



---

**VALUE-HOLDINGS**  
Aktiengesellschaft

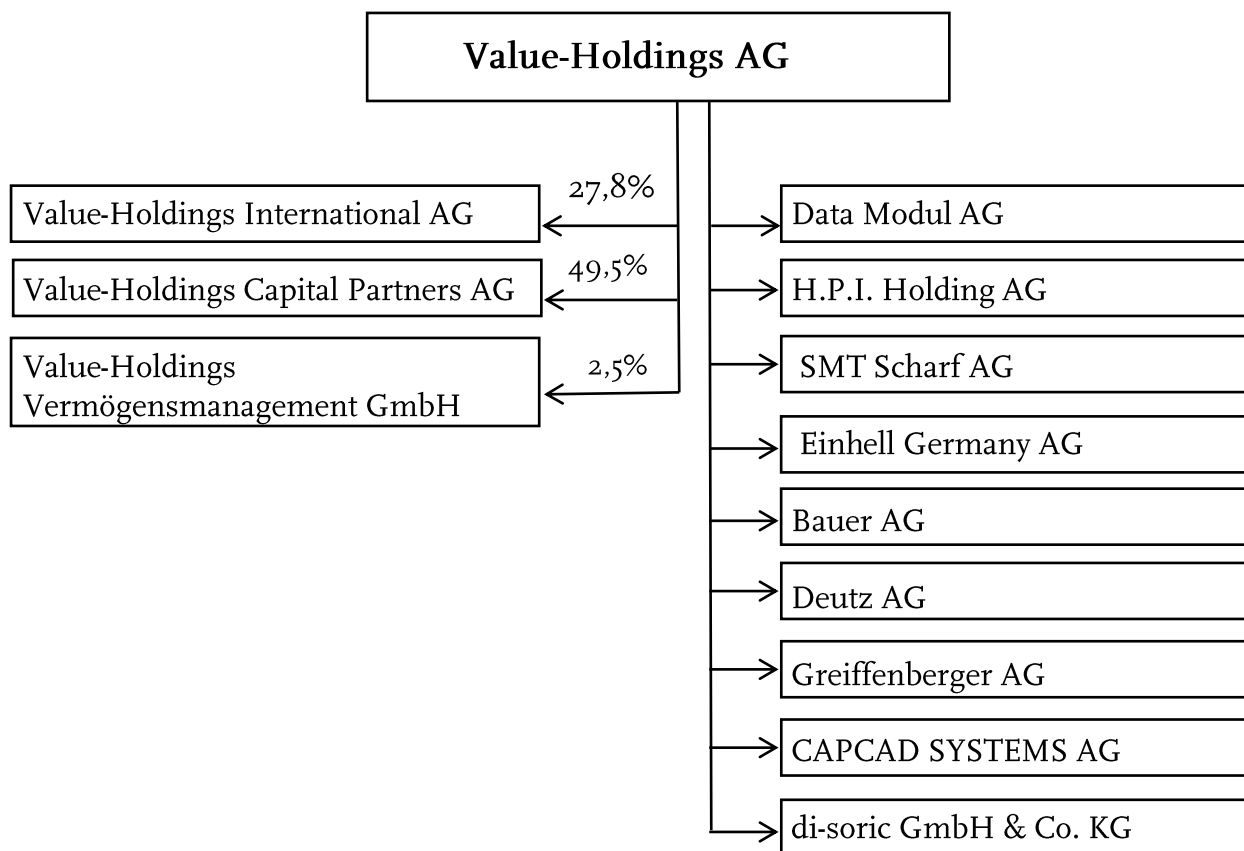
---

**Geschäftsbericht**  
2014

## Inhalt:

	Seite
Struktur der Value-Holdings Gruppe	1
Organe der Gesellschaft	1
Bericht des Aufsichtsrats	2
Vorwort des Vorstands	3
Performance	4
Value-Holdings Aktie	5
Beteiligungen und börsennotiertes Portfolio	6
Wert des Portfolios	6
Lagebericht	12
Ausblick	17
Jahresabschluss	19
Bilanz	19
Gewinn- und Verlustrechnung	20
Anhang	21
Bestätigungsvermerk	26

## Struktur der Value-Holdings Gruppe



### Organe der Gesellschaft:

#### Aufsichtsrat:

Ludwig Lehmann, Rechtsanwalt, München, Vorsitzender

Christoph Papst, Kaufmann, Benningen, stellvertretender Vorsitzender

Michael Höfer, Portfolio-Manager, Steingaden

#### Vorstand:

Georg Geiger, Neusäß

## Bericht des Aufsichtsrats

Der Aufsichtsrat hat sich im Geschäftsjahr 2014 mit der Lage der Gesellschaft beschäftigt und die ihm nach Gesetz und Satzung obliegenden Aufgaben wahrgenommen. Er hat die Geschäftsführung des Vorstands überwacht, alle für die Gesellschaft wesentlichen Entscheidungen sorgfältig begleitet und die Perspektiven des Unternehmens beraten. Der Vorstand kam seinen Berichtspflichten umfänglich nach. Er hat den Aufsichtsrat dazu regelmäßig, zeitnah und umfassend in mündlicher und schriftlicher Form informiert. Dem Aufsichtsrat standen alle maßgeblichen Informationen zu den Fragen der Strategie, der Planung, der Geschäftsentwicklung und über die Lage der Gesellschaft, einschließlich der Risikolage und des Risikomanagements zur Verfügung. Zustimmungspflichtige Geschäfte sind im Aufsichtsrat eingehend erörtert worden, notwendige Genehmigungen wurden erteilt.

Im Geschäftsjahr 2014 hat der Aufsichtsrat in drei turnusmäßigen Sitzungen getagt. In einer weiteren telefonischen Aufsichtsratssitzung wurden nach eingehender Beratung die notwendigen Beschlüsse gefasst. Der Aufsichtsrat hat sich darüber hinaus in zahlreichen Gesprächen und Telefonaten über aktuelle Entwicklungen informiert. In allen Sitzungen waren Vorstand und Aufsichtsrat vollzählig anwesend. Gegenstand der Sitzungen waren jeweils Informationen über die laufende Geschäftstätigkeit und das Risikokontrollsystem der Gesellschaft. Der Aufsichtsrat überzeugte sich davon, dass das Überwachungssystem zur Erkennung von bestandsgefährdenden Risiken vom Vorstand lückenlos angewandt wurde. Tatsachen, die den Fortbestand des Unternehmens gefährden können, haben sich nicht ergeben. Ausschüsse hat der Aufsichtsrat nicht gebildet.

Schwerpunkte der Sitzung vom 01.04.2014 waren der Jahresabschluss 2013, der im Beisein des Wirtschaftsprüfers diskutiert und festgestellt wurde. Ferner wurde die Planung für das Geschäftsjahr 2014 beraten. In der Sitzung vom 30.05.2014 hat sich der in der am gleichen Tag vorangegangenen Hauptversammlung erneut gewählte Aufsichtsrat neu konstituiert. Herr Lehmann wurde wiederum zum Vorsitzenden und Herr Papst abermals zum stellvertretenden Vorsitzenden des Aufsichtsrats gewählt. In der Sitzung vom 19.12.2014 waren die aktuelle Lage der Gesellschaft, das Risikokontrollsystem mit Diskussion über Anpassungen bei dessen Umsetzung und die Planungen bis zum Jahresende die Schwerpunkte der Beratungen.

Buchführung, Jahresabschluss und Lagebericht wurden von der Rupp & Epple GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Augsburg, geprüft. Der uneingeschränkte Bestätigungsvermerk wurde erteilt. In der Sitzung am 1. April 2015 hat der Aufsichtsrat in Anwesenheit des Abschlussprüfers den Jahresabschluss besprochen und gebilligt; dieser ist damit festgestellt.

Gersthofen, den 01.04.2015

Ludwig Lehmann  
Vorsitzender des Aufsichtsrats

## Vorwort des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre,

im Jahr 2014 war an der Börse eine Verschnaufpause angesagt. Nach den hohen zweistelligen Steigerungsraten der Vorjahre hat der Deutsche Aktienindex DAX nur noch um 2,7 % zugelegt. Auch für die Value-Holdings AG war das Geschäftsjahr 2014 nicht leicht. Licht und Schatten haben sich abgewechselt, wir mussten auch empfindliche Rückschläge einstecken. Doch wie geht es weiter?

Für die „Bullen“ an der Börse ist das alles recht einfach: Die KGV's sind zwar etwas angestiegen, aber noch nicht extrem teuer. Südeuropa ist gerettet, und selbst wenn Griechenland ausfällt, dann fällt das nicht ins Gewicht. Die Anleiherenditen sind so gering, nur noch mit Aktien ist es möglich, eine Rendite zu erzielen. Die EZB führt die Politik des leichten Geldes fort und falls wieder irgendwo etwas anbrennt, werden FED und EZB schon eingreifen. Warnende Stimmen dagegen („Bären“ gibt es ja an der Börse nicht mehr) weisen auf das Shiller P/E von 25 hin, das genauso hoch ist wie vor den Crashes in 1929, 2000 und 2007. Das Risiko scheint diesen Warnern im Vergleich zu dem verbleibenden Potential zu hoch.

Die Finanzzeitschrift „Smart Investor“ schreibt, dass es auf solche Überlegungen gar nicht mehr ankommt, da große Teile der Finanzmärkte unter direktem Einfluss staatlicher Entscheider stehen. Das sind Personen, deren Handeln nicht auf ökonomischen Prinzipien, sondern kurzfristig orientiertem Opportunismus basiert. Deshalb liegt die Schwierigkeit nicht in der korrekten Interpretation der volkswirtschaftlichen Zahlen oder der Unternehmensberichte, sondern in der Antizipation der staatlichen Interventionen.

Dieser Überlegung wollen wir nicht ganz folgen. Zwar lässt die Notenbankpolitik Aktienanlagen „alternativlos“ erscheinen. Mehr für eine Firma zu bezahlen, als sie in unseren Augen wert ist, kommt für uns jedoch nicht in Frage. Und es scheint, dass in vielen Segmenten bereits wieder „Neue-Markt-Stimmung“ aufkommt: Firmen mit etabliertem Geschäftsmodell wie Apple, Cisco und Amazon werden mit KGV's von 15 bewertet. Die neuen Hoffnungswerte wie Netflix mit 142, LinkedIn mit 145 und Tesla sogar mit 288. Die Daimler AG hat ihre für 50 Mio. \$ erworbenen Tesla-Aktien letztes Jahr für 850 Mio. \$ verkauft ...

