377388	Value-Investing / Special Situations
MCap (Mio. EUR)	4,83	Homepage
EpS 2006e (EUR)	1,85	www.sci-ag.de
KGV 2006e	6,9	Mitarbeiter
Div. 05 (EUR)	0,15	Gründungsjahr
Div. 06e (EUR)	0,20	Geschäftsjahr
Div.-Rendite 06e	1,6%	Anzahl Anteil.
NAV (Mio. EUR)*	4,85	Größte Beteiligungen
NAV / Aktie (EUR)	12,85	Dt. Steinzeug AG
Prem./Discount	-0,3%	Gerling Allg. Vers. AG
52-Wo-Tief (EUR)	10,62	Kölnische Rückvers. AG
52-Wo-Hoch (EUR)	13,00	GFKL Financial Services AG
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
n. bek.: nicht bekannt; n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007



AG TOKUGAWA

*Kauft gerne mit Hilfe von
Übernahmeangeboten ein*

Unternehmen & Management

Die seit vergangenem Herbst im Freiverkehr gelistete AG TOKUGAWA mit ihrem Vorstand Philipp Steinhauer investiert vorzugsweise in Sondersituationen. Hierzu zählen sowohl Sanierungs- und Turnaround-Situationen, Wechsel des Mehrheitsaktionärs, geplante Ausweitung des Streubesitzes sowie gerichtlich überprüfbare Strukturmaßnahmen als auch der Junkbond-Bereich. Darüber hinaus lanciert die AG TOKUGAWA immer wieder Übernahmeangebote für nunmehr schwer an der Börse veräußerbare Aktien, oft auch ausländischer Provenienz.



TOKUGAWA sucht permanent nach Sondersituationen

Chancen & Risiken

Ausgehend von der eingeschlagenen Strategie sollte es der TOKUGAWA möglich sein, auch in einem etwas schwierigeren Kapitalmarktumfeld positive Erträge für ihre Anteilseigner zu erwirtschaften, da Sondersituationen oftmals unabhängig vom Gesamtmarkt zu betrachten sind. Risiken können sich vor allem aus der nach wie vor geringen Eigenmittelausstattung, der starken Beanspruchung des Kreditrahmens,

der geringen Anzahl an Depotpositionen sowie der Bevorzugung illiquider Werte ergeben.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit einer Investition in die AG TOKUGAWA kann der spezialisierte Nebenwerte-Investor auf ein interessantes Portfoliokonzept setzen, welches sich derzeit jedoch noch in der Anfangsphase befindet. Insbesondere sind die noch geringe Eigenmittelausstattung und die Intransparenz aufgrund der bewussten Nicht-Veröffentlichung des inneren Wertes seit dem Listing sowie die sehr geringen Börsenumsätze bei etwaigen Dispositionen zu beachten. Mit der Vorlage des Geschäftsberichts für 2006 sollte sich jedoch die bisher recht spärliche Informationsgrundlage deutlich verbessern.

analysiert von:
Alexander Langhorst



www.invest2007.de

Invest

Die Messe für institutionelle
und private Anleger

BESTE ERFOLGS- AUSSICHTEN

MIT DER ANLEGERMESSE NR. 1

Verschaffen Sie sich einen kompletten Überblick über die breite Palette der Anlagemöglichkeiten. Informieren Sie sich in persönlichen Gesprächen mit den Anbietern unterschiedlichster Finanzmarktprodukte. Holen Sie sich Tipps bei den Top-Referenten im Rahmenprogramm!

Weitere Messehighlights:

- Themenpark EUWAX
- Themenpark Rohstoffe
- Themenforum Altersvorsorge
- Expertenforum der Verlagsgruppe Handelsblatt

Mehr unter www.invest2007.de

MESSE STUTTGART

16. – 18. MÄRZ 2007

MITVERANSTALTER

boerse-stuttgart

Wissen wo man handelt

MEDIENPARTNER

Handelsblatt Wirtschafts
Woche

Trade & Value AG

Zwei profitable Standbeine

Unternehmen & Management

Untrennbar mit der Trade & Value AG ist der Name ihres Alleinvorstands Oliver Dornisch verbunden, der das Unternehmen und dessen Strategie seit der Gründung Ende 2001 maßgeblich prägte. Dornisch verfügt über eine beachtliche Reputation in der heimischen Trading-Community, was damit zusammenhängt, dass er als einer der ersten Börsianer hierzulande u. a. auf Short Selling- und Daytrading-Strategien als Instrumente des Anlagemanagements setzte.

Positionierung & Strategie

Die Trade & Value AG besitzt viele Merkmale eines typischen Aktienfonds. So verwalten Dornisch und sein Research-Team aus Aktien-, Rohstoff- und Chartspezialisten die Vermögenswerte eines von ihm Mitte der 90er Jahre gegründeten Aktienclubs. Jeden Monat weist das Unternehmen einen neuen Net Asset Value aus, der zeitnah allen interessierten Anlegern kommuniziert wird. In seiner Investmentphilosophie richtet sich Dornisch im Gegensatz zu den meisten Fonds-Managern an keiner Benchmark aus. Das macht ihn frei für Opportunitäten aller Art. Im Bereich „Trading“ steht das kurzfristige Agieren im Mittelpunkt. Die Positionen werden oftmals nur wenige Stunden oder gar Minuten gehalten, und es wird versucht, auf allen Märkten (Aktien, Rohstoffe, Derivate, Zertifikate) mögliche Chancen zu nutzen. Dagegen steht im Segment „Value“ die langfristige Partizipation an der Wertentwicklung eines Unternehmens im Mittelpunkt. Einem Investment geht grundsätzlich eine detaillierte Fundamentalanalyse voraus. Auch ein persönliches Gespräch mit dem Management und der Einsatz von Charttechnik helfen Dornisch bei der Aktienauswahl. Zumeist handelt es sich dabei um deutsche Nebenwerte und Abfindungsspekulationen, die von den meisten Fonds links liegen gelassen werden. Die Kombination beider Strategien ergab im Jahr 2006 eine – bereinigt um die Dividendenzahlung von 1 EUR – Steigerung des NAV um 22,2%. Derzeit hält Dornisch rund ein Viertel Cash, was auch auf einen



Mangel an interessanten, neuen Anlagemöglichkeiten zurückzuführen ist.

Chancen & Risiken

Der opportunitätsgetriebene Trading-Ansatz, für den auch auf derivative Produkte zurückgegriffen wird, bietet neben den zumeist



Im Trading-Segment werden oftmals auch Tageschwankungen an den Börsen ausgenutzt

konservativen Langfrist-Investments einen ordentlichen Renditekick, der Anlegern eine Chance eröffnet und der sich mit dem Gros der herkömmlichen Aktien- oder Rentenfonds nur schwer erzielen lässt. Die bereits seit 2003 andauernde Schönwetterperiode an der Börse begünstigte hierbei sicherlich die stetige Wertentwicklung, wobei Dornisch stets betont, weitestgehend unabhängig von Kapitalmarktzyklen wirtschaften zu können. Die Tatsache, dass er seit Mitte 2004 keinen Monat mit einer negativen Performance abschließen

musste – obwohl es zwischenzeitlich immer stärkere Korrekturen gab – scheint ihm Recht zu geben.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die zweigleisige Strategie mittels Value-Investing – zu dem auch Abfindungsspekulationen gehören – und (Day-)Trading sichert der Gesellschaft eine gewisse Unabhängigkeit von übergeordneten Zyklen an den Kapitalmärkten zu. Unter Berücksichtigung der aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik und der monatlichen, sehr transparenten Berichterstattung über den NAV sollte sich der Wert auch in unruhigeren Börsenzeiten behaupten können.

Trade & Value AG			
ISIN	DE0006039191	Invest-Fokus	
WKN	603 919	Dt. Nebenwerte, Squeeze Outs, Spezialsit.	
Kurs (EUR)	14,55	Strategie	
AZ (Mio. St.)	0,375	Value-Investing, Trading, Hedging	
MCap (Mio. EUR)	5,46	Homepage	
EpS 2006e (EUR)	2,06	www.tav.ag	
KGV 2006e	7,1	Mitarbeiter	5
Div. 05 (EUR)	1,00	Gründungsjahr	2001
Div. 06 (EUR)	1,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div.-Rendite 06e	6,9%	Anzahl Beteil.	60-70
NAV (Mio. EUR)*	5,202	Größte Beteiligungen (rel. zum NAV)	
NAV / Aktie (EUR)	13,87	Metis Capital Ltd.	13,7%
Prem./Discount	+4,9%	Unylon AG	5,1%
52-Wo-Tief (EUR)	14,30	Lindner Holding	4,9%
52-Wo-Hoch (EUR)	15,75	GFKL Fin. Serv. AG	4,7%
Performance 1 Jahr	+2,1%	relativ zu DAX	0,882
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

*) Stichtag 28.02.2007
n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

DLB-Anlageservice AG

Erfolgreich im Bereich der Small- und Mid Caps

Unternehmen & Management

Die DLB-Anlageservice AG mit Sitz in Steingaden feiert in diesem Jahr ihr 20-jähriges Jubiläum, seit gut der Hälfte dieser Zeit ist das Unternehmen an der Börse. Alleinvorstand des Unternehmens ist Michael Höfer, ein alter Hase in der Geldanlage im Bereich der Small- und Mid Caps. Während sich die DLB selbst ausschließlich in Deutschland engagiert, ist die Tochter AB Effectenbeteiligungen AG, an der man nach dem Einstieg einer Investorengruppe noch 51% hält, überwiegend in Österreich aktiv. Zudem werden über die Focus-Industrie-Beteiligungen AG, an der die DLB mit 71% beteiligt ist, einige vorbörsliche Beteiligungen gehalten.

Positionierung & Strategie

Die DLB konzentriert sich bei der Auswahl ihrer Investments ausschließlich auf den Bereich der Small- und Mid Caps im deutschsprachigen Raum. Investiert wird meist in substanzstarke Unternehmen, zum Teil aber auch in Turnaround-Werte, sobald sich ein klarer Trend nach oben abzeichnet. Die Tochter AB Effecten profitierte in den letzten Jahren von der andauernd positiven Entwicklung der Wiener Börse. Auch bei Focus-Industrie-Beteiligungen geht es nach einer mehrjährigen Durststrecke mit dem sich bessernden Marktumfeld für Börsengänge wieder aufwärts. Nach mageren Jahren mit geringer Gewinnrealisierung stehen 2007 zwei Unternehmen vor dem IPO, womit sich stille Reserven heben lassen sollten.

Chancen & Risiken

Im Jahr 2006 verzeichnete DLB eine fulminante Entwicklung und konnte den Jahresüberschuss von 0,18 auf 0,62 Mio. EUR mehr als verdreifachen. Obwohl die Zahl der Aktien im Februar 2006 über eine Kapitalerhöhung zu 11 EUR um 84.000 auf 294.000 ausgeweitet wurde, stieg das Ergebnis je Aktie deutlich auf 2,10 EUR (Vj. 0,86 EUR), womit sich auch nach dem Kursanstieg der letzten Monate ein sehr günstiges KGV von 7 errechnen



net. Der Hauptversammlung soll inklusive eines Jubiläumsbonus eine Dividende von 0,70 (0,50) EUR vorgeschlagen werden. Das bedeutet bei einem Kurs von 13,50 EUR eine attraktive Rendite von 5,2%. Möglicherweise kann diese Ausschüttung auch wieder steuerfrei aus dem steuerlichen Einlagenkonto gezahlt werden. Gewisse Risiken resultieren neben einer unvermeidbaren Abhängigkeit vom Börsenumfeld



Bei DLB winkt für 2006 eine satte Dividende

aus der geringen Handelsliquidität des DLB-Papiers. Obwohl sich das Geschäft vor allem in den letzten Jahren sehr beeindruckend entwickelt hat, führt die Aktie nach wie vor ein Schattendasein. Mit einer etwas offensiveren Öffentlichkeitsarbeit könnte sich dies jedoch schnell ändern.

