

HV-Bericht

NABAG AG

WKN 674980 ISIN DE0006749807

HV am 30.07.2025 in Augsburg

**Performance bleibt unbefriedigend –
Value-Holdings AG will ihre Mehrheitsbeteiligung verkaufen**

Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts für die NABAG AG sowie des Berichts des Aufsichtsrats über das Geschäftsjahr 2024
2. Beschlussfassung über die Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2024
3. Beschlussfassung über die Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2024

HV-Bericht NABAG AG

Die NABAG AG hatte für den 30. Juli 2025 zur Hauptversammlung mit Vorlage des Jahresabschlusses 2024 eingeladen. Versammlungsort war der Tagungsraum der Gesellschaft in Augsburg, wo sich knapp zehn Aktionäre und Gäste eingefunden hatten, um sich über die Perspektiven der kleinen Beteiligungsgesellschaft zu informieren, die möglicherweise bald über einen neuen Großaktionär verfügt. Für GSC Research war Matthias Wahler angereist.

Der Aufsichtsratsvorsitzende Georg Geiger eröffnete die Versammlung um 10 Uhr und teilte mit, dass die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat vollzählig erschienen sind. Neben ihm hatten seine beiden Aufsichtsratskollegen Dr. Georg Heldmann und Wolfgang Steidl sowie Alleinvorstand Antonio Napolitano Platz genommen. Auf die Bestellung eines Notars hatte die Gesellschaft mit Blick auf die sehr übersichtliche Tagesordnung verzichtet. Das Protokoll führte der Vorsitzende selbst.

Im Folgenden erläuterte Herr Geiger die Formalien und machte einige ergänzende Angaben aus Sicht des Aufsichtsrats, der sich im Geschäftsjahr 2024 dreimal zusammengefunden hat. Für die Details verwies er auf den in gedruckter Form ausliegenden Geschäftsbericht.

Sodann übergab der Vorsitzende das Wort an den Vorstand.

Bericht des Vorstands

Herr Napolitano begann mit einigen grundlegenden Ausführungen zur Entwicklung der NABAG in den letzten Jahren. Ein Meilenstein war im Dezember 2022 die Erhöhung des Grundkapitals von 0,8 auf 2,0 Mio. Euro gewesen. Auf diesem Weg wurde die Value-Holdings AG (VH) mit einem Anteil von 58 Prozent neue Mehrheitsgesellschafterin, was aber eigentlich nicht der Plan gewesen war. In einem zweiten Schritt sollte deshalb die Aktionärsbasis verbreitert werden, wofür die von der VH gehaltenen NABAG-Aktien zur Verfügung stehen.

Die NABAG betätigt sich Herrn Napolitano zufolge ebenso wie die VH als klassischer Value-Investor. Dies bedeutet, es wird nach Aktien gesucht, die zu Ausverkaufspreisen weit unter ihrem inneren Wert gehandelt werden. Diese können dann sozusagen mit einer Sicherheitsmarge gekauft werden, was das Risiko vermindert und das Potenzial erhöht. Verkauft wird, wenn dieser Abschlag aufgeholt ist, die Aktie also zum inneren Wert oder noch darüber notiert.

Investiert wird grundsätzlich nur in Unternehmen mit einem einfach zu verstehenden Geschäftsmodell und einer gesunden Bilanz, die am besten noch über eine starke Marktstellung mit Preissetzungsmacht verfügen. Wichtig sind außerdem eine günstige Bewertung sowie ein kompetentes, ehrliches und erfahrenes Management, das sich dem Interesse der Aktionäre verpflichtet fühlt. Um dies zu gewährleisten, hat Herr Napolitano im vergangenen Jahr mehr als 30 Unternehmen persönlich kennengelernt.

Der Anlageschwerpunkt liegt, wie der Vorstand nachfolgend aufzeigte, auf den aktuell 338 Micro-, Small- und Mid-Caps, die an der italienischen Börse Euronext notiert sind. Davon sind 208 Unternehmen mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von 40 Mio. Euro im Wachstumssegment Euronext Growth Milan gelistet. Aus dieser Gruppe sind wiederum rund 70 Prozent in der Lombardei und Venetien, den beiden reichsten Regionen in Europa, angesiedelt und weisen eine Exportquote von durchschnittlich 60 Prozent auf.

