

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

SONDERAUSGABE

Börsennotierte

Beteiligungsgesellschaften

in Kooperation mit:



CdC Capital AG

Kayenburg AG
Creating Company Value



HOLDING

ABC AG

XYZ AG

GmbH 1

GmbH 2

GmbH 3



Mit Analysen zu: Aragon, Arquana, Arques Industries, Bavaria Industriekapital, BB Biotech, BB Medtech, bmp, Capital Stage, Carthago, DBAG, Deutsche Balaton, DEWB, Falkenstein, formulafirst, GBK, GCI Management, Gesco, Heliad Equity Partners, Horus, Impera, Indus Holding, Konsortium, KST, Lena Investment, Leonardo, MDB, Nanostart, NewValue, Ponaxis, Pongs & Zahn, Shareholder Value, TFG Capital, Trade & Value, U.C.A., Value Holdings, VCH Best-of -VC

Facettenreich und interessant

Das Thema Beteiligungsgesellschaften ist nicht gerade das, was Börsianer in Scharen hinter dem Ofen vorlockt. Es fehlen hier einfach die reißerischen Stories und die knackigen Firmenprofile, auf die die Masse der Anleger so sehr abfährt. Beteiligungsgesellschaften stellen nun einmal nichts her und sind daher auch nicht mit einem Produkt oder einer genau spezifizierbaren Dienstleistung in Verbindung zu bringen.

Was hat uns aber dann zur Entwicklung der vor Ihnen liegenden Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“ bewogen? Nun, ganz einfach die Tatsache, daß die Smart Investor-Redakteure im Zuge ihrer journalistischen und analytischen Tätigkeit immer wieder mit Vorständen von Beteiligungsgesellschaften zusammentrafen, diese interviewten oder aber deren Ideen, Strategien und Konzepte im Hinblick auf Investments beschrieben hatten. Und dabei wurde uns sehr schnell bewußt, wie facettenreich und interessant dieses Segment doch ist und wie viel man als „normaler“ Börsianer von den „Machern“ und Initiatoren dieser Unternehmen zum Thema Geldanlage lernen kann.

Vor Ihnen liegt nun das erste Nachschlagewerk für börsennotierte Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Dabei haben wir ganz bewußt großen Stellenwert auf die Darstellung der jeweiligen Strategie und weniger auf die jüngsten Unternehmenszahlen gelegt.

Unseren Kooperationspartnern für diese Sonderausgabe, Kayenburg AG Corporate Finance und CdC Capital AG, möchte ich an dieser Stelle ganz besonders danken. Ohne das Know-how und die redaktionelle Unterstützung dieser beiden bewährten Researchhäuser wäre die Erstellung der zahlreichen Analysen zu den unterschiedlichen Beteiligungsgesellschaften nicht möglich gewesen.

Und schließlich noch ein aktueller Hinweis: Am Samstag, den 1. April 2006, veranstaltet Smart Investor im Rahmen der Finanzmesse „Invest 2006“



Ralf Flierl,
Chefredakteur

in Stuttgart von 11.00 bis 13.00 Uhr im Tagungsraum X1a des Messe-Congresszentrums B ein Symposium zum Thema „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“. Dabei werden die BB Biotech AG, die Arques Industries AG und die Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA von Firmenvertretern vorgestellt werden. Im Anschluß daran besteht die Möglichkeit, sich bei einem Imbiß auszutauschen. Es würde mich sehr freuen, Sie auf dieser kostenlosen Veranstaltung begrüßen zu dürfen.

Herzlichst Ihr

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

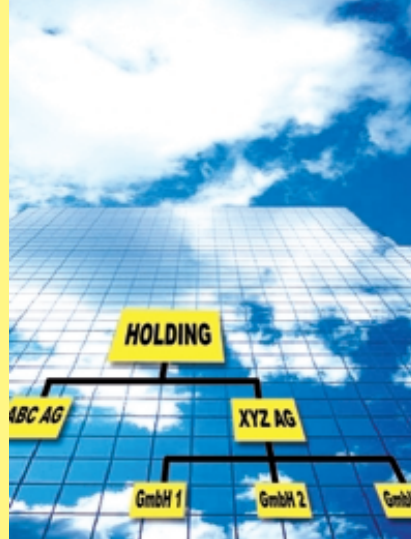
- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB
Herterichstraße 101
81477 München

Telefon 089 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de





Einführung:
Beteiligungsgesellschaften von A-Z

Interview:
Indus-Vorstand Helmut Ruwisch

Im Segment der Beteiligungsgesellschaften sind die unterschiedlichsten Geschäftsmodelle anzutreffen. Wie Smart Investor mit der vorliegenden Sonderausgabe gedenkt, Licht ins Dunkel zu bringen, erfahren Sie samt Erklärung des umfangreichen Tabellenwerkes ab Seite 6.

Seit Jahren macht die Indus Holding eigenen Angaben zufolge praktisch immer dasselbe. Allerdings ist sie damit auch über alle Maßen erfolgreich. Wo das Unternehmen mit seiner Strategie in Zukunft die größten Chancen sieht, erklärt Vorstandschef Helmut Ruwisch im Gespräch auf Seite 30.

3 Editorial

4 Inhalt

Einführung	Mittelstandsholdings	Value Investments
6 Beteiligungsgesellschaften – Eine Einführung	19 Arques Industries und Arquana – Die Sanierungsspezialisten	34 GCI Management – Vorsichtig und umtriebig
	22 Bavaria Industriekapital – Die neue Arques?	36 Horus – Unentdeckt trotz Rekordergebnis
Wagniskapital	24 Deutsche Beteiligungs – Diversifiziert und attraktiv	37 formulafirst – Flexible Anlagestrategie als Chance
10 bmp – Portfolio mit Perspektiven	26 GBK Beteiligungen – Upside-Potentiale durch Ausbau strategischer Beteiligungen	38 Shareholder Value Beteiligungen – Kompetent und konsequent
11 DEWB – Investieren in Licht	27 Heliad Equity Partners – Hoher Liquiditätszufluß	40 Value Holdings – Weit über den Tellerrand blickend
13 Leonardo Venture – Investieren für die Zukunft	28 Indus Holding – Der deutsche Mittelstand unter einem Dach	
14 TFG Capital – Der Venture Capital-Pionier		Branchenfokus
16 U.C.A. – Ein News Flow-abhängiger Klassiker	30 Interview: Smart Investor im Gespräch mit Indus-Vorstand Helmut Ruwisch	42 Aragon – Ohne Vertrieb ist alles nichts!
17 Interview: Smart Investor im Gespräch mit U.C.A.-Vorstand Dr. Jürgen Steuer	32 Konsortium – Reifes Portfolio als Chance	43 BB Medtech – Wachstumsmarkt Medizintechnologie als Chance
18 VCH Best-of-VC – Deutschlands erster börsennotierter Fund-of-Funds		45 BB Biotech – Von Megatrends profitieren
		48 Gesco – Spezialist für den Mittelstand

Aragon, Arquana, Arques Industries, Bavaria Industriekapital, BB Biotech, BB Medtech, bmp, Capital Stage, Carthago, DBAG, Deutsche Balaton, DEWB, Falkenstein, formulafirst, GBK, GCI Management, Gesco, Heliad Equity Partners, Horus, Impera, Indus Holding, Konsortium, KST, Lena Investment, Leonardo, MDB, Nanostart, NewValue, Ponaxis, Pongs & Zahn, Shareholder Value, TFG Capital, Trade & Value, U.C.A., Value Holdings, VCH Best-of-VC



Analysen:
36 Unternehmen im Check

Interview:
U.C.A.-Vorstand Dr. Jürgen Steuer

Nicht weniger als 36 Unternehmen wurden von der Smart Investor-Redaktion in Kooperation mit den Research-Teams von CdC Capital sowie der Kayenburg AG durchleuchtet. Welche interessante und aussichtsreiche Titel dieses Segment bereit hält? Lesen Sie selbst die jeweiligen Analysen ab Seite 10.

Nicht zuletzt der erfolgreiche Börsengang von Planoptik hat die Münchner Beteiligungsgesellschaft U.C.A. wieder ins Licht der Öffentlichkeit gerückt. Inwiefern die U.C.A.-Erfolgsgeschichte fortgeschrieben werden soll, erläutert Vorstand Dr. Jürgen Steuer im Gespräch auf Seite 17.

- 50** MDB –
Wachstum in der Baubranche
- 51** Nanostart –
Investments mit Sex-Appeal
- 53** Ponaxis –
Der Logistik-Netzwerker

Sondersituation

- 54** Carthago Capital und
Carthago Biotech –
Einzigartiger Börsenmantel
händler
- 55** Deutsche Balaton –
Wenig beachtet,
hoch profitabel
- 56** Falkenstein –
Sondersituationen auf der Spur
- 57** Impera Total Return –
Funktionierende
IPO-Maschinerie
- 58** KST Beteiligung –
Gesellschaft im Wandel
- 59** Lena Investment –
Komprimierter
Börsenfrischling

- 60** Interview: Smart Investor im
Gespräch mit Lena Investment-
Vorstand Christian Kimmig

Sonstige

- 61** Capital Stage –
Aktie mit eingebautem
Solar-Turbo
- 62** New Value –
Performance mit ethischen
Investments
- 64** Pongs & Zahn –
Zwischen Chemie und
Private Equity
- 66** Trade & Value –
Zwei Fonds in einer Aktie
- 65** Unternehmensindex/Impressum

Die Sonderausgabe
„Börsennotierte
Beteiligungsgesellschaften“
ist ein
Gemeinschaftsprojekt von



CdC Capital AG

Kayenburg AG
Creating Company Value



Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften

Einige Erläuterungen zum Verständnis dieser Ausgabe

Häufig werden börsennotierte Beteiligungsgesellschaften von der breiten Öffentlichkeit stiefmütterlich behandelt. Zu unrecht, wie wir meinen. Um diesem Umstand ein wenig abzuschwören, hat Smart Investor in Kooperation mit den Research-Teams von CdC Capital und der Kayenburg AG Corporate Finance die Sonderausgabe „Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften“ lanciert.

Ein Kategorisierungsversuch

Innerhalb des Segments der Beteiligungsgesellschaften ist die Ausrichtung der verfolgten Strategien sehr vielfältig. Damit lag die erste Herausforderung für uns darin, eine sinnvolle Heft-Struktur zu finden. Wir haben uns dazu entschlossen, alle untersuchten Gesellschaften einer von sechs Strategie-Kategorien (ersichtlich am gelben Balken am oberen Seitenrand) zuzuordnen, wobei innerhalb der Kategorien alphabetisch sortiert wurde. Es versteht sich von selbst, daß die Einteilung nicht immer eindeutig ist. So decken einige Gesellschaften zwei, manche sogar drei Kategorien ab. Es wurde dann derjenigen zuge-

ordnet, welche uns am passendsten erschien. Folgende Einteilung wurde getroffen:

Wagniskapital: Gesellschaften aus diesem Bereich stellen Venture Capital zur Verfügung, welches meist an Technologie-Unternehmen in der Wachstumsphase gegeben wird.

Mittelstandsholdings: Diese Gesellschaften beteiligen sich insbesondere an kleinen und mittleren Firmen, welche in der Regel nicht börsennotiert sind.

Value Investments: Beim Value Investing geht es darum, Gesellschaftsanteile bzw. Aktien unter dem fairen analytischen Wert zu erstehen und oberhalb dieses fairen Wertes wieder abzustoßen.

Branchenfokus: Hier finden sich diejenigen Gesellschaften, die sich nur an Gesellschaften einer einzigen Branche beteiligen und über dementsprechendes Know-how verfügen.

Sondersituationen: Hierunter subsumierte Gesellschaften gehen Beteiligungen an Firmen ein, die in einer Sondersituation stecken. Beispielhaft könnte dies ein Turnaround, eine Squeeze-Out-Konstellation oder aber die Vorbereitung einer Kapitalmaßnahme sein.

Sonstige: In dieser Kategorie finden sich Beteiligungsgesellschaften, die sich nicht einwandfrei in eine der obigen Kategorien einordnen lassen.

Wie bereits gesagt: Die Grenzen zwischen den einzelnen Kategorien sind partiell fließend. Einen endgültigen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt das aufgezeigte Raster nicht. Auch läßt sich anhand der Kategorien keinerlei qualitative Aussage über die Unternehmen ableiten.

Durch den Zahlenschwungeln navigieren

Aus Gründen der Übersichtlichkeit enthält jede Analyse eine Tabelle. Diese soll dem Leser möglichst schnell und effektiv die wichtigsten Kennzahlen zu jeder Gesellschaft näher bringen. Nachfolgend ein paar wichtige Erläuterungen:

(1) NAV: (= Net Asset Value); Der NAV beschreibt den gegenwärtigen Wert der Beteiligungen zum Stichtag. Aufgrund der täglichen Varianz der Verkehrswerte und der unterschiedlichen Bilanzierungsspielräume nach HGB und IFRS weist nicht jede Beteiligungsgesellschaft auch tatsächlich einen NAV aus. Vor allem bei nicht börsennotierten Beteiligungen ist der Wertansatz schwierig.

(2) Prem./Discount: Über den Discount beziehungsweise das Premium zum NAV läßt sich eine Aussage über die Bewertung der Aktie ableiten. Ein Discount könnte entweder auf eine Unterbewertung der Aktie oder portfoliospezifisch höhere Risiken hindeuten. Entsprechend umgekehrt verhält es sich bei einer Prämie.

(3) KGV: (= Kurs/Gewinn-Verhältnis); Mit dem KGV ist üblicherweise eine Einstufung der Aktie anhand der Gewinnentwicklung möglich. Bei Beteiligungsgesellschaften ist diese Kennziffer allerdings nicht sehr aussagefähig. Da einzelne Transaktionen die Ergebnisse in erheblichem Maße beeinflussen können, gibt das KGV kaum hinreichende Informationen bezüglich der Kontinuität der Geschäftsentwicklung.

(4) Div.: (= Dividende); Neben dem NAV vermutlich die wichtigste Kennzahl, um eine Beteiligungsgesellschaft zu bewerten.

(5) Ø H-Dauer (in J.): (= durchschnittliche Haltedauer der Investments in Jahren); Gibt Auskunft darüber, ob das Management eher kurz- oder langfristig investiert.

(6) Ø Vs-Bzg. (in J.): (= durchschnittliche Betriebszugehörigkeit des Vorstands in Jahren); Diese Zahl gibt einen wagen Hinweis über die Kontinuität des Anlagestils bzw. -prozesses.

(7) Perf. ... J.: (= Wertentwicklung über ... Jahre); Im Performance-Block sind Daten für ein, drei und sechs Jahre enthalten. Diese Zeiträume sollen helfen, die Aktie vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Börsenphasen zu analysieren. Vor exakt sechs Jahren markierte der Dax sein Allzeithoch, vor exakt drei Jahren sein Baisse-Tief.

(8) rel. zu Dax: (= Relative Stärke im Vergleich zum Dax); Die Relative Stärke-Kennziffer gibt Auskunft darüber, wie sich eine Aktie im Vergleich zum Dax entwickelt hat. Ein Wert größer/kleiner 1,000 bedeutet, daß sich die Aktie während der betrachteten Phase besser/schlechter als der Dax entwickelt hat.

(9) Ø Tages-U.: durchschnittlicher Tagesumsatz in der Aktie der Beteiligungsgesellschaft, gemessen über die letzten 20 Börsentage.

GCI Management AG										Kurs (Euro): 15,88		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0003855183	Perf. 1 J.	205,4 %	rel. zu DAX	2,331	Invest-Fokus	Aktien aus dem deutschsprachigen Raum						
WKN	5 518	Perf. 2 J.	367,1 %	rel. zu DAX	3,857	Strategie	Value Investing, mit besonderem Augenmerk auf Branche						
AZ (Mio. St.)	6,60	Perf. 3 J.	1790,5 %	rel. zu DAX	8,319	Homepage	www.gci-management.com						
MCap (Mio. €)	104,78	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Größte Beteiligungen							
52-Wo-Tief (€)	5,40	Div. 00	0,00	NAV (Mio. Euro)	k.A.	Pfaff Industrie Maschinen AG (100,0 %)							
52-Wo-Hoch (€)	7,80	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (Euro)	k.A.	Windsor AG (69,56 %)							
Ø Tages-U.	26.047	Div. 02	0,00	Prem./Discount	k.A.	Weserbank AG (100 %)							
Mitarbeiter	800 (K)	Div. 03	0,00	EpS 2005 (vorl.)	2,00	GCI Management Consulting GmbH (100,0 %)							
Gründungsjahr	1991	Div. 04	0,00	KGV 2005	7,9	GCI Mgmt.Ges.f.Cons.und Impl. mbH (30,0 %)							
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	5-7								
Anz. Beteil.	24	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	k.A.								



Beteiligungsgesellschaften analysiert man am besten Schritt für Schritt

(10) Mitarbeiter: H steht hier für die Holding, K für den gesamten Konzern.

(11) AZ: (Aktienanzahl)

(12) Größte Beteiligungen: hier werden gemäß Firmenangaben die wertmäßig größten Beteiligungen angegeben; eventuelle Prozentzahlen nach den Firmennamen beziehen sich auf den Anteil, welcher an der jeweiligen Beteiligung gehalten wird.

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

Beteiligungsgesellschaften versus Heuschrecken

Um Mißverständnisse gleich im Vorfeld auszuräumen: Heuschrecken, wie sie in der vor einigen Monaten angestoßenen Diskussion adressiert wurden, finden sich unter den hier dargestellten Firmen nicht. Typische „Heuschrecken“ sind für gewöhnlich Private Equity-Firmen oder Hedgefonds, welche eher die kurzfristige Profitmaximierung im Auge haben. In diesem Zusammenhang sei zudem auf die volkswirtschaftliche Funktion von Beteiligungsgesellschaften hingewiesen. Indem diese Kapital gemäß ihrer jeweiligen Strategie investieren, stoßen sie Wachstumspforten auf, schaffen Arbeitsplätze und heben Wachstumspotentiale. In der öffentlichen Diskussion fällt dies gerne unter den Tisch.

Fondscharakter

Beteiligungsgesellschaften und Fonds sind vom Prinzip her nicht unähnlich, investieren doch beide entsprechend einer Strategie ihr zur Verfügung stehendes Kapital. Allerdings sind Fonds sehr stark reglementiert und in der Folge deutlich weniger flexibel in der Veranlagung von Investitionskapital. Für Beteiligungsgesellschaften existieren weder maximale oder minimale Investitionsquoten, noch strikte Bindungen an eine genauestens dargelegte Strategie. Aus Sicht des Investors besteht der Vorteil, daß Aktien wesentlich flexibler und in der Regel auch kostengünstiger gehandelt werden können als Fondsanteile. Aus Sicht des Managements wiederum besteht der Vorteil, daß es zu keinen Kapitalabflüssen kommen kann wie sie bei Fonds in mageren Börsenzeiten die Regel sind.

Fazit

Mit der vorliegenden Sonderausgabe möchte Smart Investor die Welt der börsennotierten Beteiligungsgesellschaften dem geneigten Leser in Form eines kompakten Nachschlagewerkes nahebringen. Sowohl die Anlagestrategie, der Investmentfocus als auch unternehmensspezifische Chancen und Risiken stehen dabei im Vordergrund der Betrachtung. Bis auf wenige Ausnahmen wurden alle deutschen Beteiligungsgesellschaften in dieser Ausgabe behandelt. Auf diese Weise sollte es möglich sein, sich schnell und effizient einen Überblick über dieses Segment zu verschaffen.

Ralf Flierl und Tobias Karow

bmp AG

Portfolio mit Perspektiven

Unternehmen & Management

Die bmp AG wurde 1997 als Venture Capital-Gesellschaft gegründet, der Börsengang folgte 1999. Heute ist bmp ein überregional agierendes Unternehmen der Private Equity-Industrie mit den Geschäftsfeldern Venture Capital-Direktinvestitionen sowie Fonds-Management für private wie institutionelle Investoren. Seit ihrer Gründung realisierte die bmp AG insgesamt 22 Trade Sales sowie acht IPOs. Das Vorstandsteam mit Oliver Borrmann (Unternehmensgründer), Ralph Günther und Andreas van Bon bildet auch das Kernteam des etablierten VC-Unternehmens.

Positionierung & Strategie

Als VC-Gesellschaft ist bmp schwerpunktmäßig in den Märkten Deutschland, Schweiz und Polen aktiv. Neben Eigeninvestments (Evengreenfonds) managt bmp auch Fonds für institutionelle oder private Investoren in Form geschlossener Fonds. Das durchschnittlich investierte Kapital je VC-Investment liegt aktuell bei rund 1,5 Mio. Euro. Unseres Erachtens bieten beispielsweise die Revotar Biopharmaceuticals AG mit ihren innovativen Therapeutika zur Asthmabehandlung, das eCommerce-Unternehmen ergoTrade AG sowie der Online Publisher Tom's Guide Publishing AG überdurchschnittliche Potentiale. Mit heliocentris Energiesysteme GmbH ist bmp in eines der weltweit wenigen profitablen Brennstoffzellen-Unternehmen investiert. Engagements werden vor allem im Technologiebereich mit einem jährlichen Performanceziel von +20 % getätigt, was aus der Unternehmenshistorie heraus resultiert.

Chancen & Risiken

bmp ist eine im internationalen Maßstab kleinere, aber schlagkräftige VC-Gesellschaft. Dank der Börsennotiz in Polen und der dortigen Aktivitäten zählt die bmp AG zu den wenigen ausländischen VC-Gesellschaften mit einer starken Präsenz vor Ort. Die Chancen für die bmp AG in 2006/07 betrachten wir als gut. Bei mindestens 10 bis 12 der Beteiligungen stellen IPOs oder Trade Sales Exit-Optionen dar. bmp unterliegt VC-typischen Risiken wie Verschlechterung des Investitionsklimas, Zinsänderungsrisiken, schwaches Börsenumfeld, Inflationierung der Preise für attraktive Beteiligungen.

Das Geschäft mit dem Management von Fonds soll mittelfristig deutlich ausgebaut werden, was im Gegensatz zum VC-Bereich zu kontinuierlichen Erträgen aus den Management Fees führt.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Unternehmen setzt strenge Maßstäbe bei der Auswahl der Investments an, was ein wichtiges Element der Risikoreduktion ist. Für 2006/07

sehen die Perspektiven für bmp auf Basis des derzeitigen Portfolios günstig aus. Bei bmp investiert man nicht nur in ein bestehendes Beteiligungsportfolio, sondern auch direkt in die Managementgesellschaft. Für erfahrene Investoren, die die Chancen und Risiken VC-basierter Geschäftsmodelle einschätzen können, ist eine genaue Beschäftigung mit der bmp AG lohnenswert.

analysiert von:
Hilmar Platz



bmp AG				Kurs (€): 2,27		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0003304200	Perf. 1 J.	11,3 %	rel. zu DAX	0,849	Invest-Fokus	VC-Bereich, Technologie, Life Sciences, Fin. Services
WKN	330 420	Perf. 2 J.	-7,7 %	rel. zu DAX	0,628	Strategie	Wachstumsorientiert, Seed- und Expansionsfinanzierung
AZ (Mio. St.)	17,50	Perf. 3 J.	89,2 %	rel. zu DAX	0,832		
MCap (Mio. €)	39,73	Perf. 6 J.	-94,6 %	rel. zu DAX	0,079	Homepage	www.bmp.com
52-Wo-Tief (€)	1,61	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	35,1	Größte Beteiligungen (30.09.2005)	
52-Wo-Hoch (€)	2,89	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	2,0		
Ø Tages-U.	17.135	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+13,2 %		
Mitarbeiter	12	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,20		
Gründungsjahr	1997	Div. 04	0,00	KGv 2005	11,4		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	3,0		
Anz. Beteil.	22	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	13,0		
						ergoTrade AG (49,99 %)	
						workXL AG (49,02 %)	
						newtron AG (35,61 %)	
						heliocentris Energiesysteme GmbH (34,33 %)	
						Revotar Biopharmaceuticals AG (59,96 %)	

DEWB AG

Investieren in Licht

Unternehmen & Management

Bis ins Jahr 1872 reicht die traditionsreiche Geschichte der Jenaer DEWB AG zurück. Einst als Bank gegründet, verwaltete die Gesellschaft seit den 1970er Jahren das Vermögen der Industriellenfamilie Voith. 1997 folgte dann die Übernahme durch die von Lothar Späth geführte Jenoptik AG, womit eine strategische Neuausrichtung zur Technologie-Holding verbunden war. Seit Aufnahme des Beteiligungsgeschäfts kann die DEWB auf Gesamtinvestitionen von über 330 Mio. Euro in insgesamt 52 Unternehmen zurückblicken. Durch 31 Verkäufe konnten bislang Rückflüsse in einer Größenordnung von 395 Mio. Euro realisiert werden (Stand per 31.12.05). Derzeit verwaltet der dreiköpfige Vorstand ein Vermögen von 68 Mio. Euro. Unterstützung erfährt dieser von einem Team aus vier spezialisierten Investment Managern, die über technisches oder naturwissenschaftliches Fachwissen verfügen. Noch heute schweben die Nachwirkungen der Jenoptik-Akquisition über der Gesellschaft. Einigen Aktionären war das damals abgegebene Pflichtangebot über 26,51 Euro zu niedrig, woraufhin sie in einem Spruchstellenverfahren Klage erhoben. Weil es im Zuge einer späteren Kapitalerhöhung zu einem administrativen Fehler kam, der die neuen Aktien von den alten Papieren nicht mittels einer zweiten WKN unterscheidbar machte, sind heute nach dem Urteil des OLG Jena theoretisch alle im Streubesitz befindlichen Aktien anspruchsberechtigt. Jenoptik hat gegen dieses Urteil bereits Revision vor dem BGH eingelegt. Im Fall einer Abweisung kämen auf Jenoptik Forderungen in dreistelliger Millionenhöhe zu.

Positionierung & Strategie

Bei der DEWB wird das Konzept eines Venture Capital-Gebers verfolgt, der bereits in einem frühen Stadium (Seed, Start-up & Expansion) innovativen Unternehmen die vor allem für Vorlauf-



Um Licht dreht sich bei den Beteiligungen von DEWB alles

investitionen benötigten Wachstums- und Forschungsgelder zur Verfügung stellt. Im Gegenzug erhält die DEWB einen vertraglich fixierten Anteil am Grundkapital. Vor der Markteinführung eines Produkts stehen dem Kapitalbedarf nämlich in den meisten Fällen keine oder nur sehr vernachlässigbare Einnahmen gegenüber. Diese Finanzierungslücke überbrücken VC-Firmen. Zur Unternehmens-Philosophie gehört es, sich als aktiver Partner der jeweiligen Beteiligungen zu betrachten. Für die DEWB stellen die Portfolio-Unternehmen somit keine reinen Finanzinvestitionen dar, vielmehr wird ein mit „Active Ownership“ umschriebener Beteiligungsstil umgesetzt. Darunter wird ein Vier-Punkte-Programm subsumiert, welches neben der Unterstützung bei der Umsetzung einer Technologie in ein marktreifes Produkt auch die Weiterbildung des Managements und das Herbeiführen von Unternehmenszusammenschlüssen vor-

DEWB AG				Kurs (Euro): 3,51		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0008041005	Perf. 1 J.	6,0 %	rel. zu DAX	0,809	Invest-Fokus	Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	804 100	Perf. 2 J.	-8,1 %	rel. zu DAX	0,625	Strategie	Venture Capital
AZ (Mio. St.)	15,20	Perf. 3 J.	-5,6 %	rel. zu DAX	0,415		
MCap (Mio. €)	53,35	Perf. 6 J.	-96,3 %	rel. zu DAX	0,054	Homepage	www.dewb-vc.com
52-Wo-Tief (€)	2,57	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)*	36,5	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	9,09	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)*	2,4		
Ø Tages-U.	18.295	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+46,2 %		
Mitarbeiter	8 (H)	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,08		
Gründungsjahr	1872	Div. 04	0,00	KGv 2005	43,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	5,0		
Anz. Beteil.	15	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	0,7		

*) Die DEWB AG macht selbst keine Angaben zum NAV. Die Angaben beziehen sich auf den geschätzten Wert des Eigenkapitals zum 31.12.

**) Inklusive der gehaltenen Wandelanleihen kommt die DEWB auf eine Mehrheit der Anteile.



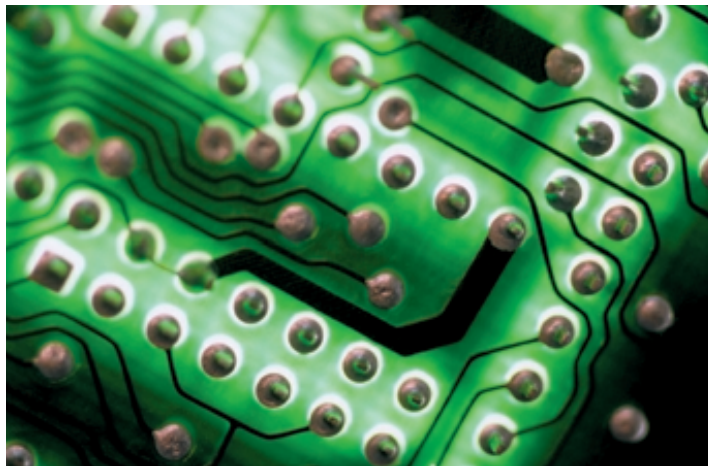
sieht. Letzteres leistet die DEWB mit Hilfe eines bestehenden Kontaktnetzwerks u.a. im Verbund des BVK (Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften) und der EOS (European Optical Society).

Abhängig davon, ob eine Gesellschaft noch der Seed-/Start-up-Phase oder bereits der Expansion-Phase zuzuordnen ist, investiert das DEWB-Management max. 5 respektive 10 Mio. Euro in eine neue Beteiligung. Dabei handelt es sich um unternehmerisch vertretbare Obergrenzen. Als eine weitere Limitierung im Screening-Prozess fungiert die Konzentration auf den deutschsprachigen Raum. Das erleichtert eine Zusammenarbeit. Im Zuge einer in 2005 forcierten Restrukturierung hat sich das Management dazu entschlossen, den Focus bei Neuengagements auf das Segment der Optischen Technologien zu verlagern, während zugleich der Anteil an Biotech- und IT-Investments sukzessive reduziert werden soll. Wie auch der letztjährige Verkauf der ehemaligen Beteiligung OASIS Siliconsystems an die amerikanische SMSC belegt, kann die DEWB gerade im Bereich der Optischen Technologien auf einen erfolgreichen Track Record und technologische Kompetenz verweisen. Dagegen kam es in der Vergangenheit unter den Biotech-Engagements immer wieder zu teils massiven Rückschlägen. So belastete in 2005 eine Abschreibung über 9 Mio. Euro das Ergebnis.