Zusammenfassung & Einschätzung

Auf welchem Niveau der innere Wert der DLB-Aktie genau liegt, lässt sich vor allem wegen der schwierigen Bewertung der vorbörslichen Beteiligungen schwer abschätzen. Auch der Vorstand ist sehr vorsichtig und drückt sich auf der Hauptversammlung regelmäßig um eine konkrete Aussage. Höchstwahrscheinlich liegt der Net Asset Value aber nach wie vor über dem Börsenkurs, da schon das bilanzielle Eigenkapital rund 10 EUR je Aktie ausmacht und in den vorbörslichen Beteiligungen noch stille Reserven stecken dürften. Auch bei 13,50 EUR sollte die renditestarke Aktie daher noch Chancen bieten.

analysiert von:
Mathias Wahler



DLB Anlageservice AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005540306	Nebenwerte Deutschland/Österreich	
WKN	554 030	Strategie	
Kurs (EUR)	13,25	Value-Investing	
AZ (Mio. St.)	0,294	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	3,90	www.dlb-ag.de	
EpS 2006e (EUR)	2,10	Mitarbeiter	1
KGV 2006e	6,3	Gründungsjahr	1986
Div. 05 (EUR)	0,50	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,70	Anzahl Beteil.	ca. 40
Div.-Rendite 06e	5,3%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)*	4,41	AB Effectenbeteilig. AG	ca. 25%
NAV / Aktie (EUR)	15,00	Focus-Industrie-Bet. AG	ca. 25%
Prem./Discount	-11,7%	CineMedia AG	<1%
52-Wo-Tief (EUR)	10,70	Alno AG	<1%
52-Wo-Hoch (EUR)	15,44	relativ zu DAX	0,884
Performance 1 Jahr	+2,3%	relativ zu DAX	0,436
Performance 4 Jahre	+20,4%	relativ zu DAX	0,657
Performance 7 Jahre	-44,8%		

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
Stichtag: 9.3.2007

Horus AG

Beteiligungsgesellschaft mit über 7% Dividendenrendite

Unternehmen & Management

Die im Jahre 2000 gegründete, in Remscheid ansässige Horus AG ist in den Bereichen Unternehmensberatung und Unternehmensbeteiligung tätig.



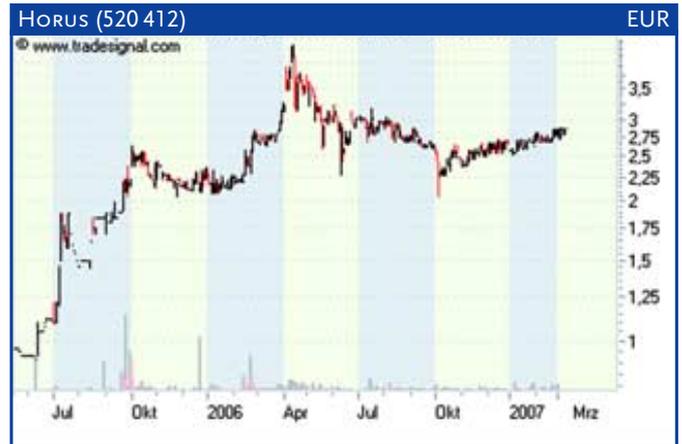
Die Stimmung bei Immobilienaktien hat sich abgekühlt

Alleinvertand und Gründer Hans-Rudi Kufner ist nach wie vor mit rund der Hälfte am Aktienkapital der Gesellschaft beteiligt und verfügt über ein großes Netzwerk im deutschen Small- und Mid Cap-Sektor. Dabei ist Horus aufgrund des fachlichen Hintergrunds und der langjährigen Branchen-Expertise des Vorstandes vor allem im Immobiliensektor stark vertreten.

Positionierung & Strategie

Im Mittelpunkt der Investitionsstrategie von Horus stehen Beteiligungen an börsennotierten Firmen aus dem Small- und Mid Cap-Bereich. Bei der Auswahl geeigneter Zielunternehmen wird ein

„Value-Ansatz“ verfolgt, d. h. der Wert der Aktien muss mit objektiven Maßstäben und auf Basis der gegebenen Fundamentaldaten ermittelt werden können. Angesichts des mittel- bis langfristig ausgerichteten Anlagehorizonts kommen für Horus teilweise auch Beteiligungen in der Aufbau- oder Restrukturierungsphase in Betracht, sofern diese grundsätzlich den bestehenden Investmentkriterien entsprechen. Beispiele aus dem aktuellen Portfolio für derartig gelagerte Engagements sind die ARIMA Real Estate AG (Aufbauphase), die Rucker Im-



mobilen Portfolio AG und deren Mutter Rucker Immobilien AG (Expansionsphase) sowie die Alexanderwerk AG (Restrukturierung/Turnaround).

Chancen & Risiken

Die Fokussierung auf Beteiligungen an börsengehandelten Small und Mid Caps führt bei der Horus AG naturgemäß zu einer hohen Abhängigkeit von der Börsenentwicklung und dem allgemeinen Kapitalmarktumfeld. Eine gewisse Risikominimierung sehen wir jedoch vor dem Hintergrund des stark Value-orientierten Investitionsansatzes, bei dem auch Kriterien wie eine attraktive Dividendenrendite eine wichtige Rolle spielen, was bei den Portfoliowerten zu einer gewissen Absicherung des Kurses nach unten beitragen sollte. Aktuell leidet die Wahrnehmung am Kapitalmarkt etwas unter der abgekühlten Stimmung in Bezug auf Immobilienaktien und die vorerst wohl nicht erfolgende Einbeziehung von Wohnimmobilien in die anstehende REIT-Gesetzgebung. Bei einem wieder steigenden Interesse des Kapitalmarkts an diesem Themenfeld, wie es bereits in der ersten Jahreshälfte 2006 zu beobachten war, dürfte Horus in besonderem Maße von steigenden Kursen bei ihren Beteiligungen und daraus resultierenden stillen Reserven in der Bilanz profitieren können.

Zusammenfassung & Einschätzung

Auf Basis der jüngst gemeldeten vorläufigen Zahlen 2006 hat die Horus AG einen Jahresüberschuss von 0,61 (Vorjahr: 1,13) Mio. EUR erwirtschaftet, dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von knapp 0,22 EUR nach 0,40 EUR im vorangegangenen Fiskaljahr. Die Aktionäre sollen in Form einer unveränderten Dividende von 0,20 EUR am Unternehmenserfolg beteiligt werden. Beim aktuellen Kurs von 2,80 EUR wird die Horus-Aktie mit einem 2006er KGV von 12,7 bewertet und bietet eine satte Dividendenrendite von 7,2%.

analysiert von:
Alexander Langhorst



Horus AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0005204127	Aktien Deutschland	
WKN	520 412	Strategie	
Kurs (EUR)	2,87	Value-Investing / Special Situations	
AZ (Mio. St.)	2,8	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	8,04	www.horus-ag.de	
EpS 2006e (EUR)	0,22	Mitarbeiter	2
KGV 2006e	13,1	Gründungsjahr	2000
Div. 05 (EUR)	0,20	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,20	Anzahl Beteil.	10
Div.-Rendite 06e	7,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	ARIMA Real Est. AG	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	Independent Capital AG	
Prem./Discount	n.ber.	Rucker Immobilien AG	
52-Wo-Tief (EUR)	2,27	Weberhof AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	4,19	relativ zu DAX	0,915
Performance 1 Jahr	+5,9%	relativ zu DAX	1,423
Performance 4 Jahre	+293,2%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Konsortium AG

Börsengänge aus attraktivem Mittelstandsportfolio in Sicht

Unternehmen & Management

Die Konsortium AG mit Sitz in Augsburg wurde im Jahr 1987 gegründet und zählt damit zu den ältesten Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in Deutschland. Die Investments der Gesellschaft konzentrieren sich auf Beteiligungen an Mittelstandsunternehmen, wobei neben Direktbeteiligungen auch Mezzanine-Finanzierungen eingegangen werden. Darüber hinaus ist die Konsortium AG bei Pre-IPO-Finanzierungen engagiert. In der Vergangenheit wurden bereits vier Unternehmen erfolgreich an die Börse begleitet. Die Konsortium AG sieht sich als aktiver Investor und unterstützt die Portfoliounternehmen mit einem Netzwerk an professionellen und wertvollen Kontakten. Oberstes Ziel ist dabei, den Erfolg und damit den Wert der Portfoliounternehmen nachhaltig zu steigern.



Im laufenden Jahr könnten noch einige Börsengänge anstehen

Positionierung & Strategie

Konsortium beteiligt sich an mittelständischen Firmen, die sich bereits seit mehreren Jahren erfolgreich in ihren Märkten behauptet haben und mit ihren Produkten und Dienstleistungen substantielle Umsätze erzielen. Die Konsortium AG verfolgt bewusst keine Branchenspezialisierung, sondern sucht nach erfolgreichen Nischen-Marktführern. Die Firmen müssen über ein überzeugendes Management-Team verfügen und eine Entwicklungsphase erreicht haben, die die Erwirtschaftung eines freien Cashflow erwarten lässt. Eingegangen werden Direkt-



beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, deren Geschäftsmodell eine hohe Steigerung des Unternehmenswertes und attraktive Gewinnausschüttungen verspricht, aber auch atypisch stille Beteiligungen an klassischen Mittelständlern sowie Beteiligungen an günstig bewerteten börsennotierten Mittelstandsfirmen.

Chancen & Risiken

Obwohl die Konsortium AG keine Branchenspezialisierung verfolgt, bilden die Schwerpunkte des Portfolios doch die Bereiche Mess- und Sensortechnik, Engineering und (IT) Dienstleistungen. Alles Bereiche, in denen sehr solide Ergebnisse erzielt werden können. Nahezu sämtliche Beteiligungen im Portfolio schaffen positive Resultate, was das Risikoprofil von Konsortium deutlich senkt. Das Portfolio der Gesellschaft ist sehr interessant und reif. Somit könnten schon bald Börsengänge oder auch Trade Sales folgen und der Konsortium interessante Mittelrückflüsse beschern. Das größte Risiko der Gesellschaft ist sicherlich die sehr geringe Unternehmensgröße. Damit steht die Gesellschaft teilweise in Konkurrenz mit größeren, finanzkräftigeren Beteiligungsunternehmen und könnte bei attraktiven Investments auch das Nachsehen haben. Jedoch hat sich Konsortium auf der anderen Seite über die Jahre ein hohes Ansehen als echter Partner für den Mittelstand erarbeitet, wobei sich die überschaubare Unternehmensgröße dann durchaus auch vorteilhaft auswirken kann.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die Konsortium AG verfügt über ein attraktives Beteiligungsportfolio. Börsengänge hieraus sind im Jahr 2007 zu erwarten. Derzeit notiert die Aktie zudem unter dem NAV von 1,24 Euro pro Aktie und ist damit attraktiv bewertet. Die Konsortium AG ist eine kleine, aber feine Beteiligungsgesellschaft – und daneben selbst ein Investment wert.

analysiert von:
Manuel Hölzle



KONSORTIUM AG		
ISIN	DE0006323405	Invest-Fokus
WKN	632 340	nicht notierte mittelständische Firmen
Kurs (EUR)	1,02	Strategie
AZ (Mio. St.)	12,88	Pre-IPO u. Wachstumsfinanzierungen
MCap (Mio. EUR)	13,14	Homepage
EpS 2006e (EUR)	0,01	www.konsortium.de
KGV 2006e	102,0	Mitarbeiter
Div. 05 (EUR)	0,00	3
Div. 06e (EUR)	0,00	Gründungsjahr
Div.-Rendite 06e	0,0%	1987
NAV (Mio. EUR)	16	Geschäftsjahr
NAV / Aktie (EUR)	1,24	31.12.
Prem./Discount	-17,9%	Anzahl Beteil.
52-Wo-Tief (EUR)	0,85	12
52-Wo-Hoch (EUR)	1,23	Größte Beteiligungen
Performance 1 Jahr	-8,9%	KSR Kuebler AG
Performance 4 Jahre	+155,0%	21,9%
Performance 7 Jahre	-85,0%	Trivit AG
Stichtag: 9.3.2007		50,1%
		CAPCAD SYSTEMS AG
		38,3%
		M. Grennrich AG
		61,7%
		relativ zu DAX
		0,787
		relativ zu DAX
		0,923
		relativ zu DAX
		0,179

Shareholder Value Beteiligungen AG

Vom Investmentclub zur erfolgreichen Beteiligungs-AG

Unternehmen & Management

Einen eher ungewöhnlichen Weg an die Börse nahm die Shareholder Value Beteiligungen AG („SVB“). 1980 zunächst von Günter Weißpfennig als Investmentclub R3000 gegründet, wurde das Kapital Ende 2000 aufgrund des inzwischen zu großen Volumens in die SVB übergeführt, die mittels eines Management-Vertrags von der Shareholder Value Management AG verwaltet wird. Nach mehreren Kapitalerhöhungen und der Notierung im Freiverkehr 2001 hat sich die Aktionärsstruktur deutlich verbreitert. Seit Juli 2006 notiert die SVB im Entry Standard.

