

HV-Bericht

Value-Holdings AG

WKN 760040 ISIN DE0007600405

am 31.08.2021 in Gersthofen

***Comeback der Value-Aktien lässt den NAV im ersten Halbjahr 2021
um fast 30 Prozent auf 6,53 Euro steigen***

Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts für die Value-Holdings AG sowie des Berichts des Aufsichtsrats über das Geschäftsjahr 2020
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns
3. Beschlussfassung über die Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2020
4. Beschlussfassung über die Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2020
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2021
(Vorschlag: Rupp & Epple GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Augsburg)
6. Beschlussfassung über die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals 2021 für Barkapitalerhöhungen mit der Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses sowie über weitere entsprechende Satzungsänderungen

HV-Bericht Value-Holdings AG

Die Value-Holdings AG (VH) hatte für den 31. August 2021 zur Hauptversammlung mit Vorlage des Jahresabschlusses 2020 eingeladen. Trotz anhaltender Covid-19-Pandemie fand das Treffen als Präsenzveranstaltung im Saal des Wirtshauses Strasser in Gersthofen statt, wo sich mit ausreichend Abstand zwischen den Tischen etwa ein Dutzend Aktionäre eingefunden hatte. Für GSC Research war Matthias Wahler vor Ort.

Der Aufsichtsratsvorsitzende Ludwig Lehmann eröffnete die Versammlung um 14:30 Uhr und teilte mit, dass der Vorstand mit Georg Geiger komplett anwesend ist. Vom Aufsichtsrat hatte sich lediglich noch sein Kollege Christoph Papst eingefunden. Michael Höfer war krankheitsbedingt verhindert. Das Protokoll führte Notar Prof. Dr. Christoph Moes.

Nach Abhandlung der Formalien und einigen ergänzenden Informationen zu den Schwerpunkten der Aufsichtsratsarbeit übergab Herr Lehmann das Wort an den Vorstand.

Bericht des Vorstands

Nachdem sich im Saal auch einige neue Aktionäre eingefunden hatten, begann Herr Geiger seinen Vortrag mit einer kurzen Vorstellung der VH-Gruppe. Bekannt ist die VH als Beteiligungsgesellschaft, die den Aktienmarkt analysiert und auf dieser Basis eigene Mittel in attraktiv bewertete Value-Werte investiert.

Daneben gibt es aber auch noch das Segment Dienstleistungen, in dem das in über 30 Jahren aufgebaute Know-how genutzt wird, um Dritte bei ihren Investments zu beraten. Dieses zweite Standbein hat laut Herrn Geiger den Vorteil, dass die Verwaltungskosten auf Jahressicht schon weitgehend mit diesen Dienstleistungserlösen gedeckt werden können. Die Vermögensverwaltung erhalten die Aktionäre also praktisch umsonst dazu.

Sodann kam der Vorstand auf das Geschäftsjahr 2020 zu sprechen, das an der Börse positiv begonnen hat. Im Januar und Februar war die Corona-Krise noch weit weg. Dies änderte sich schlagartig im März. Als die Tragweite der Pandemie klar wurde, kam es zu einem dramatischen Absturz der großen Indizes in einer noch nie gesehenen Geschwindigkeit. Auch die folgende Erholung ging allerdings deutlich schneller, als irgendjemand gedacht hätte. Letztlich schloss der DAX das Jahr sogar mit einem kleinen Plus von 3,6 Prozent ab.

Aus Sicht der VH war es laut Herrn Geiger allerdings problematisch, dass sich die schon seit Jahren zu beobachtende Outperformance der Wachstumsaktien gegenüber den Value-Titeln mit der Corona-Krise noch einmal verschärfte. Erklären lässt sich dies durchaus. In der Pandemie rückten Onlineshopping und Videokonferenzen noch stärker in den Mittelpunkt und damit auch Technologie-, Software- und E-Commerce-Aktien. Von Industrie- und Automobiltiteln wollten die Anleger erst einmal nichts wissen. Erst gegen Jahresende ging die Schere wieder ein bisschen zusammen.