Portfolio & Beteiligungen

Die Beteiligungsstruktur der DEWB sieht aus Branchensicht eine Dreiteilung des Portfolios in Photonics/Sensorik, Biotechnologie und Informationstechnologie vor. Der Schwerpunkt liegt auf dem Bereich Photonics/Sensorik mit seinen sechs Unternehmen. Aushängeschild ist hierbei die 1994 gegründete KSW Microtec AG, an der die DEWB 29,7 % der Anteile hält. KSW stellt basierend auf der drahtlosen RFID-Technologie Smart Labels und weitere Komponenten her, auf denen in Form extrem dünner Etiketten Daten gespeichert werden

können. Abnehmer findet diese Archivierungsmöglichkeit im Einzelhandel sowie bei Logistik- und Medizintechnikfirmen. Die Gesellschaft erzielte in 2005 bei Umsätzen von über 10 Mio. Euro – genauere Zahlen nennt DEWB nicht – inklusive erhaltener Fördermittel ein EBIT von ca. 3 Mio. Euro. Im Biotech-Segment ruhen die Hoffnungen auf der Berliner Noxxon Pharma AG. Diese entwickelt mittels einer eigenen weltweit patentierten Technologie Wirkstoffe u.a. gegen Fettleibigkeit, chronische Schmerzen und Diabetes. Neben dem Ausbau bestehender Forschungs Kooperationen mit den US-Pharmakonzernen Merck und J&J plant das Noxxon-Management in der Zukunft auch den Zukauf kleinerer Biotech-Schmieden. Nachdem ehemalige Portfolio-Unternehmen teils mittels Aktien-tausch übernommen wurden, hält die DEWB zudem eine 1,2 %-Beteiligung am Nasdaq-Wert SMSC sowie einen bereits reduzierten 2,3 %igen Anteil an der MediGene AG.



In der Mikrotechnologie ist die DEWB ebenfalls engagiert

Chancen & Risiken

Im Gegensatz zu branchenmäßig stark diversifizierten Gesellschaften geht die DEWB mit der forcierten Konzentration auf die Optischen Technologien einen anderen Weg. Die Chance liegt hierbei in dem über die letzten Jahre erworbenen Know-how des Managements bei der Identifikation neuer innovativer Start-up-Projekte. Der anvisierte frühe Einstieg, oftmals noch bevor erste Produkte überhaupt zur Marktreife gelangen, ermög-

licht den Aufbau einer Beteiligung zu vergleichsweise günstigen Konditionen. Dafür trägt die DEWB ein erhöhtes unternehmerisches Risiko, was, wie die Vergangenheit zeigt, des öfteren Abschreibungen in Millionenhöhe notwendig machte. Bei lukrativen Share-Deals ist ein weiterhin freundliches Kapitalmarktumfeld insbesondere im Technologie-Umfeld sicherlich eine notwendige Voraussetzung. Noch nicht abzuschätzen sind dagegen die Folgen des vor dem BGH in Revision gegangenen Rechtsstreits.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit der Finanzierung auch in Frühphasen der Unternehmensentwicklung verfolgt die DEWB ein Geschäftsmodell in klassischer Venture Capital-Tradition. Nach einem verschobenen Exit in 2005 sollte der Vorstand in den kommenden Monaten beweisen, daß er erfolgreich weitere Beteiligungen veräußern kann. Ein Verkauf des SMSC-Anteils könnte nach Ablauf der Lock-up-Frist am 31. März anstehen, womit stille Reserven in Millionenhöhe gehoben werden könnten. Die Aktionäre dürften zudem die für Mai angesetzte Verhandlung vor dem BGH mit großem Interesse verfolgen. Davon wird die kurz- bis mittelfristige Entwicklung des Aktienkurses maßgeblich abhängen.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Leonardo Venture Capital GmbH & Co. KGaA

Investieren für die Zukunft

Unternehmen & Management

Die in Mannheim ansässige Leonardo Venture GmbH & Co. KGaA ist eine auf die Bereiche Gesundheit und Lebensqualität spezialisierte Venture Capital-Gesellschaft. Die Beteiligungen der seit 31.10.2005 börsennotierten Gesellschaft werden überwiegend in Deutschland und im deutschsprachigen Ausland eingegangen. Geführt werden die Geschäfte des Unternehmens von der Komplementärin Leonardo Venture GmbH, die wiederum von den drei Geschäftsführern Prof. Dr. Udo Wupperfeld, Prof. Dr. Hans-Georg Köglmayr und Hans Jochen Kopp geleitet wird. Neben dem Frühphaseninvestment aus eigenen Mitteln stellt die Gesellschaft über ihre Komplementärin umfassendes Know-how für die weitere Geschäftsentwicklung der Beteiligungen zur Verfügung.

Positionierung & Strategie

Obwohl die Gesellschaft erst 2000 gegründet wurde, nimmt Leonardo inzwischen eine führende Rolle unter den deutschen Frühphasen-Finanziers, den sogenannten Early Stage-Finanziers ein. Dabei hat man sich nicht nur als Kapitalgeber positioniert, sondern stellt den Unternehmen vor allem auch das umfassende Know-how, die Kontakte und das Netzwerk der Komplementärin zur Verfügung. Demnach steht den Beteiligungen bei der Finanzierung, der Entwicklung von Strukturen und Strategien ein kompetenter, erfahrener Partner zur Seite. Ziel der Strategie ist es, nach der Weiterentwicklung der Beteiligungen, was auch über mehrere Finanzie-



rungsrunden geschehen kann, das Investment mit einer hohen Rendite weiterzuveräußern.

Chancen & Risiken

Vor einiger Zeit wurde der Begriff Venture Capital noch mit Wagnis- oder Risikokapital gleichgesetzt. Inzwischen hat sich die Meinung geändert, und es gilt auch Beteiligungskapital als Synonym. Zu verdanken ist diese Entwicklung Gesellschaf-

ten wie Leonardo, die durch intensive Prüfung der Zielunternehmen mit ihren Investments überdurchschnittlich hohe Renditen erwirtschaften. Zudem wird das Risiko generell auf mehrere Zielunternehmen verteilt, um einem Komplettverlust vorzubeugen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Obwohl Leonardo in einem schwierigen Börsenumfeld gegründet wurde, konnte das Unternehmen bis dato schon einige beachtliche Abverkäufe der Beteiligungen realisieren. Mit der jüngst veräußerten CureVac GmbH konnte das Unternehmen einen Erlös von 4,3 Mio. Euro erzielen bzw. eine Jahresrendite von 108 % auf das ursprüngliche Kapital in Höhe von 1,1 Mio. Euro erwirtschaften. Durch den Emissionserlös in Höhe von über 11 Mio. Euro stehen dem Unternehmen ausreichend Eigenmittel zur Verfügung, um weitere aussichtsreiche Projekte zu finanzieren. Für langfristig orientierte Anleger dürfte die Aktie eine Überlegung wert sein.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Leonardo Venture Capital GmbH & Co KGaA				Kurs (Euro): 2,55		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005878763	Perf. 1 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Invest-Fokus	Venture Capital-Investments
WKN	587 876	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
AZ (Mio. St.)	8,30	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	breit gefächerte Anlagestrategie
MCap (Mio. €)	21,17	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		vorwiegend im Bereich Gesundheit
52-Wo-Tief (€)	2,20	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	17	Homepage	www.leonardoventure.de
52-Wo-Hoch (€)	2,87	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	2,0	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	35.440	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+24,5 %	MedicalComm. Soft- und Hardware GmbH R-ICON GmbH NanoCompound GmbH Isis Optronics GmbH PSF biotech AG	
Mitarbeiter	7	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,35		
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGv 2005	7,3		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	1,5		
Anz. Beteil.	>15	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,0		

TFG Capital AG

Unternehmensbeteiligungsgesellschaft

Der Venture Capital-Pionier

Unternehmen & Management

Die heutige TFG Capital AG Unternehmensbeteiligungsgesellschaft ist inzwischen seit mehr als 11 Jahren als aktiver Kapitalgeber am deutschen Markt tätig. Die Gesellschaft wurde als Frühphaseninvestor gegründet und entwickelte sich im Laufe der Jahre zu einem der bedeutendsten nationalen Venture Capital-Finanziers. Seit der Auflegung des ersten TFG-Fonds im Jahre 1994 wurden insgesamt rund 250 Mio. Euro in annähernd 100 Beteiligungen investiert. Mit dem im vergangenen Jahr neu etablierten Investitionsansatz rücken bereits gelistete Small und Micro Caps in den Focus des Beteiligungsgeschäfts der TFG. Die Leitung des Unternehmens hat derzeit Andrea Lengeling, die bei der TFG für die Ressorts Finanzen und Restrukturierung des Private Investment-Portfolios verantwortlich ist.

Positionierung & Strategie

Die Gesellschaft hat sich auf Investments an kleineren und mittleren Unternehmen in der Expansionsphase spezialisiert. Die Strategie sieht vor, den Investmentprozeß so flexibel wie möglich zu gestalten, und findet zudem branchenübergreifend statt, um kein „Klumpenrisiko“ zu erzeugen. Die Haltedauer der Investments ist von dem Erreichen des Beteiligungsziels abhängig. Um diesen Prozeß zu kontrollieren, übernimmt die TFG in vielen Fällen eine Organmitgliedschaft. Im Bereich Private Investments ist dies sogar obligatorisch. Das Unternehmen ist darauf bedacht, ein stark diversifiziertes Portfolio an Private und Public Investments zu halten und dieses aktiv weiterzuentwickeln.

Chancen & Risiken

Die Strategie der TFG ist auf eine starke Risikostreuung ausgerichtet. Der Ansatz der operativen Mitarbeit in den Organen der Beteiligungen hilft eventuelle Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen. Derzeit ist das Portfolio noch stark auf den Bereich der Private Investments ausgerichtet, was zu einer langen Haltedauer führt und somit ein hohes Investitionsrisiko darstellt. Derzeit sind von 23 Beteiligungen in diesem Bereich 20 älter als 5 Jahre.



Zusammenfassung & Einschätzung

Die TFG gehört zu den einstigen Pionieren der deutschen Venture Capital-Szene, perspektivisch soll jedoch das Value-Investing das Tagesgeschäft dominieren. Der neue Investmentansatz führt zu einer größeren Risikostreuung und wird in Zukunft die Haltedauern der Investments deutlich verkürzen können. Bei einem

weiter freundlichen Börsenumfeld könnten wir uns vorstellen, daß bei der ein oder anderen Beteiligung im Bereich Private Investments IPO-Phantasie aufkommt. Zudem wurde jüngst eine Schadensersatzklage in Höhe von rund 16 Mio. Euro gegen die ehemaligen Vorstände der TFG erhoben. Für das vergangene Geschäftsjahr rechnet das Management mit einer weiteren Verlustausweitung. Aktuell notiert das Unternehmen deutlich unter NAV und bietet somit längerfristig orientierten Investoren eine gute Einstiegsmöglichkeit.

analysiert von:
Maximilian Brandl



TFG Capital AG				Kurs (Euro): 2,56		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0007449506	Perf. 1 J.	2,0 %	rel. zu DAX	0,778	Invest-Fokus	gelistete Small- und Micro Caps, früher Venture Capital
WKN	744 950	Perf. 2 J.	-14,7 %	rel. zu DAX	0,58	Strategie	branchenübergreifende Investments mit intensiver Beratung
AZ (Mio. St.)	11,90	Perf. 3 J.	228,2 %	rel. zu DAX	1,444		
MCap (Mio. €)	30,46	Perf. 6 J.	-93,7 %	rel. zu DAX	0,093	Homepage	www.tfg.de
52-Wo-Tief (€)	2,20	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	40	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	2,82	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	3,4		
Ø Tages-U.	14.648	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-23,8 %		
Mitarbeiter	5	Div. 03	0,00	EpS 2005	-0,14		
Gründungsjahr	1994	Div. 04	0,00	KGv 2005	-18,3		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	>5		
Anz. Beteil.	>20	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	4,0		
						Avecs Cororation AG	
						Infopark AG	
						Augusta Technologies AG	
						Neue Sentimental Film AG	
						OHb Technology AG	

U.C.A. AG

Ein News Flow-abhängiger Klassiker

Unternehmen & Management

Als klassische Beteiligungsgesellschaft ist die in München ansässige U.C.A. tätig. Noch während der Hochzeiten des Neuen Marktes wurden neue Engagements meist zu schnell und zu teuer erworben, weshalb das Portfolio seit dieser Zeit spürbar verkleinert und fortan sehr risikoavers investiert wurde.

Positionierung & Strategie

Unübersehbar ist der Technologiefocus der Investments. Die Beteiligungen insgesamt konzentrieren sich auf „gestandene“ deutsche Technologieunternehmen mit bereits am Markt etablierten Produkten. Allerdings verspürt U.C.A. keinen Druck, neue Investments zu tätigen. Diese sollen, bieten sich geeignete Gelegenheiten, losgelöst von Bewegungen des Aktienmarktes und nach Abwägung aller Chancen und Risiken eingegangen werden. Gleichwohl sind mögliche Verkäufe und Börsengänge in gewisser Weise schon von der Stimmung etwa des wichtigsten hiesigen Technologiebarometers TecDax abhängig.

Portfolio & Beteiligungen

Zum Portfolio gehören neben notierten und nicht börsennotierten Beteiligungen auch Barmittel in Höhe von etwa 25 Mio. Euro. Sie sind praktisch das Reservoir für künftige Investments, die teilweise auch Venture Capital-Charakter haben. Vor allem bei der Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe), an der U.C.A. 92 % hält, dürften weitere Beteiligungen auf der Agenda stehen, wenn auch der Zeitpunkt schwer abschätzbar ist. Dabei muß aber die Rendite aus der Beteiligung, die stets mehrheitlich erfolgt, so hoch sein, daß die DeTeBe nicht dem

Zwang zu einer Veräußerung unterliegt. Derzeit hält die DeTeBe vier Beteiligungen, unter anderem an der seit Ende 2005 börsennotierten Planoptik sowie dem Solartechnikunternehmen Climasol.



Chancen & Risiken

Der Zusammenbruch des Neuen Marktes ist für U.C.A. einigermaßen glimpflich abgegangen. Dennoch könnte man sich fragen, warum der hohe Bargeldbestand nicht schon längst in neue Investments gelenkt wurde. Solange zudem, wie zuletzt bei der Verkündung des Jahresabschlusses für 2005 geschehen, keine unmittelbaren Börsengänge angekündigt werden, reagieren Anleger immer

wieder verschnupft. Da die Aktie jedoch derzeit deutlich unter dem vierteljährlich ausgewiesenen NAV von 7 Euro je Aktie notiert, könnten sich solche Kursrücksetzer als gute Kaufgelegenheiten herausstellen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Für das laufende Jahr könnten in den Augen von Smart Investor drei bis vier Verkäufe respektive Börsengänge möglich sein. Wahrscheinlich geänderte Besteuerungsgrundlagen für den Verkauf von Beteiligungen in Deutschland ab dem nächsten Jahr dürften dies unter Umständen noch forcieren. Aktionäre, die für 2005 eine durchaus ordentliche Dividende von 0,40 Euro je Aktie erhalten, müssen sich aber wahrscheinlich trotzdem in Geduld üben. Kursavancen sind eben immer auch von kontinuierlich neuen Nachrichten abhängig.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

U.C.A. AG				Kurs (Euro): 6,95		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0007012007	Perf. 1 J.	103,2 %	rel. zu DAX	1,551	Invest-Fokus	deutsche mittelständische Unternehmen
WKN	701 200	Perf. 2 J.	47,9 %	rel. zu DAX	1,006	Strategie	mittelfristige Haltedauer ohne operativen Einfluß
AZ (Mio. St.)	6,62	Perf. 3 J.	223,3 %	rel. zu DAX	1,423		
MCap (Mio. €)	46,01	Perf. 6 J.	-91,3 %	rel. zu DAX	0,129	Homepage	www.uca.de
52-Wo-Tief (€)	3,11	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	46,3	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	7,87	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	7,0		
Ø Tages-U.	32.170	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-0,6 %		
Mitarbeiter	9	Div. 03	0,20	EpS 2005	0,59		
Gründungsjahr	1989	Div. 04	0,10	KGv 2005	11,8		
Geschäftsjahr	2005	Div. 05e	0,40	Ø H-Dauer (in J.)	1-3		
Anz. Beteil.	13 aktive	Div.R. 05	5,8 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	8,0		
						Deutsche Technologie Beteiligungen AG (92 %)	
						Sportnexx GmbH (25 %)	
						MicroVenture GmbH & Co KGaA (20 %)	
						20six Weblog Services AG (18 %)	
						Performaxx GmbH (15,06 %)	

„Wir planen, intensiv zu investieren“

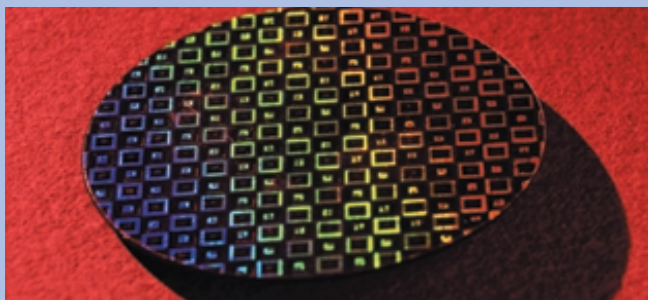
Smart im Gespräch mit U.C.A.-Vorstand Dr. Jürgen Steuer über die Erfolgsfaktoren des Planoptik-Börsengangs, die Bedeutung neuer Exit-Kanäle sowie das Wettbewerbsumfeld für börsennotierte Venture Capital-Gesellschaften.

Smart Investor: Der Kapitalmarkt hat Ihre letzten Zahlen verschluckt aufgenommen. Warum?

Dr. Jürgen Steuer: Da waren wir selbst überrascht und können uns dies demzufolge auch nicht erklären. Zumal wir eine erhöhte Dividende und ein ansprechendes Ergebnis verkündet haben.

Smart Investor: Bei Planoptik hat der Börsengang hervorragend geklappt. Was waren die Gründe hierfür?

Steuer: Zunächst ist das Unternehmen sehr ertragsstark und verfügt über ausgezeichnete Zukunftschancen. Der neueste Ausblick bestätigte dies ja eindrucksvoll. In meinen Augen steht das Unternehmen noch am Anfang seiner Entwicklung und birgt noch genügend Potentiale. Dies scheint der Kapitalmarkt auch so gesehen zu haben, zumal die Aktie offenbar zu einem attraktiven Preis an den Markt gekommen ist.



Der Wafer-Spezialist Plan Optik war ein erfolgreiches IPO

Smart Investor: Auf welches Unternehmen können sich Investoren in diesem Jahr am ehesten freuen?

Steuer: In diesem Zusammenhang haben wir ein Problem. Kündigen wir Dinge an, die mit den Beteiligungen nicht abgesprochen sind, dann bringt dies eine enorme Unruhe in diese Unternehmen hinein. Daher können und wollen wir uns hier nicht zu sehr in die Karten schauen lassen.

Smart Investor: Sind Entry Standard und M:access willkommene Exit-Kanäle für Sie?

Steuer: Ja, absolut. Ich halte es für wichtig und richtig, daß in Deutschland ein Kapitalmarkt entwickelt wird, der den angelsächsischen Pendanten näher kommt. Grundsätzlich sollte für kleinere, jüngere und wachstumsstarke Unternehmen ein Kapitalmarktzugang geschaffen werden, einfach weil die Eigenkapitalbeschaffung über die Börse und damit die Grundlage für weiteres Wachstum einen erheblichen Wettbewerbsvorteil bedeuten kann. Natürlich gilt dies in gleichem Maße für traditionelle Unternehmen, die sich auf diesem Wege vielleicht

auch wieder eine Wachstumsperspektive eröffnen könnten. Unter Umständen wären sie dann auch wieder für neue Führungsnachwuchskräfte ein interessantes Karriereprungbrett.

Smart Investor: Wieso bleiben Sie so konsequent auf Ihrer Liquidität „sitzen“?

Steuer: Wir haben ja schon im letzten Jahr beispielsweise in die DeTeBe investiert. Wir selbst sind noch zwei Minderheitsbeteiligungen eingegangen. Daneben planen wir, in den nächsten zwei bis drei Jahren intensiv zu investieren, so daß wir diese Liquidität sicherlich gut gebrauchen können. Auf der anderen Seite könnte man aber darüber nachdenken, ob man denn, wenn sich die Investments nicht schnell genug einstellen, den Kassebestand nicht sukzessive reduziert und die Aktionäre daran partizipieren läßt.

Smart Investor: Was glauben Sie: Wie steht Ihre Branche insgesamt derzeit da?

Steuer: Zunächst sind in unserem direkten Wettbewerbsumfeld der börsennotierten Venture Capital-Gesellschaften mit Knorr und Goldzack zwei Konkurrenten weggefallen. Als Wettbewerber sind somit die TFG und bmp übriggeblieben, und ich glaube, daß diese Aufteilung erhalten bleibt, weil jedes Unternehmen seine eigene Strategie verfolgt. Immerhin kommen wir ja durch den verringerten Wettbewerbsdruck „attraktiver“ an interessante Kandidaten heran. Auf unserer Liste befinden sich derzeit über 40 Investmentgelegenheiten, mit einem halben Dutzend stehen wir aktuell in Verhandlungen über eine mehrheitliche Übernahme. Inwieweit wir da innerhalb der nächsten zwei bis vier Monate zu einem Abschluß kommen, wage ich noch nicht zu beurteilen. Grundsätzlich ist der Markt für uns als Investoren nach wie vor attraktiv.

Smart Investor: Herr Dr. Steuer, vielen Dank für die interessanten Einblicke.

Interview: Tobias Karow



Dr. Jürgen Steuer

VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA

Deutschlands erster börsennotierter Fund-of-Funds

Unternehmen & Management

Die VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA, die von der Sigma Capital Management GmbH geführt wird, ist die erste börsennotierte Private Equity-Dachbeteiligungsgesellschaft.

Positionierung & Strategie

Das Unternehmen ermöglicht es den Anlegern, sich mit geringem Kapitaleinsatz indirekt an aussichtsreichen VC- und Private Equity-Gesellschaften zu beteiligen. Dabei wird das Kapital der Gesellschaft nicht direkt in einzelne Unternehmen investiert, sondern in ausgewählte Zielfonds, die von Managementteams mit langjähriger Erfahrung und einem überdurchschnittlichen Track Record geleitet werden. Hierdurch erhöht sich die Trefferquote bei sogenannten „Top Quartile-Funds“. Stark diversifiziert wird das Portfolio nach Branchen, Ländern und Unternehmensphasen. Dadurch wird jedes Risikoprofil vom Portfolio der Gesellschaft abgedeckt: von VC bis Buy-out, von der Unternehmensgründung bis hin zum marktführenden Weltkonzern. Derzeit hält die Gesellschaft über die neun direkten Beteiligungen an internationalen VC- und Private Equity-Fonds über 50 indirekte Beteiligungen an Unternehmen aus den verschiedensten Branchen. Die Anlagestrategie ist langfristig ausgelegt, da die Beteiligungen meist in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG auf eine bestimmte Zeit – in der Regel zwischen 8 und 12 Jahren – gegründet werden. Entscheidet sich das Management für ein Investment, so werden die zugesagten Mittel im Regelfall stufenweise investiert. Dies führt teilweise zu einem „Over Commitment“, d.h. die noch zu zahlenden Anteile werden aus dem

Cash Flow der Fonds-Ausschüttungen finanziert. Zum 31.12.05 belief sich das bilanzielle Eigenkapital auf 15,7 Mio. Euro, die Zeichnungssumme der Finanzanlagen lag dagegen bei 23,9 Mio.

Euro, was einem Over Commitment von 152 % entspricht.



Chancen & Risiken

Die VCH Best-of-VC verfügt über ein sehr stark diversifiziertes Risikoprofil, da die Gesellschaft nur in Funds investiert, die selbst über ein breit gestreutes Portfolio verfügen. Aufgrund der Anlagestrategie, ausschließlich in VC-Investments, ist die Gesellschaft nur bedingt vom Börsenumfeld

abhängig. Die breit gefächerte Anlagestruktur an indirekt über 50 Unternehmen sichert die Ausschüttungsquote gut ab.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit der VCH Best-of-VC haben Anleger die Möglichkeit, von der überdurchschnittlichen Rendite von vielen VC-Investments bei gleichzeitig geringerem Risiko zu profitieren. Durch die Börsennotierung ist zudem eine gute Liquidität der Anteile gewährleistet. Somit kombiniert die VCH Best-of-VC die Vorteile von Venture Capital-Investments mit den Vorzügen einer Fonds-Strategie und der Liquidität einer Aktie. Aufgrund des Investmentansatzes eignet sich das Papier in erster Linie auch für konservative und langfristig orientierte Investoren, da die Fund-of-Fund-Strategie eine gute Risikodiversifizierung gewährleistet.

analysiert von:
Maximilian Brandl



VCH Best-of-VC GmbH & Co. KG aA				Kurs (Euro): 0,94		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0007857575	Perf. 1 J.	100,0 %	rel. zu DAX	1,526	Invest-Fokus	aussichtsreiche VC- und Private Equity Gesellschaften
WKN	785 757	Perf. 2 J.	42,4 %	rel. zu DAX	0,969	Strategie	breite Diversifikation des Portfolios, Top Quartile Funds herausfiltern
AZ (Mio. St.)	17,77	Perf. 3 J.	135,0 %	rel. zu DAX	1,034		
MCap (Mio. €)	16,70	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
52-Wo-Tief (€)	0,40	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	15,7	Homepage	www.vch-bestofvc.de
52-Wo-Hoch (€)	1,07	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	0,9	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	21.413	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+6,4 %		
Mitarbeiter	5	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,00		
Gründungsjahr	2001	Div. 04	0,00	KGV 2005	940,0		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	>8		
Anz. Beteil.	9	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,0	LBO France VI	

Arques Industries AG

Die Sanierungsspezialisten

Unternehmen & Management

Die Vorgängergesellschaft der Arques Industries AG, die AG Bad Salzschlirf, war seit ihrer Gründung zu Beginn des 20. Jahrhunderts im wenig dynamischen Kurmittelbetrieb tätig. Nach der Notierung im Freiverkehr der Stuttgarter Börse und der Eröffnung des Insolvenzverfahrens 2001 übernahm der heutige Vorstandsvorsitzende Dr. Dr. Peter Löw gemeinsam mit dem Private Equity-Finanzierer Buchanan Capital die Mehrheit an dem im Pennystock-Bereich herumdümpelnden Börsenmantel. Das Jahr 2002 markierte dann die entscheidende Weichenstellung hin zu einer auf mittelständische Unternehmen ausgerichteten Beteiligungsgesellschaft. Die Aufhebung des laufenden Insolvenzverfahrens, die Umstellung und Herabsetzung des Grundkapitals und die Namensumstellung auf Arques schufen die Voraussetzungen für die anvisierte Neuausrichtung. Im August 2003 kam es nach der Verlagerung des Firmensitzes an den Starnberger See und dem Kauf der ersten Beteiligung an der Schierholz-Translift-Gruppe zur Aufnahme des operativen Geschäfts. Neben Arques-Gründer Dr. Dr. Löw gehören heute Dr. Martin Vorderwülbecke (seit Juli 2004) und sein Kollege Markus Zöllner (seit Januar 2005) dem Vorstand an.

Positionierung & Strategie

Kennzeichnend für das Geschäftsmodell der Arques Industries ist ihr Focus auf den Kauf von mittelständischen Unternehmen, die sich in den verschiedensten Ausprägungen von „Umbruchsituationen“ befinden. Damit können Spin-offs großer Konzerne wie Degussa oder Tyco gemeint sein, von denen Arques bereits Tochterunternehmen erworben hat, aber ebenso lassen sich hierunter auch klassische



Sanierungsfälle und Restrukturierungsstorys subsumieren. Das Akquisitionsprofil unterscheidet sich somit deutlich von dem vieler anderer börsennotierter Beteiligungsgesellschaften. Ein Team aus neun Spezialisten mit langjähriger Berufserfahrung im M&A- und Consulting-Geschäft unter Führung des Vorstandsmitglieds Dr. Vorderwülbecke scannt fortwährend den Markt nach interessanten Zielen. Rund 200 wandern jährlich durch einen vierstufigen Auswahlprozeß, an den sich eine finanzielle, steuerliche und rechtliche Due Diligence-Prüfung anschließt. Nur für den Fall der Einigung auf einen Kaufpreis, der meist deutlich unterhalb des ermittelten Substanzwertes liegt, kommt eine Übernahme letztlich in Betracht. Bei der Finanzierung verfolgt Arques eine klar bankenunabhängige Strategie. Der weitestgehende Verzicht auf Fremdkapital und die Nutzung des Kapitalmarktes bei größeren Transaktionen sind beides zentrale Bestandteile der Unternehmensphilosophie.

Arques Industries AG				Kurs (Euro): 106,00		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005156004	Perf. 1 J.	125,5 %	rel. zu DAX	1,721	Invest-Fokus	Unternehmen in Umbruchsituationen, europaweit
WKN	515 600	Perf. 2 J.	360,9 %	rel. zu DAX	3,134	Strategie	Spezialisierung auf Restrukturierungsfälle
AZ (Mio. St.)	2,43	Perf. 3 J.	5630,0%	rel. zu DAX	25,215		
MCap (Mio. €)	257,16	Perf. 6 J.	24551,0%	rel. zu DAX	363,692	Homepage	www.arques.de
52-Wo-Tief (€)	41,10	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)**	110	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	140,80	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)**	45,3		
Ø Tages-U.	10.366	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+133,8%		
Mitarbeiter	70 (H), 2.300 (K)	Div. 03	1,00	EpS 2005	18,00		
Gründungs-jahr*	2002	Div. 04	1,15	KGv 2005	5,9		
Geschäfts-jahr	31.12.	Div. 05	1,50	Ø H-Dauer (in J.)	1,0		
Anz. Beteil.	16	Div.R. 05	1,4 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	2,0		

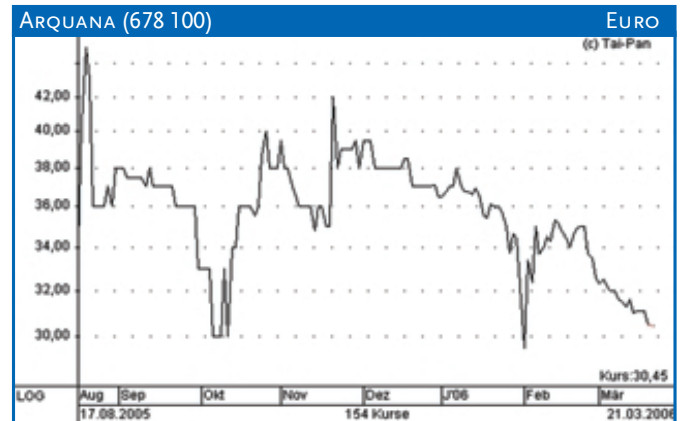
*) In 2002 erfolgte die Aufhebung des laufenden Insolvenzverfahrens der AG Bad Salzschlirf, die Umstellung und Herabsetzung des Grundkapitals und die Namensumstellung auf Arques.