Positionierung & Strategie

Die SVB investiert die eigenen Mittel vor allem in deutsche Aktien, aber auch im deutschsprachigen Ausland. Dabei verfolgt man einen konsequenten Stockpicking-Ansatz, wobei neben werthaltigen Aktien auch Papiere wachstumsstarker Gesellschaften auf dem Radar stehen. Allgemein verfolgt SVB einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont. Das Portfolio ist stets auf 10 bis 15 Beteiligungen begrenzt, um eine Risikodiversifikation zu erreichen, aber auch noch eine intensive Analyse der einzelnen Unternehmen zu ermöglichen. Der Schwerpunkt der Investments liegt auf Small Caps, da diese häufig nicht im Fokus von Banken beziehungsweise institutionellen Anlegern stehen und somit oft günstige Einstiegsmöglichkeiten bieten.

Chancen & Risiken

Auch wenn die SVB einen recht konservativen Anlagestil verfolgt, kann man sich nicht von den Schwankungen an der Börse frei machen. Neben der klassischen Anlage engagiert sich die SVB aber auch bei Unternehmen in Sondersituationen, beispielsweise bei Squeeze-out-Kandidaten. Dabei wird man auch selbst aktiv und hat etwa beim Squeeze-out der Gerling Versicherung durch Talanx zusammen mit anderen Aktionären über die Shareholder Value Management AG als Portfolio-Berater Anfechtungsklage eingereicht. Weitere Chancen resultieren



auch aus Nachbesserungsansprüchen aus Spruchstellenverfahren, bei denen die SVB mit eingereichten Aktien beteiligt ist.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nach einem Gewinn von 2,3 Mio. EUR in 2005 verzeichnete die SVB im abgelaufenen Jahr nach vorläufigen Zahlen einen Jahresüberschuss von 0,44 Mio. EUR. Allerdings erhöhten sich die stillen Reserven im Jahresverlauf von 2,2 auf 2,9 Mio. EUR, und auch die verwalteten Mittel stiegen von 13,6 auf 18,5 Mio. EUR. So lag der innere Wert der Aktie zum Jahresende bei 26,58 EUR. Auf Basis dieser Zahlen sollen die Aktionäre auch für 2006 eine Basisdividende von 0,60 EUR erhalten. Nach der im Sommer 2006 durchgeführten Kapitalerhöhung steigt die normale Ausschüttungssumme entsprechend um 50%, während die Bonuszahlung von 1,40 EUR aus dem Vorjahr entfällt.



Vor allem kleinere und mittelgroße Titel hat Shareholder Value im Blick

Shareholder Value Beteiligungen AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006059967	Aktien Deutschland	
WKN	605 996	Strategie	
Kurs (EUR)	23,69	Value-Investing	
AZ (Mio. St.)	0,698	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	16,54	www.shareholdervalue.de	
EpS 2006e (EUR)	0,63	Mitarbeiter	2
KGV 2006e	37,6	Gründungsjahr	2000
Div. 05 (EUR)	2,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,60	Anzahl Beteil.	ca. 15
Div.-Rendite 06e	2,5%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	19,6	Allianz Lebensvers. AG	
NAV / Aktie (EUR)	28,08	Leifheit AG	
Prem./Discount	-15,6%	Pulsion AG	
52-Wo-Tief (EUR)	19,68	Sto AG Vz	
52-Wo-Hoch (EUR)	27,84	relativ zu DAX	0,784
Performance 1 Jahr	-9,2%	relativ zu DAX	0,715
Performance 4 Jahre	+97,4%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.		

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

Der Start ins neue Geschäftsjahr verlief für die SVB nicht zuletzt aufgrund der freiwilligen Abfindung des Großaktionärs für die Allianz Leben erneut erfreulich, wodurch der innere Wert bis Ende Februar weiter auf 28,08 EUR zulegte. Aktuell weist der Aktienkurs einen Abschlag von gut 15% auf den inneren Wert auf. Dieser Abschlag sollte sich in den kommenden Monaten wieder etwas verringern und der Kurs sich dem inneren Wert annähern.

analysiert von:
Thorsten Renner



Value-Holdings AG

Value-Investing mit Sicherheitsmarge

Unternehmen & Management

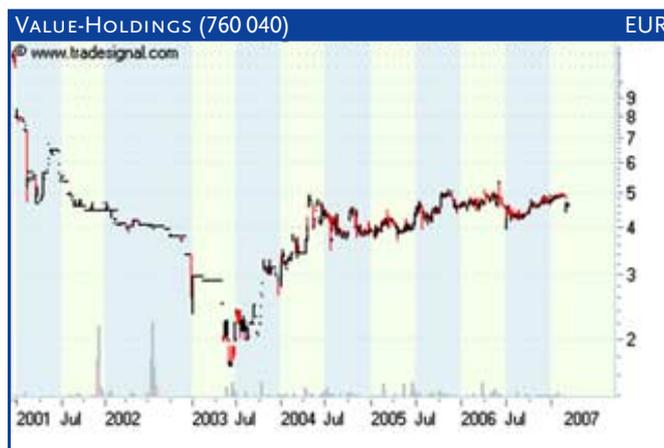
Die Augsburger Value-Holdings AG ist ein Investmentunternehmen, das sich auf eigene und fremde Rechnung an börsennotierten, überwiegend mittelständischen Unternehmen beteiligt. Die Auswahl der Beteiligungen erfolgt dabei ausschließlich nach den Grundsätzen des Value-Investing. Darüber hinaus berät die Value-Holdings AG über ihre Tochtergesellschaften institutionelle und private Investoren bei der Vermögensverwaltung und der Kapitalanlage und ist in der Fondsvermittlung tätig, wobei sie als unabhängiger Vermittler von Investmentanteilen und Beteiligungen auftritt und mit allen bedeutenden Fondsgesellschaften und Initiatoren zusammenarbeitet. Der Vorstandsvorsitzende Georg Geiger ist seit nunmehr über 20 Jahren im Wertpapiergeschäft aktiv und kann eine große Expertise im Bereich der Wertpapieranalyse vorweisen. Seit 1992 ist er Vorstand der Value-Holdings AG.

Positionierung & Strategie

Der Grundgedanke der Anlageentscheidungen bei der Value-Holdings AG ist das Value-Investing. Daher liegt der Beteiligungsfokus auf Unternehmen, deren Substanz, Ertragskraft oder künftiges Potenzial vom Finanzmarkt zum Zeitpunkt des Investments nicht genügend honoriert wird. Es wird versucht, aufgrund von Marktineffizienzen unterbewertete Unternehmen zu identifizieren und so einen Discount auf den inneren Wert zu erhalten. Die Value-Holdings-Gruppe strebt bei den von ihr getätigten Investments eine überdurchschnittliche Rendite bei unterdurchschnittlichen Kosten und Risiken an. Der zeitliche Rahmen eines Investments ist in der Regel mittel- bis langfristig. Die Auswahl der Investments erfolgt aufgrund eigenhändiger Unternehmensanalysen und einer disziplinierten Umsetzung der Value-Investing-Strategie. Maßgeblich bei der Auswahl von Beteiligungen sind neben Bewertungskennzahlen wie dem Kurs/Gewinn-Verhältnis, dem Kurs/Buchwert-Verhältnis oder der Eigenkapitalrentabilität auch Faktoren wie gesunde Bilan-

Value Holdings AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0007600405	Aktien Deutschland	
WKN	760 040	Strategie	
Kurs (EUR)	4,65	Value-Investing	
AZ (Mio. St.)	1,86	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	8,65	www.value-holdings.de	
EpS 2006e (EUR)	0,58	Mitarbeiter	8
KGV 2006e	8,0	Gründungsjahr	1992
Div. 05 (EUR)	0,09	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,12	Anzahl Beteil.	11
Div.-Rendite 06e	2,6%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	8,906	Schaltbau Holding AG	
NAV / Aktie (EUR)	4,79	Augusta Technologie AG	
Prem./Discount	-2,9%	Hansen Sicherheitstechnik AG	
52-Wo-Tief (EUR)	4,20	Lloyd Fonds AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	5,35	relativ zu DAX	0,868
Performance 1 Jahr	+0,4%	relativ zu DAX	0,920
Performance 4 Jahre	+154,1%	relativ zu DAX	0,583
Performance 7 Jahre	-51,1%		

Stichtag: 9.3.2007



zen, klare Geschäftsmodelle sowie ein kompetentes und seriöses Management.



Bei Value-Holdings zählen Werte

Chancen & Risiken

Durch die Investments ausschließlich in unterbewertete, börsennotierte Gesellschaften ergibt sich eine gewisse Sicherheitsmarge. Je tiefer der Kaufpreis unter dem inneren Wert liegt, desto geringer ist auch das Risiko, mit dem Investment Geld zu verlieren. Die durchschnittliche Rendite der Portfolios der Value-Holdings AG beträgt seit 1992 stattliche 20,60%, was eindeutig für die angewandte Strategie spricht. Einen Wermutstropfen könnten Anleger darin sehen, dass Value-Holdings sehr stark vom Vorstand abhängig ist. Er prägt vor allem

die umgesetzte Strategie und die konsequente Disziplin bei der Umsetzung.

Zusammenfassung & Einschätzung

Geiger und sein Team haben in den vergangenen Jahren eindrucksvoll bewiesen, dass die Value-Strategie aufgeht und eine überdurchschnittliche Performance erzielt werden kann. Genauso wie der Investmentansatz des Unternehmens, ist auch die Aktie der Value-Holdings AG für einen längeren Zeitraum konzipiert. Wer viel Zeit und Ruhe mitbringt, kann auf das Geschick von Vorstand Geiger vertrauen.

analysiert von:
Felix Gode

GLOBAL BUSINESS CONCEPTS

bmp AG

Von der Beteiligungsfirma zum Private Equity Asset Manager

Unternehmen & Management

Die im Jahre 1997 in Berlin gegründete bmp AG ist auf Frühphasen- und Expansionsfinanzierungen von zumeist jungen Wachstumsunternehmen spezialisiert. Hierbei konzentriert sich die Gesellschaft auf innovative Unternehmen vornehmlich mit Sitz in Deutschland, Polen sowie der Schweiz. Der Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzende Oliver Borrmann ist mit 15,15% auch heute noch größter Einzelaktionär der Gesellschaft.

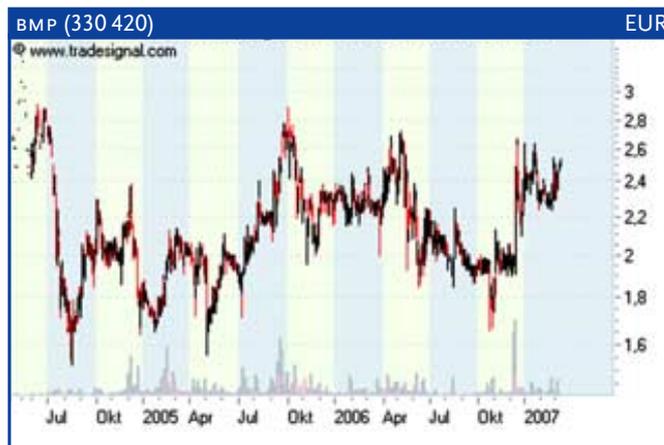
Positionierung & Strategie

Derzeit ist bmp an 22 Unternehmen direkt beteiligt, von denen 15 in Deutschland, weitere fünf in Polen sowie jeweils eines in der Schweiz und den USA ansässig sind. Per Ende 2006 beträgt das dort über offene und stille Beteiligungen sowie Darlehen investierte Kapital 29,5 Mio. EUR. Bezogen auf die Anschaffungskosten ist das Kapital in den Sektoren Telekommunikation/IT-Services (23%), Life Science (21%), Financial Services (18%), Marketing Services (13%), Medien/Entertainment (12%), E-Commerce/Internet (8%) sowie Technologie (5%) investiert. Neben den Direktinvestments bestehen teilweise Co-Investments mit der bmp-Tochter bmp venture-tech (KfW-Parallelfonds) sowie der von bmp gemanagten Central & Eastern Venture GmbH (DEG-Parallelfonds).