Auch wir haben 2014 einen erfolgreichen Verkauf vollzogen: Der Anteil von 46 % an der Deutsche Fallen Angels AG wurde komplett abgegeben. Das von uns bereits im Jahr 2010 eingesetzte Kapital hat sich in dieser Zeit gut verzinst. Warum haben wir uns dennoch zum Verkauf entschlossen? Bereits bei der Hauptversammlung im Mai 2014 haben wir in der Diskussion mit unseren Aktionären erläutert, dass gute Werte im DFA-Portfolio (Kategorie „Survivors Party“), die 2009 „nur“ im Kurs abgestraft wurden, operativ aber stabil geblieben sind, sich schnell wieder erholt haben. Die alten Höchstkurse wurden in vielen Fällen bereits nach 2 Jahren wieder erreicht und oft überschritten. Die schwachen Werte dagegen (Kategorie „Hero or Zero“), die auch operativ große Probleme hatten, haben sich teils bis heute nicht erholt. Teilweise wurden ganze Geschäftsmodelle in Frage gestellt. Dies unterstreicht die Aussage von Warren Buffett: „Turnarounds seldom turn“. Soll heißen: Angeschlagene Unternehmen schaffen selten dauerhaft die Wende, oder kurz: Aus schlechten Firmen werden eben nicht so einfach gute.

Die Konsequenz für die Value-Holdings AG ist einfach. Gute Firmen werden wir künftig auch in kritischen Börsensituationen direkt in das Value-Holdings-Portfolio kaufen, auch wenn nicht alle Kennzahlen des Unternehmens zu diesem Zeitpunkt ideal sein sollten. Und schwächere Firmen, die auch operativ in Probleme laufen, wollen wir überhaupt nicht mehr kaufen. Folglich brauchen wir dazu die DFA nicht mehr.

Wie schwierig es ist, ein Portfolio hochwertiger, solider, ertragsstarker und im Konjunkturverlauf stabiler Value-Werte zusammenzustellen, mussten wir im abgelaufenen Geschäftsjahr erfahren. Die Ereignisse beweisen aber auch, wie wichtig es ist, an diesem Ziel festzuhalten.

Die Wertentwicklung unseres Portfolios war 2014 nicht zufriedenstellend. Es war das erste Mal seit Gründung der Gesellschaft, dass wir eine negative Performance (-1,88 %) in einem Jahr ausweisen, in dem der DAX positiv abschneidet (+ 2,65 %). Was waren die Gründe dafür? Zwei Investments haben zu Verlusten geführt: Mox Telecom und SKW. Aufgrund der unzureichenden Kommunikation und großer Fragezeichen bezüglich verschiedener Bilanzpositionen hatten wir uns mit Mox seit längerem nicht mehr wohl gefühlt, obwohl die berichteten Zahlen stets gut waren. Als der Kurs im Frühjahr 2014 nach Veröffentlichung guter vorläufiger Zahlen für 2013 deutlich angezogen war und unseren Einstandskurs überschritten hat, haben wir begonnen zu verkaufen. Leider zu wenig. Aufgrund des Insolvenzantrags wurden die weiteren Verkaufsaufträge nicht mehr ausgeführt.

Auch die SKW Aktie hat uns Geld gekostet. Zum Glück hatten wir nur eine kleine „Anfangsposition“ aufgebaut. Nachdem die Kosten und Einsparauswirkungen des angekündigten Restrukturierungsprogramms veröffentlicht werden sollten, wollten wir die Position aufstocken. Dass der neue Vorstand jedoch das ganze Geschäftsmodell auf den Kopf stellt und die Restrukturierung  $\frac{3}{4}$  des Eigenkapitals kostet, damit hatte niemand gerechnet. Der Aktienkurs war nach dieser Meldung von rund 9 € auf knapp über 3 € abgestürzt. Die nachfolgende Erholung auf über 4 € haben wir zum Verkauf genutzt.

Entwicklung des Depots der Value-Holdings AG im Vergleich zu DAX und SDAX (in %)\*:

Jahr	VH- Depot	DAX	SDAX
1992	-2,88	-11,47	-10,62
1993	54,40	46,71	32,00
1994	6,30	-7,10	-10,40
1995	10,60	7,00	-14,60
1996	30,20	28,20	2,10
1997	47,08	47,11	34,61
1998	18,51	18,52	15,30
1999	55,20	39,00	7,40
2000	18,60	-7,50	6,40
2001	6,68	-19,79	-23,04
2002	-11,57	-43,94	-27,73
2003	48,91	37,08	51,30
2004	17,17	7,34	21,56
2005	27,23	27,07	35,16
2006	19,83	21,98	31,03
2007	12,25	22,29	-6,75
2008	-35,97	-40,37	-46,05
2009	13,71	23,85	26,72
2010	37,77	16,06	45,78
2011	4,81	-14,69	-14,54
2012	15,50	29,06	19,74
2013	12,84	25,48	28,23
2014	-1,88	2,65	5,85
Ø	15,66	7,70	6,00

\*) Benchmark aller Portfolios der Value-Holdings Gruppe ist seit dem Jahr 2003 die Bruttowertentwicklung des Value-Holdings Capital Partners Fund.

Die Arbeit geht also weiter, um die Value-Holdings AG noch erfolgreicher zu machen. Wir sind auf gutem Wege, begleiten Sie uns dabei!

Ihr Georg Geiger, Vorstand

## Value-Holdings Aktie

ISIN	DE0007600405
Gez. Kapital:	6.026.982 Euro
Anzahl Aktien:	2.008.994 Stück
Börsennotierung:	München
Börsenkürzel:	VHO
Reuter-Kürzel:	VHOG.MU
Bloomberg-Kürzel:	VHO.GE

Die Value-Holdings AG verfügt über ein Gezeichnetes Kapital von 6.026.982 Euro. Es ist gegenüber dem Vorjahr unverändert. Die Gesellschaft hat 2.008.994 Stückaktien ausgegeben. Somit beträgt der rechnerische Anteil am Gezeichneten Kapital 3,00 € je Aktie. Alle Aktien der Value-Holdings AG sind Stammaktien und lauten auf den Inhaber.

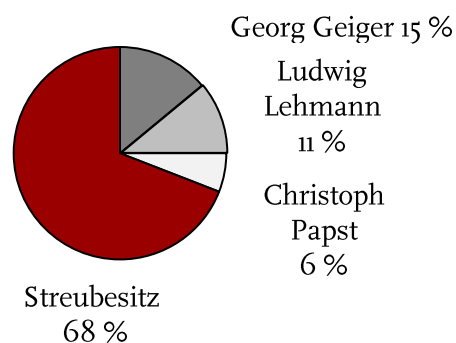
Die Heimatbörse der Value-Holdings Aktie ist München, sie notiert dort im Marktsegment „m:access“. An dieser Börse haben wir im Jahr 1999 die Zulassung zum Handel im damaligen Prädikatsmarkt gestellt und den Verkaufsprospekt eingereicht. Daneben wird die Value-Holdings Aktie im Freiverkehr der Börse Stuttgart gehandelt, an der ebenfalls



regelmäßig Umsätze stattfinden. Ferner besteht auch eine Notierung im Freiverkehr der Börse Berlin. Die Umsätze in der Value-Holdings Aktie konzentrierten sich auch 2014 auf die Börsen München und Stuttgart, während in Berlin nur sehr sporadisch gehandelt wurde. Der Handel der Value-Holdings Aktie hat sich im Jahr 2014 gegenüber

dem Vorjahr deutlich belebt. Der durchschnittliche Tagesumsatz ist auf 1.409 Stück gestiegen, nachdem er 2013 nur bei 466 Stück lag. Der Kurs der Value-Holdings Aktie ist im 1. Halbjahr 2014 kontinuierlich von rund 2,40 € bis auf das Jahreshoch von 2,75 € gestiegen. In den folgenden Monaten hat der Kurs deutlich bis auf 2,16 € nachgegeben, bevor gegen Jahresende eine Erholung bis zum Jahresschlusskurs von 2,35 € einsetzte.

Die Aktionärsstruktur der Value-Holdings AG hat sich im Jahr 2014 leicht verändert. Der Vorstand der Gesellschaft, Georg Geiger, ist nach wie vor größter Einzelaktionär. Sein Anteilsbesitz hat sich von 14 % auf 15 % erhöht. Der Vorsitzende des Aufsichtsrats Ludwig Lehmann hält unverändert einen Anteil von 11 % und der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende Christoph Papst weiterhin 6 %. Der Anteil der Streubesitzaktionäre liegt demnach bei 68 %.



### Kennzahlen der Value-Holdings Aktie

	2011	2012	2013	2014
Jahresschlusskurs (€)	2,32	2,38	2,46	2,35
Jahreshöchstkurs (€)	2,75	2,81	2,48	2,75
Jahrestiefstkurs (€)	1,95	2,15	2,20	2,16
Durchschnittlicher Tagesumsatz (Stück)	743	564	466	1.409
Gewinn/Aktie (€)	0,19	0,53	0,45	0,06
KGV zum Jahresschluss	12,2	4,5	5,5	39,2

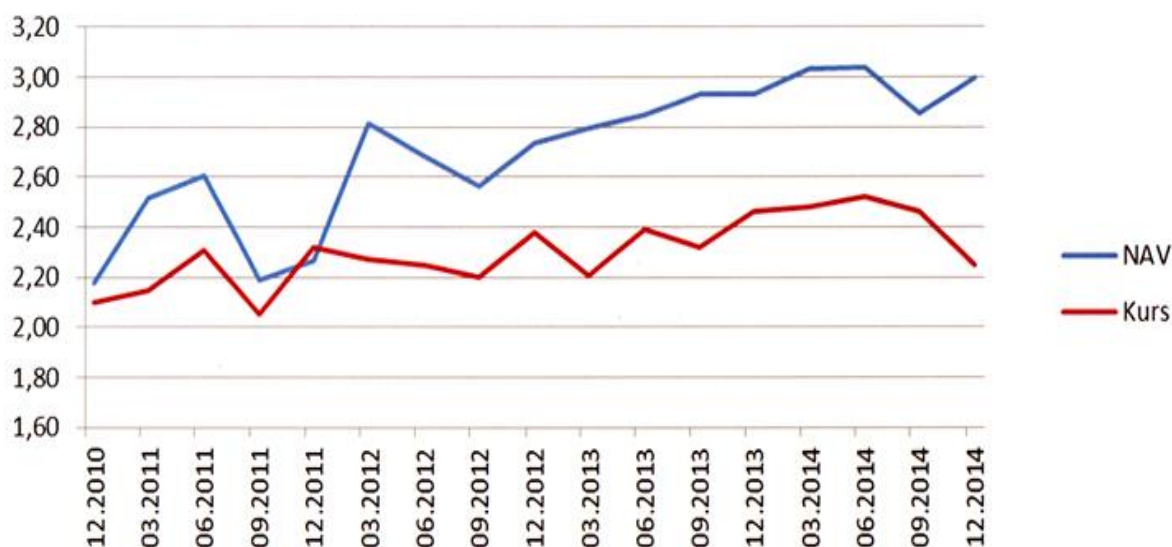
## Beteiligungen und börsennotiertes Portfolio