**) Arques macht bislang keinen Angaben zum NAV, daher bezieht sich der Wert auf den geschätzten Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.

Nach dem Kauf forciert Arques mittels eines eigenen Beteiligungsmanagers und einer ihm zur Seite stehenden „Task Force“ den Verlauf der Restrukturierung. Unter diesem schönen Schlagwort firmiert ein auf solche Turnaround-Situationen spezialisiertes Managementteam. In die erste Sanierungsphase fallen standardmäßig u.a. die Sicherung der kurz- bis mittelfristigen Liquidität, die Installation eines effizienten Controlling-Systems sowie die Optimierung der Kostenstruktur. Letzteres hat oftmals auch einen schmerzhaften Arbeitsplatzabbau zur Folge. Zudem sollen eine Produktoffensive und Maßnahmen zur Qualitätssicherung den Weg zurück in die schwarzen Zahlen weisen. In einem zweiten Schritt werden dann die Vertriebs- und Marketingaktivitäten ausgebaut, auch Zukäufe sind dann ein Thema, wie das Beispiel der ddp Presseagentur zeigt. Hier wurden nach dem Erwerb weiterer Mediendienstleister die Aktivitäten im Pressebereich unter dem Dach der ddp Holding zusammengefaßt. Arques umschreibt diese Vorgehensweise mit einem Buy and Build-Konzept. Den wunden Punkt in einem solchen Geschäftsmodell bildet normalerweise die Exit-Strategie. Arques läßt sich dabei mehrere Optionen offen. So ist der Weiterverkauf oder ein Börsengang (Arquana AG) ebenso wie das langfristige Festhalten an einer profitablen Beteiligung grundsätzlich möglich. In der Regel plant der Vorstand eine Haltedauer von drei bis acht Jahren ein.

Portfolio & Beteiligungen

Das derzeit 16 Unternehmen umfassende Beteiligungsportfolio besteht mit wenigen Ausnahmen, wie beispielsweise der IT-Dienstleister tison oder die ddp Presseagentur, aus Gesellschaften des produzierenden Gewerbes. Die im August 2004 von der Degussa akquirierte SKW-Gruppe gehört mit annualisierten Erlösen von 190 Mio. Euro zu den umsatzmäßig größten Beteiligungen. SKW produziert und vertreibt Produkte zur Entschwefelung und Veredelung von Roheisen und Stahl. Dabei profitiert das Unternehmen von der sehr robusten weltweiten Nachfrage nach Stahlerzeugnissen. Arques will an diesem Engagement längerfristig festhalten. So wird eine Mehrheit auch nach dem für dieses Jahr geplanten Börsengang der SKW bei der Mutter verbleiben. Aber nicht nur in Deutschland geht Arques auf Einkaufstour. So gehört seit Juni 2005 der italienische Klebebandhersteller Evotape zum Portfolio. 70 % der Erlöse von ca. 65 Mio. Euro erzielt das in der Nähe von Mailand ansässige Unternehmen im Ausland. Verkäufer war der US-Mischkonzern Tyco.



Arquana AG

Die in der Arquana AG gebündelten Druck-Aktivitäten erreichten im zurückliegenden Jahr ein Umsatzvolumen von 150 Mio. Euro. Die 80 %ige börsennotierte Arques-Beteiligung fungiert gemäß dem Buy and Build-Konzept selbst wiederum als Holding für sechs Druckereien, darunter u.a. die Pariser Evry Rotatives, eine ehemalige Tochter der französischen Staatsdruckerei. Hervorgegangen ist die Arquana aus der Circel Grundstücks- und Vermögensverwaltungs AG. Circel hatte die Geschäftstätigkeit bereits vor der Transaktion jedoch weitgehend eingestellt, was die Einbringung der zunächst drei Druckereien erleichterte. Nach der Umbenennung und dem Rücktritt des alten Vorstands leitet nun der ehemalige Premiere-Manager Dr. Friedrich-Carl Wachs die „neue“ Arquana. Das implementierte Anreizsystem, vergleichsweise niedriges Grundgehalt plus zusätzliche Beteiligung direkt oder über Aktienoptionen, motiviert nicht nur bei der Arques-Tochter Arquana immer mehr Führungskräfte aus anderen Unternehmen zu einem Wechsel, zugleich stärkt es die Unternehmer-Kultur innerhalb des Konzerns. Der offene Verbund-Charakter erlaubt jederzeit die Aufnahme weiterer Druckereibetriebe, was vor dem Hintergrund des anhaltenden Konsolidierungsprozesses im Rollenoffsetmarkt eine vorteilhafte Option darstellt. Synergien aus einem gemeinsamen Materialeinkauf und die Optimierung der Arbeitsabläufe sollen helfen, die steigende Wettbewerbsintensität der Branche auszugleichen.

Chancen & Risiken

Da Arques Sanierungsfälle aufgreift und diese unter dem Substanzwert günstig erwirbt (oftmals für den symbolischen Kauf-

ARQUANA AG				Kurs (Euro): 32,60		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006781008	Perf. 1 J.	k.A.*	rel. zu DAX	k.A.*	Invest-Fokus	Unternehmen der Druckindustrie, europaweit
WKN	678 100	Perf. 2 J.	k.A.*	rel. zu DAX	k.A.*		
AZ (Mio. St.)	2,16	Perf. 3 J.	k.A.*	rel. zu DAX	k.A.*	Strategie	Ausnutzung von Verbundvorteilen in einer Druck-Holding
MCap (Mio. €)	70,55	Perf. 6 J.	k.A.*	rel. zu DAX	k.A.*	Homepage	www.print-holding.de
52-Wo-Tief (€)	20,00	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)***	32,5	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	42,00	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)**	15,0		
Ø Tages-U.	213	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+117,1%		
Mitarbeiter	400 (K)	Div. 03	0,00	EpS 2005	k.A.		
Gründungsjahr**	1922	Div. 04	0,00	KGV 2005	k.A.		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	0,5		
Anz. Beteil.	5	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	0,5		

* Wurde erst Ende letzten Jahres in einen Börsenmantel eingebracht

*) Auf das Jahr 1922 geht die Gründung der Vorgängergesellschaft Circel Grundstücks- und Vermögensverwaltung AG zurück.

**) Angabe bezieht sich auf ein mit dem Faktor 0,25 multiplizierten Jahresumsatz der Beteiligungen von 130 Mio. Euro.

preis von 1 Euro), steckt in der Rückführung dieser Beteiligungen in die Gewinnzone und in einem nächsten Schritt zu einer nachhaltigen Profitabilität der größte Ertragshebel. Gleichzeitig federt die Diversifikation über mittlerweile 16 Gesellschaften das im Geschäftsmodell immanente Ausfallrisiko einzelner Engagements etwas ab. Die Kompetenzen der vor Ort tätigen Arques-Beteiligungsmanager und der Experten der „Task Force“ können mit ihren bestehenden Kontakten zu Banken und Versicherungen eine Restrukturierung in Kooperation mit Kreditgebern und Gläubigern durchführen. Zudem versetzt die oftmals wirtschaftlich angespannte Situation der Unternehmen Arques gegenüber den Arbeitnehmern bzw. Gewerkschaften in eine günstige Verhandlungsposition. Ist die Restrukturierung erst einmal weiter fortgeschritten, ändert sich der Bilanzansatz hin zu einer Ertragswertbetrachtung.



Bei Arques geifen die Rädchen dynamisch ineinander

Dennoch fährt Arques im Vergleich zu anderen Beteiligungsgesellschaften ein erhöhtes Risiko, was aus der Umbruchsituation und der latenten Insolvenzwahrscheinlichkeit der zu restrukturierenden Gesellschaften erwächst. Sonderabschreibungen müssten im Fall eines gescheiterten Turnarounds vorgenommen werden. Kritiker bemängeln immer wieder die angewandten Bilanzierungsmethoden, besonders die „Bargain Purchase“-Praxis stößt auf Mißtrauen. Darunter ist ein „negativer Goodwill“

tung Starnberg. Wiederkehrende Zweifel an den Bilanzierungsmethoden können kurzfristig für steigende Volatilitäten sorgen. Anleger sollten deshalb neben der operativen Entwicklung der wichtigsten Beteiligungen (Arquana, SKW) besonders diesen Punkt im Auge behalten.

zu verstehen. Zahlt Arques weniger als den Buchwert, so kann der Differenzbetrag gemäß neuer IFRS-Regeln positiv in der GuV aktiviert werden. Auch wenn ein Gutachten der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) vom Dezember 2005 keinen Verstoß gegen die Bilanzierungsgrundsätze (bezüglich des negativen Goodwills) erkannte, schwelt das Bilanz-Thema, eigentlich zu Unrecht, weiterhin unter der Oberfläche.

Zusammenfassung & Einschätzung

Bislang gibt der Erfolg des einzigartigen Geschäftsmodells dem Arques-Management Recht. Dreistellige Wachstumsraten bei Umsätzen und Ergebnissen schlugen sich in einer phänomenalen Performance der Aktie nieder. Mit einem Kursplus von beinahe 800 % in den letzten beiden Jahren blicken viele neidisch Rich-

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Anzeige

Die Geschichte des Wertpapiers

Bestellen Sie jetzt die packende DVD* zur Geschichte des Wertpapiers. Erleben Sie Finanz- und Wirtschaftshistorie in 13 spannenden Kapiteln.

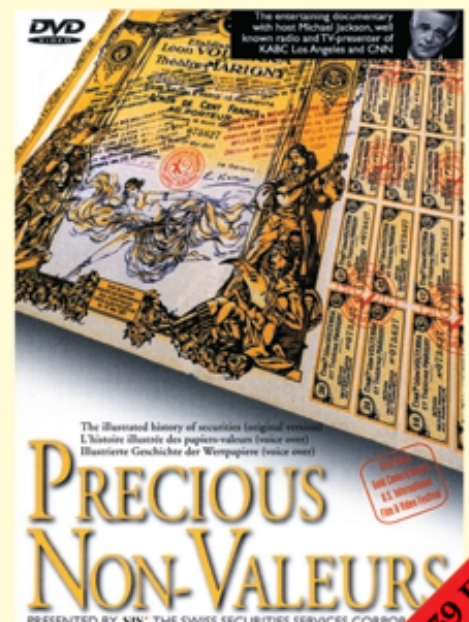
Bestellen Sie Ihre DVD für nur 39 Euro:

E-Mail: schmitt@hwph.de

Telefon: 08106 - 24 61 86

Fax: 08106 - 24 61 88

*Der Film ist in drei Sprachen auf der DVD enthalten:
Englisch (Originalton), Deutsch und Französisch als Voice Cover



Angebot gültig, solange Vorrat reicht.

nur 39 Euro

Bavaria Industriekapital AG

Die neue Arques?

Unternehmen & Management

Erst auf eine sehr junge Historie kann die seit Januar im Entry Standard gelistete Bavaria Industriekapital zurückblicken. Der ehemalige Treuhand-Manager Jan Pyttel und sein Vorstandskollege Reimar Scholz, vormals CFO der Articon Integralis AG, gründeten Anfang 2003 Bavaria als Beteiligungsgesellschaft mit dem Focus auf wirtschaftlich angeschlagene Unternehmen.

Positionierung & Strategie

Bavaria verfolgt eine der Arques Industries AG nicht unähnliche Strategie. Das bestehende Kontaktnetzwerk zu Banken, Maklern und Unternehmensberatern setzt der in Restrukturierungsangelegenheiten erfahrene Vorstand gezielt dazu ein, bei den übernommenen Sanierungsfällen mit eisernem Bissen zu kehren und so identifizierte Einsparpotentiale zu realisieren. Ein „Best Practice“-Team erstellt gemeinsam mit dem zu meist neuen Management einen 100-Tage-Plan. Schmerzhaftes Einschnitte wie Lohnkürzungen und Entlassungen kommen dabei auf die Belegschaften zu. Die Konstruktion mittels Zwischenholdings, an die später die hoffentlich wieder erwirtschafteten Gewinne der Beteiligungen fließen, und der Verzicht auf Gewinnabführungsverträge sorgen dafür, daß mögliche Verluste der im Umbau befindlichen Unternehmen nicht bei der Mutter anfallen. Diese speist ihre Einnahmen aus monatlich zu entrichtenden Beratungsprovisionen, Dividendenzahlungen und Exit-Erlösen. Generell sieht das Geschäftsmodell der Bavaria neben dem Erwerb von drei bis vier neuen Beteiligungen pro Jahr einen

Wiederverkauf nach drei bis fünf Jahren vor. Ein Trade Sale oder auch ein IPO sind denkbare Optionen.



Chancen & Risiken

Bavaria will in der Zukunft weiter dynamisch wachsen. Nach einem Gruppen-Umsatz von 50 Mio. Euro in 2004 sehen die vorläufigen Ergebnisse für 2005 einen weiteren Anstieg der Erlöse auf ca. 130 Mio. Euro vor. Und der Quell an potentiellen Zielen ist am Hochlohnstandort Westeuropa von einem Versiegen noch weit entfernt. Die Form der indirekten Beteiligung über zwischengeschaltete Holdings hat

Charme, weil es die operativen Risiken für die Holding abmildert. Für den Fall einer erfolglos verlaufenden Restrukturierung brechen jedoch die eingeplanten Dividendenströme aus der Beteiligung weg. Bei einem anhaltenden Erfolg des Sanierungskonzepts dürfte darüber hinaus ein stärkerer Wettbewerbsdruck, beispielsweise durch Private Equity-Häuser, zu spüren sein.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das Management hat in früheren Positionen bereits nachgewiesen, daß es erfolgreich Problemfälle anpackt. Daher erscheint ein Vertrauensvorschuß in die vergleichsweise „junge“ Bavaria gerechtfertigt. In den nächsten zwei bis drei Jahren gilt es, die ersten Beteiligungen erfolgreich auf einen späteren Exit vorzubereiten.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Bavaria Industriekapital AG				Kurs (Euro): 30,19		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0002605557	Perf. 1 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Invest-Fokus	Unternehmen aus ganz West-Europa
WKN	260 555	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Spezialisierung auf Restrukturierungsfälle
AZ (Mio. St.)	2,21	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
MCap (Mio. €)	66,57	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.baikap.de
52-Wo-Tief (€)	26,16	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)*	22,5	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	31,60	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)*	10,2		
Ø Tages-U.	1.261	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+195,9%		
Mitarbeiter	1400 (K), 4 (H)	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,96		
Gründungsjahr	2003	Div. 04	0,00	KGv 2005	31,4		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,46	Ø H-Dauer (in J.)	1,5	Paulmann & Krone (100 %) DBT France (90 %) Langbein & Engelbracht (97 %)	
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	1,5 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,0		

*) Bavaria macht keine Angaben zum NAV, Angaben beziehen auf den geschätzten Buchwert des Eigenkapitals im Konzern per 31.12.

Deutsche Beteiligungs AG

Diversifiziert und attraktiv

Unternehmen & Management

Die Deutsche Beteiligungs AG (i.f.: DBAG) blickt auf eine vierzigjährige Historie zurück. 1965 wurde sie als Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH mit dem Ziel gegründet, Eigenkapitalfinanzierungen für nicht börsennotierte Unternehmen anzubieten. Nach Rechtsformumwandlung ging die Gesellschaft am 19. Dezember 1985 mit Vorzugsaktien an die Frankfurter und Düsseldorf Börsen. Im Jahr 1990 erfolgte eine Kapitalerhöhung und die Einführung von Stammaktien. Heute ist die Aktie der Gesellschaft im Prime Standard notiert und Mitglied im SDax. Rund drei Viertel der Aktien befinden sich im Streubesitz. Hauptaktionäre mit je knapp 12 % sind die Deutsche Bank AG und die Gerling Lebensversicherung. Gut die Hälfte der Aktien soll sich im Besitz von institutionellen Investoren befinden. Der fünfköpfige Vorstand mit dem Sprecher W. Frh. von Hodenberg wird durch einen aus sechs Mitgliedern bestehenden industrielerfahrenen Aufsichtsrat begleitet.

Strategie & Positionierung

Seit Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit ist die DBAG dem Private Equity-Geschäft treu geblieben. Die Strategie der Gesellschaft ist es, sich ausschließlich im Wege von Management Buy-outs an klassischen Industrieunternehmen und industrienahen Dienstleistern zu beteiligen. Investiert wird in Unternehmen, die im Jahr in der Regel zwischen 50 Mio. und 500 Mio. Euro Umsatz erzielen. Die DBAG geht Beteiligungen ein, wenn diese über ein gutes Management, Profitabilität und eine starke Marktpositionierung verfügen. Das Management der Unternehmen wird mit 5 bis 10 % am Eigenkapital beteiligt. Die Unternehmen werden auf Wertsteigerung ausgerichtet. Ertragssteigerungen gehen dabei vor Wachstumssteigerungen. Je nach Branche, Größe und Ertragssituation der Unternehmen, an denen sich die DBAG beteiligt, liegt der finanzschuldenfreie Kaufpreis zwischen 50 Mio. und 250 Mio. Euro.

Größere Transaktionen werden gemeinsam mit anderen Finanzinvestoren, die eine vergleichbare Investitionsstrategie verfolgen, getätigt. Allerdings werden die in der Vergangenheit durchgeführten Aktivitäten, gemeinsam mit ausländischen Buy-out Fonds Beteiligungen im nicht deutschsprachigen Ausland zu erwerben, nicht weiterverfolgt. Die DBAG erwirbt mit eigenem Kapital und den von ihr betreuten Private Equity-Fonds, sogenannten Parallelfonds, Zielunternehmen mehrheitlich. Der letzte Parallelfonds wurde am 25. Januar 2006 geschlossen. Diesem, dem DBAG Fund V, waren 434 Mio. Euro, das sind 90 % mehr als bei dem vorangegangenen Fonds, zugesagt worden. Damit hat sich die DBAG für künftige Beteiligungsinvestitionen ein gutes Finanzpolster verschafft. Die DBAG beabsichtigt, pro Jahr zwei bis vier Unternehmen zu kaufen und ebenso viele zu veräußern.

Portfolio & Beteiligungen

Zum Ende des Geschäftsjahres 2004/05 hatte das Beteiligungsportfolio der DBAG einen Buchwert nach IFRS von 197,2 Mio. Euro. Das Portfolio ist geclustert in Unternehmen aus dem Maschinenbau (28,3 %), der Automobilzulieferbranche (19,5 %), der Bauindustrie (17,6 %) sowie dem Konsumgütersektor (14,4 %). Der Rest der Beteiligungen verteilt sich auf Feinchemie, Industriedienstleistungen, Logistik, Handel und Sonstige. Konkret war die DBAG beispielsweise mit 22,6 Mio. Euro eigenen Mitteln an dem Maschinenbauer HOMAG Group AG, mit 27,6 Mio. Euro an dem Spezialtiefbauunternehmen Bauer AG und mit 8,5 Mio. Euro an dem Feinchemieunternehmen Coveright Surfaces GmbH beteiligt.

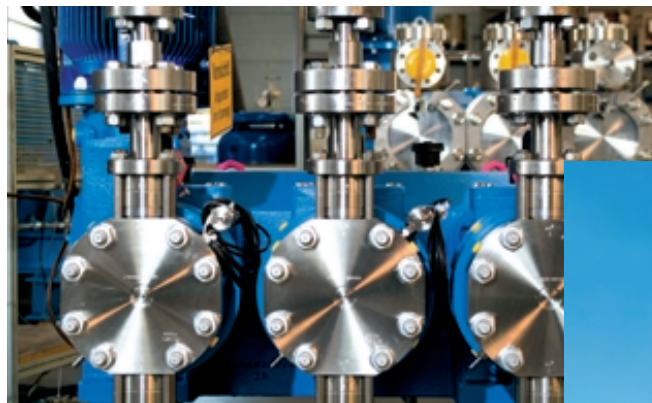
Weitere Kernbeteiligungen bestanden an der Clyde-Bergemann-Gruppe (7,7 Mio. Euro), die Weltmarktführer in der Herstellung von Komponenten für Kohlekraftwerke (Rußbläser, Entta-

Deutsche Beteiligungs AG				Kurs (Euro): 16,60		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005508105	Perf. 1 J.	38,8 %	rel. zu DAX	1,059	Invest-Fokus	Industrielle Güterproduktion, Industrielle Dienstleister
WKN	550 810	Perf. 2 J.	37,2 %	rel. zu DAX	0,933	Strategie	Konzentration auf MBOs, IPOs, Fondsmanagement
AZ (Mio. St.)	16,84	Perf. 3 J.	154,2 %	rel. zu DAX	1,119		
MCap (Mio. €)	279,49	Perf. 6 J.	-55,7 %	rel. zu DAX	0,654		
52-Wo-Tief (€)	5,40	Div. 99/00	1,80	NAV (Mio. €)	246,5	Homepage	www.deutsche-beteiligung.de
52-Wo-Hoch (€)	7,80	Div. 00/01	0,50	NAV / Aktie (€)	14,6	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	26.981	Div. 01/02	0,00	Prem./Discount	+13,4 %		
Mitarbeiter	23	Div. 02/03	0,33	EpS 2005	2,27		
Gründungsjahr	1965	Div. 03/04	0,33	KGv 2005	7,3		
Geschäftsjahr	31.10.	Div. 04/05	0,66	Ø H-Dauer (in J.)	n.v.		
Anz. Beteil.	35	Div.R. 05	4,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	8,0		



schungsanlagen) ist. Rund 900 Mitarbeiter erwirtschafteten in 2004/05 einen Umsatz von 180 Mio. US-\$. An der Preh GmbH, einem Produzenten von Automobil- und Industrieelektronik, ist die DBAG mit 7,4 Mio. Euro, an der Hochtemperatur Engineering GmbH, einem Spezialanlagenbauer, mit 4,5 Mio. Euro beteiligt. Über zwei Buy-out-Fonds ist die DBAG auch im Ausland engagiert. In Frankreich sind in den Fonds Quartus Capital Partners 19,6 Mio. Euro, in den USA in den Fonds Harvest Partners IV, L.P. 25,4 Mio. Euro investiert. Im September 2005 beteiligte sich die DBAG als Lead Manager mit 4 Mio. Euro im Wege eines Management Buy-out an der LEWA Group. Bei diesem Unternehmen handelt es sich um den Weltmarktführer in der Herstellung von Dosier- und Membranpumpen, der mit 600 Mitarbeitern einen Umsatz von 93 Mio. Euro erwirtschaftet.

Die Erträge der DBAG speisen sich im wesentlichen aus drei Quellen: dem Bewertungs- und Abgangsergebnis von Finanzanlagen, laufenden Erträgen aus Finanzanlagen und sonstigen betrieblichen Erträgen. So erzielte die DBAG im abgelaufenen Geschäftsjahr 46,9 Mio. Euro aus der Wertänderung ihrer Beteiligungen, 5 Mio. Euro aus laufenden Erträgen, weitere 13,9 Mio. Euro aus sonstigen betrieblichen Erträgen, worunter auch die Management- und Strukturierungsvergütungen aus den Parallelfonds in Höhe von 9,3 Mio. Euro subsumiert sind. Nach Abzug der Aufwendungen erzielte die DBAG mit 41,3 Mio. Euro (Vorjahr 10,0 Mio. Euro) den höchsten Jahresüberschuß in ihrer vierzigjährigen Geschichte. Im Dezember 2005 schloß die DBAG einen Vertrag zur Veräußerung ihrer 21 %igen Beteiligung an der Otto Sauer Achsenfabrik GmbH, in der sie mit 3,3 Mio. Euro investiert gewesen war.



Auszug aus dem Beteiligungsportfolio der DBAG: Pumpenspezialist LEWA Group (oben), der Spezialtiefbauer Bauer AG (rechts, Beispiel BMW-Welt München) sowie die Preh GmbH mit ihren Erzeugnissen für den Automobilbereich (unten)
Quelle: DBAG



Chancen & Risiken

Mit der um den DBAG Fund V erweiterten Finanzierungsbasis kann die DBAG attraktive Investitionen im allgemein renditestarken mittleren Segment des Buy-out-Marktes tätigen. Dabei kann das Management auf den Fundus der jahrzehntelangen Erfahrung bauen. Sollte die generell als positiv empfundene Wirtschaftslage in reale Ertragssteigerungen münden, wird sich das auch im Geschäftsergebnis der Beteiligungen auswirken und deren Wertansätze sich in den Bilanzzahlen konsequent erhöhen. Positiv sind die Beteiligungen an sich zu bewerten, die sich häufig als Weltmarktführer in Nischen positioniert haben. Allerdings ist bei der immensen in Private Equity-Fonds hineindrängenden Liquidität damit zu rechnen, daß die Kaufpreise für künftig interessante Unternehmensbeteiligungen deutlich steigen werden. Hier wird die DBAG Vorsicht walten lassen müssen, sonst ist in absehbarer Zeit mit verringerten Renditen zu rechnen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nach eigenen Aussagen wird sich die DBAG von ihren beiden Wachstumsfinanzierungen Homag

und Bauer innerhalb der kommenden 12 bis 24 Monate auf dem Wege von Trade Sales oder über IPOs trennen. Dadurch könnte dem Unternehmen ein über die bisherigen Wertsteigerungen hinaus reichender, weiterer Ertrag entstehen. Generell ist festzuhalten, daß das erfahrene Management der DBAG, die Investitionsfocussierung, die diversifizierten Erträge und die Positionierung an der Börse die Aktie mit einem geschätzten KGV von 8,7 in 2005/06 zu einer attraktiven Anlage machen.

analysiert von:
Christoph Kayenburg



GBK AG

Upside-Potentiale durch Ausbau strategischer Beteiligungen

Unternehmen & Management

Die GBK AG ist seit 1969 im deutschen Beteiligungsbereich aktiv. Die Investitionsschwerpunkte bilden nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen mit etablierten Geschäftsmodellen. Seit 2002 ist die GBK AG ein Partnerunternehmen der HANNOVER Finanz Gruppe, die mit einer 10 %igen Beteiligung einer der Großaktionäre ist. Die GBK AG wird von Jürgen von Wendorff, einem erfahrenen Manager, als Alleinvorstand geführt.

Positionierung & Strategie

Vor allem als Beteiligungsgesellschaft für mittelständische Unternehmen hat sich GBK positioniert. Etwa 60 % des Portfolios setzen sich aus Unternehmen zusammen, die Umsätze von mehr als 100 Mio. Euro erzielen. Über die Hälfte der Investments befinden sich in der Expansionsphase. Die Investments sind nahezu gleich verteilt auf die Bereiche Chemie (12 %), Handel (15 %), Maschinenbau/Automotive (20 %) und Elektrotechnik (11 %). Darüber hinaus ist die GBK auch im Immobiliensektor investiert. Die jüngste Beteiligung an S.M.D. Solar-Manufaktur Deutschland GmbH, einem führenden Solarmodulhersteller, signalisiert einen gewissen Paradigmenwechsel: Erstmals hat sich die GBK in der noch jungen Solarindustrie engagiert. Gemessen an den Ergebnisbeiträgen sind u.a. die Beteiligungen am Motorenspezialisten Henkelhausen Holding GmbH oder der Neumann & Esser Verwaltungs- und Beteiligungsgesellschaft mbH (Kompressorenherstellung) von Bedeutung. Die GBK AG strebt eine überdurchschnittliche Rendite auf das eingesetzte Kapital an.

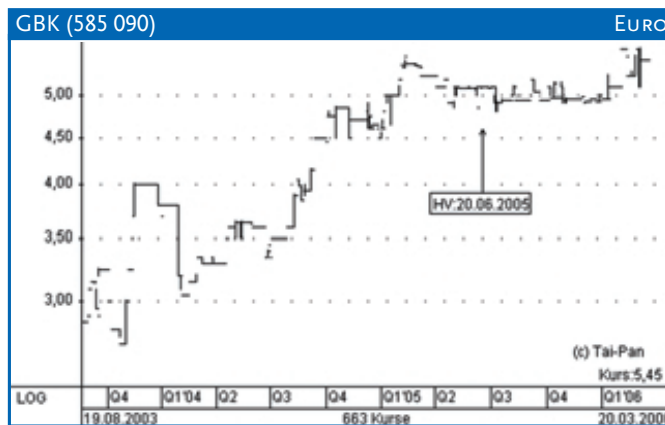
Das Geschäftsmodell der GBK erachten wir als konservativ und value-orientiert.

Chancen & Risiken

Im internationalen Kontext ist die GBK eine kleinere Beteiligungsgesellschaft mit langfristigem Anlagehorizont. Der Investitionsschwerpunkt liegt im Bereich der durchaus interessanten „old economy“. Im Portfolio der GBK AG befinden sich u.E. derzeit mindestens 3 IPO- oder Trade Sale-Kandidaten. Im Wettbewerb um Beteiligungsprojekte steht die GBK AG, auch aufgrund der adressierten Zielgröße der Unternehmen, in Konkurrenz mit wesentlich finanzkräftigeren nationalen oder internationalen Private Equity-Gesellschaften. Die limitierte Finanzkraft der GBK ist ein Faktor, der den Zugriff auf interessante Unternehmen einschränkt, jedoch durch die Partnerschaft mit der HANNOVER Finanz Gruppe partiell ausgeglichen werden kann.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die GBK AG setzt auf bewährte Technologien und etablierte Geschäftsmodelle. Dies ist ein wichtiges Element des Risikomanagements. Derzeit notiert die GBK AG noch mindestens 5-10 % unter dem Potentialwert ihrer Beteiligungen. Neue Beteiligungen im Volumen von insgesamt ca. 8 Mio. Euro an S.M.D, AXRO und RADO verleihen der GBK-Aktie zusätzliche Phantasie.



analysiert von:
Hilmar Platz



GBK AG				Kurs (Euro): 5,45		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005850903	Perf. 1 J.	3,8 %	rel. zu DAX	0,792	Invest-Fokus	Beteiligungen im mittelständischen Bereich
WKN	585 090	Perf. 2 J.	65,2 %	rel. zu DAX	1,123	Strategie	Chemie, Masch.bau, Automotive, Elektro/Solar, Value orientiert
AZ (Mio. St.)	4,50	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
MCap (Mio. €)	24,53	Perf. 6 J.	-35,1 %	rel. zu DAX	0,957		
52-Wo-Tief (€)	4,81	Div. 00/01	0,86	NAV (Mio. €)	27	Homepage	www.gbk-ag.de
52-Wo-Hoch (€)	5,60	Div. 01/02	0,00	NAV / Aktie (€)	6,0	Größte Beteiligungen (Rumpfgesch.jahr 2004)	
Ø Tages-U.	2.173	Div. 02/03	0,00	Prem./Discount	-9,2 %	Kirsch & Lütjohann GmbH & Co.KG (49 %)	
Mitarbeiter	2	Div. 03/04	0,00	EpS 2005	0,44	Gottfried Freidrichs KG (24,9 %)	
Gründungsjahr	1969	Div. 04	0,10	KGV 2005	12,4	Raith GmbH (15 %)	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,15	Ø H-Dauer (in J.)	n.v.	Henkelhausen Holding GmbH (9,8 %)	
Anz. Beteil.	16	Div.R. 05	2,8 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,0	Intra Dent Zahntechnik AG (9 %)	

Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA

Hoher Liquiditätszufluß

Unternehmen & Management

Die Heliad Equity Partners GmbH & KGaA ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich überwiegend im deutschsprachigen Raum engagiert. Das Management übernimmt die VCH Management GmbH, eine Gesellschaft aus dem Portfolio der VCH Investment Group AG. Innerhalb letzterer übernimmt Heliad den Part des Private Equity-Investors.