Immer größere Bedeutung gewinnt neben den Direktbeteiligungen der Bereich des Asset Managements für Dritte. Hier baut bmp seit einigen Jahren konsequent das Geschäft mit geschlossenen Fonds auf. Bereits seit geraumer Zeit managen die Berliner auch VC-Fonds für die KfW. Seit 2005 arbeitet bmp zudem mit König & Cie. zusammen, einem auf geschlossene Fonds spezialisierten Hamburger Emissionshaus, und hat dafür unter anderem einen Private-Equity-Dachfonds aufgelegt. Ziel der Ausweitung dieser Aktivitäten ist es, die Fixkosten komplett durch wiederkehrende Einnahmen aus den Managementgebühren bestreiten zu können.

bmp AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0003304200	Aktien Deutschland	
WKN	330 420	Strategie	
Kurs (EUR)	2,52	Venture Capital	
AZ (Mio. St.)	17,5	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	44,10	www.bmp.com	
EpS 2006e (EUR)	0,20	Mitarbeiter	15
KGV 2006e	12,6	Gründungsjahr	1997
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	22
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV* (Mio. EUR)	41,3	Revotar Biopharma AG	
NAV / Aktie (EUR)	2,36	TFG Capital AG	
Prem./Discount	+6,8%	K2 Internet S.A.	
52-Wo-Tief (EUR)	1,73	ergotrade AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	2,65	relativ zu DAX	0,947
Performance 1 Jahr	+9,6%	relativ zu DAX	0,869
Performance 4 Jahre	+140,0%	relativ zu DAX	0,092
Performance 7 Jahre	-92,2%		

*) (teilweise) von GSC Research geschätzt
Stichtag: 9.3.2007



Chancen & Risiken

Naturgemäß ist bmp als VC-Unternehmen, das sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert hat, in einem sehr risikoreichen Markt unterwegs. Der gute Track Record des Managementteams, das seit 1997 auf 11 IPOs, über 20 Trade-Sales und 10 sonstige erfolgreiche Verkäufe zurückblickt, zeigt jedoch, dass man die branchentypischen Risiken beherrscht. Ebenfalls für bmp spricht der inzwischen erreichte „Reifegrad“ des Portfolios. So befinden sich annähernd 90% der Beteiligungen in der Expansionsphase, rund ein Viertel ist bereits börsennotiert. Derzeit sind die Erträge noch stark von Exits abhängig. Große Chancen ergeben sich daher durch den Ausbau des wesentlich weniger schwankungsanfälligen Asset Management-Geschäfts, wodurch die Ertragsströme künftig deutlich planbarer sein werden.



bmp steuert seine Aktivitäten von Berlin aus

Zusammenfassung &

Einschätzung

Durch die zunehmende Bedeutung des Asset Management-Bereiches ist der zuletzt gemeldete NAV von 1,96 EUR je Aktie nicht mehr als Bewertungsmaßstab geeignet. Auf Basis branchenüblicher Multiples für Assets under Management wären allein schon die rund 42 Mio. EUR per 31.12.2006 mit zusätzlich etwa 8 bis 9 Mio. EUR anzusetzen, wodurch sich der „innere Wert“ auf 2,45 EUR erhöhen würde. Zudem dürfte bereits der Potenzialwert des inzwischen weitgehend ausgereiften Portfolios über dem aktuellen Börsenkurs anzusiedeln sein.

analysiert von:

Alexander Langhorst



Black Box Capital AG

Der Name ist Programm

Positionierung & Strategie

Die Black Box Capital AG ist seit Ende Juli 2006 im Open Market notiert. Ausgegeben sind 1,3 Mio. Aktien, 49% davon hält nach letzten Informationen die Lena Beteiligungs AG. Mit einem Börsenwert von 1,2 Mio. EUR zählt Black Box zu den kleinsten Firmen auf dem deutschen Kurszettel. Der Fokus liegt auf Minderheitsbeteiligungen im Pre-IPO-Bereich, über die den Firmen Geld für das weitere Wachstum zur Verfügung gestellt wird und die dann bis über den Börsengang hinaus begleitet werden.

Chancen & Risiken

Der Erfolg lässt jedoch auf sich warten: Notiert sind aus dem Portfolio inzwischen Endor, NascaCell, Galileo Medien, Eteleon und CdC, die allesamt eine schlechte bis desaströse Kursentwicklung aufweisen. Zum Teil hält man noch Anteile, was den katastrophalen Verlauf der Black Box-Aktie erklärt. Vom Emissionskurs bei 3,50 EUR gingen bis heute über 80% verloren, die Aktie ist inzwischen ein Penny Stock. Neu investiert wurde in die Terra Elast AG und ein nicht namentlich genanntes Webportal für Weinkenner.



Zusammenfassung & Einschätzung

Der nicht unbedingt Vertrauen erweckende Namensbestandteil „Black Box“ ist Programm: Mangels konkreter Informationen tappen Investoren über den Wert weitgehend im Dunkeln. Da man neben den genannten noch weitere Beteiligungen hält und einige der bereits gelisteten Werte sich wieder erholen könnten, ergeben sich vom erreichten tiefen Niveau möglicherweise wieder Chancen. Ein Investment muss aber – nicht zuletzt aufgrund der dünnen Informationen – als hochspekulativ eingestuft werden.

analysiert von:
Mathias Wahler

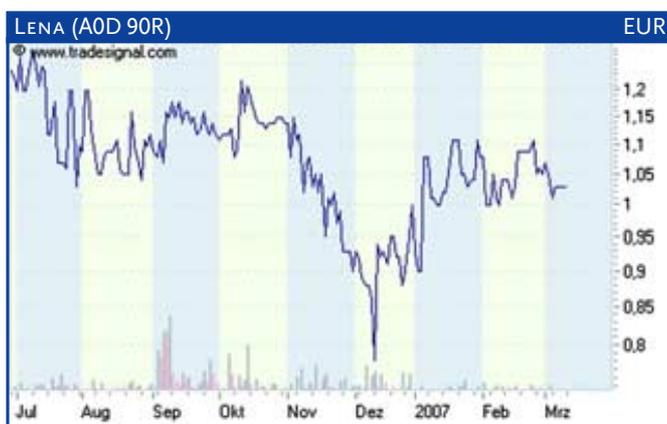


Lena Beteiligungs AG

Steht und fällt mit der Tochter Black Box

Positionierung & Strategie

Das Grundkapital der Lena Beteiligungs AG beläuft sich auf 3,25 Mio. EUR, eingeteilt in ebenso viele Aktien. Ein Großteil derselben wurde kurz vor der Einführung in den Freiverkehr zu 1,50 EUR bei Investoren platziert, wodurch dem Unternehmen knapp 4 Mio. EUR zufließen. Das Geschäftsmodell ist vergleichbar mit dem der Black Box: Auch Lena investiert in mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum, die im Zuge ihrer Wachstumsfinanzierung einen Börsengang planen.



Chancen & Risiken

Die größte Beteiligung der Lena ist die Black Box Capital AG; ähnlich wie bei dieser lässt die Transparenz von Lena jedoch zu wünschen übrig. Immerhin veröffentlicht Lena jeden Monat den inneren Wert der Aktie, an dem sich der Anleger grob orientieren kann. Ende Januar lag dieser bei 1,38 EUR, nachdem es vor sechs Monaten noch 1,84 EUR waren. Der Kursverfall bei Black Box hat sich also deutlich negativ bemerkbar gemacht. Neben Black Box wird als wesentliche Beteiligung die ARBOmedia AG ausgewiesen, während die Neue Sentimental und die DLO nicht mehr explizit aufgeführt werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die Lena selbst wird seit Anfang Juni 2006 im Freiverkehr gehandelt und weist von ihrem Emissionsniveau von 1,70 EUR ebenfalls eine deutlich negative Tendenz aus. Mit 1,10 EUR wird die Lena-Aktie mit einem Abschlag von 20% gegenüber dem inneren Wert gehandelt, was angesichts der schweren Einschätzbarkeit der Black Box als wesentlicher Beteiligung nicht übertrieben erscheint.

analysiert von:
Mathias Wahler



DEWB AG

Jäger des Lichts

Unternehmen & Management

Die Jenaer DEWB AG kann auf eine sehr bewegte und ereignisreiche Historie zurückblicken. Seit Ende der 90er Jahre im Zuge der Integration in den von Lothar Späth geführten Jenoptik-Konzern der Einstieg in das Venture Capital-Geschäft erfolgte, hat das Investment-Team unter Leitung unterschiedlicher Vorstandsvorsitzender 340 Mio. EUR in 52 Unternehmen investiert und dabei Rückflüsse von mehr als 400 Mio. EUR generiert. Per Jahresresultimo belief sich der Wert des investierten Kapitals auf rund 40 Mio. EUR verteilt über 12 Unternehmen.

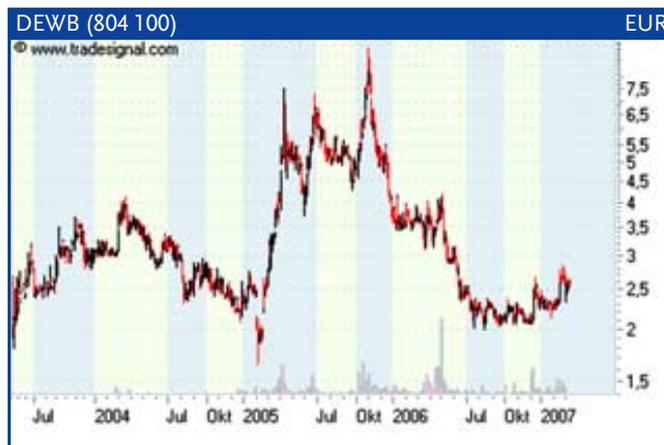
Positionierung & Strategie

Mit dem Zukunftsmarkt der optischen Technologien und der Sensorik hat sich das DEWB-Management einem eindeutigen Branchenfokus verschrieben. Entlang der gesamten „Photonischen Kette“ – hierunter fallen Lösungen zur Lichterzeugung, Lichtübertragung und Erfassung von Licht – sucht der Vorstand nach geeigneten Kandidaten. Dass im aktuellen Portfolio jedoch auch Biotechs (Noxxon) und Software-Dienstleister (4flow) enthalten sind, lässt sich mit den Folgen einer früheren weniger disziplinierten Investitionspolitik erklären. Grundsätzlich investiert die DEWB zwischen 2 und 7 Mio. EUR in eine neue Beteiligung, abhängig davon, in welcher Phase (Seed, Start-up, Early Stage) sich das jeweilige Unternehmen befindet. Im Gegenzug strebt sie eine signifikante Minderheitsbeteiligung an, wobei ein Ausstieg über die Börse oder mittels Trade Sale nach drei bis sieben Jahren erfolgen soll.

Die vom BGH abgewiesene Klage eines DEWB-Aktionärs gegen den ehemaligen Großaktionär Jenoptik auf Zahlung einer erhöhten Abfindung löste in dem Papier einen deutlichen Kursrutsch aus. Hinzu kam der schrittweise Ausstieg

DEWB AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0008041005	Optiknahe Bereiche u. Biotech	
WKN	804 100	Strategie	
Kurs (EUR)	2,79	Venture Capital	
AZ (Mio. St.)	15,23	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	42,49	www.dewb-vc.com	
EpS 2006e (EUR)	0,12	Mitarbeiter	8 (H)
KGV 2006e	23,3	Gründungsjahr	1872
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06 (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	13
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV* (Mio. EUR)	39,6	KSW	100,0%
NAV / Aktie (EUR)	2,60	Noxxon	61,8%
Prem./Discount	+7,3%	4flow	44,4%
52-Wo-Tief (EUR)	2,03	relativ zu DAX	0,605
52-Wo-Hoch (EUR)	4,11	relativ zu DAX	0,245
Performance 1 Jahr	-30,0%	relativ zu DAX	0,034
Performance 4 Jahre	-32,3%		
Performance 7 Jahre	-97,1%		

Mitarbeiter: (H) in der Holding; Stichtag: 9.3.2007



Jenoptiks, der für Druck auf die Notierung sorgte. Angesichts dieser Ereignisse gerieten die operativen Fakten lange Zeit in den Hintergrund. Während Noxxon eine strategische Allianz mit dem Pharmakonzern Pfizer bekannt gab, musste die KSW Microtec nach dem Ausfall zweier Kunden ihre Wachstumsziele für 2006 zurücknehmen. Aus diesem Grund konnte auch nicht – wie ursprünglich geplant – der KSW-Exit noch 2006 realisiert werden. Aus dem Verkauf von SMSC- und Medigene-Aktien und der Veräußerung einer weiteren Beteiligung erlöste DEWB insgesamt 9,5 Mio. EUR.