Insoweit ist der Vorstand recht zufrieden, dass bei der VH die realisierten Kursgewinne sogar auf 355 (Vorjahr: 305) TEUR gesteigert werden konnten. Verkauft wurden unter anderem Ringmetall, SAF-Holland, Hornbach Baumarkt, Daimler, Takkt, Surteco und Adler Mode. Bei letzterer Position ergab sich ein Verlust. Immerhin konnte aber noch ein Preis von 2,40 Euro erzielt werden. Nachdem klar war, dass mit dem neuerlichen Lockdown das Weihnachtsgeschäft komplett ausfällt, war für Herrn Geiger absehbar, dass die Lage bei dem Modeunternehmen trotz solider bilanzieller Aufstellung schwierig wird. Tatsächlich kam es Anfang 2021 zur Insolvenz.

Die Dividenden und Beteiligungserträge bewegten sich mit 329 (335) TEUR fast auf Vorjahresniveau. Dies klingt zunächst gut, eigentlich hätte es nach Angabe von Herrn Geiger aber noch deutlich mehr sein müssen. Viele Unternehmen haben allerdings im ersten Lockdown entschieden, die Dividende gegenüber der ursprünglichen Planung deutlich zu kürzen oder komplett zu streichen, um die Liquidität zusammenzuhalten. Nach Schätzung des Vorstands hat dies die VH rund 70 bis 80 TEUR an Einnahmen gekostet.

Die Abschreibungen gingen trotz Corona-Krise auf 264 (317) TEUR zurück. Als Grund für diese auf den ersten Blick überraschende Entwicklung nannte Herr Geiger, dass bei der Aufstellung des Jahresabschlusses 2019 die deutlichen Kurseinbrüche im März 2020 schon teilweise berücksichtigt worden waren. Abschreibungen wurden dann vor allem noch auf K+S, Hugo Boss, Metro und SMT Scharf vorgenommen.

Die Dienstleistungserträge reduzierten sich auf 181 (208) TEUR. Im Wesentlichen resultiert dies daraus, dass sich die Vergütungen auf das verwaltete Anlagevermögen bezieht, das im zweiten Quartal vorübergehend deutlich niedriger war.

Auf der Kostenseite gab es wenig Veränderungen. Der Personalaufwand belief sich auf 159 (158) TEUR, die allgemeinen Verwaltungskosten lagen bei 41 (37) TEUR und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei 62 (68) TEUR. Dank der höheren Erträge erhöhte sich der Jahresüberschuss damit auf 343 (281) TEUR.

In der Bilanz gab es keine größeren Veränderungen. Bei einer Bilanzsumme von 9,5 (9,7) Mio. Euro und Eigenmitteln von 9,2 (8,9) Mio. Euro errechnet sich eine extrem hohe Eigenkapitalquote von rund 97 Prozent. Die VH ist also sehr konservativ aufgestellt. Auf der Aktivseite sind die größten Positionen die Wertpapiere des Anlagevermögens mit 6,3 (6,8) Mio. Euro sowie die Beteiligungen mit unverändert 2,7 Mio. Euro.

Im Folgenden präsentierte Herr Geiger eine Übersicht mit der Entwicklung der Eigenkapitalrendite. Im Berichtsjahr lag diese Kennzahl lediglich bei 3,9 (3,3) Prozent und damit wie im Vorjahr auf einem unbefriedigenden Niveau. Über längere Zeiträume wird der Anspruch, im Durchschnitt mindestens 10 Prozent zu erwirtschaften, aber erreicht. Seit dem Jahr 2011 lag die Eigenkapitalrendite laut Herrn Geiger durchschnittlich bei 10,8 Prozent und in einigen Jahren noch deutlich darüber.