Trotz der negativen Entwicklung des Euronext Growth Milan Index verbessern sich die Fundamentaldaten dieser Unternehmen weiter. Analysen gehen davon aus, dass Umsatz und Ergebnis in der Breite in den nächsten Jahren deutlich zulegen werden. Der Nettogewinn soll sich von heute 0,5 Mrd. Euro bis 2026 auf 1,6 Mrd. Euro verdreifachen, was bezogen auf die aktuelle Gesamtmarktkapitalisierung von 8,5 Mrd. Euro ein KGV von weniger als 6 bedeuten würde.

Darüber hinaus hat die italienische Regierung nach Angabe von Herrn Napolitano einen Aktiendachfonds in Höhe von 1 Mrd. Euro vorbereitet und gewährt institutionellen und privaten Anlegern, die in börsennotierte kleine und mittlere Unternehmen investieren, Steuervorteile. Nachdem für viele Anleger mittlerweile die in Italien geltende Fünfjahresfrist verstrichen ist, trennten sich zuletzt aber wieder viele Investoren von ihren Aktien, um die Gewinne steuerfrei zu realisieren. Dies drückte vorübergehend auf die Kurse, was die NABAG zum Einstieg nutzte.

Im Folgenden verschaffte Herr Napolitano den Teilnehmern einen Überblick über das Portfolio der NABAG zum 31. Dezember 2024, das zu diesem Zeitpunkt insgesamt 32 Positionen umfasste. Die größte war mit einem Depotanteil von 12,3 Prozent die SCM Sim S.p.A. Es handelt sich um einen auf Private-Banking- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen spezialisierten Asset Manager, der rund 1 Mrd. Euro verwaltet, dessen Aktie sehr günstig bewertet ist und mit dem ursprünglich auch eine Kooperation angedacht war.

Auf Platz zwei stand zum Bilanzstichtag mit einem Depotanteil von 5,4 Prozent die Value-Holdings International AG (VHI), gefolgt von Saccheria S.p.A., einem Hersteller von Verpackungsprodukten, Sivas Biosana S.p.A, einem Anbieter von medizinischen Geräten für Gesundheitseinrichtungen, sowie Ilpra S.p.A., einem Hersteller von Verpackungsmaschinen für Lebensmittel und Pharmazeutika. Weitere italienische Werte im Portfolio waren zum Bilanzstichtag Casta Diva Group, GM Leather und Gibus.

Sodann kam der Vorstand auf die Geschäftsentwicklung zu sprechen. Die Umsatzerlöse entwickelten sich im Geschäftsjahr 2024 auf 241 (Vorjahr: 359) Tsd. Euro rückläufig, was daraus resultierte, dass nur wenige Positionen den errechneten Zielkurs erreichten und verkauft wurden. Bei Einstandskosten von 223 (301) Tsd. Euro ergab sich ein Bruttoergebnis von 18 (58) Tsd. Euro. Die Erträge aus Wertpapieren, sprich die Dividendeneinnahmen, erhöhten sich auf 37 (25) Tsd. Euro.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen mit 43 (48) Tsd. Euro etwas niedriger, die Zinseinnahmen mit 8 (2) Tsd. Euro höher. Eine große Belastung ergab sich allerdings in Form von Abschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von 334 (35) Tsd. Euro. Ursächlich dafür war nach Angabe des Vorstands, dass im vierten Quartal viele Unternehmen Gewinnwarnungen herausgegeben hatten, was die Kurse teils erheblich unter Druck setzte.

Diese Abschreibungen waren ausschlaggebend dafür, dass das Jahresergebnis mit minus 318 (plus 1) Tsd. Euro in den negativen Bereich rutschte. Infolgedessen gab das Eigenkapital auf 1,65 (1,97) Mio. Euro nach. Die Wertpapiere des Anlagevermögens wurden zum Bilanzstichtag mit 1,41 (1,69) Mio. Euro ausgewiesen, hinzu kommen liquide Mittel von 251 (460) Tsd. Euro.