Chancen & Risiken

Der i. d. R. frühe Investitionszeitpunkt sichert DEWB gemessen am eingesetzten Kapital einen hohen Einfluss sowie ein sehr weit reichendes Mitspracherecht zu. Kommt es am Ende des Investitionsprozesses zu einem erfolgreichen Exit, so lassen sich attraktive Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaften, wie eine seit 1997 realisierte Internal Rate of Return (IRR) von 17,2% belegt. Das Profil einer VC-Gesellschaft bringt es mit sich, dass mitunter Beteiligungen teilweise oder ganz abgeschrieben werden müssen, weil technologische Komplikationen auftreten oder andere vereinbarte Meilensteine nicht erreicht werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die DEWB ist auf dem besten Weg, das turbulente Jenoptik-Kapitel endgültig hinter sich zu lassen. Mit der KSW Microtec und Noxxon gehören dem Portfolio zwei äußerst attraktive Beteiligungen an, die für die Zukunft ein signifikantes Wertsteigerungspotenzial aufweisen. Die Aktie empfiehlt sich aufgrund des beschriebenen Risikoprofils aber nur für erfahrene Investoren.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

KST Beteiligungs AG

Verfügt noch über signifikante stille Reserven

Unternehmen & Management

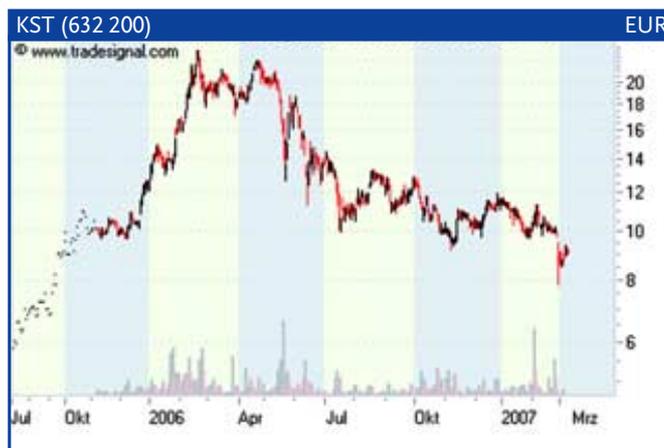
Die seit April 2004 als „KST Beteiligungs AG“ firmierende Gesellschaft ging aus der bereits 1984 gegründeten Keller & Treichel Wertpapiermakler GmbH hervor. Getragen wird KST von den beiden Vorständen Wolfgang Rück und Kurt Ochner, der für Strategie und Ausrichtung der Anlagepolitik verantwortlich zeichnet. Die KST investiert ihr Kapital hauptsächlich in börsennotierte Unternehmen im deutschsprachigen Raum.

Positionierung & Strategie

Der Anlageschwerpunkt liegt auf dem Segment der Small- und Mid Caps, wobei die Beteiligungen aktiv begleitet werden. Zusätzlich zu den langfristigen Engagements nutzt KST auch Tradingchancen, die sich am Markt ergeben. Darüber hinaus engagiert sich KST im Zuge von Kapitalmaßnahmen und Umplatzierungen, teilweise auch bei Gesellschaften, die zeitnah einen Börsengang oder ein Listing planen. Bei der Anlageentscheidung steht das fundamentale Momentum der jeweiligen Unternehmen im Vordergrund. In den Augen des Managements sind dies Einflussparameter, die der zukünftigen Umsatz-, Cashflow- und Gewinnentwicklung voraussehen können. In der Regel beteiligt sich KST an den Unternehmen mit einem Volumen zwischen 0,5 und 5,0 Mio. EUR, während größere Volumina normalerweise mit Partnern realisiert werden.

Chancen & Risiken

Durch eine branchenübergreifende Anlage erreicht KST eine Risikostreuung im Portfolio. Allerdings ist das Geschäft auch im vorbörslichen Bereich stark vom Börsenumfeld abhängig. Da das Unternehmen nach dem strengen Niederstwertprinzip gemäß HGB bilanziert, weist die Bilanz aktuell zumindest keine stillen Lasten, sondern nur stille Reserven auf. Mit der Übernahme der Corporate Finance-Beratungsgesellschaft Blättchen & Partner AG wurde die Angebotspalette erweitert und die reine Abhängigkeit vom Börsenverlauf reduziert. Darüber hinaus erzielt KST über die im letzten Jahr gegründete Süddeutsche Aktienbank AG weitere Ein-



nahmen, speziell wenn eigene Beteiligungen von dieser an die Börse begleitet werden. Erstes Beispiel war hier der Börsengang der Datagroup IT Services Holding AG im September 2006.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die KST Beteiligungs AG hat ihr Nettoergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 nach vorläufigen Zahlen um gut 60% von 5,7



Die KST-Vorstände Wolfgang Rück (links) und Kurt Ochner

KST Beteiligungs AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006322001	Aktien Deutschland	
WKN	632 200	Strategie	
Kurs (EUR)	8,94	Pre-IPO	
AZ (Mio. St.)	6	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	53,64	www.kst-ag.de	
EpS 2006e (EUR)	1,53	Mitarbeiter	4
KGV 2006e	5,8	Gründungsjahr	1984
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,20	Anzahl Beteil.	ca. 40
Div.-Rendite 06e	2,2%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Cybio AG	
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	GFT Technologies AG	
Prem./Discount	n.ber.	Plaut AG	
52-Wo-Tief (EUR)	8,52	Schweizer Electr. AG	
52-Wo-Hoch (EUR)	22,00	relativ zu DAX	0,393
Performance 1 Jahr	-54,5%	relativ zu DAX	2,345
Performance 4 Jahre	+547,8%	relativ zu DAX	0,571
Performance 7 Jahre	-52,0%		

n. ber.: nicht berechenbar

Stichtag: 9.3.2007

auf über 9,2 Mio. EUR gesteigert – nicht zuletzt aufgrund der planmäßigen Börsengänge diverser vorbörslicher Beteiligungen. Auch die Tochterfirma Blättchen & Partner erzielte 2006 das beste Ergebnis der über 20-jährigen Unternehmensgeschichte. Aufgrund der hervorragenden Geschäftsentwicklung sollen auch die Aktionäre über eine Dividende am Erfolg beteiligt werden. Die aktuell gehaltenen Pre-IPO-Beteiligungen sollen ebenfalls innerhalb der kommenden sechs bis zwölf Monate an den Kapitalmarkt geführt werden, sofern sich das Börsenumfeld weiterhin positiv gestaltet. Sollte dies gelingen, ist wieder mit einer ähnlich erfreulichen Entwicklung wie 2006 zu rechnen, zumal KST noch über signifikante stille Reserven verfügt.

analysiert von:
Thorsten Renner



Leonardo Venture Capital GmbH & Co. KGaA

Erfolgreicher VC im Technologiebereich

Unternehmen & Management

Die Leonardo Venture Gruppe besteht aus zwei Venture Capital-Fondsgesellschaften: der Leonardo Venture GmbH & Co. KGaA sowie der gewerblich geprägten Leonardo Mezzanine Fonds I GmbH & Co. KG. Die Verwaltung der Fonds und das Management der einzelnen Beteiligungen werden von der Komplementärin, der Leonardo Venture Capital GmbH, übernommen, die von den drei Geschäftsführern Prof. Dr. Udo Wupperfeld, Prof. Dr. Hans-Georg Köglmayr und Hans Jochen Kopp geführt wird. Der Beteiligungsansatz der Gruppe konzentriert sich auf die beiden Bereiche Lebensqualität und Gesundheit. Neben Kapital stellt die Gruppe den Beteiligungen auch eigenes Know-how zur Verfügung und unterstützt diese damit aktiv in ihrer Weiterentwicklung.

Positionierung & Strategie

Im Rahmen der Venture Capital-Beteiligungen hat sich Leonardo Venture zwar grundsätzlich auf keine bestimmte Phase festgelegt, dennoch besteht eine Kernkompetenz in der Early Stage-Finanzierung. In beiden Fällen legt Leonardo Venture großen Wert auf eine aktive Zusammenarbeit. Als erfahrener Partner im Bereich Venture Capital stellt die Gruppe nicht nur finanzielle Mittel zur Verfügung. Vielmehr engagiert sich die Gesellschaft auch bei der Umsetzung von Maßnahmen zur Förderung der Unternehmensentwicklung wie strategische Fokussierung, die Etablierung effizienter Controllingssysteme, die Unterstützung bei Markteinstieg, Wachstums- und Internationalisierungsprozessen sowie die Vermittlung von Kooperations- und Vertriebspartnern. Zwi-



schen Leonardo Venture und den Technologieunternehmen entwickelt sich laut Unternehmen eine Erfolgspartnerschaft.

Chancen & Risiken

Der Wettbewerbsvorteil von Leonardo Venture gegenüber vielen anderen Venture Capital-Gesellschaften ist, dass auf ein umfangreiches Netzwerk an Know-how und Expertise zurückgegriffen und dies den Portfoliounternehmen nutzbar gemacht werden kann. Das Risiko streut die Gesellschaft durch ein breit diversifiziertes Portfolio. So finden Unternehmen aus verschiedenen Branchen wie der Medizin-, Umwelt- oder Kommunikationstechnologie Eingang in das Portfolio von Leonardo. Voraussetzung ist aber eine intensive mehrstufige Prüfung der Unternehmen. Dennoch ist auch bei hoher Expertise und akribischen Untersuchungen der Zielunternehmen nicht ausgeschlossen, dass die Wertentwicklung einer Beteiligung einmal hinter den Erwartungen zurückbleibt.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit dem Verkauf der CureVac GmbH im Dezember 2005 hat Leonardo zuletzt einen ordentlichen Erlös von 4,3 Mio. EUR erzielen können und damit die Umsetzbarkeit der Strategie bewiesen. Das momentane Portfolio ist zudem reif für weitere Veräußerungen. Alle Unternehmen entwickeln sich positiv, wobei konkret zwei Beteiligungen für einen Exit bereit sind. Hier kann auf eine günstige Gelegenheit gewartet werden. Dafür stehen drei neue Beteiligungen kurz vor dem Abschluss und erweitern das Portfolio in den Branchen Nanotechnologie, Energie und Wasseraufbereitung.

analysiert von:
Felix Gode



Leonardo Venture GmbH & Co. KGaA		
ISIN	DE0005878763	Invest-Fokus
WKN	587 876	Venture Capital*
Kurs (EUR)	2,29	Strategie
AZ (Mio. St.)	10,035	diversifizierte Anlagestrategie**
MCap (Mio. EUR)	22,98	Homepage
EpS 2006e (EUR)	k.A.	www.leonardventure.de
KGV 2006e	n.ber.	Mitarbeiter
Div. 05 (EUR)	0,00	Gründungsjahr
Div. 06e (EUR)	0,00	Geschäftsjahr
Div.-Rendite 06e	0,0%	Anzahl Beteil.
NAV (Mio. EUR)	k.A.	Größte Beteiligungen
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	NanoCompound GmbH
Prem./Discount	n.ber.	ISIS optronics GmbH
52-Wo-Tief (EUR)	2,07	ISIS sentronics GmbH
52-Wo-Hoch (EUR)	3,02	Inoviscoat GmbH
Performance 1 Jahr	+18,7%	relativ zu DAX
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX

*) Wagniskapital für junge Technologieunternehmen

***) diversifizierte Anlagestrategie mit sehr gutem Expertennetzwerk im Bereich Gesundheit und Lebensqualität

n. ber.: nicht berechenbar

Stichtag: 9.3.2007

mic AG

Early Stage-Investor im Hightech-Umfeld

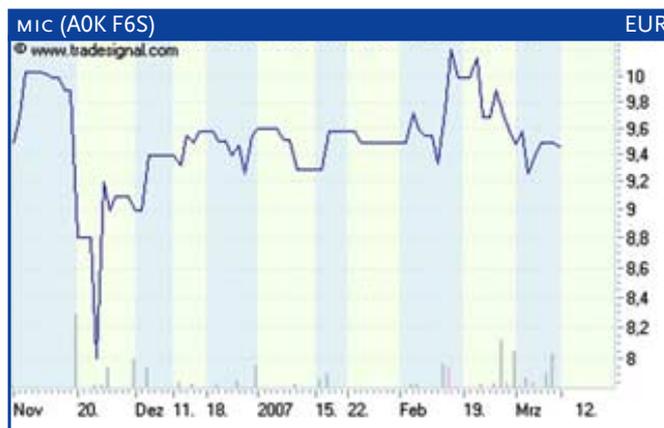
Unternehmen & Management

Die noch junge Firmenhistorie der mic AG reicht einschließlich der noch als GmbH geführten Vorgängergesellschaft bis in das Jahr 2001 zurück. Damals wurde das Unternehmen im Umfeld des thüringischen Innovationszentrums Meiningen Incubator Center vom heutigen CEO und Strategievorstand Claus-Georg Müller initiiert. Müller – in den frühen 90er Jahren Gründer des Netzwerkausrüsters ADVA Optical – prägt mit seiner Unternehmerpersönlichkeit und Branchenkontakten maßgeblich das Profil der mic.