Positionierung & Strategie

Heliad hat sich auf Unternehmen in Sondersituationen, die sich durch ein überdurchschnittlich gutes Rendite-/Risiko-Verhältnis auszeichnen, focussiert. Im derzeit positiven Kapitalmarktumfeld spezialisiert sich die Gesellschaft insbesondere auf Pre-IPO- und Spätphasen-Beteiligungen entweder als Co- oder Lead-Investor. Die Gesellschaft tritt aber nicht nur als Investor auf, sondern stellt den im Portfolio befindlichen Unternehmen darüber hinaus eine intensive Betreuung zur Seite. Bei den Private Equity Investments unterscheidet Heliad zwischen nicht-börsennotierten und börsennotierten Unternehmen. Zu den ersteren gehören beispielsweise Pre-IPO-Deals (1-12 Monate vor IPO), Spätphasen-Co-Investments und Restrukturierungen. Genauso gehören in diese Gruppe aber auch im Kern gesunde Unternehmen, die sich zum Zeitpunkt der Investition in einer wertmindernden Sondersituation befinden. Im Bereich der börsennotierten Beteiligungen konzentriert sich Heliad ebenfalls auf Restrukturierungen und stark unterbewertete Unternehmen (z.B. unter Substanzwert notierend). Derzeit

umfaßt das Portfolio so aussichtsreiche Titel wie C-Quadrat, Equity Story, ItN Nanovation und NanoFocus, um nur einige zu nennen.

Chancen & Risiken

Die geplante Kapitalerhöhung über 25.589.296 neue auf den Namen lautende Stückaktien wird den finanziellen Spielraum der Heliad erheblich erhöhen. Neben den im Portfolio befindlichen

bereits notierten Unternehmen geht das Management im laufenden Jahr von mind. vier Börsengängen aus. Bei einem anhaltenden positiven Börsenumfeld sollte sich die Anzahl noch erhöhen. Aufgrund der Ausrichtung des Portfolios – einige Beteiligungen erzielen derzeit noch keine oder nur minimale Erträge – würden sich dagegen schwächere Aktienmärkte deutlich auf die Ertragsfähigkeit niederschlagen.



Zusammenfassung & Einschätzung

Nach der Kapitalerhöhung verfügt das Unternehmen über liquide Mittel in Höhe von rund 30 Mio. Euro. Die enge Bindung an die Angermayer, Brumm & Lange Unternehmensgruppe, die u.a. bis zu 15 Mio. Aktien aus der Kapitalerhöhung zeichnen wird, sorgt für einen hochwertigen Deal-Nachschub aus dem Netzwerk der Gruppe. Die heute schon feststehenden Börsengänge sollten die Erträge im laufenden Jahr überdurchschnittlich stark anwachsen lassen.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Heliad Equity Partners GmbH & Co. KG aA				Kurs (Euro): 1,24		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006047293	Perf. 1 J.	87,9 %	rel. zu DAX	1,434	Invest-Fokus	Private Equity Investments
WKN	604 729	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Beteiligungen an Unternehmen in Sondersituationen
AZ (Mio. St.)	12,79	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
MCap (Mio. €)	15,87	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
52-Wo-Tief (€)	0,54	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	15,4	Homepage	www.heliad.de
52-Wo-Hoch (€)	1,36	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	1,2	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	314.899	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+3,0 %		
Mitarbeiter	5	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,03		
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGV 2005	41,3		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	2,0		
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,0		
						Metalife	
						C-Quadrat Investment	
						ItN Nanovation	
						Berlin Heart	
						Realtime Technologies	

Indus Holding AG

Der deutsche Mittelstand unter einem Dach

Unternehmen & Management

Die Gründung der Indus Holding AG geht auf das Jahr 1989 zurück, als der heutige Aufsichtsratsvorsitzende und Großaktionär Dr. Winfried Kill seine bereits seit Mitte der 70er Jahre verfolgten Aktivitäten beim Aufbau einer mittelständischen Unternehmensgruppe in Form einer Aktiengesellschaft bündelte. Die Holding-Struktur war da nur eine logische Konsequenz. Kill, lange Jahre das Synonym für verantwortungsbewusste Unternehmerkultur in Deutschland, leitete bis 2002 die Geschicke der Holding. Nach dessen Wechsel in den Aufsichtsrat übernahm der ehemalige Bankhaus Lampe-Manager Helmut Ruwisch Kills Posten. Komplettiert wird der insgesamt vierköpfige Vorstand von Dr. Lars Bühring (seit 1988 bei Indus bzw. Vorlaufgesellschaften), Michael Eberhart (seit 1999 für Controlling und EDV verantwortlich) und Dr. Johannes Schmidt (seit 2005 leitet er das Ressort „Technik & Investitionen“).

Positionierung & Strategie

In einem Wort zusammengefasst handelt es sich bei Indus um eine klassische Mittelstandsholding. Demzufolge fallen in das Akquisitionsprofil des Managements Gesellschaften, die in einem Nischensegment jährliche Umsätze zwischen 10 und 100 Mio. Euro erzielen. Ihren Hauptsitz sollten diese Unternehmen im deutschsprachigen Raum haben, was jedoch eine internationale Ausrichtung keinesfalls ausschließt. Diese räumliche und kulturelle Nähe vereinfacht vielmehr die möglichst reibungslose Integration der einzelnen Beteiligungen. Insgesamt betont Indus stets die langfristige Natur ihres Engagements, womit sie sich deutlich von VC-Finanzierern oder Private Equity-Gesellschaften unterscheidet. Dementsprechend beläuft sich die durchschnittliche Haltedauer der momentan eingegangenen Beteiligungen bereits auf über acht Jahre. Ein



Indus-Firmensitz in Bergisch Gladbach

hektischer An- und Weiterverkauf passt nicht zur „Buy and Hold“-Philosophie der Rheinländer. Explizit schließt Indus, nachzulesen im Akquisitionsleitfaden auf der Unternehmenshomepage, Erweiterungen des Firmenportfolios mit dem alleinigen Ziel der späteren Wiederveräußerung aus. Auch werden keine Beteiligungen an sanierungsbedürftigen Gesellschaften oder bereits in der Insolvenz befindlichen Unternehmen eingegangen.

Kennzeichnend für die Vorgehensweise der Indus Holding ist die bei neuen Engagements angestrebte mehrheitliche (> 50 %) oder vollständige Übernahme der Anteile. Damit können sämtliche Unternehmen in der eigenen Bilanz umsatz- und ertragswirksam voll konsolidiert werden. Verbleibt zunächst ein Minderheitenanteil im Besitz der Alteigentümer, in den meisten Fällen handelt es sich hierbei um die Gründerfamilien oder den geschäftsführenden Vorstand, so wird die Beteiligungsquote sukzessive auf 100 % ausgebaut. Zentraler Bestandteil der Indus-Philosophie ist das Festhalten an der Ei-

Indus Holding AG				Kurs (Euro): 30,28		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006200108	Perf. 1 J.	24,9 %	rel. zu DAX	0,953	Invest-Fokus	Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	620 010	Perf. 2 J.	25,1 %	rel. zu DAX	0,851	Strategie	Nischenplayer, Schwerpunkt auf Industrieunternehmen
AZ (Mio. St.)	18,00	Perf. 3 J.	94,1 %	rel. zu DAX	0,854		
MCap (Mio. €)	545,04	Perf. 6 J.	8,1 %	rel. zu DAX	1,595	Homepage	www.indus.de
52-Wo-Tief (€)	21,53	Div. 00	1,12	NAV (Mio. €)*	1.009	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	31,01	Div. 01	1,15	NAV / Aktie (€)*	56,1		
Ø Tages-U.	25.924	Div. 02	1,15	Prem./Discount	-46,0 %		
Mitarbeiter	5129 (K), 18 (H)	Div. 03	1,18	EpS 2005**	2,55		
Gründungsjahr	1989	Div. 04	1,18	KGv 2005	11,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	1,18	Ø H-Dauer (in J.)	8,0		
Anz. Beteil.	42	Div.R. 05	3,9 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,5		

*) Indus gibt statt eines NAV einen aus EV/EBIT-Multiple jeweiliger branchenbezogener Peer Group-Unternehmen errechneten „Fair Value“ an; **) Ohne Berücksichtigung von Abschreibungen aus Erstkonsolidierung.

genständigkeit der unter dem Dach der Holding zusammengefaßten Gesellschaften. Die operative Verantwortung und Leitung liegt weiterhin bei den Managern vor Ort. Diese verfügen in den meisten Fällen über soviel Branchenerfahrung und fir-

mensspezifisches Know-how, daß ein Verzicht hierauf betriebswirtschaftlich mehr als unvernünftig wäre. Statt dessen übernimmt die Indus-Zentrale in Steuer- und rechtlichen Angelegenheiten eine beratende und unterstützende Funktion.

„Wir machen seit 15 Jahren dasselbe“

Im Gespräch mit Smart Investor erläutert Indus-Vorstandsvorsitzender Helmut Ruwisch die Unternehmensphilosophie. Zudem räumt er mit plakativen Vorurteilen über den Standort Deutschland auf und geht auf die wechselnden Geschäftsmodelle des Marktes ein.

Smart Investor: Herr Ruwisch, können Sie kurz erläutern, was das Besondere an der Indus-Strategie ist? Inwieweit unterscheiden Sie sich von anderen Beteiligungsgesellschaften?

Ruwisch: Die meisten Holdings und Private Equity-Gesellschaften sind Exit-orientiert. Sie sind bestrebt, in möglichst kurzer Zeit ein Unternehmen gewinnbringend weiterzuverkaufen. Wir dagegen folgen einer „Buy and Hold“-Philosophie. Und das schon seit über 15 Jahren. Abzulesen ist das an unserer stabilen bzw. steigenden Dividende.

Smart Investor: Das Gros der Produktionsstandorte der Indus-Beteiligungsgesellschaften liegt in Deutschland. Machen Sie sich damit nicht von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen hierzulande abhängig?

Ruwisch: Unsere Gesellschaften sind in Nischen tätig. Deshalb ist die Standortfrage für uns nicht entscheidend. Das trifft eher auf Massenanbieter zu. Es wird in den Medien immer gern über die Arbeitsplatzverlagerung in Billiglohnländer geschrieben. Indus geht auch hier einen anderen Weg. Erst letztes Jahr haben wir Arbeitsplätze von Polen zurück nach Deutschland geholt. Wir haben in einzelnen Unternehmen einen hohen Automatisierungsgrad in der Produktion erreicht, die Personalkostenquote liegt dort bei nur 15 %. Daher spielen die Lagerhaltungs- und Logistikkosten eine wesentliche Rolle. Beziehen sie diese in ihre Kalkulation mit ein, dann läßt sich in Deutschland kapitalintensiver, aber preiswerter produzieren.

Smart Investor: Eine Aussage mit Seltenheitswert.

Ruwisch: Ja, aber wo es Sinn macht, sind wir durchaus auch im Ausland auf der Produktionsseite aktiv. Das betrifft in erster Linie unsere „Enkelgesellschaften“, d.h. die Tochterfirmen unserer Beteiligungen. Rund 20 % der Mitarbeiter im Konzern arbeiten momentan im Ausland. Die entscheidenden Funktionen werden aber immer in Deutschland bleiben.

Smart Investor: Über 20 % Ihrer Erlöse stammen aus dem Bereich der Automobilzulieferindustrie. Spüren Sie dort im Zuge der Restrukturierungsprogramme bei den deutschen Autokonzernen einen erhöhten Margendruck?

Ruwisch: Einige Automobilhersteller leiden an strategischen Fehlentscheidungen der Vergangenheit. Jetzt wird ihnen dazu geraten, den Mittelstand zu quälen und die Kosten zu senken. Das ist wahnsinnig innovativ. Wir meiden die Massenfertigung.

In der Kleinserie und im Modellbau fühlen wir uns wohl. Das drückt sich in der Präferenz für Nischenanbieter aus, die im besten Fall über eigene Patente und Lizenzen verfügen.

Smart Investor: Für Ihre langweilig erscheinende „Buy and Hold“-Ausrichtung wurden Sie zu Zeiten des Börsenbooms Ende der 90er Jahre oftmals nur milde belächelt. Fühlen Sie sich im Nachhinein bestätigt?

Ruwisch: Man spricht nur ungern über die Konkurrenz, aber es gibt mehrere börsennotierte Beteiligungsgesellschaften, die früher auch am Neuen Markt investierten und damit richtig Geld versenkt haben. Heute verfolgen diese eine verglichen mit Indus fast deckungsgleiche Strategie. Das ist schon bemerkenswert. Außerdem zeugt das nicht gerade von Kontinuität und Stabilität. Wir machen seit 15 Jahren dasselbe, und zwar erfolgreich.

Smart Investor: Indus ist derzeit im SDax vertreten. Streben Sie mittelfristig wieder ein Listing im MDax an?

Ruwisch: Wir gehören zu den größten Werten im SDax und werden immer als Aufsteiger gehandelt. Eine Aufnahme in den MDax wäre ganz schön, weil sich die Liquidität in der Aktie erhöhen würde. Aber es ist kein unternehmerisches Ziel, eher ein Mitnahmeeffekt. Vier Banken geben jetzt schon regelmäßig Researchmaterial über Indus heraus, das erscheint mir ausreichend.

Smart Investor: Herr Ruwisch, besten Dank für das Interview!

Interview: Marcus Wessel



Helmut Ruwisch



Auch um Fragen der Finanzierung und des Controllings kümmert sich die Konzernmutter. Bislang zahlt sich diese Strategie aus, wie die kontinuierlichen Umsatz- und Ergebniszuwächse beweisen.

Portfolio & Beteiligungen

Indus ist bei seiner Beteiligungsstrategie auf die fünf Bereiche Bau, Automobilindustrie, Maschinenbau, Konsumgüter und Sonstige ausgerichtet. Per 30.9. des vergangenen Jahres erzielte das Automobil-Segment 25 % der Gesamterlöse, dicht gefolgt von den sonstigen Beteiligungen mit 22 und der Bauindustrie mit 20 %. Durch gezielte Bereinigungen des Portfolios, in 2004 wurde beispielsweise der Antriebsspezialist OKIN (Jahresumsatz 2004: 100 Mio. Euro) abgegeben, können Schwankungen in dieser Gewichtung auftreten. Ziel ist und bleibt in jedem Fall eine ausgewogene Branchenstruktur. Dieses ist nachvollziehbar an den Umsatz- und Ertragszahlen in den Segmentberichten. Angaben zu den Ergebnisbeiträgen einzelner Unternehmen macht das Management nicht. Andernfalls bestünde die Gefahr, daß Kunden mit Blick auf potentiell zweistellige EBIT-Margen versucht wären, den Ertragsspielraum ihrer Lieferanten auszutesten und womöglich zu drücken.

Zu den umsatzseitig größten Positionen des zur Zeit 42 Beteiligungen umfassenden Portfolios zählen der Autozulieferer Selzer, der Maschinenbauer Betek und der Kunststoffspezialist Wiesauplast. Selzer gehört erst seit Juli 2005 dem Holding-Verbund an. Mit einem Jahresumsatz von knapp 80 Mio. Euro nimmt das Unternehmen zukünftig in der Sparte „Automotive“ eine bedeutende Stellung ein. Selzer produziert und entwickelt Metallkomponenten für den Einsatz in Getrieben,

Bremsen und Motoren. Die schwäbische Betek ist ein führender Anbieter von Hartmetallwerkzeugen, die u.a. im Berg- und Tunnelbau zum Einsatz kommen. 2004 beliefen sich die Unternehmenserlöse auf 58 Mio. Euro. Die seit 1997 zur Indus-Gruppe gehörende Wiesauplast stellt Kunststoffelemente für den Automobilbau und die Medizintechnik sowie Haushaltsgeräte mit hohem Kunststoffanteil her. Innerhalb von nur acht Monaten errichtete Wiesauplast im vergangenen Jahr ein neues hochmodernes Spritzgießwerk, womit die bestehenden Kapazitäten mehr als verdoppelt werden konnten.

Chancen & Risiken

Die Streuung der über vierzig Beteiligungen auf die verschiedensten Branchen vermeidet die bei vielen Holding-Gesellschaften anzutreffenden Klumpenrisiken. Der Verzicht auf den Erwerb von Sanierungsfällen gewährleistet eine hohe Profitabilität des Gesamtkonzerns, wobei sich gleichzeitig die

Planbarkeit und Prognostizierbarkeit zukünftiger Cash Flows erhöht. Durch die Belassung der operativen Verantwortung bei den jeweiligen Vorständen vor Ort nutzt Indus deren langjährige Erfahrung, anstatt regulierend und diskretionär in interne Abläufe sozusagen von „außen“ einzugreifen. Das wirkt motivationsfördernd. In der Ausrichtung der Produktion und Entwicklung auf den Standort Deutschland liegt allerdings die Gefahr der Abhängigkeit von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen eines Landes. Dem hat Indus in den letzten Jahren konsequent durch den Aufbau von Einzelgesellschaften u.a. in Polen, Brasilien und Südafrika entgegengewirkt. Die starke Exportorientierung vieler Beteiligungen macht das Geschäft zu einem gewissen Grade anfällig für Währungsschwankungen, insbesondere zum US-Dollar.

Zusammenfassung & Einschätzung

Mit einer konsequent verfolgten Positionierung in attraktiven Nischenmärkten hat sich das Indus-

Management eine außerordentlich hohe Reputation erworben. Im Unterschied zu vielen hektischen Akteuren im unübersichtlichen Beteiligungsdschungel steht die langfristige, gerade zu Zeiten des „Neuen Marktes“ oftmals belächelte, „Buy and Hold“-Ausrichtung für einen mittlerweile über 15 Jahre anhaltenden Unternehmenserfolg. Mit einer Investition in die Indus-Aktie kauft der Anleger den deutschen Mittelstand in nur einer Aktie ein.



Beim Austausch der Spitze des Berliner Fernsehturms wirkte die Indus-Beteiligung TSN Turmbau Steffens & Nölle GmbH mit

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Konsortium AG

Reifes Portfolio als Chance

Unternehmen & Management

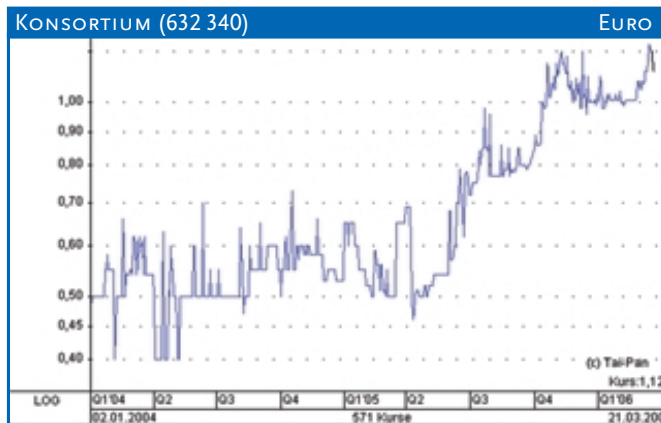
Die Konsortium AG wurde 1987 als klassische Unternehmensbeteiligungsgesellschaft gegründet. Im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung im Jahr 1997 ging die Konsortium AG neben typischen und atypischen stillen Beteiligungen auch vorbörsliche Direktbeteiligungen ein. Nach der Einführung der Konsortium AG in den Freiverkehr in 2000 führte das Unternehmen 2005 erfolgreich eine Kapitalerhöhung durch. Das Vorstandsteam bilden die erfahrenen Experten Ulrich Löcherer und Georg Geiger.

Positionierung & Strategie

Positioniert ist die Konsortium AG als eine klassische Beteiligungsgesellschaft mit Schwerpunkt in den Wachstumsregionen Baden-Württemberg und Bayern. Eine der strategischen Kernbeteiligung, KSR Kuebler, ist ein Spezialunternehmen für Meß- und Regeltechnik und setzt über 11 Mio. Euro um. Eine weitere, das Sensorikunternehmen Disoric, kommt auf Umsätze von ca. 12 Mio. Euro, während es bei der Trivit AG, einem Spezialisten für Produkt- und Prozeßmodellierung auf Basis führender CAD-Technologien, etwas mehr als 5 Mio. Euro sein dürften. Beteiligungen erfolgen an ertragsstarken und nicht börsennotierten Unternehmen mit Umsätzen zwischen 10 und 50 Mio. Euro. Weitere atypische stille Beteiligungen erfolgen an Cash Flow-starken Mittelstandsfirmen. Hieraus resultieren feste Beteiligungsentgelte, Gewinnkomponenten und Anteile an den stillen Reserven. Abgerundet wird das Beteiligungsportfolio durch Investments in börsennotierte Gesellschaften.

Chancen & Risiken

Die Konsortium AG agiert als eine kleine, spezialisierte Beteiligungsgesellschaft mit einer anerkannt guten Reputation, was den Zugriff auf interessante Unternehmen ermöglicht. Seit 2000 realisierte die Konsortium AG 16 Exits in einem schwierigen Umfeld. Im Portfolio der Beteiligungsgesellschaft befinden sich u.E. derzeit mindestens 5 IPO- oder Trade Sale-Kandidaten, woraus hohe Erlöse für die Konsortium AG und deren Aktionäre resultieren könnten. Im Wettbewerb um attraktive Unternehmen steht die Konsortium AG allerdings partiell in Konkurrenz mit wesentlich finanzkräftigeren Beteiligungsgesellschaften. Die Ausrichtung auf Regel- und Meßtechnik, Sensorik, IT- und Prozeßtechnik macht die Konsortium AG jedoch zu einem hochspezialisierten Partner für den Mittelstand.



Zusammenfassung & Einschätzung

Bei der Auswahl der Investments setzt die Konsortium AG strenge fundamentalanalytische Maßstäbe an. Dies ist ein wichtiges Element der Risikoreduktion. Derzeit notiert die Konsortium AG u.E. mindestens 30 % unter ihrem Buchwert. Kurschancen ergeben sich insbesondere bei erfolgreichen Exits durch IPOs oder Trade Sales. Diese erachten wir in den kommenden 24 Wochen als wahrscheinlich.

analysiert von:
Hilmar Platz



Konsortium AG				Kurs (Euro): 1,16		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006323405	Perf. 1 J.	132,0 %	rel. zu DAX	1,771	Invest-Fokus	Beteiligungen in Süddeutschland, klass. Mittelstandsthemen
WKN	632 340	Perf. 2 J.	93,3 %	rel. zu DAX	1,315	Strategie	Direktbeteiligungen + Mezzanine, etablierte Geschäftsmodelle
AZ (Mio. St.)	11,45	Perf. 3 J.	231,4 %	rel. zu DAX	1,458		
MCap (Mio. €)	13,28	Perf. 6 J.	-80,7 %	rel. zu DAX	0,285	Homepage	www.konsortium.de
52-Wo-Tief (€)	0,70	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	12,8	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	1,24	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	1,1		
Ø Tages-U.	14.995	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+3,8 %		
Mitarbeiter	2	Div. 03	0,00	EpS 2005	-0,04		
Gründungsjahr	1987	Div. 04	0,00	KGV 2005	-29,0		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	6,0		
Anz. Beteil.	7	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	8,0		

GCI Management AG

Vorsichtig und umtriebig

Unternehmen & Management

Die Münchner GCI Management AG steht auf drei Standbeinen. Zunächst ist die Beratungssparte mit ihrem Schwerpunkt auf mittelständische Unternehmen der eigentliche Know-how-Pool von GCI. Ohne diesen könnten die im Beteiligungssegment gebündelten Engagements nicht erfolgreich gemanagt werden. Abgerundet wird das Unternehmenskonzept mit den in der Weserbank AG zusammengefaßten Vollbankdienstleistungen, so daß von der Beratung über die aktive Beteiligung bis hin zur Börsenfähigkeit die komplette Wertschöpfungskette angeboten wird.

Positionierung & Strategie

Beratungs- und Bankaktivitäten sind alles in allem „Erfüllungsgehilfen“ für das Beteiligungsgeschäft. Der Börsengang von Studio Babelsberg kann für diese gegenseitig reagible Verzahnung der drei Standbeine exemplarisch herangezogen werden. Aus einem Beratungsmandat heraus entsprang eine Beteiligung, die dann sukzessive fit für die Börse gemacht worden war. Eine gezielte Auswahl der Beteiligungen erfolgt danach, ob sie zum Konsolidierungskreis der GCI gezählt werden sollen oder nicht. Jene, bei denen GCI über 50 % der Anteile erwirbt, werden voll konsolidiert und zählen damit zu den Kerninvestments. Das Beteiligungssegment insgesamt trägt etwa 90 % zu den Gewinnen bei, wenngleich die einseitige Abhängigkeit, die auch mit der Kapitalmarktfähigkeit der einzelnen Investments schwankt, der Unternehmensführung um Dr. Albert Wahl ein Dorn im Auge ist. Daher ist als weitere Säule innerhalb der Beteiligungskonstellationen die Auflegung eines Private Equity-Fonds in Planung, um hier über Provisionen den Ertragsfluß zu verstetigen.

Portfolio & Beteiligungen

Derzeit verfügt GCI über insgesamt sechs Mandate, von denen jedes bis zur Börsenfähigkeit gebracht werden soll. Allein in diesem



Jahr dürften mindestens vier Börsengänge anstehen, so unter anderem noch im ersten Halbjahr jener des Spezialisten für explosions-sichere Bergwerksausrüstung, Hansen. Für viel Aufmerksamkeit sorgte zuletzt die komplette Übernahme des Industrieunternehmens Pfaff. Noch im dritten Quartal ist hier ein Private Placement angestrebt, bevor im nächsten Jahr ein öffentliches Angebot folgen soll. Pfaff soll komplett durchsanziert sein und langfristig eine Umsatzrendite von 10 % abwerfen. Für GCI war die Übernahme ein wichtiger Meilenstein, wenngleich die Ergebnisse hiervon nahezu unbeeinflusst bleiben. Obwohl der Kaufpreis unter dem eigentlichen Wert von Pfaff gelegen haben dürfte, werden die Zuschreibungen nicht als Gewinn ausgewiesen. Anstelle dessen wird eine Restrukturierungsrücklage gebildet. Sollten sich nämlich die Erwartungen an Pfaff nicht erfüllen, würde das Ergebnis davon nur geringfügig tangiert und entsprechend geglättet.

Chancen & Risiken

Durch die im Jahresverlauf anvisierten Börsengänge kann GCI wahrscheinlich stetig mit Neuigkeiten aufwarten. Bleibt das

GCI Management AG				Kurs (Euro): 15,88		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005855183	Perf. 1 J.	205,4 %	rel. zu DAX	2,331	Invest-Fokus	Aktien aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	585 518	Perf. 2 J.	467,1 %	rel. zu DAX	3,857	Strategie	Value Investing, mit besonderem Augenmerk auf Branche
AZ (Mio. St.)	6,60	Perf. 3 J.	1790,5%	rel. zu DAX	8,319		
MCap (Mio. €)	104,78	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.gci-management.com
52-Wo-Tief (€)	4,26	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	k.A.	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	17,47	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	k.A.		
Ø Tages-U.	26.047	Div. 02	0,00	Prem./Discount	k.A.		
Mitarbeiter	800 (K), 33 (H)	Div. 03	0,00	EpS 2005 (vorl.)	2,00		
Gründungsjahr	1991	Div. 04	0,00	KGv 2005	7,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	5-7		
Anz. Beteil.	24	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	k.A.		
						Pfaff Industrie Maschinen AG (100,0 %)	
						Windsor AG (69,56 %)	
						Weserbank AG (100 %)	
						GCI Management Consulting GmbH (100,0 %)	
						GCI Mgmt.Ges.f.Cons.und Impl. mbH (30,0 %)	



Börsenumfeld an-
nähernd so wie derzeit,
dürften die Erträge da-
durch merklich sprudeln
und eine Positivspirale in
Gang kommen. Dies ließe
sich untermauern, wenn
man die heftigen Kursbe-
wegungen der GCI-Aktie
an einigen Tagen genauer
analysiert: Hier haben
sich offensichtlich länger-
fristig orientierte Investo-

ren gezielt mit GCI-Papieren eingedeckt, nachdem sie den
Aktienkurs selbst zuvor massivst gedrückt hatten. Kernrisi-
ko bleibt für GCI jedoch die Börse. Haussiert diese nicht
mehr, dann dürfte die momentan prallvolle Pipeline schnell
verstopfen. Vor allem im Zusammenhang mit Pfaff müßte
dies im Hinblick auf die Ergebnisentwicklung für 2006, erst
recht aber für 2007 mitentscheidend sein. Hier ist GCI
schlicht auf ein positives Börsenumfeld angewiesen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Im Rahmen ihres unternehmerischen Beteiligungsansat-
zes hat sich GCI in einem lukrativen Umfeld gut aufgestellt.
Dabei werden die Ergebnisse vor allem aus dem Verkauf



Von München aus steuert GCI Management seine Aktivitäten

von Beteiligungen über die Börse gespeist. Die Fülle von
börsenreifen Kandidaten sowie die nicht gänzlich offenge-
legten stillen Reserven im Rahmen der Pfaff-Akquisition le-
gen den Schluß nahe, die Ergebnisse je Aktie könnten 2006
bei deutlich über 2 Euro je Aktie landen. Damit läge das
KGV unter 10. Zudem wird immer wieder über die Ausgabe
von weiteren Gratisaktien spekuliert, so daß eine ange-
messene Beteiligung der freien Aktionäre am Erfolg des
Unternehmens gewährleistet wäre.