Im ersten Halbjahr 2025 lag der Umsatz mit 466 (140) Tsd. Euro deutlich höher, da Verkäufe in Italien forciert wurden. Die Auswirkungen auf die Ertragslage waren aber nicht negativ, bei Einstandskosten von 448 (129) Tsd. Euro konnte das Bruttoergebnis auf 18 (11) Tsd. Euro sogar verbessert werden. Die Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen lagen mit 20 (35) Tsd. Euro niedriger, dennoch wird zum 30. Juni 2025 ein positives EBITDA von 21 (26) Tsd. Euro ausgewiesen.

Die Depotstruktur hat sich in den ersten sechs Monaten 2025 verändert, nachdem keine neuen Positionen mehr in Italien gekauft wurden. Ganz vorne steht immer noch die SCM Sim S.p.A., deren Depotanteil sich mit einem steigenden Aktienkurs sogar auf 15,1 Prozent erhöhte. Platz zwei nimmt die neu erworbene Hornbach Holding mit einem Anteil von 5 Prozent ein und Platz drei die VHI. Insgesamt umfasste das Portfolio zum 30. Juni 2025 noch 17 Positionen. 45 Prozent des Kapitals wurden zu diesem Zeitpunkt als liquide Mittel gehalten.

Weiter informierte Herr Napolitano, dass der Aufsichtsrat aus der schlechten Performance des Depots in den letzten Jahren Konsequenzen gezogen hat. Die NABAG soll breiter aufgestellt, der Anteil der italienischen Werte weiter reduziert und stärker in deutsche Dividendenwerte investiert werden. Zusätzlich sollen weitere europäische Unternehmen ins Portfolio aufgenommen werden. Nach drei Jahren mit Kursrückgängen sind allerdings auch beim FTSE Italia Growth, dem italienischen Small-Cap-Index, seit Mai dieses Jahres erstmals wieder Zuwächse zu erkennen. Insgesamt wird für die NABAG ein positives Jahresergebnis erwartet.

Abschließend teilte Herr Napolitano mit, dass er, wie bereits kommuniziert, mit Ablauf der Hauptversammlung aus dem Vorstand ausscheiden wird. Diese Entscheidung resultiert auch daraus, dass der Aufsichtsrat die Zukunft der NABAG mehr in deutschen Unternehmen sieht. Im Nachhinein war es, wie Herr Napolitano einräumte, möglicherweise ein Fehler gewesen, das Portfolio so stark auf diesen speziellen italienischen Markt auszurichten. Teilweise habe er auf Veränderungen wohl auch zu langsam reagiert.

Bericht des Aufsichtsrats

Vor Eintritt in die Diskussion ergriff noch einmal Herr Geiger das Wort und informierte über die Hintergründe des anstehenden Vorstandswechsels. Wie er darlegte, hat Herr Napolitano dem Aufsichtsrat auf seiner

Sitzung am 2. Juni 2025 angeboten, sein Amt mit Ablauf der Hauptversammlung 2025 niederzulegen und der Aufsichtsrat hat dieses Angebot angenommen. Die Amtszeit von Herrn Napolitano endet somit heute.

Für die NABAG gibt es Herrn Geiger zufolge nun zwei Alternativen. Die erste Priorität wäre der Verkauf der Mehrheitsbeteiligung durch die VH. Es soll dabei aber ein Kurs über dem Net Asset Value (NAV) erzielt werden, der sich zum Bilanzstichtag auf 0,79 Euro belaufen hat und der sich zum 25. Juli 2025 mit 0,85 Euro errechnete. Schließlich hat die Börsennotierung auch einen Wert.