Positionierung & Strategie

Im Unterschied zu den meisten börsennotierten Beteiligungsgesellschaften konzentriert sich die mic AG auf Zielunternehmen, die ganz am Anfang ihrer Entwicklung stehen. Der Venture Capital-Geber lässt sich dabei als Frühphasenfinanzierer klassifizieren, der sich an jungen, innovativen Firmen aus dem Umfeld der Kommunikations-, Medizin- und Mikrosystemtechnik beteiligt. Das Geschäftsmodell sieht neben der Bereitstellung der notwendigen Gelder – zwischen 50.000 und maximal 2 Mio. EUR – eine aktive Betreuung der Jungunternehmer vor. Im Rahmen der Ausrichtung als „Venture-Plattform“ bietet mic seinen Portfolio-Gesellschaften beispielsweise eine kostengünstige Infrastruktur am Forschungszentrum Meiningen und die Entlastung von administrativen Tätigkeiten an. Profitieren können die Unternehmen nicht zuletzt von den sehr guten Kontakten des CEOs Claus-Georg Müller und dessen Know-how über die Kommunikationsbranche.

Von entscheidender Bedeutung auch für die langfristige Entwicklung der mic war der Börsengang im Herbst vergangenen Jahres. Aufgrund der schleppenden Nachfrage musste das Angebot von über einer halben Million Stücke auf 155.000 Aktien drastisch reduziert werden. Und selbst diese konnten nur am unteren Ende der Bookbuildingspanne zu 10,00 EUR platziert werden. Immerhin



ist ein Zugang zum Kapitalmarkt nunmehr vorhanden. Besser lief es für die Beteiligung Proton Motor. Das Unternehmen aus dem Bereich der Brennstoffzellentechnologie nahm bei seinem Börsengang an den Londoner AIM umgerechnet 7 Mio. EUR ein.

Chancen & Risiken

Die von mic adressierten Industrien der optischen Netzwerktechnik und Mikrosystemtechnik locken mit hohen, nachhaltigen Wachstumsraten. Portfolio-Unternehmen wie die AIFOTEC Fiberoptics – ein Entwickler von Faserlitterlasern, die in Glasfasernetzen eine schnellere und kostengünstigere Datenübertragung ermöglichen sollen – besitzen aus technologischer Sicht das Potenzial, um an diesem Trend zu partizipieren. Dafür bringt die Ausrichtung vorrangig auf Seed- und Start-up-Finanzierungen ein erhöhtes Ausfallrisiko einzelner Beteiligungen mit sich. Außerdem kann es jederzeit zur Kürzung öffentlicher Zuschüsse bzw. dem Rückzug anderer Geldgeber und damit einhergehend Finanzierungsgespässen kommen.



Glasfasern sind ein Wachstumssegment

mic AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE000A0KF6S5	junge Technologieunternehmen	
WKN	AOK F6S	Strategie	
Kurs (EUR)	9,53	Early Stage-Investing	
AZ (Mio. St.)	2,155	Homepage	
M.Cap (Mio. EUR)	20,54	www.mic-ag.eu	
EpS 2006e (EUR)	k.A.	Mitarbeiter	9
KGV 2006e	n.ber.	Gründungsjahr	2006
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06 (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	11
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	k.A.	AIFOTEC Fiberoptics	79,8%
NAV / Aktie (EUR)	n.ber.	3-EDGE	80,0%
Prem./Discount	n.ber.	Ficontec	44,8%
52-Wo-Tief (EUR)	8,00	Inheco	25,4%
52-Wo-Hoch (EUR)	10,10	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 1 Jahr	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 7 Jahre	n.ber.	relativ zu DAX	n.ber.

n. ber.: nicht berechenbar

Stichtag: 9.3.2007

Zusammenfassung & Einschätzung

Bei der mic AG gefällt die strikte Umsetzung eines klar formulierten Branchenfokus und die aktive Unterstützung der Portfolio-Unternehmen. Auch sind die Kontakte des CEOs nicht zu unterschätzen. Bislang wirkt allerdings noch der verunglückte Börsengang nach. Die Aktie notiert daraufhin weiterhin unter ihrem Ausgabepreis, was auch damit zusammenhängen mag, dass der Markt auf eine weitere Platzierung spekuliert.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

TFG Capital AG

Erfolgreicher Private Equity- & Small Cap-Investor

Unternehmen & Management

Die TFG Capital mit Sitz in Marl ist seit elf Jahren im deutschen Markt für Beteiligungskapital aktiv. Das Unternehmen startete als klassischer Venture Capital-Geber. Seit der Auflegung des ersten TFG-Fonds im Jahre 1994 wurden insgesamt rund 250 Mio. EUR in fast 100 Beteiligungen investiert. Mit insgesamt neun Börsengängen und mehr als 20 Trade Sales von Portfolio-unternehmen an strategische Investoren oder Finanz-Investoren hat das Unternehmen seine Fähigkeit unter Beweis gestellt,

Wertsteigerungspotentiale seiner Investments zu realisieren. Großaktionär bei TFG ist die bmp AG mit über 12%.

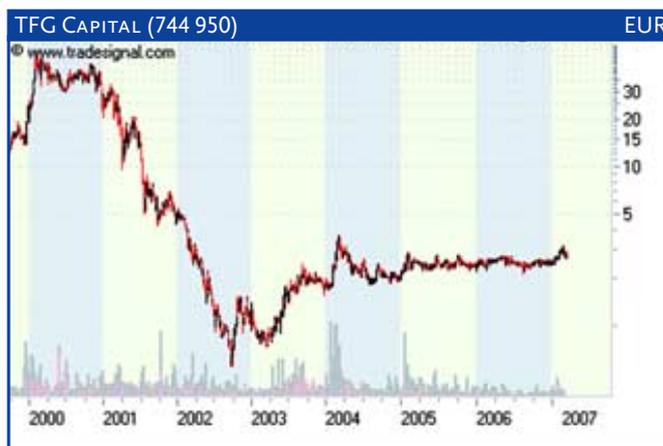


Bei Hans Einhell, die u. a. Laubsauger herstellt, hat TFG bereits Gewinne mitgenommen

liegt mittlerweile auf börsennotierten Small- und Micro Caps (Public Investments) sowie vorbörsliche Beteiligungen an Unternehmen, die einen Bedarf an Wachstumskapital (Private Investments) haben. Dabei liegt die Priorität auf Expansionsfinanzierungen ohne Festlegung auf bestimmte Branchen. Das Investitionsvolumen pro Beteiligung beläuft sich in der Regel auf 0,3 bis 6 Mio. EUR.

Positionierung & Strategie

In den vergangenen Quartalen hat sich die TFG von einem reinen Venture Capital-Geber hin zu einem Private Equity- und Small Cap-Investor entwickelt. Der Investmentfokus



Chancen & Risiken

Im Jahr 2006 wurden im Bereich Private Investments Anteile an Avecs, Matho und Hoffmann F&F erfolgreich veräußert. TFG plant für das laufende Jahr 2007 mindestens drei weitere Exits aus dem Bereich Private Investments. Potenzielle Beteiligungen, die für einen Exit in Frage kommen, sind KSR Kübler, Kisters sowie die erst kürzlich erworbene Beteiligung Eliog. Bei letztgenannten Unternehmen ist ein IPO bereits für Juni/Juli 2007 geplant. Weitere denkbare Kandidaten für einen Exit sind Magink, CryptoMetrics, Argos Therapeutics und EPIGAP. Fester Bestandteil der Unternehmensstrategie ist es auch, das Private-Portfolio weiter zu straffen. Zukünftig werden höhere Beteiligungsquoten angestrebt. In einigen Jahren soll der Bereich Private Investments vollständig umstrukturiert sein und lediglich aus 10-15 Unternehmen bestehen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Geschäftsjahr 2006 ist für TFG erfolgreich verlaufen. Der Jahresüberschuss beläuft sich nach vorläufigen Zahlen auf knapp 1,8 Mio. EUR, was einem Ergebnis pro Aktie von rund 0,28 EUR entspricht. Der Net Asset Value (NAV) per Ende Dezember 2006 beläuft sich auf 3,17 EUR je Aktie. Nachdem zwar 2006 einige Beteiligungen im Rahmen von Trade Sales mit Gewinn veräußert werden konnten, wurden noch keine Beteiligungen im Zuge eines IPOs an die Börse gebracht. Wir gehen jedoch davon aus, dass dies 2007 geschehen wird. Einige Beteiligungen aus dem Private-Portfolio besitzen Börsenreife. Für den Bereich Public Investments kann davon ausgegangen werden, dass bestehende stille Reserven bei eingegangenen Investments im Jahresverlauf gehoben werden. Insbesondere bei der Beteiligung an der Augusta AG bestehen hohe Buchgewinne. Bei anderen Beteiligungen wurden bereits Gewinne realisiert (Hans Einhell, OHB und D+S).

TFG AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0007449506	Private und Public Investments	
WKN	744 950	Strategie	
Kurs (EUR)	2,95	Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen in Expansionsphasen	
AZ (Mio. St.)	11,89	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	35,08	www.tfg.de	
EpS 2006e (EUR)	0,2	Mitarbeiter	6
KGV 2006e	14,8	Gründungs-jahr	1998
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäfts-jahr	31. Dez
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	26
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV (Mio. EUR)	3,17	Kisters AG	19,8%
NAV / Aktie (EUR)	0,27	Epigap	7%
Prem./Discount	+1006,5%	KSR Kuebler AG	34%
52-Wo-Tief (EUR)	5,4	relativ zu DAX	
52-Wo-Hoch (EUR)	7,8	relativ zu DAX	
Performance 1 Jahr	+0,0%	relativ zu DAX	
Performance 4 Jahre	+0,0%	relativ zu DAX	
Performance 7 Jahre	+0,0%	relativ zu DAX	

n. ber.: nicht berechenbar
Stichtag: 9.3.2007

analysiert von:
Philipp Leipold

GLOBAL BUSINESS CONCEPTS

Themis Equity Partners GmbH & Co. KGaA

Dachfondskonzept in Aktienform

Unternehmen & Management

Bis zum Mai vergangenen Jahres firmierte die heutige Themis Equity unter dem Namen der VCH Best-of-VC. Themis ist Teil der der Unternehmensgruppe Angermayer, Brumm & Lange (ABL). Wie im Fall der auch zur ABL-Gruppe gehörenden Heliad übernimmt ein Team aus Investmentprofis der Sigma Capital Management GmbH das Management des Fondsportfolios.

Positionierung & Strategie

Themis lässt sich am treffendsten als Dachfondsinvestor bezeichnen, der aktuell an rund zwanzig Fonds mit unterschiedlichen Anlageregionen (Schwerpunkte: USA und Westeuropa) und -stilen beteiligt ist. Daneben hält Themis auch einige direkte Unternehmensbeteiligungen (CfC, Magnat). Die Private Equity-Fonds erfordern i. d. R. eine hohe Mindestzeichnungssumme, was sie für die meisten Privatanleger unerschwinglich bzw. unattraktiv macht. Themis investiert dagegen zwischen 5 und 15 Mio. USD in ein einzelnes Projekt. Der Hauptfokus liegt dabei auf Buyout-Transaktionen und Special Situations.



In Zukunft sollen auch verstärkt Investments in Osteuropa getätigt werden; Quelle: Slowakische Zentrale für Tourismus

10-20% der Gelder fließen zudem in Private Equity-Fonds, die als Venture Capitalists auftreten. Aktuell befinden sich knapp zwanzig Fonds im Portfolio, wodurch Themis indirekt Beteiligungen an über 60 Unternehmen hält. In Zukunft plant das Management, weitere Regionen wie Osteuropa und Asien verstärkt bei seinen Investments zu berücksichtigen. Die Anlageentscheidung trifft Themis grundsätzlich nach Gesprächen mit der Geschäftsführung der Fonds und einer Analyse von Unterlagen und Daten, die Rückschlüsse auf den Track Record des Managements zulassen.

Themis Equity Partners		Invest-Fokus	
ISIN	DE0007857575	Private Equity-Fonds	
WKN	785 757	Strategie	
Kurs (EUR)	0,96	Dachfonds-Investor im PE-Umfeld	
AZ (Mio. St.)	53,3	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	51,17	www.themis-equity.de	
EpS 2006 (EUR)	0,25	Mitarbeiter	5
KGV 2006	3,8	Gründungsjahr	2001
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06 (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	17
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV* (Mio. EUR)	60,22	TDR Capital II	
NAV / Aktie (EUR)	1,13	Orlando Special Situations	
Prem./Discount	-15,0%	Monomoy Capital Partners	
52-Wo-Tief (EUR)	0,85	relativ zu DAX	0,883
52-Wo-Hoch (EUR)	1,21	relativ zu DAX	0,869
Performance 1 Jahr	+2,1%	relativ zu DAX	n.ber.
Performance 4 Jahre	+140,0%		
Performance 7 Jahre	n.ber.		