Vorausgesetzt, GCI hat weiterhin
ein gutes Händchen und die Börse
spielt mit, wäre dann eine Fortset-
zung der Erfolgsgeschichte wahr-
scheinlich.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

INDUS Holding AKTIENGESELLSCHAFT

Die INDUS Holding AG

- ist ein attraktiver Wachstumswert
- verfügt über ein Portfolio mit zur
Zeit 42 profitablen mittelstän-
dischen Unternehmen
- ist mit ihren Beteiligungsunter-
nehmen technologisch führend
und hoch spezialisiert in
Nischenmärkten tätig
- setzt ca. 730 Mio. € p. a. um
- erzielt einen Jahresüberschuss von
über 52 Mio. €
- bietet eine attraktive Dividenden-
rendite von ca. 4 %

INDUS Holding Aktiengesellschaft, Kölner Str. 32,
51429 Bergisch Gladbach,
Telefon: (02204) 4000-0, Telefax: (02204) 4000-20,
Email: indus@indus.de, Internet: www.indus.de

Horus AG

Unentdeckt trotz Rekordergebnis

Unternehmen & Management

Die Geschäftstätigkeit der in Remscheid ansässigen Horus AG umfaßt die Unternehmensberatung sowie die Erbringung sämtlicher damit im Zusammenhang stehender Dienstleistungen, also den Erwerb, die Verwaltung und die Verwertung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen aller Art. Der Unternehmensgründer und heutige Alleinvorstand Hans-Rudi Künfer ist mit 50 % am Aktienkapital beteiligt.

Positionierung & Strategie

Focussiert ist die Horus AG auf Beteiligungen an bereits börsennotierten Unternehmen, wobei die Venture Capital-Aktivitäten in der ebenfalls börsennotierten, 62 %igen Beteiligung Independent Capital Unternehmensbeteiligung AG gebündelt wurden. Der Schwerpunkt der Horus AG liegt dabei auf Value Investments im Small- und MidCap-Sektor. In den Augen des Managements sind dies Aktien, deren Wert mit objektiven Maßstäben fundamental ermittelt werden kann. Diese Erkenntnisse werden mit der Einschätzung über das aktuelle Sentiment gepaart und führen zu einer Investmententscheidung. Der Anlagehorizont ist mittel- bis langfristig ausgerichtet, da die meisten Beteiligungen aus einer gewissen Sondersituation kommen und sich erst entwickeln müssen (z.B. Rücker Immobilien, Unternehmensaufbau; Alexanderwerk, Restrukturierung). Dementsprechend wird ein Großteil der Positionen im Anlagevermögen bilanziert.



Chancen & Risiken

Aufgrund ihres Portfolios ist die Horus AG überdurchschnittlich stark von den Entwicklungen an den Börsen abhängig. Teilweise abgedeckt wird dieses nicht unerhebliche Risiko durch den Beteiligungsansatz, der den Schwerpunkt der Anlageintensität in Value Investments sieht und es somit bei einigen Beteiligungen zu Dividendenausschüttungen kommen wird. Derzeit profitiert die Horus AG von der erfreulichen Entwicklung der großen Beteiligungen (Rücker Immobilien, Alexanderwerk und Independent Capital).

Bei allen Positionen haben sich in den vergangenen 12 Monaten stille Reserven aufgebaut, die sich positiv auf die Ertragsentwicklung auswirken dürften.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der zukünftige Schwerpunkt liegt ganz klar auf unterbewerteten börsennotierten Unternehmen. Mit dem Ende 2005 erfolgten Börsengang der Independent Capital wurde ein wichtiger Schritt für die Umstrukturierung

des Portfolios getan. Durch das positive Marktumfeld sollte sich die Ertragslage damit weiter verbessern, nachdem im vergangenen Jahr Überschüsse in Höhe von gut 1,1 Mio. Euro erzielt worden waren. Demzufolge soll der Hauptversammlung eine Dividendenzahlung von 0,20 Euro je Aktie vorgeschlagen werden, was auf dem aktuellen Kursniveau einer Rendite von 8 % entspricht. Da die Aktie bislang weitestgehend unentdeckt geblieben ist, gehört sie zu den wahren Perlen des Freiverkehrs.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Horus AG				Kurs (Euro): 2,77		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005204127	Perf. 1 J.	177,0 %	rel. zu DAX	2,114	Invest-Fokus	Small und Mid Caps aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	520 412	Perf. 2 J.	242,0 %	rel. zu DAX	2,326	Strategie	Value Investing, ohne Branchenschwerpunkt
AZ (Mio. St.)	2,80	Perf. 3 J.	279,5 %	rel. zu DAX	1,67		
MCap (Mio. €)	7,76	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.horus-ag.de
52-Wo-Tief (€)	0,90	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	8,4	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	2,87	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	3,0		
Ø Tages-U.	9.247	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-7,7 %		
Mitarbeiter	2	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,40		
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGV 2005	6,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,20	Ø H-Dauer (in J.)	1,5		
Anz. Beteil.	15	Div.R. 05	7,2 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,4		
						Rücker Immobilien AG (5,7 %)	
						Alexanderwerk AG (4,6 %)	
						Independent Capital AG (3,3 %)	
						Endor AG (3,3 %)	
						Rücker Immobilien Beteiligungen GmbH (3,3 %)	

formulafirst AG

Flexible Anlagestrategie als Chance

Unternehmen & Management

Die formulafirst AG wurde 1995 als Asset Manager mit Sitz in British Virgin Islands gegründet. Die Gesellschaft in der jetzigen Form existiert seit 2002. Das Managementteam setzt sich aus erfahrenen Spezialisten mit internationaler Erfahrung zusammen. So verfügt Samuel Matter über 15 Jahre Erfahrung im Investmentbereich (Zürich, Hongkong, New York) und Martin Treffer über eine Expertise von 18 Jahren im Anlage- und Rohstoffbereich.

Positionierung & Strategie

Als spezialisierter Asset Manager fährt formulafirst eine Zweisäulenstrategie. Hierbei investiert das Unternehmen drei Viertel aller Mittel strategisch und schwerpunktmäßig in Aktien. Der Anlagehorizont ist mittel- und langfristig, international und ohne regionale Beschränkungen. Ein Viertel des Portfolios wird trading-orientiert eingesetzt. Strategische Investitionsobjekte werden auf Basis von Primärrecherche gezielt gesucht, bewertet und einer umfangreichen Due Dilligence unterzogen – also mehrgleisig analysiert und gefunden. Für das Tradingportfolio verfolgt das Management der formulafirst AG einen opportunistischen Ansatz. Hierbei wird versucht, durch das Ausnutzen von kurzfristigen Markteffizienzen oder durch ein antizyklisches Investitionsverhalten eine entsprechende Überrendite zu erwirtschaften. Das Beteiligungsportfolio setzt sich derzeit unter anderem aus den in der Schweiz ansässigen SIG, Arpida und Pelikan, der chinesischen China Healthcare Corp. sowie Fiat aus Italien zusammen.

Chancen & Risiken

Die Kombination aus strategischen Beteiligungen und Tradingportfolio ermöglicht es, gleichzeitig an langfristigen Entwicklungsperspektiven der Einzelbeteiligungen und kurzfristigen Renditepotentialen des Tradingportfolios zu partizipieren. Die

jährliche Performance seit 1995 von 13,2 % p.a. zeigt, daß das Investmentkonzept im Vergleich zum Gesamtmarkt entsprechende Renditepotentiale bietet. Aufgrund der Möglichkeit branchenübergreifender Investments kann der börsennotierte Asset Manager die gesamte Bandbreite internationaler Investitionsmöglichkeiten nutzen, ohne sich auf einzelne Segmente beschränken zu müssen.



Zusammenfassung & Einschätzung

Die formulafirst AG setzt strenge fundamentalanalytische Maßstäbe bei der Auswahl der Investments an. Dies ist ein wichtiges Element der Risikoreduktion im Bereich der strategischen Investments. Im Bereich Trading sind die Nähe zum Markt und eine hohe Reaktionsgeschwindigkeit für den Anlageerfolg entscheidend. Hier steht formulafirst mit zahlreichen institutionellen Investoren im Wettlauf um Informationen. In den letzten drei Jahren konnte eine Wertentwicklung von 75,1 % erzielt werden. Eine Dividendenaus-schüttung ist nicht vorgesehen. Das Konzept bietet ein attraktives Chance-/Risikoprofil.

analysiert von:
Hilmar Platz



formulafirst AG (CH)				Kurs (Euro): 11,87		Stichtag: 14.03.2006	
Valorennummer	VGG3637V1094	Perf. 1 J.	5,4 %	rel. zu DAX	0,805	Invest-Fokus	Internationale Aktien, Special Situations, Optionen
WKN	255 242	Perf. 2 J.	6,9 %	rel. zu DAX	0,727		
AZ (Mio. St.)	2,83	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	75% strategische Beteiligungen, 25% Tradingpositionen
MCap (Mio. €)	33,63	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.formulafirst.ch
52-Wo-Tief (€)	10,85	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	34,3	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	12,39	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	12,1		
Ø Tages-U.	1.339	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-2,0 %		
Mitarbeiter	2	Div. 03	0,00	EpS 2005	n.v.		
Gründungsjahr	1995	Div. 04	0,00	KGv 2005	n.v.		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	n.v.	Arpida	
Anz. Beteil.	9	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0		

Quotale Beteiligungen werden nicht bekanntgegeben, da sie teilweise Tradingpositionen darstellen; Die Daten dieser Schweizer Gesellschaft wurden in Euro umgerechnet (Wechselkurs: CHF/EUR = 0,6376).

Shareholder Value Beteiligungen AG

Kompetent und konsequent

Unternehmen & Management

Hervorgegangen aus dem fast schon legendär erfolgreichen Investmentclub R3000 von Günter Weispfennig, konzentriert sich die Shareholder Value Beteiligungen AG, kurz SVB, als dessen börsennotierter Nachfahre auf Beteiligungen an kleinen und mittelgroßen, börsennotierten Aktiengesellschaften.

Positionierung & Strategie

Vorstand Ralph Bieneck und sein Team sind reinrassige Stock-Picker. Sie setzen aber nicht ausschließlich auf wert-haltige Aktien, sondern favori-sieren auch wachstumsstarke Unternehmen, wo man von eventuellen Expansionsschü-ben voll profitieren kann. Hierzu versucht SVB frühzeitig Trends zu erkennen sowie Informati-onsineffizienzen, die sich bei Small Caps mangels öffentlicher Präsenz häufen, auszunutzen. Charttechnische Analysen helfen zudem allenfalls beim Timing, endgültige Kaufsignale liefern sie für den SVB-Ansatz nicht.

Portfolio & Beteiligungen

Grundstock des Portfolios sind defensive, weil dividendenstarke Aktien. Neben Wachstumsstorys werden zudem auch Sondersi-tuationen bevorzugt. Dies können beispielsweise Squeeze-out-Spekulationen sein, die dann von Fall zu Fall wegen der absehba-ren Rückflüsse auch auf Kredit umgesetzt werden. Insgesamt beläuft sich das verwaltete Vermögen, das derzeit auf 15 Positio-nen konzentriert ist, auf etwa 14 Mio. Euro. Zuletzt konnte der In-nere Wert, der praktisch dem NAV entspricht und monatlich auf

der Homepage ausgewiesen wird, seit 2001 kontinuierlich auf nunmehr 29,60 Euro gesteigert werden.

Chancen & Risiken

Ihre sehr konservative Vorgehensweise ist das größte Pfund der SVB. Von den Schwankungen an den Aktienmärkten kann sie sich dennoch nicht gänzlich abkop-peln. Das Marktrisiko ist folglich allgegenwärtig. Ergebnisseitig dürfte das Unternehmen an sich in diesem Jahr aufgrund stiller Reserven in Höhe des für 2005 ausgewiesenen Jahresüber-schusses von etwa 2,3 Mio. Euro zumindest an das Vorjahr heran-reichen. Aktionäre sollen hieran in Form eines Bonus in Höhe von 1,40 Euro je Aktie zuzüglich zur Basisdividende von 0,60 Euro angemessen beteiligt werden.



Zusammenfassung & Einschätzung

Im Prinzip erwirbt der Anleger mit den Aktien der SVB Anteile an einem Nebenwertefonds. Die Vorzüge dieser Konstruktion liegen auf der Hand: Fernab von Kapitalfluktuationen, denen normale Aktienfonds gemäß den Börsenschwankungen stets unterliegen, können die eingesetzten Mittel investiert werden. An der öffentli-chen Darstellung dessen hat es allerdings bisher gehapert, auch wenn die geringe Größe der SVB die Wahrnehmung ohnehin erschwert. Für die Aktie, die weiterhin mit einem Ab-schlag zum Inneren Wert von über 10 % gehandelt wird, sind alles in allem wohl eher stetige Kursavancen zu erwarten.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Shareholder Value Beteiligungen AG				Kurs (Euro): 26,15		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006059967	Perf. 1 J.	11,8 %	rel. zu DAX	0,853	Invest-Fokus	Aktien aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	605 996	Perf. 2 J.	36,9 %	rel. zu DAX	0,931		
AZ (Mio. St.)	0,47	Perf. 3 J.	117,9 %	rel. zu DAX	0,959		
MCap (Mio. €)	12,16	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
52-Wo-Tief (€)	19,80	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	14,1	Homepage	www.shareholdervalue.de
52-Wo-Hoch (€)	27,10	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	30,3	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	777	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-13,8 %		
Mitarbeiter	2	Div. 03	0,00	EpS 2005	4,95		
Gründungsjahr	2001	Div. 04	0,50	KGV 2005	5,3		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	2,00	Ø H-Dauer (in J.)	1,8		
Anz. Beteil.	16	Div.R. 05	7,6 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0		
						Allianz Lebensversicherung AG	
						Funkwerk AG	
						Ahlers AG	
						Pulsion Medical Systems AG	
						Leifheit AG	

Value Holdings AG

Weit über den Tellerrand blickend

Unternehmen & Management

Praktisch auf zwei Standbeinen steht die Value Holdings AG (VH): Einerseits investiert das Team rund um den Gründer Georg Geiger AG-eigenes Kapital gemäß eines werthaltigen Anlageansatzes in Beteiligungen. Andererseits wird das Know-how im Rahmen anderer Dienstleistungen, etwa in der Fondsvermittlung oder Vermögensverwaltung für Private, Dritten zur Verfügung gestellt. Die Konsortium AG (sh. S. 32) indes, deren Beteiligungsportfolio an nicht börsennotierten Unternehmen ursprünglich zu 75 % übernommen worden war, gehört nicht länger zum Kerngeschäft des Unternehmens. Im Zuge dessen wurde der Anteil bereits auf 55 % reduziert.

Positionierung & Strategie

VH betreibt das klassische, werthaltige Investieren Graham'scher und Buffett'scher Prägung. Dabei werden Beteiligungen nur dann eingegangen, wenn das Unternehmen mit einem Abschlag zum Inneren Wert gehandelt wird. Diese Sicherheitsmarge soll das Portfolio gegebenenfalls gegen temporäre Schwächen des erworbenen Titels absichern. Errechnet wird der Innere Wert anhand eines fundamentalen Kennzahlengerüsts, bei dem unter anderem KUVs, KGVs und potentielle Dividenden eine Rolle spielen. Mit äußerster Disziplin wird allerdings auch abgestoßen. Erreicht ein Titel mindestens seinen Inneren Wert, dann wird, selbst wenn das Momentum des Marktes eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung in Aussicht stellt, konsequent verkauft. Parallel hierzu können Investitionsquo-



Value Holdings schaut genau hin

ten flexibel der Marktlage angepaßt werden. Charttechnische Faktoren oder aber das Absichern einer Position über Stop Loss-Marken bleiben außen vor. Schließlich wird das Portfolio fernab jeglicher Indexorientierung zusammengestellt, wodurch eine vom Gesamtmarkt einigermaßen unabhängige Entwicklung möglich ist.

Portfolio & Beteiligungen

Innerhalb des Portfolios liegt der Schwerpunkt eindeutig auf der Old Economy. So dominieren etwa Titel aus dem Maschinenbau mit einer Gewichtung von knapp einem Viertel das Depot, gefolgt von Kraftfahrzeugwerten mit einem Anteil von 15 %. Mit jeweils einem Achtel sind Dienstleister, wie etwa die Druckergruppe Schlott, oder aber Telekommunikationswerte wie die Deutsche Telekom vertreten. Richtige Wachstumstitel werden allerdings komplett außen vor gelassen. Mit der Titelauswahl läßt sich zwar wie zuletzt nicht in jeder Börsenphase der Index, ganz gleich ob Dax oder SDax, schlagen. Je länger jedoch der Betrachtungszeitraum gewählt wird, desto beeindruckender kann der Ansatz seine wahre Stärke ausspielen. Dies gilt um so mehr in Börsenphasen, die weniger problematisch sind als zur Zeit. Insgesamt

ließ Geiger seit 1992 mit einer Performance von gut 20 % p.a. oben genannte Indices um Welten hinter sich.

Chancen & Risiken

Sicherlich ist VH eng mit der Person Georg Geiger verbunden. Für Investoren mag diese Abhängigkeit von einer einzigen Per-

Value-Holdings AG				Kurs (Euro): 4,72		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0007600405	Perf. 1 J.	10,3 %	rel. zu DAX	0,842	Invest-Fokus	Aktien Deutschland
WKN	760 040	Perf. 2 J.	39,6 %	rel. zu DAX	0,95	Strategie	Value-Investing
AZ (Mio. St.)	1,86	Perf. 3 J.	157,9 %	rel. zu DAX	1,135		
MCap (Mio. €)	8,78	Perf. 6 J.	-52,8 %	rel. zu DAX	0,696		
52-Wo-Tief (€)	5,40	Div. 00	0,14	NAV (Mio. €)*	8,5	Homepage	www.value-holdings.de
52-Wo-Hoch (€)	7,80	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	4,6	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	1.874	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+3,3 %		
Mitarbeiter	8	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,37		
Gründungs-jahr	1992	Div. 04	0,06	KGV 2005	12,8		
Geschäfts-jahr	31.12.	Div. 05	0,09	Ø H-Dauer (in J.)	2,0		
Anz. Beteil.	12	Div.R. 05	1,9 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	10,5		

* Value Holdings gibt nicht den NAV, sondern den Buchwert der Beteiligungen an.



son ein Hemmnis sein, sich in der Aktie zu engagieren. Auch die Gefahr, der VH-Ansatz könnte kopiert werden, bewegt bisweilen die Gemüter. Jedoch hegt Geiger seinen Ansatz einigermaßen wie seinen Augapfel und gibt ihn nicht gänzlich preis. Außerdem fehlt den meisten, was VH auszeichnet: die investorische Freiheit, fernab jeglicher Indexorientierung investieren zu dürfen sowie die Disziplin, den Ansatz konsequent anzuwenden und umzusetzen. Nicht umsonst soll es von institutioneller Seite Anfragen geben, nach denen einzelne Etats mit Hilfe des VH-Ansatzes gemanagt werden sollen. Dessen ungeachtet sollte die bereits deutlich fortgeschrittene Rally bei den von VH bevorzugten Werten der zweiten und dritten Reihe ins Kalkül gezogen werden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Basierend auf einem Ergebnis je Aktie von 0,37 Euro je Aktie und einer darauf basierenden Steigerung in 2006 um weitere 10 %, die aufgrund der Mitnahme von Reserven aus 2005 realistisch erscheint, ist die Aktie mit einem KGV von 11 bei einem Aktienkurs von 4,62 Euro nicht zu teuer. Einerseits ist die Aktie deshalb chancenreich, weil die konservative Bilanzierung gemäß HGB die Bildung immenser stiller Reserven begünstigt. Eine Umstellung auf IFRS, die die Hebung dieser Schätze forcieren würde, ist nicht angedacht, da die Ergebnisse dadurch stärker schwanken würden. Andererseits ist das Kurspotential ge-



Von Augsburg aus sucht Value Holdings nach unterbewerteten Titeln

deckelt, da die Wahrnehmung dessen, was VH Jahr für Jahr vollbringt, mangelhaft ist. Investoren sollten folglich einen gewiß längeren Atem mitbringen – angesichts der Kursentwicklung haben dies offenbar bisher nur wenige beherzigt.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Anzeige

Das Wichtigste immer im Blick!

"Mit FrontVenture können wir tagesgenaue Auswertungen auch retrospektiv vornehmen. Komplexe Fondsstrukturen werden anschaulich abgebildet. Ein effizientes Tool, das vielfältige Analysen ermöglicht."

Gerwin Theiler, CFO, Capiton AG

VC > on
target

enabling venture capital

Aragon AG

Ohne Vertrieb ist alles nichts!

Unternehmen & Management

Die Aragon AG ist eine auf den Bereich Financial Services spezialisierte Beteiligungsholding. Zielunternehmen der Holding sind Retailvertriebe, Vertriebsplattformen, Fondsplattformen, Banken, Institutionelle Vertriebe und Software-Unternehmen.

Mit einem Anteil von 73,3 % ist die Angermayer, Brumm & Lange Unternehmensgruppe Hauptaktionär der Aragon AG.

Positionierung & Strategie

Die Holding hat sich im wesentlichen auf Vertriebsplattformen focussiert. Die langfristige Ausrichtung der Investments ist ein großer Baustein des Erfolges. Im Focus der Holding stehen Unternehmen in Sondersituationen, wie beispielsweise Spin-offs, klassische Expansionsfinanzierungen, Restrukturierungen oder Nachfolgeregelungen. Beispielhaft kann Dr. Jung & Partner angeführt werden, aus der die heute mit einem Leistungsspektrum von über 300 Produktgesellschaften zu den größten Maklerpools Europas gehörende Jung, DMS & Cie. AG hervorging. Neben dieser besteht das Beteiligungsportfolio derzeit noch aus dem ersten deutschen unabhängigen Full-Service-Fonddistributor, der Fundmatrix AG, der BIW Bank sowie seit Jahresbeginn dem unabhängigen strukturierten Finanzvertrieb Inpunkto Finanz GmbH. Durch die Investitionen in stark wachsende Bereiche der Finanzindustrie gelingt es mit den erworbenen Unternehmen, innerhalb kurzer Zeit die Profitabilität zu erreichen. Teil der Strategie ist es, das Portfolio nach der Buy-and-Build-Strategie zu erweitern und dadurch Synergieeffekte innerhalb des Konzerns zu realisieren. So soll beispielsweise der Allfi-

nanzvertrieb Inpunkto als jüngstes Glied im Portfolio bis 2007 auf über 250 Berater in ganz Deutschland wachsen. Schwerpunkt der Beratungstätigkeit liegt dabei im Bereich Altersvorsorge und private Krankenversicherung.



Chancen & Risiken

Aufgrund der sehr langfristigen Ausrichtung der Investments ist die Aragon AG nur teilweise vom Börsenumfeld abhängig. Die gute Positionierung in wichtigen Wachstumsmärkten und der inzwischen sehr große Bestand an vermittelten Kapitalanlagen sichern die Erträge nach unten ab. Bereits im zweiten Jahr der laufenden Geschäftstätigkeit wird ein deutlich positives Ergebnis erzielt

werden. Ferner ist die Jung, DMS & Cie. im Bereich der Maklerpools derzeit der einzig relevante Marktteilnehmer und verfügt somit über exzellente organische Wachstumsmöglichkeiten. Die neu gegründete Inpunkto Finanz GmbH wird zudem das Produktportfolio in der Wachstumsbranche Allfinanzberatung erweitern.

Zusammenfassung & Einschätzung

Trotz des eigenständigen Markenauftritts der einzelnen Beteiligungen werden im Konzern erhebliche Synergieeffekte genutzt. Aufgrund der bereits heute exzellenten Positionierung geht CdC Capital in den kommenden Jahren von signifikantem Wachstum aus.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Aragon AG				Kurs (Euro): 18,00		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE000A0B9N37	Perf. 1 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Invest-Fokus	wachstumsstarke Finanzvertriebe
WKN	A0B 9N3	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Erwerb von Beteiligungen nach der Buy-and-build Strategie
AZ (Mio. St.)	5,65	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
MCap (Mio. €)	101,70	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.aragon-ag.de
52-Wo-Tief (€)	9,50	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	80	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	17,10	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	14,2		
Ø Tages-U.	7.651	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+27,1 %		
Mitarbeiter	>100	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,18		
Gründungsjahr	2004	Div. 04	0,00	KGv 2005	101,7		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	>5		
Anz. Beteil.	4	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,0		

BB Medtech AG

Wachstumsmarkt Medizintechnologie als Chance

Unternehmen & Management

Die BB Medtech AG wurde 1995 gegründet. Seitdem ist es dem Medizintechnologie- Beteiligungunternehmen gelungen, eine jährliche Wertsteigerung von 15 % p.a. zu erzielen. Mit einem Asset Volumen von aktuell 1.100 Mio. CHF ist die BB Medtech AG der weltweit größte konzernunabhängige Medtech-Investor. Das Zusammenwirken des Verwaltungsrates und des Managementteams sind für den Investitionserfolg von herausragender Bedeutung. Der prominent besetzte Verwaltungsrat besteht aus Dr. Ernst Thomke, Dr. Walter R. Meyer und Prof. Dr. Erwin P. Bauer. Diese sind in erheblichem Umfang in der BB Medtech selbst investiert. Die Bündelung des interdisziplinären Know-hows und der Bekanntheitsgrad der BB Medtech AG stellen ein hohes immaterielles Vermögen dar. Dies trägt erheblichen Anteil zur bisher erzielten Outperformance bei.

Positionierung & Strategie

Die BB Medtech AG ist eine börsennotierte Medizintechnologie-Beteiligungsgesellschaft, die sich auf überdurchschnittlich attraktive Medizintechnologiethemata im Rahmen eines längerfristigen und strategischen Ansatzes konzentriert. Der Investitionsschwerpunkt wird auf etablierte Medtech-Unternehmen gelegt. Hierbei stellen eine weltmarktführende oder Nischenmarktstellung, die Systemführerschaft, Technologievorsprung, Vermarktungsstärke, ständig wachsende Patientenzahlen und First Mover-Status wesentliche Auswahlkriterien dar, die konsequent verfolgt werden. Weitere Auswahlkriterien für ein Investment sind eine im Branchenvergleich hohe Profitabilität sowie eine fundamentalanalytisch attraktive Bewertung. Seit 2000 weist das Portfolio der BB Medtech eine Konzentration auf wenige Unternehmen auf. Dies ist die Folge der überdurchschnittlich erfolgreichen Entwicklung der Einzelbeteiligungen, insbesondere der von Nobel Biocare. Dies reflektiert aber auch einen Megatrend in der Medtech-Industrie: Die An-



In der Medizintechnik haben die BB Medtech-Beteiligungen einiges vorzuweisen

zahl langfristig überdurchschnittlich und nachhaltig erfolgreicher börsennotierter Medtech-Konzerne ist überschaubar. Bis zu 10 % des BB Medtech-Portfolios können dabei in Private Equity-Beteiligungen fließen.

In der Auswahl der Investments konzentriert sich das Management auf Medtech-MidCaps, die sowohl über hohe Wachstumspotentiale als auch über eine hohe Innovationsgeschwindigkeit verfügen. Der derzeitige Investitionsschwerpunkt liegt in Europa. Die Basis des Erfolgs sind der industrielle Auswahlprozeß und Investmentstil. Der industrielle Ansatz ermöglicht die früh-

BB Medtech AG				Kurs (Euro): 37,70		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	CH0000428641	Perf. 1 J.	13,2 %	rel. zu DAX	0,864	Invest-Fokus	Europäische Medtech-Aktien, Schwerpunkt Marktführer
WKN	898 194	Perf. 2 J.	47,8 %	rel. zu DAX	1,005	Strategie	Wachstumsorientiert, strategisch langfristige Orientierung
AZ (Mio. St.)	16,00	Perf. 3 J.	249,1 %	rel. zu DAX	1,536		
MCap (Mio. €)	603,20	Perf. 6 J.	153,0 %	rel. zu DAX	3,733	Homepage	www.bbmedtech.ch
52-Wo-Tief (€)	32,17	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	687,5	Größte Beteiligungen (Februar 2006)	
52-Wo-Hoch (€)	39,99	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	43,0		
Ø Tages-U.	21.433	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-12,3 %	Nobel Biocare AG (70 %)	
Mitarbeiter	5	Div. 03	1,10	EpS 2005	10,34		
Gründungsjahr	1995	Div. 04	1,00	KG V 2005	3,6	Synthes (11 %)	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,83	Ø H-Dauer (in J.)	4 bis 5		
Anz. Beteil.	9	Div.R. 05	2,2 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0	Fresenius/Fresenius Medical Care AG (6 %)	
						Galenica (5 %)	

Die Daten dieser Schweizer Gesellschaft wurden in Euro umgerechnet (Wechselkurs: CHF/EUR = 0,6376).



zeitige Erkennung, Analyse und Bewertung vielversprechender Medtech-Produkte mit einem hohen medizinischen Bedarf und der entsprechenden Unternehmen. Der Analyse- und Auswahlprozeß ist eine gezielte und systematische Abfolge von Schritten auf unterschiedlichen Arbeits- und Managementebenen: Screening medizintechnologischer Anwendungen, Verdichtung auf erfolgreiche Unternehmen, Analyse der Produkte und Potentiale, wissenschaftliche Detailanalyse, Auswertung klinisch-technologischer Daten, Prüfung des Patentschutzes, Herstelltechnologien und des Vermarktungskonzeptes. Mehrfache Unternehmensbesuche, Managementinterviews und die Managementbewertung folgen. Diese Abfolge an Schritten bei der Einzelunternehmensauswahl wird konsequent umgesetzt. Bei großvolumigen Engagements ist der Verwaltungsrat involviert. Investments erfolgen losgelöst von Indexzugehörigkeiten der Einzelunternehmen. Dies ermöglicht der BB Medtech AG eine potenzialorientierte Beteiligungsstruktur, losgelöst von Indexzugehörigkeiten. Damit positioniert sich das Unternehmen gegenüber anderen fonds-basierten Wettbewerbern mit erheblichen Alleinstellungsmerkmalen. Die Investmentstrategie von BB Medtech ist losgelöst von einer reinen Benchmark- und Indexorientierung, sondern produkt-, unternehmens- und potentialorientiert. Die Gesellschaft kann aus unserer Sicht daher in wesentlich größerem Umfang unternehmensindividuelle Investmentopportunitäten nutzen als der Wettbewerb. Das Management der BB Medtech AG verfolgt zur Verwirklichung der Performance-Ziele ein industriebasiertes Investmentkonzept mit dem derzeitigen Anlageschwerpunkt Europa. Hierbei investiert die BB Medtech AG in Mega-Themen des Gesundheitswesens mit der Bandbreite Intensivmedizin, Dentalmedizin, Prothetik, Dialyse, Pharmalogistik und Life Science-Automation. Die BB Medtech AG verfolgt ein „bottom up-Konzept“ auf der Einzelproduktebene sowie ein „top down Konzept“, das die Marktpotentiale neuer Medizintechnologiepro-



dukte und -applikationen im Gesamtmarkt berücksichtigt. Angelegt ist die Strategie mittel- bis langfristig.