Es gab nach seiner Aussage bereits verschiedene Anfragen, teils mehr, teils weniger seriös. Aktuell spricht Herr Geiger mit einem Interessenten, der für eine Übernahme der Mehrheitsbeteiligung in Frage kommt. Eine Voraussetzung aus Sicht der VH wäre allerdings neben dem Preis über NAV, dass der Investor das gleiche Angebot auch allen anderen Aktionären unterbreitet, die gerne aussteigen wollen.

Kann der Verkauf nicht realisiert werden, ist es nach Angabe von Herrn Geiger geplant, die NABAG neu zu positionieren. Sie wird dann weiterhin eine Beteiligungsgesellschaft bleiben und es wird auch weiterhin italienische Small-Caps im Depot geben. Der Schwerpunkt soll aber nicht mehr in diesem Bereich, sondern auf deutschen und europäischen Werten mit einer hohen Dividendenrendite liegen, um die Kosten zu decken und nach und nach den aufgelaufenen Bilanzverlust auszugleichen.

Die Position des Vorstands wird Ina Stahlhofen übernehmen. Sie hat 2014 ein Studium Bachelor of Arts absolviert und ist bereits seit 2023 als Assistentin des Vorstands der Value-Holdings AG und der Tochtergesellschaften tätig und damit bestens für diese Position geeignet. Die Struktur mit dem Nutzungs- und Überlassungsvertrag mit der VH soll erhalten bleiben, um auch in Zukunft eine überschaubare Kostenstruktur sicherzustellen. Die Auswahl der Investments wird weiterhin in Rücksprache mit dem VH-Team erfolgen.

Allgemeine Aussprache

Im Folgenden meldeten sich verschiedene Aktionäre mit kurzen Fragen zu Wort. Mehrere Redner äußerten ein gewisses Unverständnis, dass gerade jetzt ein Wechsel im Vorstand vorgenommen und die Anlagestrategie geändert werden soll, nachdem sich im Bereich der italienischen Small- und Mid-Caps offenbar eine Trendwende andeutet. Damit wäre es doch sinnvoller, am Ball zu bleiben. Sie konnten auch nicht erkennen, dass Herr Napolitano große Fehler gemacht hätte. Mit seinem Ausscheiden geht viel Kompetenz verloren.

In seiner Antwort stellte Herr Geiger klar, dass der Rücktritt von Herrn Napolitano selbst ausgegangen ist. Es ist auch nicht so, dass er einen großen Fehler gemacht hätte. Tatsächlich hatte sich der Markt schwach entwickelt. Allerdings muss konstatiert werden, dass der Vorstand klar formulierte Ziele wie die Verbreiterung der Aktionärsbasis durch die Umplatzierung von Anteilen aus dem Bestand der VH und die erneute Kapitalerhöhung auf 4 Mio. Euro nicht umgesetzt hat.

Die Resultate waren damit in der Gesamtheit nicht gut, vor allem auch vor dem Hintergrund, dass es durchaus italienische Werte mit einer positiven Performance gab, sich im NABAG-Depot aber vor allem die mit einer negativen Kursentwicklung befunden haben. Wichtig war dem Vorsitzenden aber der Hinweis, dass Herr Napolitano im besten Einvernehmen ausscheidet. Er steht auch weiterhin für Rückfragen zur Verfügung und man werde weiterhin gemeinsam Dinge anpacken. Ebenso bleibt Herr Napolitano Aktionär der Gesellschaft.

Weiter führte Herr Geiger aus, dass Vorstand und Aufsichtsrat jede einzelne Position im NABAG-Depot durchgegangen sind und individuell entschieden haben, an welchen Aktien festgehalten werden soll, weil Chancen auf höhere Kurse gesehen werden, und welche man besser verkaufen sollte, weil dies nicht der Fall ist, womit es keinen Sinn machen würde, diese Aktien für lange Zeit im Depot zu behalten. Dann ist es besser, mit diesem Geld interessantere Aktien zu kaufen.