*) Zum 28.2.2007

n. ber.: nicht berechenbar; Stichtag: 9.3.2007



Geschickt nutzte Themis das positive Börsenumfeld für eine umfangreiche Kapitalerhöhung im Gegenwert von über 37 Mio. EUR. Die eingesammelten Gelder wurden in zahlreiche neue Zielfonds wie den Restrukturierungsfonds „Monomoy Capital“ und den auf Immobilien ausgerichteten „Special Situations Realty Partners“ des Private Equity-Hauses Orlando angelegt. Die im September eingegangene Beteiligung an dem Sanierungsspezialisten CfC und das Engagement bei der österreichischen Magnat Real Estate trugen ebenfalls zur Erhöhung des NAV bei. Diese für Themis entscheidende Kenngröße legte 2006 um 24% bzw. 21 Cent auf 1,08 EUR zu, der Jahresüberschuss konnte auf 9,25 Mio. EUR sogar verzehnfacht werden.

Chancen & Risiken

Die Konstruktion als Dachfonds federt mittels einer breiten Diversifizierung über verschiedene Regionen und Anlageziele – von VC bis zu Sondersituationen – potenzielle Klumpenrisiken weitestgehend ab. Auch ist die Abhängigkeit von der allgemeinen Kapitalmarktentwicklung gegenüber anderen Beteiligungsgesellschaften eher als gering einzuschätzen. Vorrangig im Hinblick auf weitere Finanzierungsrunden, für die Themis die Börse in Anspruch nehmen will, bedarf es einer positiven Einstellung der Anleger zum Thema Private Equity.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die Themis-Aktie bietet Anlegern die Möglichkeit, in einen börsennotierten Dachfonds im Private Equity-Umfeld zu investieren. Das vergleichsweise günstige Risikoprofil und der aktuelle Abschlag auf den NAV lassen einen Einstieg unter mittel- bis langfristigen Gesichtspunkten attraktiv erscheinen.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Capital Stage AG

Sonnige Aussichten?

Unternehmen & Management

Die Historie der Capital Stage AG reicht bis auf die als Börsenmakler gegründete HWAG im Jahr 1996 zurück. Der Wechsel im Geschäftsmodell hin zu einer Beteiligungsgesellschaft erfolgte nach der Übernahme der Futura Capitalis AG. Die bis 2003 andauernde Börsenbaisse machte zugleich eine Trennung vom defizitären Handelsgeschäft, den Verkauf der Brokerage-Tochter und eine Konzentration auf das Beteiligungsgeschäft notwendig. Die harte Sanierung schloss der Ende vergangenen Jahres ausgeschiedene Vorstand Hendric Groth 2004 erfolgreich ab. Seit November leitet der ehemalige equitrust-Vorstand Felix Goedhart die Geschicke der Gesellschaft. Erst vor wenigen Tagen erfolgte die Bekanntgabe über eine vollständige Neubesetzung des Aufsichtsrates, dem ab April der ehemalige E.ON-Vorstand Dr. Manfred Krüper, der Ex-HSH Nordbank-Manager Alexander Stuhlmann und der Steuerexperte Berthold Brinkmann angehören werden.

Positionierung & Strategie

Auch trotz dieses Wechsels an der Spitze des Unternehmens ist grundsätzlich keine Strategieänderung erkennbar. Denn obwohl Goedhart bereits damit begann, das Portfolio deutlich umzubauen, bleibt der Fokus auf junge, wachstumsstarke Unternehmen in technologieaffinen Branchen gerichtet. Mit dem Bereich der Erneuerbaren Energien lässt sich derzeit ein klarer Investitionsschwerpunkt identifizieren, der jedoch nur als eine Momentaufnahme verstanden werden soll. Capital Stage selbst betont den branchenunabhängigen Hintergrund sowie das aufgrund der schlanken Struktur flexible und unternehmerische Handeln. Den Beteiligungen – bei Capital Stage heißen sie „Partnerunternehmen“ – wird ein Investmentmanager zur Seite gestellt, der aktiv die jeweiligen Unternehmer mit Know-how und Kontakten unterstützen soll. Lediglich Eigenkapital bereitzustellen, dabei wollen es die Hamburger nicht bewenden lassen.

Capital Stage AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006095003	junge Technologieunternehmen	
WKN	609 500	Strategie	
Kurs (EUR)	2,47	Wachstumsfinanzierung	
AZ (Mio. St.)	25,2	Homepage	
M.Cap (Mio. EUR)	62,24	www.capitalstage.com	
EpS 2006 (EUR)	0,63	Mitarbeiter	5
KGV 2006	3,9	Gründungsjahr	1996
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06e (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	4
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAV* (Mio. EUR)	52,8	Conergy	0,7%
NAV / Aktie* (EUR)	2,10	Antec Solar	21,2%
Prem./Discount	+17,9%	Blue Tec	10,0%
52-Wo-Tief (EUR)	1,41	profos	22,9%
52-Wo-Hoch (EUR)	2,48	relativ zu DAX	1,286
Performance 1 Jahr	+48,8%	relativ zu DAX	3,194
Performance 4 Jahre	+782,1%	relativ zu DAX	0,256
Performance 7 Jahre	-78,5%		

*) Angabe bezieht sich auf den Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006
Stichtag: 9.3.2007



Vor allem dank der Gewinne aus dem Verkauf der vorbörslich eingegangenen Conergy-Beteiligung konnte Capital Stage auf Konzernebene auch für das Geschäftsjahr 2006 einen Überschuss von 15,8 Mio. EUR (Vj.: 25,2 Mio. EUR) vermelden. Das Eigenkapital kletterte auf rund 53 Mio. EUR (Vj.: 44,1 Mio. EUR), die EK-Quote verbesserte sich auf über 98%. Ende vergangenen Jahres kam es dann zu dem eingangs erwähnten Wechsel im Vorstand. Goedhart baute aus Gründen der Risikodiversifizierung den Conergy-Anteil von 2,21% auf 0,67% weiter ab, die Beteiligung an der Euro-Leasing GmbH wurde gleich komplett verkauft. Im Gegenzug stieg er bei der ANTEC Solar Energy AG – einem Hersteller von Dünnschicht-Solarmodulen – mit rund 21% ein. Neu im Portfolio ist auch die BlueTec GmbH. Diese entwickelte eine Beschichtungsanlage für die Produktion von Absorberbändern mit besonders hohen Wirkungsgraden.

Chancen & Risiken

Die Konzentration der aktuellen Beteiligungen auf das wachstumsstarke Segment der Erneuerbaren Energien garantiert dem Unternehmen von Seiten des Kapitalmarktes eine hohe Aufmerksamkeit. Solar bleibt trotz mancher Irritationen über Änderungen im deutschen EEG-Gesetz einfach „in“. Positiv ist zu werten, dass der neue Vorstand die Abhängigkeit von der Kernbeteiligung Conergy auf ein vertretbares Maß reduziert hat.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit liquiden Mitteln von fast 50 Mio. EUR (inkl. des Conergy-Anteils) befindet sich Capital Stage in einer äußerst komfortablen Lage, um den angestrebten Portfolioausbau in den nächsten Monaten verstärkt anzugehen. Die Aktie bleibt aufgrund der soliden bilanziellen Situation auch nach dem jüngsten Kursanstieg zumindest haltenswert.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Pongs & Zahn

Konzentration statt Diversifikation

Unternehmen & Management

Die Anfänge der heute im Beteiligungsgeschäft tätigen Pongs & Zahn AG reichen bis auf die seit den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts börsennotierte „Viersener Textilwerke Pongs & Zahn AG“ zurück. Nach umfangreichen Umbauarbeiten, Beteiligungsverkäufen und Neuakquisitionen liegt der Schwerpunkt heute auf mittelständisch strukturierten Unternehmen, die in der Produktion respektive Vermarktung von Kunststoffen und anderen chemischen Rohstoffen angesiedelt sind.



Brummt die Wirtschaft, läuft es auch bei Pongs & Zahn rund

Alleinvorstand Joachim Schlennstedt sah sich in der Vergangenheit mehrfach Kritik ausgesetzt, wonach die Ausrichtung von Pongs & Zahn auf Unternehmen aus dem Finanzsektor und der chemischen Industrie keinen eindeutigen Branchenfokus erkennen ließ. Diesem Vorwurf versuchte der CEO in den zurückliegenden Quartalen mit einer gezielten Akquisitionspolitik zu begegnen. So übernahm man die in München ansässige Value Plast AG. Das Unternehmen (Jahresumsatz: ca. 10 Mio. EUR) vertreibt im In- und Ausland technische Kunststoffwerkstoffe für verschiedene weiterverarbeitende Industrien. Schlennstedt will nach dem Kauf das Wachstum bei Value Plast merklich forcieren. Bereits innerhalb der nächsten zwei Jahre soll die Beteiligung ihren Umsatz verdoppelt haben. Die selbst bereits börsennotierte Pongs &

Positionierung & Strategie

Alleinvorstand Joachim Schlennstedt sah sich in der Vergangenheit mehrfach Kritik ausgesetzt, wonach die Ausrichtung von Pongs & Zahn auf Unternehmen aus dem Finanzsektor und der chemischen Industrie keinen eindeutigen Branchenfokus erkennen ließ. Diesem Vorwurf versuchte der CEO in den zurückliegenden Quartalen mit einer gezielten Akquisitionspolitik zu begegnen. So übernahm man die in München ansässige Value Plast AG. Das Unternehmen (Jahresumsatz: ca. 10 Mio. EUR) vertreibt im In- und Ausland technische Kunststoffwerkstoffe für verschiedene weiterverarbeitende Industrien. Schlennstedt will nach dem Kauf das Wachstum bei Value Plast merklich forcieren. Bereits innerhalb der nächsten zwei Jahre soll die Beteiligung ihren Umsatz verdoppelt haben. Die selbst bereits börsennotierte Pongs &

Pongs & Zahn AG		Invest-Fokus	
ISIN	DE0006954001	Unternehmen deutschspr. Raum	
WKN	695 400	Strategie	
Kurs (EUR)	2,46	Value-Investing in versch. Branchen	
AZ (Mio. St.)	5,93	Homepage	
MCap (Mio. EUR)	14,59	www.pongsundzahn.de	
EpS 2006e (EUR)	0,15	Mitarbeiter	6 (H)
KGW 2006e	16,4	Gründungsjahr	1921
Div. 05 (EUR)	0,00	Geschäftsjahr	31.12.
Div. 06 (EUR)	0,00	Anzahl Beteil.	7
Div.-Rendite 06e	0,0%	Größte Beteiligungen	
NAVe (Mio. EUR)*	51,9	Nylon	48,0%
NAV / Aktie (EUR)	8,75	AXG	30,1%
Prem./Discount	-71,9%	Ponachem GmbH	100,0%
52-Wo-Tief (EUR)	2,22	Value Plast	100,0%
52-Wo-Hoch (EUR)	2,92	relativ zu DAX	0,854
Performance 1 Jahr	-1,2%	relativ zu DAX	0,445
Performance 4 Jahre	+23,0%	relativ zu DAX	0,294
Performance 7 Jahre	-75,3%		

*) Angabe bezieht sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2006; Mitarbeiter: (H) in der Holding
Stichtag: 9.3.2007



Zahn-Tochter Verion Filaments kaufte im vergangenen Sommer ihrerseits mit der Laufaron GmbH einen Hersteller von Polyamidgarnen. Diese werden u. a. an die Produzenten von Bodenbelägen, die Automobilindustrie und Möbelhersteller geliefert. Pongs & Zahn ist zudem im Handelsgeschäft aktiv. Dabei werden verschiedene Kunststoffe an internationale Großkunden weiterverkauft. Der Ausbau dieser Aktivitäten erklärt größtenteils den deutlichen Umsatzanstieg um über 100% auf knapp 80 Mio. EUR in den ersten drei Quartalen 2006. Zur weiteren Finanzierung des Wachstumskurses gab das Unternehmen auch im vergangenen Jahr wieder Genussscheine in mehreren Tranchen aus.