Die Value-Holdings AG hält zum Ende des Geschäftsjahres 2014 eine Beteiligung von 27,8 % an der Value-Holdings International AG (VHI). Der Anteil hat sich im Zuge der Kapitalerhöhung etwas reduziert, da wir neue Investoren für die VHI gewinnen konnten. Die Anteile von 49,5 % an der Value-Holdings Capital Partners AG und von 2,5 % an der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH sind unverändert. Unsere Beteiligung an der Deutsche Fallen Angels AG (DFA) haben wir verkauft und dabei einen erfreulichen Gewinn erzielt. Wir haben in Gesprächen mit potentiellen Investoren festgestellt, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft sehr erklärungsbedürftig ist. Statt auf einen späteren Ausbau der DFA zu setzen, schreiten wir lieber mit dem Ausbau der Value-Holdings International AG voran.

Bei den Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen hat sich die Value-Holdings AG von 2 Werten (Mox Telecom AG, SKW Stahl Metallurgie AG) getrennt. In ein Unternehmen (Deutz AG) wurde neu investiert. Bei Mox hatten wir bereits im Frühjahr 2014 nach Bekanntgabe vorläufiger Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 mit Verkäufen begonnen, weil wir mit der Geschäftspolitik des Unternehmens und der Kommunikation durch den Vorstand nicht zufrieden waren. Bei diesen Verkäufen wurde unser Einstandspreis übertroffen und wir konnten Gewinne realisieren. Letzten Endes hat sich Mox aber als großer Schwindel entpuppt, die Gesellschaft musste Insolvenz anmelden. Die anschließenden Verkäufe konnten nur unter Inkaufnahme von Verlusten umgesetzt werden. Nicht ganz so schlimm, aber dennoch unbefriedigend war die Situation bei SKW. Statt eines Aufwands von vielleicht 10 bis 15 Mio. € für die Restrukturierung und Neuausrichtung, wie er aus Meldungen des Unternehmens abzuleiten war, hat der neue Vorstand von SKW Abschreibungen und Restrukturierungskosten von 83 Mio. € angesetzt. Da auch in diesem Fall unser Vertrauen in die Gesellschaft zerstört war, haben wir die zum Glück nur kleine Position mit Verlust verkauft. Neu in unser Portfolio haben wir die Deutz AG aufgenommen.

### Wert des Portfolios

Im Geschäftsjahr 2014 ist der Nettoinventarwert pro Value-Holdings Aktie von 2,93 € (Stand 31.12.2013) um 2 % auf 2,99 € (Stand 31.12.2014) gestiegen. Die Entwicklung des NAV sowie den Vergleich zum Börsenkurs zeigt die folgende Grafik:





## **Value-Holdings International AG**

Die Value-Holdings International AG verfolgt das Ziel, mit einem langfristig ausgerichteten Portfolio an substanzstarken europäischen Value-Aktien das Vermögen der Gesellschaft zu steigern und laufende Erträge zu generieren.

Die Gesellschaft hat seit der Übernahme der Verwaltung im August 2008 eine überzeugende Wertentwicklung der Beteiligungen erreicht. Der Nettoinventarwert der Value-Holdings International AG hat sich seitdem um 65,7 % von 1,72 € bis Ende 2014 auf 2,85 € je Aktie erhöht. Dagegen weist der Vergleichsindex Euro Stoxx 50 in diesem langen Zeitraum immer noch einen Wertverlust von 6,5 % auf. Zusätzlich zu der guten Entwicklung des Nettoinventarwerts konnten die Aktionäre der Gesellschaft in den letzten Jahren regelmäßig Dividenden vereinnahmen, wobei die Dividendenrendite meist um 2,5 % lag.

Die Investitionsquote der Value-Holdings International AG hat sich wegen des hohen Mittelzuflusses aus der Kapitalerhöhung im Sommer 2014 ermäßigt. Sie lag am Jahresende 2014 bei 67 %. Unter den größten Investments befinden sich deutsche Unternehmen wie z.B. Schaltbau, MBB, technotrans und H.P.I. Holding. Aber auch Aktien aus dem europäischen Ausland wie RHI und OMV (beide Österreich), Balfour Beatty (Großbritannien), Yara (Norwegen) und Tesmec (Italien) sind prominent vertreten.

## **Value-Holdings Capital Partners AG**

Die Value-Holdings Capital Partners AG betreibt als Finanzdienstleistungsinstitut die Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG. Von der Gesellschaft wurden zum 31.12.2014 drei Publikumsfonds betreut.

### **1. Value-Holdings Capital Partners Fund (WKN A0B63E)**

Der erste Publikumsfonds der Value-Holdings Gruppe wurde bereits am 15. Mai 2002 aufgelegt. Der Fonds investiert nach der Value-Investing Strategie in deutsche Aktien aller Größenklassen, von den im DAX notierten BlueChips bis zu MicroCaps ohne Indexzugehörigkeit. Die größten Positionen Ende 2014 waren Schaltbau, Adler Mode, SMT Scharf, Eurokai und H.P.I. Holding.

### **2. Value-Holdings Europa Fund (WKN A0K8Q9)**

Der Fonds wurde am 1. Juli 2008 gestartet. Der Fonds investiert in Aktien aus Europa, im nicht deutschsprachigen Raum insbesondere in LargeCaps. Zum Jahresende 2014 waren die größten Positionen Yara, Aurubis, RHI, OMV und Lenzing.

### **3. Value-Holdings Mittelstandsfund AIM (WKN A1WZ0R)**

Dieser Fonds wurde erst am 6. Oktober 2014 gestartet und befindet sich noch in der Aufbauphase. Den Schwerpunkt des Fonds bilden überwiegend deutsche Mittelstandsfirmen und eigentümergeführte Unternehmen. Zum Jahresende 2014 waren die größten Positionen Eurokai, Surteco, Pfeiffer Vacuum und Grammer.

## Data Modul AG

Branche:	Displaytechnik
Sitz:	München
Ausstehende Aktien:	3.394.000
Eigenkapital:	48,0 Mio. €
Mitarbeiter:	350

Die Data Modul AG ist in der Displaytechnik tätig und stellt vor allem Flachdisplays in LCD-Technologie für industrielle Anwendungen her. Ferner werden Informationsanzeigesysteme produziert. Diese kommen zum Beispiel als Fluggastinformationsterminal, am Bahnhof oder in anderen öffentlichen Einrichtungen zur Anwendung. Im Jahr 2014 hat Data Modul die Umsatzerlöse von 146,7 Mio. € kräftig auf 155,9 Mio. € gesteigert. Die Ertragslage hat sich deutlich verbessert. Das EBIT konnte auf 11,4 Mio. € erhöht werden nach 5,7 Mio. € im Vorjahr. Data Modul konnte von dem im Vorjahr abgeschlossenen Umzug großer Teile der Produktion und Logistik von München nach Weickersheim profitieren, was die Effizienz deutlich verbesserte. Im Vorjahr belastete der Umzug das Ergebnis mit einem Einmalaufwand. Der Jahresüberschuss stieg von 3,2 Mio. € auf ein Rekordergebnis von 7,6 Mio. €.

Die Beteiligung an der Data Modul AG hat für Value-Holdings im Jahr 2014 einen deutlich positiven Wertbeitrag geleistet. Neben einem erfreulichen Kursanstieg der Aktie haben wir eine Dividende von 0,60 € pro Aktie erhalten.

## H.P.I. Holding AG

Branche:	Metallverarbeitung
Sitz:	München
Ausstehende Aktien:	20.800.000
Eigenkapital:	ca. 20 Mio. €
Mitarbeiter:	ca. 360

Die H.P.I. Holding AG hält Beteiligungen an Unternehmen der metallverarbeitenden Industrie. Die Berger Gruppe ist europäischer Marktführer bei Verschlussystemen für die Fassproduktion. Hergestellt werden insbesondere sogenannte Fassspannrings sowie

die dazugehörigen Verschlüsse. Der zweite Bereich, der von der Sauermann Gruppe bearbeitet wird, sind Bauteile, Systeme und Geräte sowie Anhängerkupplungen für die Nutzfahrzeugindustrie. Nach dem starken Wachstum der vorangegangenen beiden Jahre ist H.P.I. nun in die Phase der Optimierung der Gruppe und der Hebung von Synergien getreten. So wurde der Standort Löbnitz aufgegeben und die dortige Produktion an den Stammsitz der Berger-Gruppe verlagert. Ferner wurde der Standort in der Slowakei verkauft. Hintergrund dafür ist die Trennung von Randaktivitäten. Produkte die dort für das Kerngeschäft produziert wurden, werden künftig an den neuen Standorten in der Türkei und in Italien gefertigt. Nach vorläufigen Berechnungen erwartet H.P.I. für das Geschäftsjahr 2014 Umsätze von rund 66 Mio. € bei einem deutlich verbesserten Ergebnis. Für 2015 geht die Gesellschaft bei moderat steigenden Umsätzen von einer weiteren Ergebnisverbesserung aus. Dazu soll insbesondere die Sauermann-Gruppe beitragen, deren Gewinn 2014 wegen Anlaufkosten für neue Produkte niedriger ausfiel und die dank dieser neuen Produkte 2015 bessere Ergebnisse erwartet.

Die Beteiligung an H.P.I. hat 2014 einen positiven Wertbeitrag geleistet. Neben dem Kursanstieg der Aktie hat dazu die erfreuliche Dividendenzahlung von 0,05 € je Aktie beigetragen.