Aktionär Steuer hatte dem Geschäftsbericht entnommen, dass einige Private-Equity-Fonds die vielfach sehr niedrige Bewertung der italienischen Small- und Mid-Caps erkannt, mehrere Unternehmen gekauft und sie zu günstigen Bewertungen von der Börse genommen haben. Aus dem NABAG-Portfolio waren davon Gibus und Bifire betroffen gewesen. Er wollte wissen, ob in Italien ebenso wie in Deutschland gegebenenfalls auf dem Klageweg eine höhere Abfindung erstritten werden kann.

Zunächst informierte Herr Napolitano, dass der Finanzinvestor beispielsweise die Gibus zwar zu einem günstigen Kurs übernommen hat, dieser aber dennoch über dem Buchwert gelegen hat, zu dem die Aktie

zum 31. Dezember 2024 in der Bilanz gestanden hatte. Herr Geiger ergänzte, dass Klagen zwar auch in Italien möglich sind. Anders als im deutschen Spruchstellenverfahren sind jedoch in Italien keine hohen Nachbesserungen zu erwarten, so dass sich eine Klage für die NABAG mit Blick auf die hohen Kosten und das überschaubare Investment wirtschaftlich nicht lohnen würde.

Aktionär Prof. Dr. Burkard Götz, der bis 2022 dem NABAG-Vorstand angehört hatte, äußerte sein Bedauern über das Ausscheiden von Herrn Napolitano. Er hatte ihn in seiner aktiven Zeit als sehr zuverlässigen und engagierten Vorstand kennengelernt. Es gelte die Entscheidung aber zu respektieren.

Die wesentliche Frage von Prof. Dr. Götz betraf die Entwicklung des NAV, der sich zum 30. September 2024 mit 0,92 Euro errechnet hatte, während es am 31. Dezember 2024 dann nur noch 0,79 Euro gewesen waren. Es war also allein im vierten Quartal ein Minus von 14 Prozent zu verzeichnen, während der betreffende Index im gleichen Zeitraum nur 2 Prozent eingebüßt hatte. Er konnte dies nicht nachvollziehen.

In seiner Antwort verwies Herr Napolitano auf seinen Vortrag, in dem er dargelegt hatte, dass insbesondere im Oktober und November 2024 mehrere Unternehmen aus dem Portfolio Gewinnwarnungen ausgesprochen haben, wonach deren Kurse kräftig unter Druck geraten sind. Im Nachhinein betrachtet war es sicherlich ein Fehler gewesen, auf diese Entwicklungen nicht schneller zu reagieren.

Weiter interessierte Prof. Dr. Götz, bei welchen Wertpapieren des Anlagevermögens, wie dem Geschäftsbericht zu entnehmen, Abschreibungen in Höhe von 83 Tsd. Euro auf den beizulegenden Zeitwert unterlassen wurden, da aufgrund der Substanz und Ertragskraft der Unternehmen nicht von einer dauernden Wertminderung auszugehen ist. Nach Aussage von Herrn Napolitano waren dies unter anderem Werte wie Gibus und Bifire, bei denen sich während der Aufstellung des Jahresabschlusses bereits die Übernahme abzeichnete, womit erkennbar war, dass der Kurs wieder höher notieren wird.

Ferner wollte der Aktionär wissen, warum die Gesellschaft keinen Bericht zum ersten Quartal 2025 veröffentlicht hat. Dies betreffend verwies Herr Geiger auf den diesmal deutlich größeren Diskussionsbedarf aufgrund der anstehenden Neupositionierung der Gesellschaft, die mit der Umstrukturierung des Depots auch erheblichen Einfluss auf die Zahlen des ersten Quartals hatte. Man habe deshalb entschieden, auf den Quartalsbericht zu verzichten. Auch in Zukunft sollen lediglich Halbjahresberichte veröffentlicht werden.

Auf Nachfrage von Aktionär Gerrit Kübler unterstrich Herr Geiger noch einmal, dass der Verkauf der Mehrheitsbeteiligung an der NABAG durch die VH die bevorzugte Option ist. Wie ausgeführt, gibt es Gespräche mit einem interessierten Investor, die hoffentlich spätestens im Herbst zum Abschluss gebracht werden können. Kann kein positives Ergebnis erzielt werden, soll die NABAG in Eigenregie weitergeführt werden. Aktuell stehen die NABAG-Aktien im VH-Depot mit einem Kurs von 0,88 Euro, was damit der Mindestpreis wäre, der erlöst werden soll.