Veränderungen ergaben sich allerdings in der Portfoliostruktur. Obwohl der Fokus unverändert auf Value-Investments liegt, schaut sich Herr Geiger inzwischen auch stärker Geschäftsmodelle der Zukunft an. Vielfach sind die Bewertungen in diesen Bereichen zu teuer. Tatsächlich hat das Segment Technologie/IT-Services mit einem Anteil von fast 30 Prozent aber inzwischen den größten Anteil am Portfolio. Das erste Mal seit Jahren ist die VH auch wieder in zwei Gesundheitswerten investiert. Große Bereiche sind außerdem Industrie/Fahrzeuge sowie Konsum/Handel.

Herr Geiger fuhr fort mit einigen Investitionsbeispielen. Im Segment Technologie ist die größte Position unverändert die Capcad Systems AG. Es handelt sich bei diesem Unternehmen um ein Systemhaus, das sich zur Freude des Vorstands weiterhin hervorragend entwickelt. Die Gesellschaft glänzt seit Jahren mit ihrer Ertragsstärke und hohen Dividenden. Zudem gibt es regelmäßig Aktienrückkaufprogramme. Die VH ist an der Capcad Systems AG mehrheitlich beteiligt.

Ein weiteres Investment im Technologiebereich ist die Audius SE, ein mittelständisches IT- und Softwareunternehmen, das IT-Lösungen und das Managen der IT-Infrastruktur anbietet und sich mit mobilen Dateninfrastrukturen beschäftigt. Neu im Portfolio findet sich außerdem die q.beyond AG, vormals QSC AG, die sich nach dem Verkauf des Telekommunikationsgeschäfts auf die Bereiche IoT, SAP und Cloud spezialisiert. Überdies ist die VH schon länger an di-soric beteiligt. Deren Schwerpunkt liegt auf Sensoren für die Industrieautomation. Teilweise ergeben sich zwischen den einzelnen Unternehmen interessante Kooperationsmöglichkeiten.

Aus dem Bereich Industrie/Fahrzeuge benannte Herr Geiger als ein Kerninvestment den Automobilhersteller BMW, der sich nachhaltig ertragsstark entwickelt und der über eine gute Position im Markt für Elektromobilität verfügt. Viel verspricht er sich auch vom Motorenhersteller Deutz, der sich allerdings nicht im Pkw-Bereich bewegt, sondern dessen Motoren insbesondere bei Bau- und Landmaschinen genutzt werden. Das Geschäft läuft sehr gut und Herr Geiger sieht noch einiges Potenzial.

Unverändert investiert ist die VH in Hawesko, dem größten europäischen Weinhändler, die Sto SE als internationaler Hersteller von Gebäudebeschichtungen mit einem Schwerpunkt auf dem Zukunftsmarkt Fassadendämmsysteme und das Spezialchemieunternehmen Evonik, das die Krise kaum gespürt hat. Neu im Depot befindet sich der Gesundheitskonzern Fresenius, dessen Aktie zwischenzeitlich erheblich unter Druck geraten war, weil die Pandemie Operationen bei der Tochter Helios verhinderte und damit auch die Medikamente von Fresenius Kabi weniger gefragt waren. Nachdem die Aktie über viele Jahre teuer war, konnte der verlässliche Dividendenzahler zu rund 35 Euro günstig erworben werden.

Nachfolgend präsentierte der Vorstand die Zahlen der ersten sieben Monate 2021, mit denen er sich durchaus zufrieden zeigte. Verkauft wurden in diesem Zeitraum unter anderem Hugo Boss, HeidelbergCement und q.beyond; letztere laut Herrn Geiger aber nur deshalb, weil der Kurs zu schnell zu stark gestiegen war. Wenige Wochen später konnte diese Aktie deutlich günstiger wieder zurückgekauft werden. Mit den Verkäufen wurde ein Bruttoergebnis von 452 (230) TEUR realisiert, was fast eine Verdopplung gegenüber dem Vorjahreszeitraum bedeutet.