## Einhell Germany AG

Branche:	Werkzeuge
Sitz:	Landau/Isar
Ausstehende Aktien:	3.774.400
Eigenkapital:	ca. 160 Mio. €
Mitarbeiter:	1.332

Die Einhell Germany AG entwickelt und vertreibt insbesondere Elektrowerkzeuge (z.B. Bohrmaschinen, Sägen, Akkuschauber) und Gartengeräte (z.B. Rasenmäher, Laubsauger, Häcksler). Ferner werden stationäre Geräte wie Kompressoren, Stromerzeuger und

Schweißgeräte angeboten. Die Produkte von Einhell werden vor allem über Baumärkte in Europa inklusive Osteuropa, Asien, Australien und Südamerika vertrieben. Im Geschäftsjahr 2014 hat der Umsatz von Einhell bei 416 Mio. € stagniert. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ist von 4,0 Mio. € auf 5,1 Mio. € gestiegen. Ohne die negativen Effekte aufgrund der sog. „Purchase Price Allocation“ aus der Ozito Übernahme von 3 Mio. € läge das Vorsteuerergebnis bei 8,1 Mio. €. Der Konzernjahresüberschuss lag 2014 aufgrund einer ungewöhnlich hohen Steuerquote nur bei 1,6 Mio. €. Einhell hat in den vergangenen Jahren die Kosten insbesondere in den osteuropäischen Niederlassungen stark gesenkt. Deshalb sollte die Gesellschaft bei einer wieder anziehenden Nachfrage in der Lage sein, wieder deutlich höhere Erträge zu erzielen.

Die Beteiligung an der Einhell Germany AG hat im Jahr 2014 einen negativen Beitrag zum Wert unseres Portfolios geliefert. Der Value-Holdings AG ist zwar eine Dividende von 0,40 € je Einhell-Aktie zugeflossen. Der Kursrückgang der Aktie hat diesen Ertrag jedoch überlagert.

## Greiffenberger AG

Branche:	Industrieholding
Sitz:	Marktrechwitz
Ausstehende Aktien:	4.839.450
Eigenkapital:	32,3 Mio. €
Mitarbeiter:	1.051

Die Greiffenberger AG ist in den drei Geschäftsfeldern Antriebstechnik (ABM), Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl (Eberle) und Kanalsanierungstechnologie (BKP) tätig. Das Geschäftsjahr 2014 verlief bei Greiffenberger enttäuschend. Statt der

vom Vorstand in Aussicht gestellten Ergebnisfortschritte durch den Wegfall von Sonderlasten und durch die günstigere Produktion in Polen kam es zu einem Ertragseinbruch. Der Umsatz ist um 2 % auf 152 Mio. € zurückgegangen. Das EBIT sank von 6,0 Mio. € auf nur noch 2,4 Mio. €, was nach Abzug der hohen Zinslasten zu einem Jahresfehlbetrag von 0,4 Mio. € führte. Wir waren davon überzeugt, dass Greiffenberger in den letzten beiden Jahren die richtigen Weichenstellungen für profitables Wachstum vorgenommen hat. Die Ergebnisse 2014 zeigen jedoch, dass vor allem im Bereich ABM noch nicht alle Hausaufgaben gemacht wurden. Ansonsten hätte es bei ABM nicht zu einem so heftigen Gewinneinbruch kommen dürfen, während die anderen beiden Bereiche ihren Ertrag gesteigert haben. Aufgrund weiterer Kostenanpassungen rechnet Greiffenberger nun für 2015 mit verbesserten Ergebnissen.

Die Beteiligung an der Greiffenberger AG hat im Jahr 2014 einen negativen Wertbeitrag geleistet. Die Aktie ist deutlich gefallen. Eine Dividendenzahlung konnte wie erwartet nicht vereinnahmt werden, auch für das Geschäftsjahr 2014 wird Greiffenberger keine Dividende ausschütten.

## Bauer AG

Branche:	Spezialtiefbau
Verwaltungssitz:	Schrobenhausen
Ausstehende Aktien:	17.131.000
Eigenkapital:	418,9 Mio. €
Mitarbeiter:	10.405

Die Bauer AG ist in den drei Segmenten Spezialtiefbau, Maschinenbau und Resources tätig. Im Bereich Spezialtiefbau werden Baugruben und Gründungen für komplexe Bauten, insbesondere im Bereich Infrastruktur und Industrie erstellt. Bauer fertigt

die dafür eingesetzten Maschinen selbst und verkauft diese auch an andere Bauunternehmen. Der Bereich Resources bietet Produkte und Dienstleistungen im Bereich Wasser, Umwelt und Bodenschätze. Im Geschäftsjahr 2014 hat Bauer einen leicht rückläufigen Umsatz von 1.376 Mio. € erzielt. Das operative Ergebnis EBIT stieg deutlich von 30,1 Mio. € auf 76,4 Mio. €. Allerdings war die Ergebnisentwicklung von hohen Sonderposten geprägt. Während bei einem Staudammprojekt in den USA eine hohe Belastung anfiel, konnte durch den Verkauf von Anteilen an dem Wasserreinigungsprojekt im Oman ein außerordentlicher Ertrag erzielt werden. Der Jahresüberschuss lag bei 15,7 Mio. €, er wurde durch eine außerordentlich hohe Steuerquote belastet, da Gewinne und Verluste in verschiedenen Ländern nicht verrechnet werden konnten. Für 2015 plant Bauer bei leicht steigendem Umsatz und stabilem EBIT den Jahresüberschuss durch eine niedrigere Steuerquote zu steigern.

Die Bauer AG hat 2014 einen negativen Wertbeitrag geleistet. Der Kurs der Aktie ist deutlich gesunken. Eine Dividende wurde in 2014 nicht ausgeschüttet.

## SMT Scharf AG

Branche:	Bergbauausrüstung
Sitz:	Hamm/Westfalen
Ausstehende Aktien:	4.154.850
Eigenkapital:	36,9 Mio. €
Mitarbeiter:	272

SMT Scharf entwickelt und fertigt Transportausrüstungen für den Einsatz im Bergbau unter Tage. Angeboten werden vor allem entgleisungssichere Bahnsysteme für den Einsatz in Kohleminen. Zuwächse erzielte SMT in den letzten Jahren bei Kunden aus

dem sogenannten Hardrock-Bergbau (Gold, Kupfer, Platin, Nickel). Neben dem Verkauf von Neuanlagen ist auch das Ersatzteil- und Servicegeschäft mit einem Umsatzanteil von mehr als 50 % sehr bedeutend. Im Geschäftsjahr 2014 ist der Umsatz von SMT um 24 % auf 47,8 Mio. € gefallen. Rund 86 % der Erlöse entfielen 2014 auf Märkte außerhalb Deutschlands. Bedeutendste Märkte von SMT sind China, Russland, Polen und Deutschland. Da der Kohlebergbau in Deutschland 2018 eingestellt wird, verfolgt SMT eine Lokalisierungsstrategie. Die Tochtergesellschaften werden so ausgebaut, dass am Ende des Prozesses eine von deutschem Ingenieursdenken geprägte Struktur mit der zentralen Entwicklungsabteilung in Deutschland und vollwertigen Betriebsstätten in den lokalen Märkten entsteht. Kundenspezifische Anpassungsentwicklung, sowie Fertigung, Zulassung, Installation und Wartung soll dort künftig eigenständig beherrscht werden. Wegen des niedrigeren Umsatzes, den Kosten der Lokalisierungsstrategie und Aufwendungen für den Abbau von Mitarbeitern in Deutschland fiel das Jahresergebnis mit 1,1 Mio. € negativ aus. SMT rechnet aber bereits 2015 bei anhaltend niedrigem Umsatz aufgrund des Wegfalls der Sonderaufwendungen wieder mit einem Gewinnausweis.

SMT Scharf hat 2014 einen negativen Wertbeitrag geleistet. Die Dividende von je 0,25 € konnte den Kursrückgang der Aktie von 29 % nicht ausgleichen.

## Deutz AG

Branche:	Maschinenbau
Sitz:	Köln
Ausstehende Aktien:	120.861.783
Eigenkapital:	511,0 Mio. €
Mitarbeiter:	3.916

Die Deutz AG fertigt seit 150 Jahren Verbrennungsmotoren. Die Hauptanwendungsbereiche sind mobile Arbeitsmaschinen (Baumaschinen, Flurförderzeuge, Flugfeldgeräte), Landtechnik (Traktoren, Erntemaschinen) Stationäre Anlagen (Kompressoren, Pumpen, Stromerzeugungsaggregate) sowie Spezialfahrzeuge, Schienenfahrzeuge, Lastkraftwagen und Busse. Deutz hatte im Geschäftsjahr 2014 mit vielfältigen Herausforderungen zu kämpfen. Die Nachfrage aus dem Bereich Landwirtschaft ist im vergangenen Jahr deutlich eingebrochen. Deshalb wurde das ursprüngliche Umsatzziel nicht erreicht, die Erlöse summierten sich trotz allem noch auf 1.530 Mio. €. Zur Produktionsoptimierung hat Deutz beschlossen, den Standort Köln-Deutz zu räumen und die dortigen Aktivitäten in den großen Standort Köln-Porz zu integrieren. Ferner wird das Werk für Austauschmotoren in Übersee am Chiemsee geschlossen und in das Werk Ulm integriert. Die Kosten der Standortoptimierungen minderten wie geplant das Ergebnis. Zudem ergab sich noch eine ungeplante Kostenbelastung, da für im Jahr 2011 gebaute Motoren die Gewährleistungsrückstellungen deutlich erhöht werden mussten. Das EBIT fiel deshalb auf 13 Mio. € nach 48 Mio. € im Vorjahr zurück. Der Konzernjahresüberschuss erreichte dank einer Steuergutschrift 20 Mio. € nach 36 Mio. € im Vorjahr. Aufgrund anhaltend schwacher Auftragseingänge rechnet Deutz für das Jahr 2015 mit einem rückläufigen Geschäftsvolumen. Die eingeleiteten Effizienzmaßnahmen sollen aber dafür sorgen, dass sich die Ertragslage verbessert.

Wir haben in die Deutz AG gegen Ende des letzten Jahres investiert. Die Aktie hatte sich seit dem Jahreshoch im Februar bei knapp 8 € bis November/Dezember auf unter 4 Euro mehr als halbiert. Diese Kurse haben wir zum Einstieg genutzt. Deutz hat zwar im letzten Jahr eine Dividende ausgeschüttet, der Ausschüttungstermin lag aber vor unserem Kauf. Die Beteiligung hat deshalb noch keinen Wertbeitrag für unser Portfolio geleistet.