Portfolio & Beteiligungen

Das Portfolio der BB Medtech setzt sich derzeit aus den fünf überaus erfolgreichen Kernbeteiligungen Nobel Biocare (CH), Synthes (CH), Galenica (CH), Drägerwerk (D) und Fresenius AG/Fresenius Medical Care AG (D) zusammen. Erfolgsversprechende kleinere Beteiligungen runden das Portfolio ab.

Chancen & Risiken

Die BB Medtech AG steht partiell in Konkurrenz mit medizintechnikorientierten Fondsgesellschaften. Im Gegensatz zu diesen Wettbewerbern verfügt die Gesellschaft über einen industrienahe Analyse- und Auswahlprozeß und einen operativ sehr erfahrenen Verwaltungsrat. Ein wesentlicher Faktor der bisherigen Outperformance von BB Medtech war der a.o. hohe Anteil der Nobel Biocare am Beteiligungsportfolio. Sollte es jedoch zu einer Abschwächung des Wachstums bei Nobel Biocare oder Produktproblemen kommen, kann dies Auswirkungen auf die Entwicklung der BB Medtech-Aktie haben. Das Management arbeitet ferner konsequent daran, Mitglied des TecDax zu werden, um hierdurch einen höheren Aufmerksamkeitsgrad an den Börsen zu erhalten.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Proof of Concept des Investmentkonzepts der BB Medtech wurde mit einer jährlichen Rendite von 18,1 % seit 2000 (2005: 30,7 %) erbracht. Die Aktie bietet auf aktueller Basis für langfristig orientierte Investoren entsprechende Einstiegsmöglichkeiten in die stark wachsende Medizintechnologie. Eine discountabhängige Dividende ist ein zusätzlicher Anreiz. Die Medizintechnik-Industrie verfügt über dauerhafte Wachstumspotentiale. Diese resultieren aus einer ständig wachsenden Patientenpopulation (zunehmender Anteil älter Menschen), dem medizinischen Fortschritt sowie aus einem

hohen medizinischen (Problemlösungs-)Bedarf. Die Medizintechnologie bietet gesundheitsökonomisch große Vorteile. Mit den Beteiligungsunternehmen, die sich im Portfolio der BB Medtech AG befinden, partizipiert der Investor an einem ausgesprochen attraktiven Mix an Medtech-Themen und erfolgreich geführten Unternehmen mit hohen Wachstums- und Renditepotentialen. Die discountabhängige Dividende für 2005 beträgt 1,30 CHF.

analysiert von:
Hilmar Platz



BB Biotech AG

Von Megatrends profitieren

Unternehmen & Management

Die BB Biotech AG aus der Schweiz ist aufgrund ihres Asset Volumens von aktuell ca. 2.500 Mio. CHF der weltweit führende Biotechnologie-Investor. Die jährliche Wertsteigerung der Aktie der 1993 gegründeten Gesellschaft beträgt mittlerweile stolze 12 % p.a. Zu verdanken ist dies dem interdisziplinären Managementteam, das aus Experten mit unterschiedlichem Ausbildungshintergrund und industrieller Erfahrung besteht und das durch seine Erfahrung im Beteiligungsgeschäft erheblich für den Erfolg von BB Biotech verantwortlich ist, sowie dessen Zusammenarbeit mit Prof. Dr. med. Thomas Szucs, Prof. Dr. David Baltimore und Dr. Clive Meanwell, die den Verwaltungsrat bilden.

Positionierung & Strategie

Die BB Biotech AG konzentriert sich schwerpunktmäßig auf wirkstoffforschende und in Ausnahmefällen auch auf Plattformtechnologieunternehmen, wobei die Beteiligungen zu den reifen Unternehmen der Branche gehören und bereits eine hohe Profitabilität aufweisen sollten. In den Jahren 2002 bis 2004 schwankte der Anteil der „reifen“ Biotech-Unternehmen am Portfolio zwischen 55 % und 90 %. Der Anteil der kleineren Beteiligungen lag zwischen 15 % und 30 %. Bis zu 10 % des Portfolios wurden in Private Equity-Beteiligungen investiert. Seit Beginn 2004 lässt sich ein gewisser Paradigmenwechsel beobachten. So konzentriert sich das Management in der Auswahl der

Investments nun stärker auf den Bereich der sogenannten Biotech-MidCaps mit einer Marktbewertung von bis zu 15 Mrd. US-\$. Flexibilität bewies das Management der BB Biotech AG 2005 durch die ertragreichen Investments in Amgen oder Genentech. Die Basis des erfolgreichen Investmentstils der BB Bio-

tech AG liegt u.E. in der stringenten Vorgehensweise im Rahmen eines klar strukturierten Auswahlprozesses. Der Analyse- und Auswahlprozeß ist eine gezielte und systematische Abfolge von Schritten auf unterschiedlichen Arbeits- und Managementebenen. Er bildet die Basis des Geschäftsmodells und des Geschäftserfolges der BB Biotech AG. Das Management nimmt hierbei folgende Arbeitsschritte vor: Screening

der Therapiegebiete, Verdichtung auf erfolgreiche Unternehmen, Analyse der Wirkstoffprojekte und Wirkstoffprinzipien, wissenschaftliche Detailanalyse, Auswertung klinischer Daten, Prüfung des Patentschutzes, Herstelltechnologien und des Vermarktungskonzeptes. Unternehmensbesuchen und entsprechenden Managementinterviews durch das BB Biotech-Team folgt die Managementbewertung der potentiellen Investments. Hierbei setzt die BB Biotech AG auf fundamentalanalytische Bewertungsverfahren und ermittelt auf Basis eigener Modelle und Marktdaten die Potentialwerte der Investmentziele.

Portfolio & Beteiligungen

Das Portfolio der BB Biotech AG setzt sich aus strategischen Kernbeteiligungen von 5 bis 8 Unternehmen, erfolverspre-



BB Biotech AG				Kurs (Euro): 55,90		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	CH0001441580	Perf. 1 J.	30,3 %	rel. zu DAX	0,995	Invest-Fokus	Biotech-Aktien mit Schwerpunkt Nordamerika, 10% Private Equity
WKN	888 509	Perf. 2 J.	23,9 %	rel. zu DAX	0,843	Strategie	Wachstumsorientiert, Beteiligung an Biotech-Wirkstoffportfolios
AZ (Mio. St.)	25,70	Perf. 3 J.	59,7 %	rel. zu DAX	0,703		
MCap (Mio. €)	1436,63	Perf. 6 J.	-53,4 %	rel. zu DAX	0,687	Homepage	www.bbbiotech.ch
52-Wo-Tief (€)	41,37	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	1601,1	Größte Beteiligungen (Februar 2006)	
52-Wo-Hoch (€)	57,50	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	62,3		
Ø Tages-U.	45,097	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-10,3 %	Biogene Idec (14 %)	
Mitarbeiter	8	Div. 03	1,10	EpS 2005	8,42	Celgene (12 %)	
Gründungsjahr	1993	Div. 04	1,00	KGV 2005	6,6	Sepracor (12 %)	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	1,15	Ø H-Dauer (in J.)	3 bis 5	Gilead (11 %)	
Anz. Beteil.	24	Div.R. 05	2,1 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0	Actelion (9 %)	

Die Daten dieser Schweizer Gesellschaft wurden in Euro umgerechnet (Wechselkurs: CHF/EUR = 0,6376).



Biotechnologie ist zwar eine komplexe Angelegenheit, eröffnet langfristig aber enorme Wachstumsperspektiven

chenden kleineren Beteiligungen als Aufbaupositionen sowie bis zu maximal 10 % aus Private Equity-Beteiligungen zusammen. Die große Bedeutung der Gesellschaft als Investor in Kombination mit der Präsenz in den wichtigsten Biotech-Märkten der Welt (USA, Europa) ermöglicht den frühzeitigen Zugang zu attraktiven Biotech-Unternehmen, was vor allem für die Private Equity-Beteiligungen wichtig ist. Die Beispiele Auxilium, EyeTech Pharmaceuticals und Theravance mit ihren erfolgreichen Börsengängen sind ein Beleg hierfür, daß der Ansatz der BB Biotech AG zu nachhaltigen Anlageerfolgen führt. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten strebt das Unternehmen stets Minderheitsbeteiligungen und somit keinen Sitz in den Aufsichtsräten der beteiligten Unternehmen an.

Chancen & Risiken

Die Biotech-Industrie verfügt innerhalb der Life Science-Branche über die stärksten Wachstumspotentiale mit jährlich über +15 %. Die klassische Pharmaindustrie kämpft dagegen mit einer Wachstumsabschwächung aufgrund nachlassender Forschungseffizienz und zahlreicher Patentausläufe für Blockbuster-Präparate. In diesem Umfeld sind die wirkstoffgetriebenen Biotech-Unternehmen die großen Gewinner. Immer mehr Biotech-Unternehmen werden zu Übernahmeobjekten, oftmals mit Prämien von 50-70 %. Mit der BB Biotech-Aktie partizipiert der Investor direkt an diesem Megatrend. Das industriebasierte Investmentkonzept mit dem Anlageschwerpunkt Nordamerika ist hierbei ein integraler Bestandteil der Strategie und die Basis des

Erfolgs aus der Kombination eines „bottom up-Konzeptes“ (auf Wirkstoffebene) und „top down-Konzeptes“ (Marktpotentiale der Wirkstoffe in den Indikationen). Dieser Ansatz ist das Instrument zur frühzeitigen Erkennung, Analyse und Bewertung vielversprechender Wirkstoffe für Indikationen mit einem hohen medizinischen Bedarf. Die Chancen für die BB Biotech AG im Vergleich zum Wettbewerb bestehen darin, losgelöst von Indexzugehörigkeiten der Einzelunternehmen

Schwerpunkte setzen zu können. Die Risiken des industriell geprägten Portfolioansatzes können darin liegen, daß der Auswahlprozeß viel Zeit in Anspruch nimmt, erhebliche Managementressourcen bindet und in der Phase der Analyse und Bewertung „Performance verloren geht“. Die BB Biotech AG steht partiell in Konkurrenz mit Life Science- oder Biotechorientierten Fondsgesellschaften, die stärker mit markttechnischen Modellen arbeiten. Offene Fonds verfügen zudem über laufende Mittelzuflüsse durch Anleger,

die Fondssparverträge abgeschlossen haben. Generell unterliegt die BB Biotech AG den Risiken des Life Science-Marktes. Dies beinhaltet hohe Anforderungen an die F&E-Kompetenz der Beteiligungsunternehmen und

des Managementteams der BB Biotech AG. Neben den Markteintrittswahrscheinlichkeiten gibt es auch entsprechende Ausfallwahrscheinlichkeiten für Wirkstoffprojekte. Dies kann die Performance der BB Biotech-Aktie beeinflussen.

Zusammenfassung und Einschätzung

Mit der BB Biotech-Aktie partizipiert der Investor an einem Megatrend. Der industrielle Ansatz der BB Biotech AG ist dabei einer der wertvollsten Assets. Mit einem Discount von knapp 10 % zum inneren Wert der Beteiligungen bietet die Aktie im Gleichklang mit interessanten Pipeline-Perspektiven der Beteiligungen attraktive langfristige Einstiegsmöglichkeiten. Hinzukommt eine discountabhängige Dividende von 1,80 CHF für 2005. Die Biotechnologie-Beteiligungen erzielten 2005 eine Performance in Euro von 20 %.

analysiert von:
Hilmar Platz



GESCO AG

Spezialist für den Mittelstand

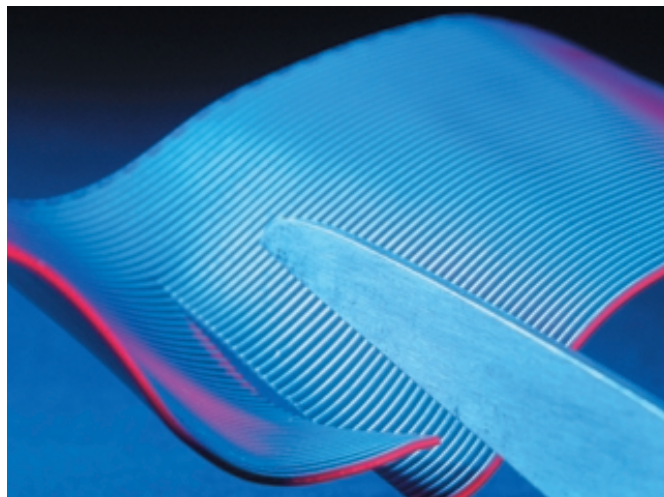
Unternehmen & Management

Die GESCO AG wurde 1989 als GESCO Industrie Holding GmbH in Wuppertal gegründet. Im Jahr 1990 erfolgte die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft, im März 1998 der Börsengang mit einer Notierung an der Frankfurter Wertpapierbörse. Die GESCO-Aktie notiert im Amtlichen Handel in Frankfurt und ist seit dem 1.1.2003 im Prime Standard der Deutsche Börse gelistet. Neben Freiverkehrsnotierungen an den deutschen Börsenplätzen ist die Aktie auch Mitglied im „Gate-M“ der Stuttgarter Börse. Damit erfährt das Papier gerade in einer Region, in der zahlreiche Mittelständler beheimatet sind, eine besondere Aufmerksamkeit.

Die GESCO AG vereint unter ihrem Dach eine Gruppe von 12 operativ tätigen mittelständischen Unternehmen mit zusammen etwa 230 Mio. Euro Umsatz. In der Gruppe sind 1.326 Mitarbeiter beschäftigt. Mit den aktuell vorhandenen Managementstrukturen in der Holding können bis zu circa 20 Unternehmen aufgenommen und geführt werden. Nach Aussagen des Vorstandes entspricht dies je nach Größe der akquirierten Unternehmen einem Zielumsatz von rund 400 bis 500 Mio. Euro. Geführt wird die GESCO AG aus der Konzernzentrale, die durch eine sehr flache Hierarchie gekennzeichnet ist. Das Team aus 10 Mitarbeitern wird von einem zweiköpfigen Vorstand geführt.

Positionierung & Strategie

Die GESCO AG positioniert sich konsequent als Beteiligungsgesellschaft für den Mittelstand in den Segmenten Werkzeug- und Maschinenbau sowie Kunststofftechnik. Im Focus der Beteiligungsstrategie stehen Unternehmen, in denen kurz- oder mittelfristig die Unternehmensnachfolge geregelt werden muß. Ziel ist es, vorhandene „Hidden Champions“ vollständig



Sowohl in der Kunststofftechnik etwa über AstroPlast,...

zu übernehmen und nach einer kurzen Übergangszeit den bisherigen Eigentümerunternehmer durch ein branchenerfahrenes externes Management zu ersetzen. Mit einer bis zu 20 %igen Beteiligung wird die neue Geschäftsführung in das jeweilige Unternehmen eingebunden. Damit soll eine langfristige unternehmerische Bindung sichergestellt werden. Immer häufiger verkaufen Inhaber ihr Unternehmen deutlich vor Eintritt in das Rentenalter, um ihr Nachfolgeproblem frühzeitig zu lösen und ihr Lebenswerk langfristig abzusichern. GESCO hat solche Erwerbe bereits dreimal erfolgreich praktiziert. In diesen Fällen bleiben die Alteigentümer als angestellte Geschäftsführer in den jeweiligen Unternehmen tätig.

Beim Unternehmenskauf ist primär nicht das Umsatz-/Gewinnverhältnis ausschlaggebend, sondern der Kaufpreis so-

GESCO AG				Kurs (Euro): 36,25		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005875900	Perf. 1 J.	55,2 %	rel. zu DAX	1,185	Invest-Fokus	Werkzeug-/Maschinenbau, Kunststofftechnik
WKN	587 590	Perf. 2 J.	116,8 %	rel. zu DAX	1,474	Strategie	Value Investing, mit besonderem Augenmerk auf Branche
AZ (Mio. St.)	2,75	Perf. 3 J.	302,8 %	rel. zu DAX	1,772		
MCap (Mio. €)	99,65	Perf. 6 J.	153,5 %	rel. zu DAX	3,74	Homepage	www.gesco.de
52-Wo-Tief (€)	21,60	Div. 00/01	0,72	NAV (Mio. €)	n.v.	Dörenberg Edelstahl GmbH MAE Masch.- und Apparatebau GmbH & Co.KG SVT GmbH Setter-Gruppe Haeske GmbH & Co.KG	
52-Wo-Hoch (€)	40,10	Div. 01/02	0,75	NAV / Aktie (€)	n.v.		
Ø Tages-U.	5.936	Div. 02/03	0,50	Prem./Discount	n.v.		
Mitarbeiter	10	Div. 03/04	0,70	EpS 2005/06	3,24		
Gründungsjahr	1989	Div. 04/05	0,90	KGV 2005/06	11,2		
Geschäftsjahr	31.03.	Div. 05/06	1,10	Ø H-Dauer (in J.)	n.v.		
Anz. Beteil.	12	Div.R. 05	3,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0		

NAV ist irrelevant, da GESCO nur Mehrheitsbeteiligungen eingeht.



wie die Wachstumschancen bei Umsatz und Ertrag. Gelegentlich wird beim Kaufpreis ein Besserungsschein für den Verkäufer vereinbart, der typischerweise auf vier Jahre terminiert wird. Als Faustformel rechnet die GESCO mit einem Faktor für den Kaufpreis in Relation zum Gewinn vor Steuern von vier bis fünf. Die übernommenen Gesellschaften mit ihren Standorten und Mitarbeitern werden in der bisherigen Form weitergeführt. Wo notwendig, werden die Betriebsstrukturen im Finanz- und Controllingwesen oder auch im Vertrieb verbessert. Durch aussagefähige Reporting-Systeme, die den aktuellen Finanzierungsstandards entsprechen, wird die Stellung der integrierten Unternehmen gegenüber Banken erheblich verbessert. Eine Zerschlagung oder spätere Veräußerung ist nicht die strategische Absicht der GESCO AG.



Portfolio & Beteiligungen

Die GESCO AG strebt Beteiligungen an Unternehmen an, die einen Jahresumsatz ab rund 10 Mio. Euro haben, sich als etablierte Nischenanbieter mit hoher technologischer Kompetenz positionierten und in der Vergangenheit bereits bewiesen, daß sie operativ mit schwarzen Zahlen agieren. Zudem legt GESCO Wert auf eine adäquate Eigenkapitalausstattung. Sanierungs- beziehungsweise Restrukturierungsfälle akquiriert GESCO nicht. Ertragssteigerung ist in der GESCO-Gruppe wichtiger als Umsatzwachstum. An ihren 12 Beteiligungsunternehmen hält die GESCO AG 80 bis 100 % des Eigenkapitals. Eine Ausnahme bildet der Gewerbepark in Bautzen (40 %), eine Investition, die intern auch als profitable „Aufbauhilfe Ost“ verstanden wird. Beim Unternehmenskauf wird neben Eigenkapital, das durch Kapitalerhöhungen generiert wird, auf Fremdfinanzierungen über Banken zurückgegriffen. In der Regel liegt der Fremdfinanzierungsanteil bei 80 %. Als Sicherheit den Banken gegenüber gilt das jeweils erworbene Unternehmen. Die Fremdfinanzierung wird mit Zinsbindungsfristen von etwa drei bis sechs Monaten in Schweizer Franken getätigt. In diesem Zinsbindungszeitraum wird das Kursände-

... als auch im Werkzeugmaschinenbau ist Gesco präsent.

rungsrisiko, das intensiv beobachtet und entsprechend gehandhabt wird, bewußt in Kauf genommen. Eine aktive Zins- oder Kursabsicherung rechnet sich nach Aussagen des Vorstandes nicht. GESCO weist circa 8 % an Goodwill im Verhältnis zum Eigenkapital in der Bilanz aus. Vorteilhaft für die Bilanzstruktur ist die 50 %ige Eigenkapitalquote der AG.

Chancen & Risiken

GESCO profiliert sich im Markt mit drei nachhaltigen Erfolgsfaktoren: Die im Markt etablierten, erfolgreichen und weitgehend selbstverantwortlich geführten Unternehmen werden so positioniert, daß sie in ihren Nischen profitabel wachsen können. Bei der Akquisition legt die Gesellschaft ferner großen Wert auf eine breite Streuung der Abnehmerbranchen, um die Abhängigkeit von konjunkturellen Schwankungen zu reduzieren. Mit der Focussierung auf die der GESCO-Führung intensiv vertrauten Marktsegmente, Werkzeug- und Maschinenbau sowie Kunststofftechnik, lassen sich schließlich Technologie-Kernkompetenzen mit Größenvorteilen aufbauen und des weiteren durch Synergien, vor allem auf der Finanzierungsseite, positiv verstärken. Die Management-

Holding mit ihren wertsteigernden Dienstleistungen und Reportingsystemen stellt die professionelle Führung der Tochterunternehmen in einer Qualität sicher, die sonst nur Großunternehmen vorbehalten ist. Die positiven Charakteristika eines inhabergeführten Unternehmens bleiben dabei erhalten. Vor diesem Hintergrund dürften konjunkturelle Risiken der Branchen-Focussierung weitgehend vermindert werden können. Mit der fortschreitenden Integration weiterer Unternehmen

in das Beteiligungsportfolio sollte die GESCO in absehbarer Zeit an keine Management- oder Komplexitätsgrenzen stoßen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das klare Konzept der GESCO mit spezialisierten Unternehmen aus verwandten und profitablen Geschäftsfeldern unter einer kompetenten und ertragsorientierten Management-Holding ist die Grundlage der anhaltend positiven Entwicklung der GESCO AG. Solange die Gesellschaft ihrem Konzept treu bleibt, ist zu erwarten, daß sie weiterhin in der Erfolgsspur fahren wird. Bei einer Dividendenrendite von mehr als 3 % und einer Wertentwicklung der Aktie von rund 60 % binnen Jahresfrist war die GESCO-Aktie bislang ein nachhaltiges und erfolgreiches Investment. Mit einem KGV von 12 ist die Aktie zudem nicht übermäßig hoch bewertet.

analysiert von:
Christoph Kayenburg

Kayenburg AG
Creating Company Value

MDB AG

Wachstum in der Baubranche

Unternehmen & Management

Die MDB AG ist eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft mit Sitz in München. Auf möglichst langfristiger Basis erwirbt das Unternehmen Mehrheitsanteile an etablierten Mittelstandsfirmen der Bauzubehörindustrie in Deutschland und dem benachbarten Ausland. Bevorzugte Zielobjekte sind wachstums- und ertragsstarke Hersteller von Nischenprodukten und Spezialerzeugnissen mit guten Perspektiven.

Positionierung & Strategie

Einer der wichtigsten Punkte der Strategie ist die Vorgehensweise bei Übernahmen. Selbst bei einer kompletten Übernahme behalten die Beteiligungsfirmen ihr Management, ihre Eigenständigkeit sowie ihre Unternehmensstruktur und damit auch ihre unternehmerische Flexibilität, ihre Innovations- und Wettbewerbskraft bei. Für notwendige Wachstumsfinanzierungen zum Ausbau der Ertragskraft können die Tochterunternehmen auf die Kapitalmarktanbindung der Holding zurückgreifen. So erhalten die Beteiligungen indirekten Zugang zum Kapitalmarkt. Weiteres strategisches Ziel ist die intensive Nutzung von Synergievorteilen im Firmenverbund. Die Ausrichtung des Unternehmens konzentriert sich seit der Restrukturierung auf Aktivitäten „Rund ums Haus“. Derzeit teilt sich das Geschäft in drei Segmente ein: die Hausprofi-Gruppe (Dachausbau, Vollwärmeschutz, Befestigungstechnik), die DIMEX-Gruppe (PVC-Profilsysteme für Türen und Fenster) sowie die MDB France Gruppe (Parkettherstellung und Spanplatten). In allen Teilbereichen verfügen die Unternehmen des MDB-Konzerns über eine hervorragende Markstellung.

Chancen & Risiken

Der MDB-Konzern bewegt sich nach wie vor in einem wirtschaftlich schwierigen Umfeld. Dem Management um Peter Freiherr von Jungenfeld gelingt es in den letzten Jahren aber immer besser, die Schwächen im Inland mit den überproportional stark wachsenden Auslandsumsätzen (über drei Viertel des Gesamtumsatzes) zu kompensieren. Nach einem erfreulichen Geschäftsjahr 2004 mußten im vergangenen Jahr aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise, der Kapazitätsausweitungen und zu guter Letzt der schlechten Wetterbedingungen Ertragsrückgänge hin genommen werden. Auch hier konnte über das Auslandsgeschäft teilweise entgegengesteuert werden. Insgesamt betrachtet ist der Konzern stark von der Branchenentwicklung abhängig, wobei die Auslandsaktivitäten dieses Risiko eingrenzen können.

Zusammenfassung & Einschätzung

In den vergangenen Jahren haben sich die Ergebnisse der einzelnen Sparten nachhaltig verbessert. Durch die jüngst platzierte Kapitalerhöhung konnten die letzten Verbindlichkeiten gegenüber den DIMEX-Anteilseignern beglichen werden. Die Kapazitätsausweitungen im vergangenen Jahr innerhalb der DIMEX- und der MDB France-Gruppe sollten sich zudem schon im laufenden Jahr positiv im Ertrag widerspiegeln.

analysiert von:
Maximilian Brandl



MDB AG				Kurs (Euro):	25,70	Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006583107	Perf. 1 J.	-20,2 %	rel. zu DAX	0,609	Invest-Fokus	Unternehmen der Bauzubehör-Branche mit starkem Wachstum
WKN	658 310	Perf. 2 J.	81,0 %	rel. zu DAX	1,231		
AZ (Mio. St.)	0,97	Perf. 3 J.	186,8 %	rel. zu DAX	1,262	Strategie	Erwerb der Beteiligungen auf möglichst langfristiger Basis
MCap (Mio. €)	24,93	Perf. 6 J.	4,3 %	rel. zu DAX	1,539		
52-Wo-Tief (€)	22,00	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	30	Homepage	www.mdb-ag.com
52-Wo-Hoch (€)	34,00	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	30,9	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	624	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-16,9 %		
Mitarbeiter	771	Div. 03	0,00	EpS 2005e	1,50		
Gründungsjahr	1989	Div. 04	0,00	KGv 2005	17,1		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	>5		
Anz. Beteil.	16	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	11,0		

Nanostart AG

Investments mit Sex-Appeal

Unternehmen & Management

Erst 2003 gründete der heutige Vorstand Marco Beckmann die Nanostart AG. Gleich im Namen sollte das unverwechselbare Profil des Unternehmens erkennbar sein: Investitionen in die Nanotechnologie. Von vielen Experten wird ihr das Potential zugestanden, unsere Art zu wirtschaften und zu denken vollkommen zu revolutionieren. Klar, daß Börsianer gleich an explosive Gewinnchancen denken.

Positionierung & Strategie

Mittlerweile betreibt die in Frankfurt ansässige Nanostart AG nicht nur das klassische Beteiligungsgeschäft in aufstrebende innovative Unternehmen der Nanotechnologie, das Team um Marco Beckmann berät zudem Themenfonds wie den DAC Nanotech bei ihrer Auswahl interessanter Aktien. Das liefert kontinuierliche planbare Erträge. Das Hauptaugenmerk liegt allerdings weiterhin im Aufbau eines eigenen Beteiligungsportfolios. Und in diesem Bereich kann die Gesellschaft trotz ihrer jungen Historie bereits einige respektable Erfolge aufweisen. Im November letzten Jahres konnte die in der 3 D-Oberflächenanalyse tätige NanoFocus AG erfolgreich an den neu geschaffenen Entry Standard eingeführt werden. Mit den beiden US-Gesellschaften Arrowhead Research und Integral Vision realisierte Nanostart über die Börse zwei weitere erfolgreiche Exits. Die hierbei erzielten Verkaufserlöse will Beckmann in neue nicht-börsennotierte Nanotechnologie-Unternehmen in Europa und den USA investieren. Auf diese Weise soll das aktuell 10 Beteiligungen umfassende Portfolio schnellstmöglich stärker diversifi-



fiziert werden. Die einzelnen Beteiligungen erhalten neben einer Anbindung an ein Kompetenznetzwerk aus Gesellschaften und Forschungseinrichtungen der Nanotech-Branche zusätzlich Hilfestellung in kapitalmarktrelevanten Fragen wie beispielsweise der Kommunikation mit potentiellen Investoren. Nanostart lädt deshalb regelmäßig zu Informationsveranstaltungen ein, auf denen Unternehmer und Anleger über das Potential der Nanotechnologie und der eigenen Portfoliounternehmen aufgeklärt werden sollen.

Portfolio & Beteiligungen

Große Hoffnungen setzt Nanostart auf die Berliner MagForce AG. Das aus der Grundlagenforschung an der Charité hervorgegangene Unternehmen testet seit 2003 in mehreren klinischen

Anzeige



Eine neue Dimension.

Business Wire ist weltweit führend in der Verbreitung von Finanzmitteilungen und Pflichtpublizität. Wir kennen die Finanzmarktregeln und helfen dabei, diese für Sie zu definieren. Unsere engen Beziehungen zur professionellen Investor Relations-Community und zu den weltweiten Medien sind unsere Kernkompetenzen. Mit Business Wire erreichen Sie synchron die globalen Finanzmärkte. Es ist Zeit für eine neue Dimension.

Better global disclosure. Better be Business Wired.



Kontakt:
Germany@BusinessWire.com
+49. (0)69.91 50 66-0
Frankfurt Paris London Brüssel
www.BusinessWire.com

©2006 Business Wire, das Business Wire Logo und Business Wired sind eingetragene Markenzeichen von Business Wire, ein Berkshire Hathaway Unternehmen und urheberrechtlich geschützt.



Die Geräte der NanoFocus AG ermöglichen eine dreidimensionale Abbildung von Oberflächen bis in den Nanometer-Bereich
Quelle und Bildrechte: NanoFocus AG

Phasen Produkte für eine neuartige Tumorthherapie mittels magnetischer Nanopartikel. Damit soll das millimetergenaue tumorzellenspezifische Erwärmen bestimmter Körperregionen möglich werden. Eine n der jüngsten Zugänge im Portfolio stellt die kalifornische Nanosys dar. Das

Unternehmen verfügt über eine patentierte Technologie, mit der Baugruppen in Nanometergröße für verschiedenste Produkte gefertigt werden können. Kooperationen mit Intel, Sharp und der US-Regierung unterstreichen das Renommé der Gesellschaft. Ein wichtiges Ereignis betrifft die Saarbrücker ItN Nanovation. Bei dem Spezialisten für industriell einsetzbare Nanopartikel dürfte in den kommenden Monaten ein Börsengang an-



Mithilfe der Nanotechnologie entwickelt NanoOpto neuartige optische Komponenten die sich bereits heute in Handys, Displays und Bildschirmen wieder finden; Quelle und Bildrechte: NanoOpto Corp.

stehen. Erst im Januar hatte Nanostart nach der Ausübung einer Kaufoption den direkten Anteil an ItN verdoppelt. Über das Engagement bei der VentureTech Equity-Partners hält man darüber hinaus indirekt weitere Geschäftsanteile.