Im Übrigen bestätigte Herr Geiger die Vermutung des Aktionärs, dass die Cash-Quote von nahezu 50 Prozent erst einmal beibehalten werden soll, nachdem der Investor möglicherweise kein großes Interesse an italienischen Small-Caps hat. Ob der neue Mehrheitsgesellschafter die NABAG dann als Beteiligungsgesellschaft fortführen oder komplett neu ausrichten will, ist ihm nicht bekannt. Die Aktionäre können wie ausgeführt im Falle einer Übernahme frei entscheiden, ob sie dabeibleiben oder ihre Anteile zu den gleichen Konditionen wie die VH verkaufen wollen.

Abstimmungen

Vor Eintritt in die Abstimmungen verkündete Herr Geiger die Präsenz. Auf der Hauptversammlung waren 1.475.337 Aktien vertreten. Bezogen auf das gesamte Grundkapital von 2.000.000 Euro, eingeteilt in ebenso viele Aktien, entsprach dies einer Quote von 73,77 Prozent.

Die Entlastung des Vorstands (TOP 2) und des Aufsichtsrats (TOP 3) für das Geschäftsjahr 2024 wurde jeweils einstimmig beschlossen. Damit war die Tagesordnung auch schon beendet.

Abschließend richtete Herr Geiger das Wort nochmals an Herrn Napolitano, dankte ihm für seine Tätigkeit als Vorstand und übergab ihm ein kleines Geschenk.

Um 11:43 Uhr schloss der Vorsitzende die Versammlung.

Fazit

Die Performance der NABAG AG war in den letzten Jahren enttäuschend. Dies zeigt sich deutlich im Jahresabschluss 2024, in dem hohe Abschreibungen auf bestehende Wertpapierpositionen verarbeitet werden mussten, was das Ergebnis deutlich ins Minus drückte. Der NAV der Aktie gab um 17 Prozent auf 0,79 (0,95) Euro nach. Die Fokussierung der Beteiligungsgesellschaft auf günstig bewertete italienische Small- und Mid-Caps hat sich nicht auszahlt. Vorstand Antonio Napolitano hat mittlerweile die Konsequenz gezogen und ist zurückgetreten.

Die Value-Holdings AG, die derzeit 58 Prozent der Anteile hält, plant nun, ihre Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen zu verkaufen. Offenbar gibt es schon weit fortgeschrittene Gespräche. Ob der neue Investor das Unternehmen weiterhin als Beteiligungsgesellschaft führen oder komplett neu ausrichten will, wird sich zeigen. Können die Gespräche wider Erwarten nicht erfolgreich beendet werden, wird die NABAG weiterhin eine Beteiligungsgesellschaft bleiben, jedoch mit einem Fokus auf dividendenstarken deutschen Aktien.

Investierte Aktionäre sollen vor diesem Hintergrund erst einmal abwarten. Die Aktie notiert aktuell zwar leicht über dem NAV, der sich zum 25. Juli 2025 mit 0,85 Euro errechnete. Das Ziel der VH ist allerdings, bei dem Verkauf der Mehrheitsbeteiligung einen höheren Wert zu erzielen als die 0,88 Euro, mit denen die NABAG-Aktien in ihrem Depot stehen. Vorgesehen ist außerdem, dass im Zuge der Übernahme allen Aktionären ein Übernahmeangebot zu gleichen Konditionen unterbreitet wird. Abwarten scheint unter diesen Bedingungen erst einmal die beste Alternative zu sein.

Kontaktadresse

NABAG AG
Bahnhofstraße 30
D-86150 Augsburg

Tel.: +49 (0)8 21 / 57 53 94
Fax: +49 (0)8 21 / 57 45 75

Internet: www.nabag-ag.de

Ansprechpartnerin Investor Relations

Ina Stahlhofen, Alleinvorstand

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