# Lagebericht

## 1. Tätigkeit des Unternehmens

Die Value-Holdings AG ist eine Holdinggesellschaft, die Anteile an den Unternehmen der Value-Holdings Gruppe hält. Dazu zählen die Value-Holdings Capital Partners AG und die Value-Holdings International AG. Ferner ist die Value-Holdings AG an der CAPCAD SYSTEMS AG beteiligt und sie hält eine atypisch stille Beteiligung an der di-soric GmbH & Co. KG. Darüber hinaus werden von der Value-Holdings AG Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen gehalten.

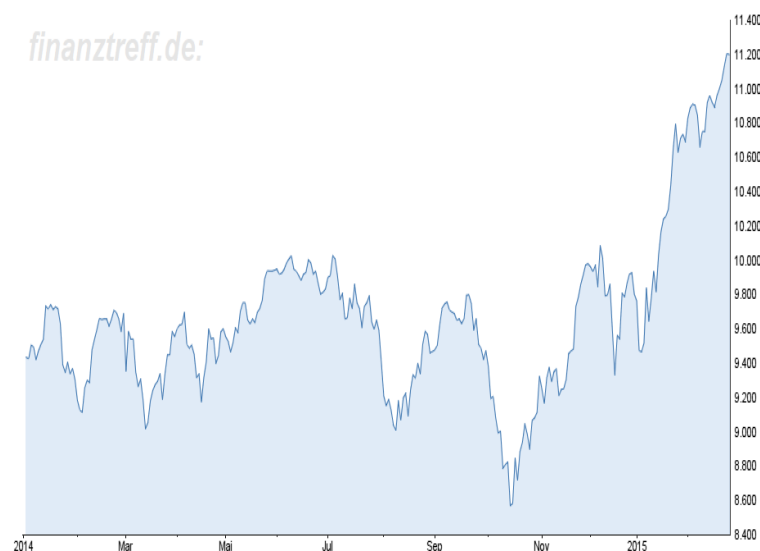
## 2. Geschäftsverlauf

### Wirtschaftliches Umfeld

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft hat sich im Jahr 2014 beschleunigt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 1,6 % gestiegen, nachdem die Zuwachsrate in den beiden Jahren davor nur bei 0,4 % bzw. 0,7 % lag. Die deutsche Wirtschaft konnte 2014 von der starken Binnennachfrage und von steigenden Investitionen profitieren. Die deutschen Exporte stiegen im Jahr 2014 trotz des schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds um 3,7 %. Da gleichzeitig aber auch die Importe um 3,4 % zunahmen, lag der Außenbeitrag nur bei + 0,4 %. Der Konsum war 2014 wiederum ein wichtiger Wachstumsmotor. Die privaten Konsumausgaben stiegen um 1,1 %, die des Staates um 1,0 %. Die Investitionen haben in 2014 stark zugenommen. In Maschinen, Geräte und Fahrzeuge wurden 3,7 % mehr investiert, im Baubereich lag der Zuwachs bei 3,4 %.

### Entwicklung an der Börse

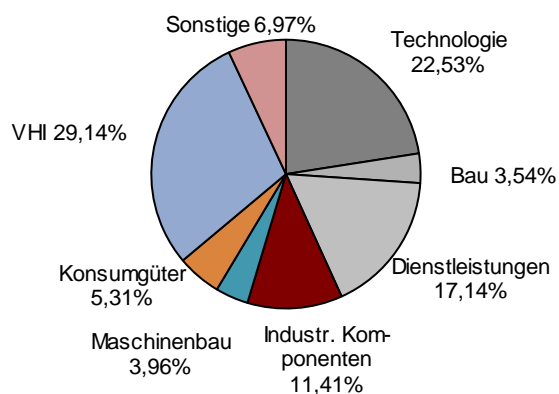
Nach dem starken Jahr 2013 mussten sich die Anleger am deutschen Aktienmarkt 2014 mit einer deutlich bescheideneren Entwicklung zufrieden geben. Die von den Notenbanken ausgelöste Liquiditätsflut hat sich zwar weiterhin positiv auf die Aktienkurse ausgewirkt. Stärkere Kursavancen wurden aber durch die politischen Ereignisse in der Ukraine, ein



nachlassendes Wirtschaftswachstum in China und Befürchtungen über eine wirtschaftliche Eintrübung in Deutschland verhindert. Der deutsche Aktienindex DAX stieg vor diesem Hintergrund um 2,7 % auf 9.806 Punkte. Der MDAX wies mit + 2,2 % einen vergleichbaren Zuwachs auf. Etwas positiver war die Wertentwicklung der Nebenwerte. Die im SDAX enthaltenen SmallCaps konnten um 5,9 % zulegen.

## Branchenstruktur der Investments

Die gesamten Beteiligungen der Value-Holdings AG verteilen sich auf die Branchen Technologie, Dienstleistungen, Maschinenbau, Konsumgüter, Bau und industrielle Komponenten. Um eine bessere Transparenz über das Gesamtportfolio herzustellen, haben wir auch die nicht börsennotierten Beteiligungen an der CapCad Systems AG und der di-soric KG in die Grafik aufgenommen. Ferner sind auch die Beteiligungen der Value-



Holdings AG an den anderen Unternehmen der Gruppe (Value-Holdings International AG -VHI-, Value-Holdings Capital Partners AG -VHC-, Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH -VHV-) mit berücksichtigt worden. Dabei wird die für das Gesamtportfolio sehr bedeutende

Beteiligung an der VHI separat ausgewiesen, während die Anteile an VHC und VHV unter „Sonstige“ enthalten sind. Unser Anteil an di-soric wurde bei den Technologiewerten aufgenommen und die CAPCAD SYSTEMS AG findet ihren Platz unter den Dienstleistungswerten.

## Ertragslage

Im Jahr 2014 hat die Value-Holdings AG Erlöse aus dem Verkauf von Wertpapieren in Höhe von 648 T€ (Vj.: 5.209 T€) erzielt. Den Verkäufen standen Einstandskosten der betreffenden Wertpapiere in Höhe von 965 T€ (Vj.: 4.035 T€) gegenüber. Daraus ergeben sich 2014 per Saldo realisierte Kursverluste von 317 T€ (Vj.: Kursgewinne: 1.174 T€). Die wesentlichen Verkäufe des Geschäftsjahres waren SKW Stahl-Metallurgie AG, Mox Telecom AG und Deutsche Fallen Angels AG. Bei Mox Telecom wurde mit den Verkäufen begonnen, als die Aktie nach der Veröffentlichung vorläufiger Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 den Einstandskurs überschritten hat. Rund ¼ der Position konnte mit Gewinn verkauft werden. Leider hat die Gesellschaft kurz danach Insolvenz beantragt, so dass weitere im Markt liegende Verkaufsaufträge nicht mehr ausgeführt wurden. Die restliche Position wurde mit einem Verlust von rund 285 T€ verkauft. Der Verkauf der SKW Aktien verursachte einen Verlust von rund 110 T€. Die Position wurde verkauft, da die von der Gesellschaft angekündigte Restrukturierung deutlich höhere Aufwendungen zur Folge hatte, als das ursprünglich vom Vorstand kommuniziert worden war. Beim Verkauf der Beteiligung an der Deutsche Fallen Angels AG konnte ein Gewinn von rund 75 T€ erzielt werden.

Die sonstigen betrieblichen Erträgen sind im Geschäftsjahr 2014 auf 539 T€ (Vj.: 326 T€) gestiegen. Sie beinhalten wie in den Vorjahren auch die Vergütung der Value-Holdings International AG und die Lizenzzahlung der Value-Holdings Capital Partners AG. Diese Ertragskomponenten waren im abgelaufenen Jahr rückläufig. Dazu kommen nahezu unveränderte übrige Erträge wie z.B. Dienstleistungsentgelte. Ferner sind in 2014 Erträge

aus der Auflösung einer Rückstellung für im Vorjahr zurückgestellte Rechtskosten enthalten. Der Value-Holdings AG werden daraus weitere Erträge zufließen.

Die Personalkosten sind im Geschäftsjahr 2014 aufgrund niedrigerer erfolgsabhängiger Vergütungen auf 151 T€ (Vj.: 244 T€) gesunken. Die allgemeinen Verwaltungskosten haben sich leicht auf 32 T€ (Vj.: 36 T€) verringert. Dabei stehen höhere Miet- und Mietnebenkosten geringeren Abschreibungen gegenüber. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich sehr deutlich auf 49 T€ (Vj.: 244 T€) reduziert. Dies ist nicht nur auf die hohen Rechtskosten des Vorjahres wegen der von uns angestrebten Schadenersatzklage zurück zu führen, auch bei weiteren betrieblichen Aufwendungen wie Investor-Relations-Kosten, Beiträgen, KFZ- und Reisekosten konnten Einsparungen erzielt werden.

Die von der Gesellschaft vereinnahmten Erträge aus Wertpapieren (Dividendenerträge) lagen mit 105 T€ (Vj.: 132 T€) unter Vorjahr. Die Erträge aus Beteiligungen (Ausschüttungen der Value-Holdings International AG und der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH) sind auf 47 T€ (Vj.: 32 T€) gestiegen.

Die Abschreibungen auf Wertpapiere sind im Geschäftsjahr 2014 auf 30 T€ (Vj.: 60 T€) gefallen. Dabei wurde bei einem nicht zu den Kernbeteiligungen zählenden Titel eine Abschreibung auf den stichtagsbezogenen niedrigeren inneren Wert vorgenommen.

Im Jahr 2014 hat die Value-Holdings AG ein positives Zinsergebnis erreicht. Die Zinsaufwendungen sind auf 48 T€ (Vj.: 256 T€) gesunken, während die Zinserträge mit 67 T€ (Vj.: 70 T€) nahezu den Vorjahreswert wieder erreicht haben. In den Zinserträgen sind neben den Zinsen auf die Liquidität der Gesellschaft auch Ausschüttungen für atypisch stille Gesellschafter enthalten.

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der Value-Holdings AG liegt im Geschäftsjahr 2014 bei 130 T€ (Vj.: 894 T€). Da lediglich eine geringe Steuerlast von unter 1 T€ angefallen war, beträgt der Jahresüberschuss ebenfalls 130 T€ (Vj.: 894 T€). Das Ergebnis pro Aktie hat sich auf 0,06 € (Vj.: 0,45 €) verringert.