Chancen & Risiken

Wo die Reise in einem freundlichen Börsenumfeld hingehen kann, zeigt ein Blick auf den Aktienkurs der letzten Monate. Allein seit Jahresbeginn verbuchte das Papier ein Kursplus von über 70 %. Die Branchenkenntnisse des Vorstands sind vielleicht das wichtigste Asset der Gesellschaft, ist doch Know-how bei der Identifikation aussichtsreicher Zielunternehmen zwingend erforderlich. Aufgrund des frühen Investitionszeitpunktes in oftmals forschende Unternehmen mit noch geringen Umsätzen fährt Nanostart ein sehr hohes Risiko, vergleichbar dem eines

Venture Capital-Gebbers. Daß Nanostart selbst oft von „Potential“ spricht, sowohl im Hinblick auf die Technologie als auch auf die Entwicklungsmöglichkeiten der Beteiligungen, verdeutlicht, daß auch eine große Portion „Phantasie“ in den aktuellen Notierungen steckt.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Trend Nanotechnologie wird erst seit wenigen Monaten an der Börse gespielt. Dabei stehen die wenigen „echten“ Nanotech-Werte im Mittelpunkt des Anlegerinteresses. Die bisherigen Transaktionen scheinen den Vertrauens-

vorschau in die Strategie des Nanostart-Managements zu bestätigen. Und gerade Vertrauen ist bei einem derart komplexen Thema wie der Nanotechnologie unbedingt erforderlich, ähnelt die Materie für Nichtkenner der Branche doch sehr einer Black Box.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Nanostart AG				Kurs (Euro): 31,75		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE000A0B9VV6	Perf. 1 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Invest-Fokus	Unternehmen der Nanotech-Branche, Europa & USA
WKN	A0B 9VV	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Langfristig Exit-orientierte Investitionen
AZ (Mio. St.)	5,00	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		
MCap (Mio. €)	158,75	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.nanostart.de
52-Wo-Tief (€)	0,01	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	k.A.	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	43,00	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	k.A.		
Ø Tages-U.	4.667	Div. 02	0,00	Prem./Discount	n. ber.		
Mitarbeiter	8	Div. 03	0,00	EpS 2005*	0,30		
Gründungsjahr	2003	Div. 04	0,00	KGv 2005	105,8		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	1,0		
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,0	VentureTech Equity-Partners (100 %)	

*) Schätzung Smart Investor.

Ponaxis AG

Der Logistik-Netzwerker

Unternehmen & Management

Ponaxis ist seit dem Jahr 2001 im Beteiligungsgeschäft aktiv. Entstanden ist die Gesellschaft im Umfeld der Sozietät bdp (Bormann, Demant & Partner), als diese im Rahmen von Berateraufträgen immer wieder mit ungeklärten Nachfolgeregelungen ihrer Mandanten konfrontiert worden war. Der ehemalige Gründer der Sozietät bdp, Andreas Demant, leitet heute gemeinsam mit seinen beiden Kollegen Jochen Wittke und Jörg Trützschler die Ponaxis AG.

Positionierung & Strategie

Die Positionierung als Holding im Bereich Logistik und logistiknahe Dienstleistungen geht auf die Übernahme der HDM Logistik AG und der mit ihr verbundenen HDM Handels GmbH in den Jahren 2002 und 2003 zurück. Auch wenn der Focus der Gesellschaft bislang klar auf diese Branche ausgerichtet ist, prüft Ponaxis weiterhin Akquisitionen außerhalb der Logistik. Mit der Nanoresins AG besitzt Ponaxis ein erstes Standbein im zukunftssträchtigen Bereich der Nanotechnologie. Möglich erscheint auch der Erwerb von Unternehmensberatungen oder Finanzdienstleistern, falls diese für die anderen Beteiligungen von strategischem Nutzen sind. Daraus wird der Netzwerkcharakter der Ponaxis-Strategie ersichtlich. Die Holding will nicht nur benötigtes Eigenkapital zur Verfügung stellen, sondern zugleich die bestehenden guten Kontakte zu Fremdkapitalgebern für die eigenen Beteiligungen nutzen. Der Zugang zum Kapitalmarkt und das branchenerfahrene Management sind weitere Argumente, die für Ponaxis sprechen und verdeutlichen, welche Vorteile eine Mitglied-

schaft im Holding-Verbund bietet. Die zumeist mittelständisch strukturierten Unternehmen werden für einen Kaufpreis zwischen 0,5 und 10 Mio. Euro erworben. Nach der Optimierung der Ertragskennziffern sind auch ein späterer Wiederverkauf oder ein Börsengang denkbare Optionen.



Chancen & Risiken

Nach dem vollständigen Erwerb der Arrivo Logistik GmbH und der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft ist ein Börsengang der Sparte für das zweite Halbjahr 2006 geplant. Das sorgt für Kursphantasie. Zudem verlangen die im Dezember über eine Kapitalerhöhung eingesammelten Gelder von rund 10 Mio. Euro in den nächsten Monaten nach einer sinnvollen Verwendung. Neue Investments würden das

ohnehin schon ambitionierte Expansionstempo nochmals beschleunigen, wobei die Gefahr besteht, daß die vorhandenen Managementkapazitäten mit dieser Entwicklung nicht im selben Umfang Schritt halten können.

Zusammenfassung & Einschätzung

Der Charme des Geschäftsmodells liegt in der offenen Netzwerkstrategie mit den Möglichkeiten zur Hebung von Synergien und Verbesserung der Profitabilität innerhalb einer wachsenden Branche. Da die Ausrichtung auf das Logistiksegment erst ab 2003 umgesetzt wurde, kann Ponaxis allerdings in seiner heutigen Struktur noch auf keinen nachhaltigen Track Record oder aussagekräftige Exit-Erfolge verweisen.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Ponaxis AG				Kurs (Euro): 3,01		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006945702	Perf. 1 J.	189,4 %	rel. zu DAX	2,209	Invest-Fokus	Branchenunabhängig mit Schwerpunkt Logistik
WKN	694 570	Perf. 2 J.	306,8 %	rel. zu DAX	2,766	Strategie	Langfristige Beteiligung an mittelständischen Unternehmen
AZ (Mio. St.)	11,26	Perf. 3 J.	301,3 %	rel. zu DAX	1,766		
MCap (Mio. €)	33,90	Perf. 6 J.	129,8 %	rel. zu DAX	3,39	Homepage	www.ponaxis.de
52-Wo-Tief (€)	0,94	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)**	20,5	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	3,36	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)**	1,8		
Ø Tages-U.	21.611	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+65,4 %		
Mitarbeiter	4 (H), 400 (K)	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,02		
Gründungs-jahr	1994*	Div. 04	0,00	KGv 2005	150,5		
Geschäfts-jahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	2,0		
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	1,7		

*) Auf das Jahr 1994 geht die Gründung der Vorgängergesellschaft Praha Portfolio AG zurück.

**) Angabe bezieht sich auf das Eigenkapital per 31.12.05.

Carthago Capital Beteiligungen AG

Einziger Börsenmantelhändler

Unternehmen & Management

Die Carthago Capital Beteiligungen AG (CCB AG) ist die Holding der Carthago Gruppe. Neben dem eigenen Beteiligungsgeschäft im Bereich der deutschen Nebenwerte hält die Konzernmutter 100 % der Anteile an der Carthago Value Invest AG (CVI AG), die wiederum sämtliche der Anteile an der Carthago Capital Consulting AG (CCC AG) hält. Der über 80 %ige Anteil an der Carthago Biotech AG wurde im Geschäftsjahr 2005 vollständig an einen Investor veräußert. Geführt wird die Gruppe von Sam Winkel und Reiner Ehlerding, die mit ihrem weitreichenden Netzwerk für den Erfolg der Unternehmung verantwortlich sind.

Positionierung & Strategie

Auf einen hochspezifischen Sektor der Börse hat sich die Carthago Gruppe spezialisiert. Die CVI AG investiert überwiegend in sogenannte Value-Werte und in Unternehmen mit Squeeze-out-Phantasie, wie beispielsweise bei der Felten & Guillaume AG, wo aufgrund von Nachbesserungszahlungen 180.000 Euro vereinnahmt werden konnten. Dagegen hat sich die CCC AG auf den Bereich der börsennahen Corporate Finance-Beratung und den professionellen Handel mit Börsenmänteln focussiert. Im vergangenen Jahr begleitete das Unternehmen mehrere Gesellschaften, so wie die Independent Capital Unternehmensbeteiligung AG oder die n2nanotech AG, beim Listing an einer deutschen Börse. Die Anlagestrategie von Carthago ist auf eine langfristige Wertsteigerung ausgelegt, was sich auch bei den Börsenmanteltransaktionen zeigt, die in der Regel Verweildauern von ein bis zwei Jahren ha-

ben. Derzeit soll beispielsweise die Trace Biotech AG i.H. nach dem Insolvenzplanverfahren neu ausgerichtet werden.

Chancen & Risiken

Im derzeit positiven Börsenumfeld ist die Strategie der Carthago erfolgreich. Neben einem kostspieligen IPO stellt die Möglichkeit eines Börsenmantelerwerbs für zahlreiche Kapitalmarktkonsumenten eine günstigere Alternative dar. So positiv wie sich das aktuelle Umfeld auf die Erlöse der Gruppe auswirkt, könnte eine Abschwächung des Marktes zu einem ebenso starken Gewinneinbruch führen.



Zusammenfassung & Einschätzung

Carthago hat ersten Schätzungen zufolge im vergangenen Jahr einen Rekordgewinn erzielt. Neben den Erlösen aus Wertpapierverkäufen zieht vor allem auch das Geschäft im Bereich Consulting an, was sich am Markt durch die sprunghaft steigende Anzahl an Börsengängen widerspiegelt. Im Börsenmantelgeschäft ist die Carthago zudem eines der

führenden Unternehmen und betreibt die derzeit einzige Internetplattform für Börsenmäntel (www.boersenmantel.com). Die Gruppe ist mit ihrer vielschichtigen Ausrichtung als eine Art Nischenplayer zu bezeichnen. Wir gehen ferner davon aus, daß die Carthago Gruppe im laufenden Jahr vom derzeitigen Börsenumfeld profitieren wird.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Carthago Capital Beteiligungen AG				Kurs (Euro): 9,10		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005418404	Perf. 1 J.	150,0 %	rel. zu DAX	1,908	Invest-Fokus	Small und Mid Caps mit Squeeze-Out-Phantasie, Börsenmäntel
WKN	541 840	Perf. 2 J.	265,5 %	rel. zu DAX	2,485	Strategie	Value Investing ohne Branchenspezifikation
AZ (Mio. St.)	1,00	Perf. 3 J.	219,3 %	rel. zu DAX	1,405		
MCap (Mio. €)	9,10	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.carthago-ag.de
52-Wo-Tief (€)	0,90	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	8,4	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	2,87	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	8,4		
Ø Tages-U.	330	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+8,3 %		
Mitarbeiter	2	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,40		
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGv 2005	22,8		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	2,5		
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,0		

Deutsche Balaton AG

Wenig beachtet, hochprofitabel

Unternehmen & Management

Die in Heidelberg ansässige, bereits seit 1997 börsennotierte Deutsche Balaton AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit den Schwerpunkten Private Equity und Corporate Investments. Unter der Führung von Jürgen Dickemann investiert das Unternehmen sowohl in börsennotierte wie auch in nicht börsennotierte Firmen.

Positionierung & Strategie

Seit ihrer Gründung hat sich die Gesellschaft stark gewandelt. Ursprünglich wurde das Unternehmen als Deutsche Balaton Broker-Holding AG gegründet. Hauptgeschäftszweck war die Verwaltung, der Erwerb sowie die Veräußerung von Beteiligungen überwiegend rund um den Plattensee (Balaton) in Ungarn. Im Jahr 1999 erfolgte die Umfirmierung in Deutsche Balaton AG und die Erweiterung des Geschäftsgegenstands. Heute focussiert sich das Management stärker auf Inlandsbeteiligungen, wobei die Anlagestrategie langfristig orientiert ist. Zu den wesentlichen Beteiligungen im Bereich Corporate Investments gehören derzeit Beta Systems und W.E.T. Automotive. Über die CornerstoneCapital AG werden dagegen die nicht börsennotierten Engagements abgedeckt. Hierzu gehören u.a. Investments in Squeeze-out-Spekulationen, wie beispielsweise bei der Walter AG.

Chancen & Risiken

Innerhalb des Portfolios ist die Risikodiversifizierung stark ausgeprägt. Neben direkten Beteiligungen an Unternehmen aus der

Industrie wie Beta Systems und W.E.T., die wiederum zu 76 % der luxemburgischen W.E.T. Holding gehört, investiert das Unternehmen in andere Beteiligungsgesellschaften wie Cornerstone oder die net.IPO AG. Damit gelingt es dem Management, das Risiko auf mehrere Säulen in verschiedenen Branchen zu verteilen,

wenngleich das Private Equity-Geschäft mit überdurchschnittlichen hohen Chancen und Risiken verbunden ist.

Zusammenfassung & Einschätzung

Nach einem schwierigen Jahr 2001 kehrte die Gesellschaft bereits ein Jahr später wieder in die Gewinnzone zurück. In den folgenden Jahren wurde das Grundkapital in drei Schritten auf jetzt 13,35 Mio. Euro

herabgesetzt. Im vergangenen Jahr wirkten sich die erzielten Nachbesserungen aus dem Spruchstellenverfahren betreffend der ehemaligen Honsel AG mit rund 1,3 Mio. Euro sowie der Verkauf von Aktien der Walter AG in Höhe von etwa 3,5 Mio. Euro positiv aus. Zudem ergeben sich voraussichtlich Zuschreibungen auf Beteiligungsansätze im Volumen von 5 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Cornerstone AG. So summierten sich die Überschüsse in der abgelaufenen Fiskalperiode insgesamt auf 10,8 Mio. Euro. CdC Capital geht in einem anhaltend freundlichen Börsenumfeld von einer weiterhin stabilen Ertragslage aus. Für Phantasie sorgt zudem ein mögliches Squeeze-out-Szenario in Sachen W.E.T. Automotive Systems AG.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Deutsche Balaton AG				Kurs (Euro): 6,40		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005508204	Perf. 1 J.	24,3 %	rel. zu DAX	0,948	Invest-Fokus	Private Equity und Corporate Investments
WKN	550 820	Perf. 2 J.	34,7 %	rel. zu DAX	0,916	Strategie	Value Investing ohne Branchenspezifikation
AZ (Mio. St.)	13,35	Perf. 3 J.	82,9 %	rel. zu DAX	0,805		
MCap (Mio. €)	85,44	Perf. 6 J.	-65,9 %	rel. zu DAX	0,504		
52-Wo-Tief (€)	0,90	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	95	Homepage	www.deutsche-balaton.de
52-Wo-Hoch (€)	2,87	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	7,1	Größte Beteiligungen	
Ø Tages-U.	3.069	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-10,1 %		
Mitarbeiter	38	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,81		
Gründungsjahr	1991	Div. 04	0,00	KGv 2005	7,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05e	0,30	Ø H-Dauer (in J.)	3,0		
Anz. Beteil.	>8	Div.R. 05	4,7 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	8,0		
						Cornerstone Capital AG	
						Beta Systems Software AG	
						W.E.T. Automotive AG	
						Spütz AG	
						net.IPO AG	

Falkenstein Nebenwerte AG

Sondersituationen auf der Spur

Unternehmen & Management

Über die in Hamburg ansässige Falkenstein Nebenwerte AG ist dies- und jenseits der Alster nur wenig bekannt. Gegründet wurde die Gesellschaft gegen Ende des Boomjahres 2000, um auf eigene Rechnung auf deutsche und schweizerische Nebenwerte konzentrierte Portfolios zu managen. Vor allem aber Abfindungswerte sind das Steckpferd der erst seit 2003 börsennotierten Falkenstein.

Positionierung & Strategie

Value-Investing ist auch bei Falkenstein oberstes Gebot. Einzelne Themen wie Rohstoffe, Technologie oder Solarstrom fallen dabei schnell durch den Rost.

Klassische Kennziffern wie das KGV oder das Verhältnis von Buchwert zu Marktkapitalisierung grenzen das Spektrum der in Frage kommenden Werte ein. Hinzu kommt meist noch ein Katalysator, etwa ein Turnaround, eine Übernahme oder eine potentielle Abfindungsspekulation. Häufig sind die Engagements demnach situativ getrieben. Künftig sollen ferner über ein Beratungsmandat für ein von der LBBW lanciertes TopPick-Zertifikat die Erlösströme etwas breiter gestreut werden. Im Zuge dieser operativen Differenzierung verzichtet Falkenstein auf die Ausweisung eines tagesaktuellen NAV.

Portfolio & Beteiligungen

Häufig stehen die zehn größten Positionen für gut die Hälfte des Beteiligungsportfolios. Exakt über die gezielte Auswahl und Gewichtung der Einzeltitel wird das Portfolio gesteuert. Je nachdem, wie hoch eine mögliche Squeeze-out-Spekulation über die

Aufnahme von Krediten zusätzlich gehebelt wird, schwankt das Volumen des Portefeuilles zwischen 30 und 50 Mio. Euro. Derzeit ist Falkenstein unter anderem in die Abfindungsvorgänge bei Vattenfall, AMB Generali und P&I involviert.



Chancen & Risiken

Vorteilhaft bei Abfindungsspekulationen wirkt der gut abschätzbare Mittelrückfluß. Auf diese Weise läßt sich das Risiko einer Kreditaufnahme für das Hebeln einzelner Titel frühzeitig evaluieren. Hinzuweisen bleibt allerdings diesbezüglich auf das begrenzte Universum für potentielle Sondersituationen. Außerdem könnten mögliche Erträge schnell dahinschmelzen, sobald

die Börse wieder an Fahrt und das Geschäft mit Akquisitionen und Übernahmen an Dynamik verliert.

Zusammenfassung & Einschätzung

Falkenstein hat im positiven Börsenumfeld gut gelebt. Eine Dividende von 1,75 je Aktie, nachdem im Vorjahr der Gewinn noch vollständig in die Gewinnrücklage eingestellt worden war, ist hierfür ein deutliches Zeichen. Erst kürzlich konnte zudem durch den Verkauf einer Beteiligung an AXA ein Erlös von 10 Euro je Aktie verbucht werden. Für 2006 könnten die Bücher damit fast schon geschlossen werden. Dennoch dürfte die Falkenstein-Aktie aufgrund des geringen Streubesitzes sowie des tageweise dünnen Handels zu den volatileren Titeln innerhalb des Segmentes gehören.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

FALKENSTEIN Nebenwerte AG				Kurs (Euro): 63,00		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005752307	Perf. 1 J.	90,9 %	rel. zu DAX	1,457	Invest-Fokus	Aktien aus dem deutschsprachigen Raum ...
WKN	575 230	Perf. 2 J.	110,5 %	rel. zu DAX	1,432	Strategie	Value Investing, mit Augenmerk auf wertsteigernde Katalysatoren
AZ (Mio. St.)	0,50	Perf. 3 J.	260,0 %	rel. zu DAX	1,584		
MCap (Mio. €)	31,50	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.falkenstein-ag.de
52-Wo-Tief (€)	5,40	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	k.A.	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	7,80	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	k.A.		
Ø Tages-U.	924	Div. 02	0,00	Prem./Discount	k.A.	Vattenfall Europe AG	
Mitarbeiter	3	Div. 03	0,75	EpS 2005**)	7,60	Kromschroder AG	
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGV 2005	8,3	P & I AG	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	1,75	Ø H-Dauer (in J.)	1,5	Wüstenrot	
Anz. Beteil.	ca. 25	Div.R. 05	2,8 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0	Dr. Scheller AG	

*) NAV wird nicht ausgewiesen, da sich das Unternehmensergebnis u.a. auch aus Provisionserlösen, aus Beratungsdienstleistungen und potentiellen Nachbesserungen aus laufenden Spruchverfahren zusammensetzt, die im Rahmen einer NAV-Betrachtung nicht abgebildet werden können. **) 7,6 Euro per ultimo 2005; Per Ende Februar 2006 wurde zusätzlich ein steuerfreier Gewinn aus Aktienverkäufen von 5,0 Mio. EUR (= 10,00 EUR je Aktie) angezeigt, der größtenteils aus der Veräußerung einer Finanzanlage stammt; weitere stille Reserven sind vorhanden.

Impera Total Return AG

Funktionierende IPO-Maschinerie

Unternehmen & Management

Die in Frankfurt am Main ansässige Impera Total Return AG erstreckt die Geschäftstätigkeit seit der Umstrukturierung Ende 2004 auf die Bereiche Corporate Finance und Private Equity, sucht dabei aber stets opportunistisch nach Sondersituationen.

Positionierung & Strategie

Bei den Sanierungs-, Umplazierungs- und Restrukturierungsprojekten hat die Impera-Führung unter dem Vorstand Günther P. Löw immer auch den Kapitalmarkt fest im Blick. Im Beteiligungsgeschäft hat sich die Gesellschaft neben bereits börsennotierten Small und MidCaps auch auf Pre-IPO-Investments spezialisiert. Bei der Auswahl der Investments geht das Impera-Team nach strengen Investmentkriterien vor. Zum einen spielt die Equity Story, die wirtschaftliche Lage des Unternehmens bei der Beteiligungsentscheidung eine gewichtige Rolle. Es werden nur Geschäftsmodelle bevorzugt, die auch tatsächlich Gewinne abwerfen, so daß ein wie auch immer gearteter Exit nicht zwangsläufig erfolgen muß. Andererseits kommt auch der Größe des Transaktionsvolumens eine gewichtige Rolle zu.

Chancen & Risiken

Das Anlageportfolio von Impera ist stark von der Börsenkonjunktur abhängig, wenngleich dem NAV gemäß der EVCA-Methode Erträge erst dann zugeschrieben werden, wenn eine Transaktion tatsächlich abgeschlossen wurde. In einem so erfreulichen Börsenumfeld wie momentan hat das natürlich positive Auswir-

kungen auf die Ergebnisse. Jedoch spricht die hohe Erfolgsquote der Investments für die Auswahlkriterien des Managements.

Zusammenfassung & Einschätzung

Seit der Neuausrichtung im Herbst 2004 wurde das Unternehmen in kürzester Zeit schnell wieder profitabel. So wurden im vergangenen Geschäftsjahr 2005 u.a. die Emissionen von Mercatura Cosmetics Biotech AG, EUTEX European Telco Exchange AG und der Medical Columbus AG begleitet. Ebenso erfreulich wie das Jahr 2005 startete das laufende Jahr mit dem überaus erfolgreichen

Börsengang der Neosino Nanotechnologies AG. Aufgrund der gut gefüllten IPO-Pipeline mit z.B. klickTel, Transflow oder der im vierten Quartal 2006 erwarteten n.runs dürfte das Ergebnis im laufenden Jahr den Vorjahreswert von 1,54 Euro je Aktie deutlich übertreffen. Um mögliche Liquiditätsengpässe zu vermeiden, soll gemäß eines Beschlusses der 2005er Hauptversammlung das Grundkapital bis zum 30. Juni 2010 um bis zu

412.500 Euro erhöht werden. Ferner steht nach der diesjährigen HV eventuell die Ausgabe von Gratisaktien auf der Agenda. Zur Erhöhung der Liquidität der Aktie wurde zum Jahresbeginn die Close Brother Seydler AG als Designated Sponsor beauftragt. Über die Impera-Aktie können sich Anleger indirekt an verschiedenen Kapitalmarkttransaktionen beteiligen, bei denen ihnen der direkte Zugriff selbst verwehrt würde. Ein Investment ist auch auf dem aktuellen Niveau noch interessant.

analysiert von:
Maximilian Brandl



Impera Total Return AG				Kurs (Euro): 21,60		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0005751309	Perf. 1 J.	237,5 %	rel. zu DAX	2,576	Invest-Fokus	kapitalmarktnahe und börsennotierte Small und MidCaps
WKN	575 130	Perf. 2 J.	747,1 %	rel. zu DAX	5,761	Strategie	Beteiligungserwerb mit überdurchschnittlichem Upsidepotential
AZ (Mio. St.)	0,73	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Homepage	www.impera.de
MCap (Mio. €)	15,68	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Tief (€)	6,90	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	17		
52-Wo-Hoch (€)	19,39	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	23,4	Eutex	
Ø Tages-U.	1.755	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-7,8 %	Frogster	
Mitarbeiter	4	Div. 03	0,00	EpS 2005	1,54	Transflow	
Neuausrichtung	2004	Div. 04	0,00	KGv 2005	14,0	klickTel	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	1,0	Neosino Nanotechnologies	
Anz. Beteil. e	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	3,0		

KST Beteiligungs AG

Gesellschaft im Wandel

Unternehmen & Management

Die KST Beteiligungs AG geht aus der bereits im Jahr 1998 gegründeten KST Wertpapierhandels AG hervor. Das Unternehmen unter der Führung von Wolfgang Rück (Verwaltung, Rechnungslegung, Personal) und dem aus Neuer Markt-Zeiten bekannten Kurt Ochner (Strategie, Ausrichtung und Anlagepolitik) beteiligt sich als aktiver Investor bei Unternehmen im deutschsprachigen Raum, die bereits einen Kapitalmarktzugang über die Börse besitzen oder diesen zeitnah anstreben.

Positionierung & Strategie

Bei der Anlageentscheidung der KST steht das fundamentale Momentum einer Gesellschaft im Focus. Darunter versteht das Management verschiedene Einflußfaktoren, die der Umsatz-, Cash Flow- und Gewinnentwicklung voraussagen können. Zu den Parametern zählen vor allem laufende Aktivitäten innerhalb der Unternehmen, wie beispielsweise steigende Auftragseingänge oder Wechsel in der Aktionärsstruktur. Die Strategie der KST zielt zudem auf die Vermeidung eines „Klumpenrisikos“ ab, so werden Beteiligungen im Regelfall nur bis zu einem Anlagevolumen von max. 3 Mio. Euro getätigt. Zur Erweiterung der Angebotspalette vollzieht die KST derzeit einen Wandel. Kürzlich erwarb das Unternehmen hierzu die Corporate Finance-Beratungsgesellschaft Blättchen & Partner AG und möchte des weiteren eine Wertpapierhandelsbank gründen. Für die Finanzierung des Vorhabens wurde kürzlich eine Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 6,75 Mio. Euro erfolgreich durchgeführt. Die Wertpa-

pierhandelsbank soll in Zukunft u.a. die komplette IPO-Abwicklung bei Small- und MidCaps aus einer Hand ermöglichen.

Chancen & Risiken

Im Gegensatz zu klassischen Fondsanlagen hat ein Investment in einer Beteiligungsgesellschaft Vorteile: Zum einen ist eine börsennotierte Gesellschaft wesentlich transparenter als die meisten Fonds, andererseits ermöglicht die Anbindung aller Unter-

nehmen an den Kapitalmarkt ein schnelles Handeln bei eventuellen Marktveränderungen. Eine weitere Risikostreuung erreicht die KST durch die branchenübergreifende Anlage. Aufgrund der Anbindung an die Börse sowohl bei der KST als auch bei den Beteiligungen ist das Geschäftsmodell stark vom Börsenumfeld abhängig.



Zusammenfassung & Einschätzung

Die KST Beteiligungs AG gehört derzeit sicherlich zu einer der erfolgreichsten Gesellschaften in diesem Segment. Die jüngsten Veränderungen im Geschäftsmodell der KST sind im aktuellen Börsenumfeld ein nachvollziehbarer Schritt. Allerdings wird sich in den kommenden Monaten zeigen müssen, wie schnell das neue Konzept erfolgreich umgesetzt werden kann. Die aktuelle Marktkapitalisierung beinhaltet derzeit allerdings schon viel Phantasie, jedoch sollte allein der Neosino-Deal die Kosten für das laufende Jahr schon mehr als eingespielt haben.

analysiert von:
Maximilian Brandl



KST Beteiligungs AG				Kurs (Euro): 20,45		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006322001	Perf. 1 J.	282,2 %	rel. zu DAX	2,917	Invest-Fokus	kapitalmarktnahe und börsennotierte dt. Small und Mid Caps
WKN	632 200	Perf. 2 J.	402,5 %	rel. zu DAX	3,417	Strategie	breit gefächerte, branchenübergreifende Anlagestrategie
AZ (Mio. St.)	5,50	Perf. 3 J.	1381,9 %	rel. zu DAX	6,521		
MCap (Mio. €)	112,48	Perf. 6 J.	9,8 %	rel. zu DAX	1,619	Homepage	www.kst-ag.de
52-Wo-Tief (€)	2,00	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)e	85	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	23,40	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	15,5		
Ø Tages-U.	52.489	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+32,3 %		
Mitarbeiter	7	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,98		
Gründungsjahr	1998	Div. 04	0,00	KGv 2005	20,9		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	1,5		
Anz. Beteil.	>15	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	4,0		

Lena Investment AG

Komprimierter Börsenfrischling

Unternehmen & Management

Noch nicht an der Börse notiert ist die Lena Investment AG, allerdings wird die Börsennotiz noch für das erste Halbjahr des laufenden Fiskaljahres angestrebt. Das im Februar 2005 gegründete Unternehmen startete seine operative Tätigkeit im Juli 2005 und ist in München ansässig.

Positionierung & Strategie

Die Lena AG investiert ganz strikt nur eigene Mittel in ihr Portfolio. In diesem Sinne macht sie sich unabhängiger von regulatorischen Hemmnissen, denen beispielsweise Aktienfonds unterliegen. Ferner sollen keine Beratungsleistungen oder sonstige externe Dienste angeboten werden. Schwerpunkt bei den Lena-Investments bilden Small- und MicroCaps. Bei diesen müssen aber sowohl öffentliche als auch nicht-öffentliche Kapitalmaßnahmen beziehungsweise Umplazierungen von Aktienpaketen anstehen oder aber Aktien zur Zeichnung offeriert werden. Mit seinem Focus auf das Segment kleiner und kleinster Werte agiert das Unternehmen in einem interessanten, tendenziell expandierenden Betätigungsfeld.