Die Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen, im Wesentlichen handelt es sich hier um Dividendenzahlungen, gingen von Januar bis Juli auf 277 (200) TEUR ebenfalls deutlich nach oben. Große Beiträge lieferten unter anderem Capcad, Evonik, Takkt, Freenet und Metro. Bei einer weitgehend unveränderten Kostenstruktur verbesserte sich das EBITDA in den ersten sieben Monaten 2021 auf 628 (330) TEUR.

Nachfolgend nannte Herr Geiger drei Neuinvestments des laufenden Jahres. Bei Hochtief schien dem Vorstand, nachdem verschiedene „Baustellen“ bereinigt wurden und der Kurs deutlich zurückgekommen war, die Zeit für den Wiedereinstieg gekommen. Das Bauunternehmen macht insbesondere in Asien gute Geschäfte. Bei Freenet gelang Anfang 2021 der Einstieg zu rund 14 Euro. Das Unternehmen hat ein stabiles Geschäftsmodell, das von der Pandemie nicht betroffen war, und zahlt attraktive Dividenden. Bei Bauer war die VH schon mehrfach investiert gewesen. Es handelt sich um einen zyklischen Wert. Nachdem die Bilanz mit einer Kapitalerhöhung gestärkt werden konnte und der neue Vorstand kostenbewusster unterwegs ist, schien Herrn Geiger mit Blick auf das Potenzial aus den Infrastrukturmaßnahmen die Zeit für den Wiedereinstieg gekommen.

In der Liste der größten Werte im Portfolio hat sich indes nicht viel verändert. Die größte Beteiligung war zum 30. Juni 2021 weiterhin die Value-Holdings International AG (VHI) mit einem Anteil von 27,1 Prozent, gefolgt von der unnotierten Capcad Systems AG mit 13,9 Prozent. Die größten Positionen an börsennotierten Einzelgesellschaften waren zu diesem Stichtag Sto, Evonik, Deutz, Fresenius und Hawesko mit Anteilen zwischen 4 und 8 Prozent am Gesamtportfolio.

Sodann warf Herr Geiger einen Blick auf den Kursverlauf der VH-Aktie, die im Corona-Crash vorübergehend heftig unter die Räder gekommen war. Ebenso schnell ging es aber wieder nach oben. Im Jahresvergleich gab der Kurs auf 4,50 (4,90) Euro nach. Aktuell notiert sie mit 6 Euro wieder deutlich höher. Der Vorstand sieht aber durchaus noch Luft nach oben, nachdem der Abstand zum NAV nicht kleiner geworden ist. Der innere Wert der Aktie errechnete sich zum 30. Juni 2021 mit 6,53 Euro. Gegenüber dem Stand von 5,04 (5,07) Euro zum 31. Dezember 2020 hat der NAV also deutlich zugelegt.

Für die Zukunft zeigte sich Herr Geiger ebenfalls optimistisch. Die vielfach vorgetragene Meinung, dass Aktien insgesamt teuer sind, teilt der Vorstand nicht. Speziell Deutschland zählt nach den gängigen Kennzahlen sogar noch zu den günstigen Märkten. Technologiewerte sind natürlich teuer. Generell kann Herr Geiger aber keinen Grund sehen, warum man aus Aktien aussteigen sollte, zumal Value-Werte seit einigen Monaten gegenüber den Growth-Aktien wieder aufholen. Setzt sich dieser Trend fort, wäre dies sehr positiv für die VH.

Für das laufende Jahr erwartet Herr Geiger deutlich steigende Dividendenerträge. Nach sieben Monaten waren die vereinnahmten Dividendenzahlungen wie ausgeführt schon höher als im Gesamtjahr 2020. Zudem sind unverändert hohe Beteiligungserträge und Dienstleistungserlöse über dem Vorjahresniveau zu erwarten. Nachdem der Vorstand auch das Comeback der Value-Aktien als nachhaltig ansieht, ist er insgesamt optimistisch für die Zukunft gestimmt.