### Vermögenslage

Das Vermögen der Value-Holdings AG ist gemäß der Tätigkeit der Gesellschaft zum überwiegenden Teil in Wertpapiere und Beteiligungen investiert, die langfristig gehalten werden. Die Bilanzsumme der Gesellschaft hat sich im Geschäftsjahr 2014 auf 7.187 T€ (Vj.: 7.036 T€) erhöht.

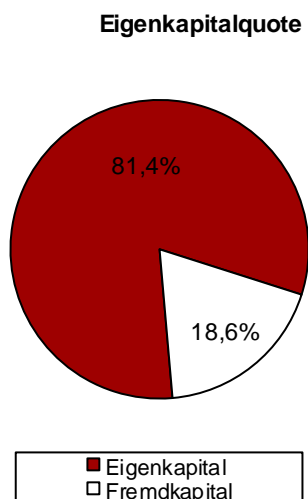
Die Position Beteiligungen hat sich auf 1.806 T€ (Vj.: 1.330 T€) erhöht. Dabei steht dem Verkauf der Deutsche Fallen Angels AG die Teilnahme an der Kapitalerhöhung der Value-Holdings International AG gegenüber. Der Anteil der Value-Holdings AG hat sich nach der Kapitalerhöhung nur leicht von 29,9 % auf 27,8 % reduziert. Die Position Wertpapiere des Anlagevermögens ist auf 4.930 T€ (Vj.: 5.114 T€) gesunken. Den bereits geschilderten Verkäufen stehen die Neuerwerbungen von Anteilen an der Deutz AG und Erhöhungen der Beteiligungen an der H.P.I. Holding AG, der Bauer AG und der Greiffenberger AG gegenüber.



Die Forderungen der Value-Holdings AG aus Lieferungen und Leistungen betragen zum Bilanzstichtag 88 T€ (Vj.: 267 T€). Wie im Vorjahr sind dies Forderungen aus den Nutzungs- und Überlassungsverträgen für das 4. Quartal sowie die Forderung gegenüber der Value-Holdings Capital Partners AG aus dem Lizenzvertrag für das Geschäftsjahr 2014.

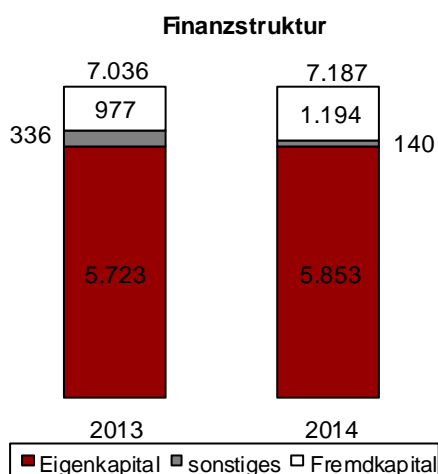
Die sonstigen Vermögensgegenstände sind auf 332 T€ (Vj.: 103 T€) gestiegen. Sie beinhalten neben anrechenbaren Steuerguthaben aus dem abgelaufenen und dem vorangegangenen Geschäftsjahr auch Ansprüche aus Schadenersatz. Der Bestand an flüssigen Mitteln lag zum Jahresende bei 30 T€ (Vj.: 216 T€). Der Rechnungsabgrenzungsposten beträgt unverändert 1 T€.

Das Eigenkapital der Value-Holdings AG ist durch den im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielten Jahresüberschuss weiter gestiegen. Es liegt nun bei 5.853 T€ (Vj.: 5.723 T€). Die Eigenkapitalquote der Gesellschaft stieg aufgrund der gleichzeitig erhöhten Bilanzsumme



nur leicht auf 81,4 % (Vj.: 81,3 %) an. Damit liegt die Eigenkapitalquote nach wie vor in unserem Zielkorridor von 70 % bis 90 %. Mit dieser starken Eigenkapitalausstattung könnte die Value-Holdings AG auch erratische Börsenentwicklungen, wie sie angesichts der politischen und wirtschaftlichen Instabilitäten durchaus vorkommen könnten, gut abfedern. Wir planen auch weiterhin, in positiven Börsenphasen unsere Beteiligungen nahezu ausschließlich mit Eigenkapital zu finanzieren und auf Fremdmittel in diesen Phasen weitgehend zu verzichten. Dies gibt uns in schwachen Börsenphasen, in denen die Preise erstklassiger, substanz- und ertragstarker Unternehmen deutlich unter die fairen Unternehmenswerte fallen, die Möglichkeit,

Beteiligungen günstig zu erwerben. Der Fremdkapitaleinsatz soll dabei allerdings auf rund 30 % der Bilanzsumme begrenzt bleiben.



Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt zum 31.12.2014 unverändert 6.026.982 € und ist eingeteilt in 2.008.994 Aktien. Der Bilanzverlust wurde durch das positive Jahresergebnis des vergangenen Jahres weiter auf 1.824 T€ (Vj.: 1.953 T€) reduziert. Die Rückstellungen haben sich durch die Auflösung der im Vorjahr zurückgestellten Rechtskosten auf 140 T€ (Vj.: 335 T€) ermäßigt. Die Verbindlichkeiten der Value-Holdings AG haben sich leicht auf 1.194 T€ (Vj.: 977 T€) erhöht. Die mit zwei Banken vereinbarten Darlehen in Höhe von je 1.000 T€ wurden nicht in voller Höhe in Anspruch genommen.

## Entwicklung der Tochtergesellschaften

Die Erlöse der Value-Holdings Capital Partners AG sind im Geschäftsjahr 2014 gefallen. Grund für den Rückgang ist die für 2014 fehlende Performancefee. Die volumenbezogenen Vergütungen sind dagegen leicht gestiegen. Der Gesellschaft ist es aber im abgelaufenen Jahr gelungen, trotz anhaltend hoher regulatorischer Kosten als Finanzdienstleistungsinstitut die Gesamtkosten zu reduzieren. Durch diese Einsparungen führten die Erlösrückgänge bei der Value-Holdings Capital Partners AG im Jahr 2014 nur zu einem leichten Jahresfehlbetrag, nachdem in den Jahren davor jeweils Jahresüberschüsse erzielt werden konnten.

Die Value-Holdings International AG weist für das Geschäftsjahr 2014 einen rückläufigen Jahresüberschuss aus. Bei dem im Vorjahr erzielten, sehr hohen Jahresüberschuss war die Realisierung von in mehreren Jahren aufgelaufenen Kursgewinnen erfolgt. Die Gesellschaft hat im Jahr 2014 eine Kapitalerhöhung im Verhältnis 2:1 durchgeführt, wodurch neue Mittel in Höhe von rund 2,6 Mio. € zugeflossen sind. Die Gesellschaft kann dadurch ihren Geschäftsumfang deutlich erweitern. Der Nettoinventarwert lag zum Jahresende bei 2,85 € pro Aktie, was unter Berücksichtigung der Dividendenzahlung von 0,07 € pro Aktie einem leichten Wertzuwachs von 1 % entspricht. Die Value-Holdings International AG wird der Hauptversammlung, die voraussichtlich Ende April bzw. Anfang Mai stattfinden wird, die Ausschüttung einer unveränderten Dividende von 0,07 € pro Aktie auf das erhöhte Aktienkapital vorschlagen. Die Ausschüttungssumme steigt dadurch um 50 %.

### **3. Chancen und Risiken**

Die grundlegenden Chancen und Risiken aus der Geschäftstätigkeit der Value-Holdings AG haben sich auch 2014 nicht verändert. Zu den Risiken zählen das Risiko fallender Kurse bei den Aktien- und Beteiligungsinvestments, ferner Branchenrisiken und das allgemeine Risiko der Volatilität der Finanzmärkte, insbesondere der Aktienbörsen. Die Gesellschaft hat eine starke Finanzausstattung und ist auch künftig bestrebt, diese durch die weitere Thesaurierung von Erträgen zu stärken. Der Einsatz von Fremdmitteln erfolgt künftig nur in untergeordnetem Maße, wodurch sich die Gesellschaft auch weiterhin in der Lage sieht, eventuell kommende Krisen ohne Gefährdung ihrer Existenz zu überstehen.

Die Value-Holdings AG ist in ihrem Geschäftsfeld, dem Investment in börsennotierte Unternehmen nach der Value-Investing Strategie gut positioniert. Daraus ergeben sich gute geschäftliche Chancen für die Zukunft. Die Gesellschaft und ihre Tochtergesellschaften können bei freundlichen Aktienmärkten und einer guten Performance der betreuten Portfolios überproportional profitieren, da Geschäftsausweitungen ohne größere Steigerungen der Verwaltungskosten umgesetzt werden können. Allerdings ist in den letzten Jahren eine stetige Zunahme der regulatorischen Kosten festzustellen, die diesen Effekt dämpft und die Bildung von Eigenkapital erschwert.

## Risikomanagement

Der Vorstand hat gemäß § 91 Abs. 2 AktG ein Überwachungssystem eingerichtet. Ziel ist es, den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen frühzeitig zu erkennen, um das Auftreten von Schäden zu verhindern oder zu minimieren. Zur rechtzeitigen Erkennung bestandsgefährdender Risiken, der Analyse der Ursachen, ihrer Bewertung und ihrer Vermeidung bzw. Minimierung wurden adäquate Risikokontrollsysteme entwickelt

und installiert. Die Kontrollsysteme geben dem Management nach Erkennung der Risiken konkrete Handlungsanweisungen zur Schadensvermeidung oder -minimierung.

Das Risikomanagement wurde auch im Geschäftsjahr 2014 regelmäßig durchgeführt und vom Aufsichtsrat überwacht. Mögliche bestandsgefährdende Risiken könnten sich beispielsweise in der Diversifikation des Portfolios („Klumpenrisiko“), in der Wertentwicklung unserer Beteiligungen und Wertpapierengagements („Performancerisiko“) oder dem Leverage-Grad unserer Gesellschaften („Verschuldungsrisiko“) ergeben. Diese Risiken werden vom Frühwarnsystem erfasst. Zudem wird durch ein stringentes Beteiligungscontrolling die zeitnahe Verfolgung der wirtschaftlichen Entwicklung der Investments gewährleistet. Das Risikomanagement wurde im Geschäftsjahr 2014 überarbeitet. Negative Entwicklungen bei einzelnen Beteiligungen werden nun noch detaillierter auf ihre Auswirkungen auf den Fair Value der jeweiligen Aktie untersucht. Die vom Vorstand vorgelegte Modifizierung des Risikokontrollsystems wurde vom Aufsichtsrat einstimmig gebilligt. Die vorgesehene Diversifikation des Portfolios wurde eingehalten. Die festgelegten Reaktionsmechanismen bei ungünstiger Performance einzelner Werte wurden beachtet. Hinsichtlich des für die Gesellschaft vertretbaren Leverage-Grades wurde ein Höchstbetrag für die maximal zulässige Fremdmittelaufnahme festgelegt. Die möglichen Finanzierungsspielräume wurden im vergangenen Jahr vom Vorstand nicht voll ausgeschöpft.