Chancen & Risiken

Als Beteiligungsgesellschaft in einem zyklischen Bereich wie der Kunststoffbranche ist Pongs & Zahn der gesamtwirtschaftlichen Großwetterlage Positivem wie Negativem ausgesetzt. Hing das Unternehmen in der Vergangenheit über seine Engagements im Finanzsektor auch an der Entwicklung der Kapitalmärkte, so hat sich diese Abhängigkeit nach den letzten Zukäufen im Kunststoffsegment spürbar reduziert. Interessant dürfte zu beobachten sein, was mittel- bis langfristig mit dem verbliebenen 30%-Anteil an der AXG Investmentbank (ehemals Axxon Wertpapierhandelsbank) geschieht.

Zusammenfassung & Einschätzung

Wenngleich Fortschritte in der Zusammensetzung des Portfolios zu konstatieren sind, missfallen weiterhin die aus Aktionärsicht unvorteilhafte Emission von Genussrechten im großen Stil und die Intransparenz der Handelsaktivitäten. Die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells in seiner jetzigen Ausrichtung muss das Unternehmen erst noch unter Beweis stellen. Bis dahin drängt sich ein Investment trotz des optisch hohen Abschlags auf das ausgewiesene Eigenkapital nicht auf.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
AKTIENGESELLSCHAFT TOKUGAWA	628 164	63
ALLERTHAL-WERKE AG	503 420	50
ARQUANA INTERNATIONAL PRINT & MEDIA AG	678 100	11
ARQUES INDUSTRIES AG	515 600	40
AURELIUS AG	A0J K2A	44
BAVARIA INDUSTRIEKAPITAL AG	260 555	42
BB BIOTECH AG	888 509	12
BB MEDTECH AG	898 194	16
BEKO HOLDING AG	920 503	14
BETEILIGUNGEN IM BALTIKUM AG	520 420	18
BLACK BOX CAPITAL AG	A0H HE7	72
BMP AG	330 420	70
CAPITAL STAGE AG	609 500	79
CARTHAGO CAPITAL BETEILIGUNGS AG	541 840	51
CFC INDUSTRIEBET. GMBH & Co. KGAA	A0L BKW	46
CONET TECHNOLOGIE AG	A0L D6V	19
DEUTSCHE BALATON AG	550 820	52
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	550 810	28
DEWB AG	804 100	73
DLB-ANLAGESERVICE AG	554 030	65
DNI BETEILIGUNGEN AG	554 240	53
FALKENSTEIN NEBENWERTE AG	575 230	54
GBK BETEILIGUNGEN AG	585 090	30
GCI MANAGEMENT AG	585 518	48
GESCO AG	587 590	32
GREIFFENBERGER AG	589 730	34
HELIAD EQUITY PARTNERS GMBH & Co. KGAA	604 729	55
HORUS AG	520 412	66
IMPERA TOTAL RETURN AG	575 130	56
INDUS HOLDING AG	620 010	36
KONSORTIUM AG	632 340	67
KREMLIN AG	513 350	20
KST BETEILIGUNGS AG	632 200	74
LENA BETEILIGUNGS AG	A0D 90R	72
LEONARDO VENTURE GMBH & Co. KGAA	587 876	75
M.A.X. AUTOMATION AG	658 090	22
MAX21 MAN. U. BET. AG	A0D 88T	21
MBB INDUSTRIES AG	A0E TBQ	38
MDB AG	658 310	39
MIC AG	A0K F6S	76
NANOSTART AG	A0B 9VV	23
NAVIGATOR EQUITY SOLUTIONS AG	A0B 8U5	47
PONAXIS AG	694 570	26
PONGS & ZAHN AG	695 400	80
RHEINER MODEN AG	701 870	61
SCHERZER & Co. AG	694 280	60
SCI AG	605 101	62
SHAREHOLDER VALUE BETEILIGUNGEN AG	605 996	68
TFG CAPITAL AG	744 950	77
THEMIS EQUITY PARTNERS KGAA	785 757	78
TRADE & VALUE AG	603 919	64
U.C.A. AG	701 200	27
VALUE HOLDINGS AG	760 040	69

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor Weekly: jeden Dienstag nachmittag

www.smartinvestor.de

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2007“, 5. Jahrgang 2007

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen
Tel.: 08171-4196-50, Fax: -56
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Tobias Karow, Ralph Malisch

Redaktionsanschrift:

s. Verlag, Fax: 08171-419641,
eMail: redaktion@smartinvestor.de

Analysen Smart Investorr:

Marcus Wessel

Analysen German Business

Concepts GmbH:

Felix Gode, Manuel Hölzle,
Philipp Leipold

Analysen GSC Research GmbH:

Klaus Kränzle, Alexander Langhorst,
Thorsten Renner, Matthias Schrade,
Mathias Wahler

Interviewpartner:

Marco Beckmann, Günther Paul Löw

Lektorat:

Magdalena Lammel

Gestaltung:

Robert Berger (Gesamtgestaltung)
Michael Fuchs (Bildredaktion)

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die
Preisliste Nr. 2 vom 1. November 2006
Verantwortlich: Janett Sander,
Tel.: 08171-4196-347, Fax: -56

Erscheinungstermine 2007:

16.12.06 (1/07), 27.1. (2/07),
24.2. (3/07), 31.3. (4/07),
28.4. (5/07), 19.5. (6/07),
30.6. (7/07), 28.7. (8/07),
25.8. (9/07), 29.9. (10/07),
27.10. (11/07), 24.11. (12/07),
15.12. (1/08)

Interessenskonflikte:

Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Mitarbeiter, die an der Erstellung einer Aktienempfehlung beteiligt sind, haben sich verpflichtet, etwaige Interessenskonflikte offen zu legen. Alle mit der Erstellung von Aktienanalysen und -empfehlungen betrauten Parteien haben sich verpflichtet, jeweils fünf Börsentage vor und fünf Börsentage nach dem Erscheinen dieser Publikation keine Transaktionen in der betreffenden Aktie durchzuführen. Eine Glattstellung einer bisherigen Position ist nur in dem Ausnahmefall gestattet, dass sich innerhalb dieses Zeitraums von zehn Börsentagen sehr gravierende negative Entwicklungen

Redaktionsschluss:

9. März 2007

Preise:

Einzelpreis 5,- EUR, Jahresabo: 48 EUR in Deutschland, 60 EUR im europäischen Ausland, 80 EUR im Rest der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Alle Preise incl. Versandkosten und 7% MwSt.

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen
Tel.: 08171-4196-50, Fax: -56
eMail: abo@smartinvestor.de

Charts

Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von Lenz + Partner AG sowie mit TradeSignal.

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

© 2007 Smart Investor Media GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ZKZ 61978

ISBN 978-3-937-459-31-8

im Aktienkurs, im Unternehmen oder im Gesamtmarkt ergeben, die in der zur Empfehlung führenden Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. In dem Fall, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Smart Investor in einer zum Kauf oder Verkauf empfohlenen Aktie Long- oder Short-Positionen gehalten werden, wird dies im entsprechenden redaktionellen Artikel kenntlich gemacht. Die Smart Investor Media GmbH bzw. die Geschäftsführung berät Dritte bei deren Anlageentscheidungen. Auch im Rahmen dessen umgesetzte Empfehlungen unterliegen den obigen Bestimmungen.

And the winner is...

Ein Blick auf die Aktienkursentwicklung der einzelnen Beteiligungsgesellschaften seit der Sonderausgabe vor einem Jahr



Die Unterschiede in der Kursperformance sind teilweise enorm

Bavaria Industriekapital aus München konnte sich dabei auf Jahres-sicht fast verdoppeln (+98,3%). Mit deutlichem Abstand (+50,7%) erzielte Arques Industries Platz 2, dicht gefolgt von CapitalStage

And the winner is...

Bei den insgesamt 32 Beteiligungsgesellschaften aus der letzten Sonderausgabe, bei denen ein Vergleich über die letzten 12 Monate Sinn macht, ergab sich hinsichtlich der Aktienkursentwicklungen ein äußerst heterogenes Bild. 19 Titel oder knapp 60% der Grundgesamt-heit erzielten eine positive Performance. Der Spitzenreiter Ba-

mit einem Kurszuwachs von 48,8% und der Dt. Beteiligung AG (DBAG) mit 38,0%.

Erwähnenswertes

Hierbei erscheint erwähnenswert, dass die ersten beiden Plätze (Bavaria und Arques) der Kategorie „Sanierer“ zuzuordnen sind und weiterhin, dass zwei der größten Beteiligungsgesellschaften, nämlich Arques und DBAG, unter den ersten vier Plätzen zu finden sind. Rein intuitiv hätte man



Smart Investor – Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften 2006“

erwarten können, dass relativ kleine Gesellschaften an der Spitze zu finden sind.

Die Schlusslichter

Die Rote Laterne trägt die Aktie der KST Beteiligungs AG, welche auf 12-Monatssicht mehr als die Hälfte abgab (-54,5%). Den vorletzten Platz belegt mit einem Minus von 38,9% Impera Total Return, die bezogen auf das letzte Geschäftsjahr vermutlich günstigste Beteiligungsgesellschaft Deutschlands. Bei den beiden Schlusslichtern fällt auf, dass sie jeweils der Kategorie „Sondersituationen“ zuzuordnen sind.

Nur jede fünfte Aktie ist besser als DAX

Gegenüber dem DAX, welcher in den letzten 12 Monaten 15,7% zulegen konnte, konnten sich sieben Titel bzw. nur jede fünfte Aktie besser entwickeln (siehe letzte Spalte in Tabelle). Das bedeutet, dass Beteiligungsgesellschaften im vergangenen Jahr im Durchschnitt mit der positiven Aktienmarktentwicklung nicht Schritt halten konnten.

PERFORMANCE-VERGLEICH BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN					
UNTERNEHMEN	WKN	09.03.07	10.03.06	PERF.	RS GG. DAX
BAVARIA INDUSTRIEKAPITAL AG	260 555	60,00	30,25	+98,3%	1,714
ARQUES INDUSTRIES	515 600	17,18	11,40	+50,7%	1,302
CAPITALSTAGE AG	609 500	2,47	1,66	+48,8%	1,286
DT. BETEILIGUNGS AG	550 810	22,89	16,59	+38,0%	1,192
CARTHAGO CAPITAL BETEILIGUNGS AG	541 840	6,09	4,45	+36,9%	1,183
BB MEDTECH AG	898 194	48,35	37,39	+29,3%	1,118
LEONARDO VENTURE GMBH & Co. KGAA	587 876	2,99	2,52	+18,7%	1,025
DT. BALATON AG	550 820	7,55	6,59	+14,6%	0,990
TFG CAPITAL AG	744 950	2,95	2,61	+13,0%	0,977
FALKENSTEIN NEBENWERTE AG	575 230	72,00	64,80	+11,1%	0,960
GBK BETEILIGUNGEN AG	585 090	5,99	5,45	+9,9%	0,950
BMP AG	330 420	2,52	2,30	+9,6%	0,947
GESCO AG	587 590	38,09	35,85	+6,2%	0,918
HORUS AG	520 412	2,87	2,71	+5,9%	0,915
BB BIOTECH AG	888 509	57,00	55,40	+2,9%	0,889
THEMIS EQUITY PARTNERS KGAA	785 757	0,96	0,94	+2,1%	0,883
TRADE & VALUE AG	603 919	14,55	14,25	+2,1%	0,882
VALUE-HOLDINGS AG	760 040	4,65	4,63	+0,4%	0,868
MDB AG	658 310	5,00	5,00	+0,0%	0,864
PONGS & ZAHN AG	695 400	2,46	2,49	-1,2%	0,854
INDUS HOLDING AG	620 010	27,90	30,16	-7,5%	0,800
KONSORTIUM	632 340	1,02	1,12	-8,9%	0,787
SHAREHOLDER VALUE BET. AG	605 996	23,69	26,10	-9,2%	0,784
U.C.A. AG	701 200	5,77	6,63	-13,0%	0,752
HELIAD EQ. PART. GMBH & Co. KGAA	604 729	1,08	1,29	-16,3%	0,724
GCI MANAGEMENT AG	585 518	8,70	11,20	-22,3%	0,671
PONAXIS AG	694 570	2,34	3,04	-23,0%	0,665
NANOSTART AG	A0B 9VV	22,70	30,75	-26,2%	0,638
ARQUANA INT. PRINT & MEDIA AG	678 100	22,00	31,30	-29,7%	0,607
DEWB AG	804 100	2,52	3,60	-30,0%	0,605
IMPERA TOTAL RETURN AG	575 130	6,32	10,35	-38,9%	0,528
KST BETEILIGUNGS AG	632 200	8,94	19,65	-54,5%	0,393

RS gg. DAX: Relative Stärke gegenüber DAX

Ralf Flierl