Herr Geiger schloss mit einen Ausführungen zu TOP 6 der Tagesordnung, unter dem die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals vorgeschlagen war. Um schnell und flexibel handeln zu können, soll bei einem Betrag von bis zu 10 Prozent des Grundkapitals ein Bezugsrechtsausschluss möglich sein. Der Ausgabebetrag der neuen Aktien wird aber wie in der Vergangenheit den Börsenkurs und den NAV nicht wesentlich unterschreiten, um die bereits investierten Aktionäre vor einer Verwässerung zu schützen.

Wie Herr Geiger ausführte, ist es durchaus denkbar, dass in den nächsten Jahren eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird. Zum einen würden die eingeworbenen Mittel dem Ausbau des Portfolios dienen. Zusätzlich kann mit einer solchen Platzierung der Gewinn neuer Investoren verbunden werden.

Allgemeine Aussprache

Ein Aktionär hinterfragte die Bewertung der Beteiligung an der Capcad Systems AG, die immerhin mit 13,9 Prozent zum Portfoliowert beiträgt. Allerdings ist das Unternehmen nicht notiert. Ihn interessierte, mit welcher Bewertung diese Beteiligung bei der Berechnung des NAV einfließt. Vielleicht ist auch einmal ein Börsengang geplant.

Wie Herr Geiger ausführte, wird die Capcad-Beteiligung im Rahmen der NAV-Berechnung sehr konservativ berücksichtigt. Es wird grundsätzlich der Wert angesetzt, den das Unternehmen beim letzten Aktienrück-

kaufprogramm geboten hat, also zu einem Kurs, den Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft als günstig erachten und der auch tatsächlich bezahlt wird.

Einen Börsengang kann sich Herr Geiger bei Capcad Systems nicht vorstellen. Es handelt sich um eine sehr kleine Gesellschaft. Denkbar wäre seiner Meinung nach eher eine Übernahme. Angebote gehen regelmäßig ein. Im Moment hat er aus Sicht der VH aber kein Interesse, die Anteile zu verkaufen. Das Unternehmen zahlt eine hohe Dividende und kauft kontinuierlich eigene Aktien zurück. Insgesamt realisiert die VH mit diesem Investment einen enormen Cashflow von 25 bis 30 Prozent p.a.

Befragt nach dem Bilanzansatz der Metro- und der K+S-Aktien informierte Herr Geiger, dass beide Positionen abgeschrieben wurden und jetzt jeweils mit einem Kurs von 12 Euro in der Bilanz stehen. Bei K+S hat der Vorstand nach dem Bilanzstichtag einige Aktien zwischen 13 und 14 Euro verkauft. Bei beiden Werten kann er sich aber auch gut Kurse von 15 oder 16 Euro vorstellen. K+S dürfte mit einem gewissen Zeitversatz von den derzeit stark steigenden Kalipreisen profitieren.

Ein Kleinaktionär bat ferner um eine Einschätzung des Vorstands zur gesamtwirtschaftlichen Lage. Insbesondere zielte seine Frage auf den Einfluss der Notenbankpolitik. Irgendwann wird die Ära der extrem niedrigen Zinsen und der unendlichen Liquidität vermutlich enden, was sich negativ auf die Ertragslage der Unternehmen und damit auch auf die Börsenkurse auswirken müsste.

Nach Angabe von Herrn Geiger ist die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nach den Grundsätzen des Value Investing eigentlich kein Thema. Investiert wird schließlich bewusst in sehr solide Unternehmen, die auch eine Rezession gut überstehen und aus einer solchen Phase noch gestärkt hervorgehen würden. Natürlich beobachtet man aber auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Der Vorstand kann allerdings nicht erkennen, dass die Zentralbanken zeitnah anfangen, den Märkten Geld zu entziehen. Aktuell wird lediglich diskutiert, die Anleihenkäufe zurückzufahren, nicht aber, tatsächlich Geld aus dem Markt herauszunehmen. Als Signal in diese Richtung würde Herr Geiger werten, wenn die Aktienkurse insgesamt nicht weiter steigen. Auch davon ist im Moment aber nichts zu sehen. Insofern sieht er derzeit keinen Grund für übertriebenen Pessimismus.