#### **4. Ausblick**

Die Finanzmärkte werden im Jahr 2015 von widersprüchlichen Rahmendaten beeinflusst. Die Bewertung der deutschen Aktien ist in den letzten Monaten deutlich gestiegen. Sie befindet sich im historischen Vergleich nun im oberen Bereich der langjährigen Bandbreite. Unter der Annahme einer weiterhin positiven Wirtschaftsentwicklung und eines noch auf Jahre hinaus niedrigen Zinsniveaus scheinen deutsche Aktien jedoch noch nicht zu teuer zu sein. Deutschland war auch im vergangenen Jahr der wirtschaftliche Stabilitätsanker Europas. In einigen europäischen Ländern, die durch die Finanzkrise und durch Finanzierungsprobleme der öffentlichen Haushalte in die Rezession gedrückt waren wie beispielsweise Spanien, Portugal und Irland, scheint sich die Lage allmählich zu stabilisieren. Andererseits sind die Probleme in Griechenland nach dem Wahlsieg der antieuropäischen Parteien wieder akut geworden und die mangelnde Reformbereitschaft in Frankreich und Italien dämpft den Aufschwung in diesen Ländern.

Auch im vergangenen Jahr waren lukrative Alternativen zur Aktie an den Finanzmärkten kaum zu finden. Nach den jüngsten Entscheidungen der Europäischen Zentralbank zum Ankauf von Anleihen ist auch für die nächsten Jahre mit niedrigen Zinsen zu rechnen. Dies dürfte zwar die Gefahr von deutlichen Kursverlusten am Aktienmarkt bei einer Fortsetzung dieser Politik dämpfen. Wie erratisch Kursbewegungen im Falle einer unerwarteten Kehrtwende ausfallen können, zeigte aber jüngst die Aufgabe der Wertobergrenze des Schweizer Franken zum Euro durch die Schweizerische Nationalbank. Ein Kurssturz von nahezu 30 % innerhalb weniger Sekunden war die Folge. Sollte die EZB eines Tages ihre Politik des billigen Geldes ändern, wären ähnliche Auswirkungen auf den Rentenmarkt mit spürbaren Folgen für den Aktienmarkt die Folge.

Diese Überlegungen bleiben für uns jedoch auch künftig von untergeordneter Bedeutung. Für uns ist es wichtig, aus dem Universum der börsennotierten deutschen Aktiengesellschaft die gesunden und ertragsstarken Unternehmen herauszufiltern, die es in jeder Konjunkturlage schaffen sollten, sich besser als ihre schwächeren Konkurrenten zu entwickeln. Obwohl wir die Aktienbörsen nicht in jedem Zeitpunkt für effizient halten, wird sich diese Stärke langfristig in der Entwicklung der Börsenkurse dieser guten Unternehmen auszahlen. Vor diesem Hintergrund beschäftigt uns die politische Situation in der Ukraine und das Verhältnis des Westens zu Russland wesentlich mehr als die Politik der Notenbanken. Viele der von uns beobachteten Firmen haben unter den Sanktionen gegen Russland zu leiden und nicht zuletzt verschlechtert der gesunkene Rubelkurs die Absatzchancen deutscher Produkte auf dem russischen Markt.

Die wirtschaftliche Entwicklung der in unserem Portfolio gehaltenen Unternehmen war auch im Jahr 2014 durchwachsen. Wir müssen deshalb damit rechnen, dass die Dividendenerträge in 2015 gegenüber den in 2014 vereinnahmten Erträgen sinken werden. Wir rechnen aber aufgrund der geringen Verschuldung der Value-Holdings AG und den niedrigen Zinssätzen unserer Fremdmittel erneut mit einem positiven Zinsergebnis. Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen erwarten wir in etwa gleichbleibende reguläre Erlöse, während die außerordentlichen Erlöse des Jahres 2014 nicht mehr anfallen werden. Insgesamt rechnen wir damit, dass sie zusammen mit den Dividendenerträgen nahezu ausreichen werden, die laufenden Verwaltungskosten zu decken.

Gersthofen, im Februar 2015

VALUE-HOLDINGS AG  
Georg Geiger, Vorstand

## Bilanz der Value-Holdings AG zum 31.12.2014

	31.12.2013	31.12.2014
<u>Aktiva</u>		
	Euro	Euro
<u>Anlagevermögen</u>		
Sachanlagen	6.400,51	206,51
Beteiligungen	1.329.675,13	1.806.336,25
Wertpapiere des Anlagevermögens	5.113.724,72	4.929.539,90
<u>Umlaufvermögen</u>		
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	266.606,72	87.626,71
Sonstige Vermögensgegenstände	102.941,43	332.398,32
Flüssige Mittel	215.619,23	30.030,36
Rechnungsabgrenzungsposten	650,00	827,00
	<u>7.035.617,74</u>	<u>7.186.965,05</u>
<u>Passiva</u>		
	Euro	Euro
<u>Eigenkapital</u>		
Gezeichnetes Kapital	6.026.982,00	6.026.982,00
Kapitalrücklage	1.650.000,00	1.650.000,00
Gewinnrücklagen	0,00	0,00
Bilanzverlust	<u>-1.953.507,43</u>	<u>-1.823.864,58</u>
	(5.723.474,57)	(5.853.117,42)
<u>Rückstellungen</u>		
Sonstige Rückstellungen	335.480,27	140.167,72
<u>Verbindlichkeiten</u>		
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	882.340,29	1.174.084,31
Sonstige Verbindlichkeiten	<u>94.322,61</u>	<u>19.595,60</u>
	<u>7.035.617,74</u>	<u>7.186.965,05</u>

## Gewinn- und Verlustrechnung der Value-Holdings AG

	01.01.2013 bis 31.12.2013	01.01.2014 bis 31.12.2014
	Euro	Euro
Erlöse aus Wertpapierverkäufen	5.209.303,54	647.883,55
Einstandskosten der verkauften Wertpapiere	<u>4.035.076,18</u>	<u>965.321,92</u>
<b>Realisierte Kursverluste (Vj. Kursgewinne)</b>	<b>1.174.227,36</b>	<b>-317.438,37</b>
Sonstige betriebliche Erträge	326.224,84	539.418,50
Personalkosten	244.232,61	151.312,48
Allgemeine Verwaltungskosten	35.668,80	31.843,14
Sonstige betriebliche Aufwendungen	244.398,36	49.365,30
Erträge aus Beteiligungen	31.522,02	46.642,36
Erträge aus Wertpapieren	132.181,74	105.137,36
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	70.405,87	66.765,08
Abschreibungen auf Wertpapiere	60.324,00	30.324,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	<u>255.701,91</u>	<u>47.835,16</u>
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>894.236,15</b>	<b>129.844,85</b>
Steuern	<u>82,00</u>	<u>202,00</u>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>894.154,15</b>	<b>129.642,85</b>
Verlustvortrag	<u>-2.847.661,58</u>	<u>-1.953.507,43</u>
<b>Bilanzverlust</b>	<b><u>-1.953.507,43</u></b>	<b><u>-1.823.864,58</u></b>

## A N H A N G

### I. Allgemeine Angaben

Der Jahresabschluss der Value-Holdings AG, Augsburg, wurde nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches und des Aktiengesetzes aufgestellt. Die Bilanz ist nach den Vorschriften des § 266 HGB gegliedert. Für die Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnung wurde nach § 275 HGB das Umsatzkostenverfahren gewählt.

Um den Besonderheiten einer Portfolio-Managementgesellschaft Rechnung zu tragen, wurden in der Gewinn- und Verlustrechnung die Positionen "Umsatzerlöse" durch "Erlöse aus Wertpapierverkäufen"; "Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen" durch "Einstandskosten der verkauften Wertpapiere" sowie "Bruttoergebnis vom Umsatz" durch "Realisierte Kursgewinne" ersetzt.

Die Value-Holdings AG ist eine kleine Kapitalgesellschaft im Sinne des § 267 Abs. 1 HGB.

Die erforderlichen Angaben zur Erläuterung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung sind in den Anhang übernommen. Die Entwicklung des Anlagevermögens ist gesondert dargestellt.

Die Value-Holdings AG beschäftigt incl. des Vorstands vier Arbeitnehmer (§ 285 Nr. 7 HGB).

Auf die Angabe der Bezüge des Vorstands wird gemäß § 286 Abs. 4 HGB verzichtet; die Bezüge des Aufsichtsrats betragen 7.000,00 € (§ 285 Nr. 9 HGB).

Organmitglieder und deren Anteilsbesitz:

	<u>Aktien</u>	<u>Anteil</u>
Vorstand: Georg Geiger	295.552	14,7 %
Aufsichtsrat: Ludwig Lehmann	220.503	11,0 %
Christoph Papst	117.904	5,9 %
Michael Höfer	0	0,0 %

## II. Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze

Das Sachanlagevermögen wird zu Anschaffungskosten bilanziert und soweit abnutzbar, um planmäßige Abschreibungen vermindert. Die planmäßigen Abschreibungen werden nach der voraussichtlichen betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer der Vermögensgegenstände und analog den steuerlichen Vorschriften linear vorgenommen. Für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens mit Anschaffungskosten von mehr als 150 €, aber nicht mehr als 1.000 € wurde ein Sammelposten gebildet und linear über 5 Jahre abgeschrieben.

Finanzanlagen werden zu Anschaffungskosten angesetzt und bewertet. Soweit erforderlich, wurde der am Bilanzstichtag niedrigere beizulegende Wert angesetzt. Die Entwicklung des Anlagevermögens ist aus dem beigefügten Anlagespiegel ersichtlich.

Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände wurden unter Berücksichtigung aller erkennbarer Risiken bewertet.

Rückstellungen wurden für alle ungewissen Verbindlichkeiten gebildet. Dabei wurden alle erkennbaren Risiken berücksichtigt.