Portfolio & Beteiligungen

Zum derzeit knapp 4,5 Mio. Euro schweren Portfolio gehören unter anderem der Werbezeitenvermarkter Arbomedia sowie der Logistiker DLO, denen das Management unter Christian Kimmig weiteres Wachstum und damit auch weiteren Kapitalbedarf einräumt. Insgesamt betont Kimmig (sh. auch Interview auf S. 60) den typischen Projektcharakter eines Engage-

ments. Die Haltedauer bei den Investments dürfte so selten über einen mehrmonatigen Anlagehorizont hinausreichen. Über die Börsennotiz der Beteiligungen ist zudem jederzeit ein Exit machbar – ein nicht zu unterschätzendes Positiv-Kriterium.

Chancen & Risiken

Ausgehend vom focussierten Lena-Geschäftsmodell dürfte die Aktie am Parkett eher gesucht sein. Vor allem auch, weil sich Aktien dieser Gesellschaften momentan großer Beliebtheit erfreuen. Die homogene Aktionärsstruktur, in der weder Vorstand noch Aufsichtsrat eine Mehrheit am Un-

ternehmen halten, dürfte hierzu auch ihren Teil beitragen. Allerdings stellt ein Ende der Börsenrally ein latentes Risiko dar, da dann wieder andere Finanzierungskanäle als die Börse gesucht würden. Auch Exits, so einfach diese über die Börse sein mögen, wären dann schwieriger zu bewerkstelligen.

Zusammenfassung & Einschätzung

Für den Lena-Börsengang muß einem Investor nicht Bange sein. Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, warum das Unternehmen zunächst an den Entry Standard geht, um erst in weiteren Schritten andere Börsensegmente zu erobern. Vielleicht wäre hier etwas mehr Mut abseits des bürokratischen Aufwands notwendig gewesen. Immerhin könnte die Euphorie rund um den Entry Standard auch einmal wieder abebben.

analysiert von:
Tobias Karow

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger



Noch im ersten Halbjahr 2006 plant die Lena Investment AG den Gang an die Börse

Lena Investment AG				Kurs (Euro): nicht börsennotiert		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE000A0D90R9	Perf. 1 J.	90%	rel. zu DAX	-	Invest-Fokus	Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	A0D 90R	Perf. 2 J.	-	rel. zu DAX	-	Strategie	Special Situations
AZ (Mio. St.)	3	Perf. 3 J.	-	rel. zu DAX	-		
MCap (Mio. €)	-	Perf. 6 J.	-	rel. zu DAX	-	Homepage	www.lena-ag.de
52-Wo-Tief (€)	-	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)*	5,8	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	-	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)*	1,9		
Ø Tages-U.	-	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-		
Mitarbeiter	1	Div. 03	0,00	EpS 2005	-		
Gründungsjahr	2005	Div. 04	0,00	KGv 2005	-		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	<1		
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	-	Ø Vs-Bzg. (in J.)	1,0		
						Arbomedia	
						DLO	
						Neue Sentimental Film	
						KlassikRadio	
						Lintec	

„Wir sind Value-Investoren“

Interview mit Christian Kimmig, Vorstand der Lena Investment AG, über den anstehenden Börsengang seines Unternehmens, dessen strategischen Ansatz sowie das Stadium der Nebenwerterally.

Smart Investor: Herr Kimmig, warum streben Sie für dieses Jahr den Börsengang an?

Christian Kimmig: Bereits bei Gründung der Gesellschaft im vergangenen Jahr haben wir mit den Gesellschaftern beschlossen, eine kurz- bis mittelfristige Exit-Möglichkeit zu schaffen. Vor allem vor dem Hintergrund des derzeit positiven Börsenumfelds erscheint uns der Zeitpunkt günstig zu sein, zumal wir für zukünftige Kapitalmaßnahmen eine Art Anreiz schaffen wollen. Dies können wir nur über eine Börsennotiz bewerkstelligen.

Smart Investor: Wieso gehen Sie zuerst an den Entry Standard, und nicht gleichzeitig auch an den M:access?

Kimmig: Uns geht es zunächst einmal lediglich um die Börsennotierung, um dann sukzessive in weiteren Schritten das Listing auszubauen. Daneben soll der Verwaltungsaufwand zunächst so gering wie möglich gehalten werden. Mittelfristig sind M:access oder andere Börsensegmente sicherlich eine Perspektive, etwa nachdem wir eine nächste öffentliche Kapitalmaßnahme durchgeführt haben.

Smart Investor: Sie haben sich auf börsennotierte Small- und MicroCaps spezialisiert, weil...

Kimmig: ...sich in diesem Bereich unzählige Unternehmen finden lassen, die fernab vom Gesamtmarkt nahezu unbeobachtet bleiben. Unsere wesentlichen Geschäftsvorgänge beziehen sich aber auf Börsengänge, außerbörsliche Transaktionen sowie Kapitalerhöhungen bei eben Small- und MicroCaps. Wir wollen mit in unseren Augen interessanten Unternehmen zusammenarbeiten und ihnen bei ihren Kapitalmarktmaßnahmen hilfreich zur Seite stehen. Etwa über Unterstützung bei der externen Kommunikation oder der Suche nach potentiellen Investoren aus der Finanzindustrie.

Smart Investor: Aber warum speziell börsennotierte Unternehmen?

Kimmig: Für Lena ist es wichtig, jederzeit aus einem Investment aussteigen zu können. Am einfachsten geht dies über die Börse. Wir sind so einfach recht flexibel. Gerade wenn man etwa bei einer Kapitalerhöhung mitzeichnet, ist eine Ausstiegsoption wichtig.

Smart Investor: Auf welches Know-how greifen Sie bei Ihren Anlageentscheidungen zurück?

Kimmig: Vorwiegend jenes von Research- oder Fondshäusern. Wir nutzen hier unser deutschlandweites Netzwerk, indem wir beispielsweise auf Investorenkonferenzen präsent sind und dabei Kontakte sowohl zu Research-Partnern als auch zu

den Unternehmen selbst knüpfen.

Smart Investor: Wann sprechen Sie von einem interessanten Unternehmen?

Kimmig: Die letzten Jahre sollten zumindest eine schwarze Null gebracht, sich das Geschäftsmodell also als intakt herausgestellt haben. Daneben muß das Unternehmen klassisch unterbewertet sein, was anhand eines niedrigen KGVs ablesbar sein sollte. Insgesamt haben wir keinen Branchenfokus, weil genau diese Unabhängigkeit es gewährleistet, die Risiken möglichst breit zu streuen. Vielleicht sollten Sie uns am ehesten als Value-Investoren sehen.

Smart Investor: Wieso realisieren Sie Ihre Investments ausschließlich eigenkapitalbasiert?

Kimmig: Diese eigenen Mittel, die uns über Kapitalerhöhungen zugeflossen sind, machen uns einerseits von Banken, andererseits von aufwendigen gesetzlichen Regelungen unabhängig, denen ja beispielsweise Fonds unterliegen.

Smart Investor: Wie beurteilen Sie abschließend das Stadium der Small Cap-Rally?

Kimmig: Also, ich glaube nicht, daß die Aufwärtsbewegung ihren Zenit bereits gesehen hat. Im Gegenteil. Natürlich ist 2005 zweifelsfrei außerordentlich gut gelaufen, die Beruhigung der letzten Wochen dürfte aber nur eine Verschnaufpause sein. Bei den kleinen Werten gibt es noch so viel Potential, denken Sie etwa an das Stichwort Basel II und die Beschaffung von Eigenkapital. Da der Kapitalmarkt zuletzt wieder offener für Finanzierungsrunden geworden ist, sehen wir das durchaus recht optimistisch. Auch für Beteiligungsgesellschaften an sich dürfte dies ein guter Nährboden für eine verbesserte Wahrnehmung seitens der Anleger sein.

Smart Investor: Herr Kimmig, vielen Dank für Ihre Ausführungen und viel Glück für Ihren Börsengang.



Christian Kimmig

Interview: Tobias Karow

Capital Stage AG

Aktie mit eingebautem Solar-Turbo

Unternehmen & Management

Eigentlich als Börsenmakler noch unter dem Namen HWAG 1996 gegründet, tritt die heutige Capital Stage AG als ein bankenunabhängiges Beteiligungsunternehmen am Markt auf. Der Wandel im Geschäftsmodell erfolgte mit der Übernahme der im Beteiligungsmanagement aktiven Futura Capitalis AG. Nach mehreren sehr kurzfristigen Wechseln auf Vorstandsebene leitet seit August 2004 Hendric Groth als Alleinvorstand die Geschicke der AG. Dieser sanierte erfolgreich das nach verlustreichen Jahren stark insolvenzgefährdete Unternehmen.

Positionierung & Strategie

Einzelne Worte sagen oftmals mehr als lange ausufernde PR-Floskeln. Aus der Tatsache, daß bei Capital Stage die Beteiligungen nicht Beteiligungen, sondern „Partnerunternehmen“ genannt werden, läßt sich eine Firmenphilosophie ableiten, die auf Kooperation und Zusammenarbeit mit dem jeweiligen Management vor Ort setzt. Der Radarschirm der Hamburger ist hierbei grundsätzlich auf jede Art von jungen, innovativen Gesellschaften gerichtet, d.h. Groth fährt einen branchenunabhängigen Investmentansatz. Neben der Bereitstellung von Kapital unterstützt Capital Stage seine „Partnerunternehmen“ mit betriebswirtschaftlichem Know-how. Ein Investmentmanager übernimmt diese Aufgaben. Eine Besonderheit weist die Konzernstruktur der Capital Stage auf. So werden alle Beteiligungen nur indirekt über die CapitalStage Trade GmbH gehalten. Kommt es, wie zuletzt bei der wichtigsten Beteiligung Conergy, zu bilanziellen Änderungen im Wertansatz, dann

fließen diese über den Umweg der Tochter als Wertaufholung von abgeschrieben Forderungen in die GuV ein. Derzeit gehören neben Conergy der CRM-Anbieter BDL, die EuroLeasing AG und das Biotechunternehmen profos dem Portfolio an.



Chancen & Risiken

Auch wenn im Zuge des Conergy-Börsengangs ein Großteil der Aktien abgegeben wurde, stellt der im Portfolio verbliebene 2,2 %-Anteil gemessen am aktuellen Kurs mit knapp 30 Mio. Euro das wichtigste Asset dar. Die Abhängigkeit von einer Beteiligung kann jedoch zu einem Risiko werden, falls der Solar-Boom plötzlich abebbt und ein weiterer Verkauf sich nicht rechtzeitig realisieren läßt.

Grundsätzlich sind die von Capital Stage getätigten Investitionen während einer noch frühen Phase der Unternehmensentwicklung mit erhöhten Bewertungsunsicherheiten verbunden.

Zusammenfassung & Einschätzung

Das mittlerweile schuldenfreie Unternehmen dürfte auch nach dem Erwerb einer neuen Beteiligung (EuroLeasing) dank des Conergy-Teilverkaufs über Barmittel in deutlich zweistelliger Millionenhöhe verfügen. Zusammen mit den drei anderen Engagements errechnet sich ein NAV von konservativ geschätzt 50 Mio. Euro oder 1,98 Euro je Aktie. Eine mögliche Dividende für das Geschäftsjahr 2005 könnte weitere Anleger von der Attraktivität des Papiers überzeugen.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Capital Stage AG				Kurs (Euro): 1,78		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006095003	Perf. 1 J.	60,4 %	rel. zu DAX	1,224	Invest-Fokus	wachstumsstarke junge und mittelständische Unternehmen
WKN	609 500	Perf. 2 J.	439,4 %	rel. zu DAX	3,668	Strategie	Wachstumsfinanzierung
AZ (Mio. St.)	25,20	Perf. 3 J.	673,9 %	rel. zu DAX	3,406		
MCap (Mio. €)	44,86	Perf. 6 J.	-83,8 %	rel. zu DAX	0,239	Homepage	www.capitalstage.com
52-Wo-Tief (€)	0,74	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)*	58	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	1,96	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	2,3		
Ø Tages-U.	41.482	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-22,7 %		
Mitarbeiter	4	Div. 03	0,00	EpS 2005	k.A.		
Gründungsjahr	1996	Div. 04	0,00	KGv 2005	k.A.		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	möglich	Ø H-Dauer (in J.)	5,0		
Anz. Beteil.	4	Div.R. 05	k.A.	Ø Vs-Bzg. (in J.)	2,0		

* von Smart Investor geschätzter Wert

New Value AG

Performance mit ethischen Investments

Unternehmen & Management

Im Jahr 2000 wurde die schweizerische New Value AG gegründet. Investments folgen einer umfassenden ethisch ausgerichteten Beteiligungsstrategie. Das Beteiligungsunternehmen ist aktuell in 10 Unternehmen investiert. Das internationale Managementteam inkl. Verwaltungsrat strebt nachhaltige Wertsteigerungen durch Beteiligungen an Unternehmen in Wachstumsbranchen mit hohen Marktchancen, z.B. Umweltschutz, Photonics, Medizintechnologie, Agro-/Biotechnologie, neue Kunststoffe/Werkstoffe etc., an.

Positionierung & Strategie

Die New Value AG positioniert sich als eine über das allgemeine Nachhaltigkeitsverständnis hinausreichende Beteiligungsgesellschaft mit hohen ethischen Ansprüchen. Beteiligungen erfolgen an Unternehmen mit Umsätzen von max. 30 Mio. CHF oder 100 Mitarbeitern. Die derzeitigen Kernbeteiligungen sind u.a. die börsennotierte 3 S Swiss Solar, Bogar, Colorplaza S.A., Innoplana Umwelttechnik AG, Light Vision AG und SAF Simulation AG. Der derzeitige Anlageschwerpunkt ist die Schweiz. Die Beteiligungen erfolgen nach einer strengen Due Dilligence, die in Kooperation mit der BlueValue AG, einem europaweit anerkannten Spezialisten für ethische Analysen börsennotierter Unternehmen, vorgenommen wird. Neben einem internen Kriterienkatalog müssen die Zielunternehmen über entsprechende Nutzenpotentiale für Kunden, Marktpositionierung und Differenzierung, Steigerung der Unternehmenswerte, Umwelt u.a. erfüllen. Die jährlich angestrebte Performance beträgt 20 %.

Chancen & Risiken

Als eine hochspezialisierte ethische Beteiligungsgesellschaft fällt das Konzept der New Value AG in eine Phase zentraler Fragestellungen wie z.B. jenen nach der Energieversorgung der Zukunft, umweltfreundlich abbaubaren Werkstoffen oder aber innovativen, pharmazeutischen Wirkstoffen. Hier hat sich die New Value AG entsprechend positioniert. Mit der 3 S Swiss Solar Systems AG hat das Management einen nachhaltigen und Exit-orientierten „proof of concept“ im Photovoltaik-Bereich erbracht. Dies gilt auch für den Verkauf des Großteils der Innoplana Umwelttechnik AG an ein Unternehmen der Suez-Gruppe. Die Risiken des VC-ty-
pischen Geschäftskonzeptes sehen wir darin, daß die New Value AG mit finanzstarken Family Offices oder Corporate Investoren um attraktive Unternehmen mit ökonomisch-nachhaltigen Geschäftsmodellen im Wettbewerb steht.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die New Value AG steht für strenge ethisch- und fundamental-analytische Bewertungskriterien. Im Portefeuille befinden sich branchenübergreifende Beteiligungen. Kurschancen ergeben sich insbesondere bei erfolgreichen Exits durch IPOs oder Trade Sales. Die New Value AG ist als Depotbeimischung mit längerfristigem Anlagehorizont interessant.

analysiert von:
Hilmar Platz



New Value AG (CH)				Kurs (Euro): 10,44		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	CH0010819867	Perf. 1 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Invest-Fokus	Solar-Masch.bau, Pharma, Agro,
WKN	552 932	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		Technologie, neue Werkstoffe
AZ (Mio. St.)	2,19	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Ethische Investments, Start up,
MCap (Mio. €)	22,86	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		Early Stage, Expansion
52-Wo-Tief (€)	10,10	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	14,6	Homepage	www.newvalue.ch
52-Wo-Hoch (€)	16,99	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	6,7	Größte Beteiligungen 31.12.2005	
Ø Tages-U.	1.518	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+56,6 %	3 S Swiss Solar Systems AG (25,4 %)	
Mitarbeiter	5	Div. 03	0,00	EPS 2005	4,53	MIAG (14,8 %)	
Gründungsjahr	2000	Div. 04	0,00	KGV 2005	2,3	Mycosym International (13,9 %)	
Geschäftsjahr	31.03.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	3 bis 5	Bogar (11,5 %)	
Anz. Beteil.	10	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	6,0	Colorplaza S.A. (4,8 %)	

EPS durch Plazierungserlöse diskontinuierlich hoch, nur bedingt aussagefähig; Die Daten dieser Schweizer Gesellschaft wurden in Euro umgerechnet (Wechselkurs: CHF/EUR = 0,6376).

Pongs & Zahn AG

Zwischen Chemie und Private Equity

Unternehmen & Management

Zu den kleineren Beteiligungsunternehmen auf dem heimischen Kurszettel zählt die Berliner Pongs & Zahn AG. Die Börsennotierung aus dem Jahr 1927 geht auf die Vorgängergesellschaft zurück, welche noch im Textilgeschäft tätig war. Seit Mitte der 80er Jahre verwaltet Pongs & Zahn als Holding ein Portfolio von mittelständisch strukturierten Unternehmen. Alleiniger Vorstand ist seit Sommer 2004 der langjährige Aufsichtsratsvorsitzende Joachim Schlennstedt.

Positionierung & Strategie

Derzeit umfaßt das Portfolio u.a. eine 30 %ige Beteiligung an der ebenfalls börsennotierten Axxon Wertpapierhandelsbank, einen 25 %-Anteil an der Verion Private Equity AG sowie ein Engagement über 48 % an dem Kunststoffproduzenten Unylon.

Eine Focussierung auf eine Branche ist dabei nicht zu erkennen, wenngleich Pongs & Zahn die Aktivitäten im Bereich der chemischen Rohstoffe als das wichtigste Standbein betrachtet. Allerdings sorgen die eingegangenen „Schachtelbeteiligungen“ für nur wenig Transparenz, da Pongs & Zahn den Unylon-Anteil nur indirekt über eine weitere Holding (Unylon Holding AG) hält. Zuletzt reduzierte Vorstand Joachim Schlennstedt die Beteiligung an der Quintos Real Estate AG auf unter 25 %. Diese firmierte bis zum August letzten Jahres noch unter dem Namen Ponachem und war ähnlich der Unylon in der kunststoffverarbeitenden Industrie tätig. Quintos wiederum soll als Immobiliendienstleister am Markt positioniert werden. Ausdrücklich sieht das Geschäfts-

konzept der Pongs & Zahn auch eine aktive Einmischung in die strategische Ausrichtung der Unternehmen vor. Eine Vertretung im jeweiligen Aufsichtsrat ist hierbei obligatorisch. Neben diesem Portfolio generiert die Gesellschaft zusätzliche Umsätze und Erträge aus dem Eigenhandel mit chemischen Rohstoffen.

Chancen & Risiken

In einem positiven Börsenumfeld dürfte die operative Entwicklung der wichtigen im Finanzsektor angesiedelten Beteiligungen weiterhin erfreulich verlaufen. Umgekehrt liegt hierin natürlich auch die Gefahr einer zu starken Abhängigkeit von exogenen Kapitalmarkteinflüssen. So begrüßenswert die Kontrolle der Beteiligungen über ein Aufsichtsratsmandat auch ist, ändert das nichts an der doch sehr heterogenen Zusammen-

setzung des Beteiligungsportfolios. Bei Pongs & Zahn tragen darüber hinaus die eingegangenen Schachtelbeteiligungen nicht zu einem transparenten Erscheinungsbild bei.

Zusammenfassung & Einschätzung

Angesichts des wenig aussagekräftigen Track Records des Managements und der nur schwer durchschaubaren Holding-Struktur erscheint der hohe Abschlag auf den Buchwert gerechtfertigt. Das Geschäftsmodell blieb den Beweis einer nachhaltigen und langfristigen Profitabilität bislang schuldig.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger



Pongs & Zahn AG				Kurs (Euro): 2,41		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006954001	Perf. 1 J.	-20,5 %	rel. zu DAX	0,607	Invest-Fokus	Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum
WKN	695 400	Perf. 2 J.	2,6 %	rel. zu DAX	0,697	Strategie	Value Investing in verschiedenen Branchen
AZ (Mio. St.)	5,78	Perf. 3 J.	26,8 %	rel. zu DAX	0,558		
MCap (Mio. €)	13,92	Perf. 6 J.	-76,4 %	rel. zu DAX	0,349	Homepage	www.pongsundzahn.de
52-Wo-Tief (€)	2,13	Div. 00	0,31	NAV (Mio. €)*	51,5	Größte Beteiligungen	
52-Wo-Hoch (€)	3,24	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)*	8,9		
Ø Tages-U.	15.912	Div. 02	0,00	Prem./Discount	-73,0 %	Unylon (48 %) Axxon (30,1 %) Verion Private Equity (25 %) Ponachem Compound GmbH (90 %)	
Mitarbeiter	6 (H)	Div. 03	0,00	EpS 2005	0,10		
Gründungsjahr	1921	Div. 04	0,00	KGV 2005	24,1		
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05	0,00	Ø H-Dauer (in J.)	2,5		
Anz. Beteil.	5	Div.R. 05	0,0 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	1,5		

*) Pongs & Zahn macht keine Angaben zum NAV, Angaben beziehen sich auf den geschätzten Buchwert des Eigenkapitals zum 31.12.2005

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ARAGON AG	A0B 9N3	42
ARQUANA AG	678 100	19
ARQUES INDUSTRIES	515 600	19
BAVARIA INDUSTRIEKAPITAL	260 555	22
BB BIOTECH AG	888 509	45
BB MEDTECH AG	898 194	43
BMP AG	330 420	10
CAPITAL STAGE	609 500	61
CARTHAGO BIOTECH AG	522 734	54
CARTHAGO CAPITAL BETEILIGUNGS AG	541 840	54
DEUTSCHE BALATON AG	550 820	55
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	550 810	24
DEWB AG	804 100	11
FALKENSTEIN NEBENWERTE AG	575 230	56
FORMULAFIRST LTD.	255 242	37
GBK BETEILIGUNGEN AG	585 090	26
GCI MANAGEMENT AG	585 518	34
GESCO AG	587 590	48
HELIAD EQUITY PARTNER	604 729	27
HORUS AG	520 412	36
IMPERA TOTAL RETURN AG	575 130	57
INDUS HOLDING AG	620 010	28, 30
KONSORTIUM AG	632 340	32
KST BETEILIGUNGS AG	632 200	58
LENA INVESTMENT AG	A0D 90R	59, 60
LEONARDO VENTURE GMBH	587 876	13
MDB AG	658 310	50
NANOSTART AG	A0B 9VV	51
NEW VALUE AG	552 932	62
PONAXIS AG	694 570	53
PONGS & ZAHN AG	695 400	64
SHAREHOLDER VALUE BETEILIGUNGEN	605 996	38
TFG CAPITAL	744 950	14
TRADE & VALUE	603 919	66
U.C.A. AG	701 200	16, 17
VALUE HOLDINGS	760 040	40
VCH BEST OF VC	785 757	18

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“, 4. Jahrgang 2006

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Falko Bozicevic (stellv.),
Tobias Karow, Ralph Malisch

Redaktionsanschrift:

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

Analysen Smart Investorr:

Marco Doth, Michael Fuchs,
Tobias Karow, Macus Wessel

Analysen CdC Capital:

Maximilian Brandl

Analysen Kayenburg AG

Corporate Finance:
Christoph Kayenburg,
Hilmar Platz

Interviewpartner:

Christian Kimmig, Helmut
Ruwich, Dr. Jürgen Steuer

Lektorat:

Magdalena Lammel

Bildredaktion:

Tobias Karow

Titelbild:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die
Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

Anzeigenleitung:

Janett Sander,
Tel.: 08171-4196347
Fax: 08171-419656

Erscheinungstermine 2006:

17.12.05 (1/06), 28.1. (2/06),
25.2. (3/06), 25.3. (4/06),
29.4. (5/06), 20.5. (6/06),
24.6. (7/06), 29.7. (8/06),
26.8. (9/06), 30.9. (10/06),
28.10. (11/06), 18.11. (12/06),
16.12. (1/06)

Preise:

Einzelpreis: 5,- Euro,
Sonderausgaben: 14,80 Euro
Jahresabonnement: 48 Euro in
Deutschland, 60 Euro im europä-
ischen Ausland, 80 Euro im Rest
der Welt (Zustellung im Ausland
jeweils per Luftpost). Alle Preise
incl. Versandkosten und 7 %
MuSt.

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656
eMail: abo@smartinvestor.de

Research:

Kooperationspartner der
Smart Investor-Redaktion
ist „Der Wellenreiter“ ([www.wel-
lenreiter-invest.de](http://www.wel-
lenreiter-invest.de))

Charts

Die Charts wurden erstellt mit Tai-
Pan von Lenz + Partner AG sowie
TradeSignal von [www.tradesi-
gnal.com](http://www.tradesi-
gnal.com).

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG,
Augsburg

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen zugrunde,
welche die Redaktion für verläß-
lich hält. Eine Garantie für die
Richtigkeit kann allerdings nicht
übernommen werden. Bei unauf-
gefordert eingesandten Beiträgen
behält sich die Redaktion Kürzun-
gen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

© 2006 Smart Investor Media
GmbH, Wolfratshausen. Alle
Rechte, insbesondere das der
Übersetzung in fremde Sprachen,
vorbehalten. Ohne schriftliche Ge-
nehmigung der Smart Investor
Media GmbH ist es nicht gestattet,
diese Zeitschrift oder Teile daraus
auf photomechanischem Wege
(Photokopie, Mikrokopie) zu ver-
vielfältigen. Unter dieses Verbot
fallen auch die Aufnahme in elek-
tronische Datenbanken, Internet
und die Vervielfältigung auf CD-
ROM.

ZKZ 61978

ISBN 3-937459-23-5

Trade & Value AG

Zwei Fonds in einer Aktie

Unternehmen & Management

Die Trade & Value AG entstand Ende 2001 aus der Übernahme der Vermögenswerte eines bereits 1996 mit dem heutigen Alleinvorstand Oliver Dornisch gegründeten Aktienclubs. Im August 2004 debütierte die Aktie im Freiverkehr der Hamburger Börse zu 8,55 Euro. Dornisch, selbst gelernter Bankkaufmann, ist in Börsianerkreisen bestens bekannt. 1996 gehörte er zu den ersten 100 Kunden der Consors Discountbroker AG. Daytrading- und Short-Selling-Strategien setzte er frühzeitig als Instrumente des Anlagemanagements ein.

Positionierung & Strategie

Bereits am Unternehmensnamen ist Dornischs zweigleisige Investmentphilosophie abzulesen. Im Segment „Trading“ wird versucht, opportunistisch alle sich bietenden Chancen zu nutzen. Dabei existiert keine Spezialisierung auf einen Markt oder eine Anlageklasse. Derivate, Aktien, Rohstoffe und Zertifikate gehören zu den genutzten Tradingvehikeln. Die Haltedauer beträgt oft nur wenige Stunden oder gar Minuten. Ganz anders geht Dornisch beim „Value“-Investing vor. Die eingehende Aktienanalyse, wobei auch charttechnische Aspekte unter Timing-Gesichtspunkten berücksichtigt werden, bildet die Basis der Anlageentscheidung. Ebenso gehört das persönliche Gespräch mit dem jeweiligen Management in einen solchen Auswahlprozeß. Der Focus liegt auf unterbewerteten deutschen Nebenwerten, die in ihrer gesamten Struktur leichter als große Dax-Konglomerate zu überblicken sind. Auch Abfindungsspekulationen, wie bei den Aktien der ABIT AG und der Lindner Holding AG, fallen in diesen „Value“-Bereich. Ein Vorteil des Vermö-

gensmanagements mittels einer geschlossener AG-Konstruktion liegt darin, daß keine liquiditätsinduzierte Zwänge zum Kauf bzw. Verkauf von Positionen entstehen können.



Chancen & Risiken

Wie erfolgreich das Geschäftsmodell der „Trade & Value“ in einem zugegeben guten Börsenumfeld in der Praxis funktioniert, zeigen eindrucksvoll die Zahlen für das Geschäftsjahr 2005. Netto verdiente Dornisch und sein Team 1 Mio. Euro oder 4,85 Euro je Aktie. Während im Segment „Trading“ das ganze Spektrum an Finanzmarktinstrumenten zum Einsatz kommt und auch fallende Aktienmärkte mit-

tels Optionen und Short-Selling gewinnbringend gehandelt werden können, hängt die zukünftige Performance der „Value“-Investments zumindest teilweise von der Entwicklung im heimischen Nebenwertebereich ab.

Zusammenfassung & Einschätzung

Die „Trade & Value“-Aktie vereint zwei unterschiedliche Investmentstile in einem Papier. Damit verfügt das Unternehmen über ein echtes Alleinstellungsmerkmal. Der Aufschlag gegenüber dem NAV von rund 15 % läßt sich mit der hohen Dividendenrendite, Dornischs Reputation und der stetigen Wertentwicklung begründen. Besonders für Langfristanleger, die auf ein aktives und professionelles Vermögensmanagement setzen, bietet der Wert unbestreitbare Vorteile gegenüber herkömmlichen Aktienfonds.

analysiert von:
Marcus Wessel

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Trade & Value AG				Kurs (Euro): 14,00		Stichtag: 14.03.2006	
ISIN	DE0006039191	Perf. 1 J.	21,7 %	rel. zu DAX	0,929	Invest-Fokus	Deutsche Nebenwerte, max 20%
WKN	603 919	Perf. 2 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		Derivate (Aktien, Rohstoffe,...)
AZ (Mio. St.)	0,30	Perf. 3 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.	Strategie	Valueinvesting, Abfindungskandidaten,
MCap (Mio. €)	4,20	Perf. 6 J.	k.A.	rel. zu DAX	k.A.		Trading, Hedging, Shortgeschäfte.
52-Wo-Tief (€)	10,60	Div. 00	0,00	NAV (Mio. €)	3,8	Homepage	www.tav.ag
52-Wo-Hoch (€)	14,50	Div. 01	0,00	NAV / Aktie (€)	12,7	Größte Beteiligungen (Stand 31.12.2005)	
Ø Tages-U.	528	Div. 02	0,00	Prem./Discount	+10,5 %	Effecten Spiegel Vz. AG (5,81 %)	
Mitarbeiter	7	Div. 03	0,00	EpS 2005 (e)	4,85	Metis Capital Ltd. (5,55 %)	
Gründungsjahr	2001	Div. 04	1,00	KGv 2005	2,9	ABIT AG (5,37 %)	
Geschäftsjahr	31.12.	Div. 05 (e)	1,00	Ø H-Dauer (in J.)	k.A.	Pro DV AG (5,15 %)	
Anz. Beteil.	ca. 50-60	Div.R. 05	7,1 %	Ø Vs-Bzg. (in J.)	5,0	Vattenfall Europe AG (5,12 %)	