Abstimmungen

Vor Eintritt in die Abstimmungen verkündete Herr Lehmann die Präsenz. Vom gesamten Grundkapital von 6.026.982 Euro, eingeteilt in 2.008.994 Aktien, waren 969.609 Aktien vertreten. Dies entsprach einer Quote von 38,31 Prozent. Im Wesentlichen hatten Herr Geiger und Herr Lehmann ihre Stimmen angemeldet.

Sämtliche Beschlüsse, im Einzelnen der Vortrag des Bilanzgewinns auf neue Rechnung (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Wahl der Rupp & Eppler GmbH zum Abschlussprüfer (TOP 5) sowie die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals (TOP 6), wurden einstimmig gefasst.

Um 15:51 Uhr schloss der Vorsitzende die Versammlung.

Fazit

Die Value-Holdings AG hat sich im Corona-Jahr 2020 gut geschlagen. Nachdem die erforderlichen Abschreibungen auf einige Wertpapierpositionen schon im Vorjahr vorgenommen worden waren und sich die Dividenden und Beteiligungserträge fast auf Vorjahresniveau bewegten, lag der Jahresüberschuss mit 343 (281) TEUR sogar über dem Vorjahresniveau. Der Nettoinventarwert (NAV) der Aktie ging auf 5,04 (5,07) Euro leicht zurück.

Im bisherigen Jahresverlauf 2021 ging es dann auf dieser Basis deutlich voran. Der NAV der Aktie erhöhte sich in der ersten Jahreshälfte 2021 um fast 30 Prozent auf 6,53 Euro. Damit entwickelte sich das VH-Portfolio deutlich stärker als die großen Indizes. Darin spiegelt sich wider, dass nach Jahren einer starken Outperformance von Wachstumsaktien, die sich mit der Corona-Krise zunächst noch verstärkt hat, inzwischen zunehmend wieder Value-Werte in den Fokus der Anleger rücken.

Dieser Trend dürfte mit Blick auf die in der Breite weitaus günstigere Bewertung der Value-Aktien längerfristig anhalten, wovon die Titel im VH-Portfolio profitieren werden. Und die VH-Aktie kann beim aktuellen

Kurs von 6 Euro sogar noch mit einem Abschlag von rund 10 Prozent auf den inneren Wert erworben werden. Ein längerfristiges Investment sollte sich insbesondere für konservative Anleger lohnen. Mit der Wiederentdeckung der Value-Werte dürfte auch die VH-Aktie in Zukunft wieder mehr Beachtung an der Börse finden.

Kontaktadresse

Value-Holdings AG
Donauwörther Str. 3
D-86368 Gersthofen

Tel.: +49 (0)8 21 / 57 53 94

Fax: +49 (0)8 21 / 57 45 75

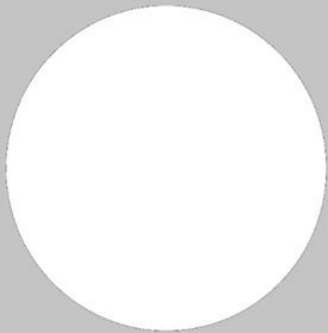
Internet: www.value-holdings.de

E-Mail: info@value-holdings.de

Ansprechpartner Investor Relations

Georg Geiger, Vorstand

E-Mail: info@value-holdings.de



GSC Research GmbH
Tiergartenstr. 17
D-40237 Düsseldorf

Postanschrift:
Postfach 48 01 10
48078 Münster

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26
Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

Email: info@gsc-research.de
Internet: www.gsc-research.de