Die Verbindlichkeiten sind mit ihrem Erfüllungsbetrag angesetzt.

## III. Erläuterungen zur Bilanz

### 1. Sachanlagen

Bei den Sachanlagen handelt es sich im Wesentlichen um Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie ein Firmenfahrzeug.

### 2. Beteiligungen

Unter dieser Position werden folgende Beteiligungen der Value-Holdings AG ausgewiesen:

Gesellschaft	Anteil	Eigenkapital	Ergebnis
Value-Holdings International AG	27,8 %	7.565 T€	68 T€
Value-Holdings Capital Partners AG	49,5 %	312 T€	-9 T€

Die Beteiligung an der Deutsche Fallen Angels AG wurde im Geschäftsjahr 2014 verkauft.

### 3. Wertpapiere des Anlagevermögens

In dieser Position sind überwiegend Aktien enthalten, die im Rahmen der Value-Investing Strategie langfristig gehalten werden. Bei Wertpapieren mit einem Buchwert von 1.485 T€ wurden Abschreibungen in Höhe von 475 T€ auf den beizulegenden Zeitwert von 1.010 T€ unterlassen, da aufgrund der Substanz und Ertragskraft der Unternehmen nicht von einer dauernden Wertminderung auszugehen ist.

### 4. Forderungen

Sämtliche Forderungen bestehen gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht und haben eine Laufzeit von unter einem Jahr.



## 5. Sonstige Vermögensgegenstände

In dieser Position sind Steuererstattungsansprüche in Höhe von 31 T€ sowie Ansprüche aus Schadenersatz und weitere Forderungen enthalten. Von den sonstigen Vermögensgegenständen haben 2 T€ eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr.

## 6. Aktive Rechnungsabgrenzung

In dieser Position sind ausschließlich Rechnungsabgrenzungen enthalten.

## 7. Gezeichnetes Kapital

Das Gezeichnete Kapital setzt sich zum 31.12.2014 zusammen aus 2.008.994 Stückaktien mit einem rechnerischen Nennwert von je 3,00 €.

Der Vorstand ist ermächtigt, bis zum 14. Juli 2016 mit Zustimmung des Aufsichtsrats das gezeichnete Kapital gegen Bareinlage um bis zu 602.698 € zu erhöhen, wobei das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen werden kann. (Genehmigtes Kapital 2011).

## 8. Kapitalrücklage

Die Kapitalrücklage stammt aus den Agiobeträgen der Kapitalerhöhungen. Im Geschäftsjahr 2014 hat sich die Kapitalrücklage nicht verändert, sie beträgt 1.650 T€.

## 9. Gewinnrücklagen

Im Geschäftsjahr 2014 wurde keine Einstellung in die Gewinnrücklagen vorgenommen.

## 10. Sonstige Rückstellungen

In dieser Position sind Rückstellungen für die Erstellung des Jahresabschlusses, für Aufsichtsratsvergütungen, Tantiemen und für die Prüfung des Jahresabschlusses enthalten. Darüber hinaus ist eine Rückstellung für potentielle Haftungsrisiken aus dem Verkauf von Anteilen an der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH aus dem Jahr 2006 enthalten.

## 11. Verbindlichkeiten

Verbindlichkeiten in Höhe von 570 T€ haben eine Restlaufzeit von unter 1 Jahr, 624 T€ zwischen 1 und 5 Jahren. Die Value-Holdings AG hat bei einem Kreditinstitut ein Darlehen mit einer Laufzeit bis zum 30.03.2015 in Höhe von 1.000 T€ aufgenommen. Davon waren am Bilanzstichtag 550 T€ in Anspruch genommen. Die Value-Holdings AG hat bei einem weiteren Kreditinstitut ein Darlehen mit einer Laufzeit bis zum 30.09.2016 in Höhe von 1.000 T€ aufgenommen. Davon waren am Bilanzstichtag 624 T€ in Anspruch genommen. Die Besicherung der Bankverbindlichkeiten erfolgt durch die Beleihung von Wertpapieren.

## IV. Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung

### 1. Erlöse aus Wertpapierverkäufen

In den Erlösen aus Wertpapierverkäufen sind die Erlöse aus dem Verkauf von Aktien enthalten.

### 2. Einstandskosten der verkauften Wertpapiere

In der Position Einstandskosten der verkauften Wertpapiere ist der Buchwertabgang aus dem Verkauf von Aktien enthalten.

### 3. Sonstige betriebliche Erträge

Hierunter sind Dienstleistungserträge, Kostenweiterbelastungen und verrechnete Sachbezüge (KFZ-Nutzung) enthalten. Darüber hinaus sind Erträge aus Schadenersatz und Erträge aus der Auflösung einer im Vorjahr für die voraussichtlichen Rechtskosten gebildeten Rückstellung enthalten.

### 4. Allgemeine Verwaltungskosten

In den allgemeinen Verwaltungskosten sind folgende wesentliche Positionen enthalten: Miete + Nebenkosten 20 T€ (Vj.: 16 T€), EDV/Internetkosten 1 T€ (Vj.: 1 T€) und Abschreibungen auf Sachanlagen 6 T€ (Vj.: 12 T€).

### 5. Sonstige betriebliche Aufwendungen

In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind folgende wesentlichen Positionen enthalten: Buchführung und Jahresabschluss 7 T€ (Vj.: 7 T€), Abschlussprüfung 7 T€ (Vj.: 7 T€), Aufsichtsratsvergütung 7 T€ (Vj.: 8 T€), Investor Relations 3 T€ (Vj.: 11 T€), Hauptversammlung 4 T€ (Vj.: 3 T€) und Sonstige 21 T€ (Vj.: 208 T€).

### 6. Erträge aus Beteiligungen

Bei der Position Erträge aus Beteiligungen handelt es sich um die Dividendenzahlung der Value-Holdings International AG und die Ausschüttung der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH.

### 7. Erträge aus Wertpapieren

Der Position Erträge aus Wertpapieren sind die Dividendenzahlungen der übrigen im Depot der Value-Holdings AG gehaltenen Aktien zugeordnet.

### 8. Abschreibungen auf Wertpapiere

Abschreibungen auf Wertpapiere wurden in Höhe von 30 T€ (Vj.: 60 T€) vorgenommen.

### 9. Zinsergebnis

Zinserträgen in Höhe von 67 T€ (Vj.: 70 T€) stehen Zinsaufwendungen in Höhe von 48 T€ (Vj.: 256 T€) gegenüber.

## ANLAGESPIEGEL

Value-Holdings AG zum 31.12.2014

	Sachanlagen	Finanzanlagen
Anschaffungs-, Herstellkosten zum 01.01.2014	88.760,50	6.514.223,85
Zugänge	0,00	1.041.017,09
Umbuchungen	0,00	0,00
Abgänge	0,00	718.216,79
<b>Anschaffungs-, Herstellkosten zum 31.12.2014</b>	<b>88.760,50</b>	<b>6.837.024,15</b>
Kumulierte Abschreibungen 01.01.14	82.359,99	70.824,00
Abgänge Geschäftsjahr 2014	0,00	0,00
Abschreibungen Geschäftsjahr 2014	6.194,00	30.324,00
Kumulierte Abschreibungen 31.12.14	88.553,99	101.148,00
<b>Buchwert 31.12.2014</b>	<b>206,51</b>	<b>6.735.876,15</b>

## Bestätigungsvermerk

Wir haben den Jahresabschluss - bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Anhang - unter Einbeziehung der Buchführung und den Lagebericht der Value-Holdings Aktiengesellschaft, Augsburg, für das Geschäftsjahr vom 1. Januar 2014 bis 31. Dezember 2014 geprüft. Die Buchführung und die Aufstellung von Jahresabschluss und Lagebericht nach deutschen handelsrechtlichen Vorschriften und den ergänzenden Bestimmungen der Satzung liegen in der Verantwortung der gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft. Unsere Aufgabe ist es, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfung eine Beurteilung über den Jahresabschluss unter Einbeziehung der Buchführung und über den Lagebericht abzugeben.

Wir haben unsere Jahresabschlussprüfung nach § 317 HGB unter Beachtung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) festgestellten deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung vorgenommen. Danach ist die Prüfung so zu planen und durchzuführen, dass Unrichtigkeiten und Verstöße, die sich auf die Darstellung des durch den Jahresabschluss unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung und durch den Lagebericht vermittelten Bildes der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage wesentlich auswirken, mit hinreichender Sicherheit erkannt werden. Bei der Festlegung der Prüfungshandlungen werden die Kenntnisse über die Geschäftstätigkeit und über das wirtschaftliche und rechtliche Umfeld der Gesellschaft sowie die Erwartungen über mögliche Fehler berücksichtigt. Im Rahmen unserer Prüfung werden die Wirksamkeit des rechnungslegungsbezogenen internen Kontrollsystems sowie Nachweise für die Angaben in Buchführung, Jahresabschluss und Lagebericht überwiegend auf der Basis von Stichproben beurteilt. Die Prüfung umfasst die Beurteilung der angewandten Bilanzierungsgrundsätze und der wesentlichen Einschätzungen der gesetzlichen Vertreter sowie die Würdigung der Gesamtdarstellung des Jahresabschlusses und Lageberichts. Wir sind der Auffassung, dass unsere Prüfung eine hinreichend sichere Grundlage für unsere Beurteilung bildet.

Unsere Prüfung hat zu keinen Einwendungen geführt.

Nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse entspricht der Jahresabschluss den gesetzlichen Vorschriften und den ergänzenden Bestimmungen der Satzung und vermittelt unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft. Der Lagebericht steht im Einklang mit dem Jahresabschluss, vermittelt insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage der Gesellschaft und stellt die Chancen und Risiken der künftigen Entwicklung zutreffend dar.

Augsburg, den 25. März 2015

Rupp & Epple GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Rupp-Helferich	Hell
Wirtschaftsprüfer	Wirtschaftsprüfer

## Raum für Notizen

## Raum für Notizen





---

**VALUE-HOLDINGS**  
Aktiengesellschaft

---

Value-Holdings AG

Donauwörther Straße 3  
D-86368 Gersthofen

Postfach 1360  
D-86359 Gersthofen

Tel: ++49(0)821/575394  
Fax ++49(0)821/574575

[www.value-holdings.de](http://www.value-holdings.de)  
[info@value-holdings.de](mailto:info@value-holdings.de)