

VALUE-HOLDINGS
Aktiengesellschaft

Geschäftsbericht
2015

AUF EINEN BLICK

Bilanz:

(T€)	2011	2012	2013	2014	2015
Wertpapiere + Beteiligungen	9.011	8.190	6.443	6.768	6.838
Eigenkapital	3.773	4.829	5.723	5.853	6.478
Verbindlichkeiten	5.173	4.344	977	1.194	388
Bilanzsumme	9.169	9.459	7.036	7.187	7.211
Eigenkapitalquote (%)	41,1	51,1	81,3	81,4	89,8

Gewinn- und Verlustrechnung:

(T€)	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatzerlöse	5.755	7.322	5.209	648	1.987
Bruttoergebnis	824	1.146	1.174	-317	592
Dividenden-/Beteiligungserträge	167	171	164	152	86
EBIT	765	1.391	1.079	111	529
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	372	1.057	894	130	626
Jahresüberschuss	372	1.056	894	130	625
Eigenkapitalrendite (%)	10,9	28,0	18,5	2,3	10,7

Werte pro Aktie:

(€)	2011	2012	2013	2014	2015
Ausstehende Aktien (St.)	2.008.994	2.008.994	2.008.994	2.008.994	2.008.994
Kurs per 31.12.	2,32	2,38	2,46	2,35	3,05
Marktkapitalisierung 31.12.	4.660.866	4.781.406	4.942.125	4.721.136	6.127.432
Gewinn/Aktie	0,19	0,53	0,45	0,06	0,31
Buchwert/Aktie	1,88	2,40	2,85	2,91	3,22
Nettoinventarwert/Aktie	2,27	2,74	2,93	2,99	3,33

Inhalt:

	Seite
Organe der Gesellschaft	2
Bericht des Aufsichtsrats	3
Vorwort des Vorstands	4
Performance	5
Value-Holdings Aktie	6
Beteiligungen und börsennotiertes Portfolio	8
Lagebericht	21
Ausblick	26
Jahresabschluss	28
Bilanz	28
Gewinn- und Verlustrechnung	29
Anhang	30
Bestätigungsvermerk	35

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

Im Geschäftsjahr 2015 nahm der Aufsichtsrat die ihm nach Gesetz und Satzung obliegenden Kontroll- und Beratungsaufgaben kontinuierlich und intensiv wahr. Er hat die Geschäftsführung des Vorstands überwacht, alle für die Gesellschaft wesentlichen Entscheidungen sorgfältig begleitet und die Perspektiven des Unternehmens beraten. Der Aufsichtsrat ließ sich dazu regelmäßig, zeitnah und umfassend vom Vorstand insbesondere über die Geschäftsentwicklung, die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die Perspektiven des Unternehmens sowie über das Risikomanagement informieren. Dem Aufsichtsrat standen alle maßgeblichen Informationen zu den Fragen der Strategie, der Planung, der Geschäftsentwicklung und über die Lage der Gesellschaft, einschließlich der Risikolage zur Verfügung. Der Vorstand kam seinen Berichtspflichten vollumfänglich in schriftlichen und mündlichen Berichten nach. Zustimmungspflichtige Geschäfte sind im Aufsichtsrat eingehend erörtert worden, notwendige Genehmigungen wurden erteilt.

Im Geschäftsjahr 2015 fanden vier Aufsichtsratssitzungen statt. Dabei wurde in drei Präsenzsitzungen getagt, eine Aufsichtsratssitzung fand als Telefonkonferenz statt. Mitglieder des Aufsichtsrats haben 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.

In der ersten planmäßigen Sitzung am 01.04.2015 lag der Schwerpunkt der Beratungen auf dem Jahresabschluss 2014. Dieser wurde im Beisein des Wirtschaftsprüfers diskutiert und vom Aufsichtsrat festgestellt. Außerdem wurde die Planung für das Geschäftsjahr 2015 vom Vorstand vorgelegt und die zu Grunde liegenden Annahmen beraten. In der Sitzung vom 22.05.2015, dem Tag der Hauptversammlung, wurde darüber diskutiert, wie die aus dem Verkauf der Data-Modul Beteiligung zugeflossenen Mittel investiert werden können. In der telefonischen Aufsichtsratssitzung vom 28.10.2015 informierte der Vorstand den Aufsichtsrat über die anstehende Kapitalerhöhung der Value-Holdings International AG sowie die Bezugsmöglichkeiten der Value-Holdings AG bei dieser Kapitalerhöhung. Ein Beschluss über den Höchstbetrag des zu investierenden Betrages wurde gefasst. In der vierten Sitzung am 15.12.2015 wurde neben der aktuellen Geschäftslage und dem Risikokontrollsystem ausführlich über weitere Entwicklungs- und Wachstumsmöglichkeiten der Gesellschaft beraten.

Buchführung, Jahresabschluss und Lagebericht wurden von der Rupp & Epple GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Augsburg, geprüft. Der uneingeschränkte Bestätigungsvermerk wurde erteilt. In der Sitzung am 8. März 2016 hat der Aufsichtsrat in Anwesenheit des Abschlussprüfers den Jahresabschluss besprochen und gebilligt; dieser ist damit festgestellt.

Gersthofen, den 08.03.2016

Ludwig Lehmann
Vorsitzender des Aufsichtsrats

Vorwort des Vorstands

Sehr geehrte Aktionäre,

„62 Menschen besitzen genau so viel wie die ärmere Hälfte der Weltbevölkerung“ stellt die Entwicklungsorganisation Oxfam in ihrer Studie zum Thema „Soziale Ungleichheit“ fest. Oxfam beklagt die „ungerechte Verteilung“ der Ressourcen und dass die Mehrheit der Bevölkerung nicht mehr von Wohlstandsgewinnen der Gesellschaft profitiert.

Doch wo kommen die hohen Vermögen der 62 reichsten Menschen her? Oxfam bedient sich dazu der Forbes' Liste „The World's Billionaires“. In der Spitzengruppe der Liste sind fast ausschließlich Unternehmer: Bill Gates, sein Vermögen besteht vor allem aus Microsoft-Aktien. Bei Larry Ellison sind es Aktien seiner Firma Oracle. Mark Zuckerberg hat sein Vermögen mit Facebook gemacht. Jeff Bezos ist Großaktionär von Amazon und Warren Buffet profitiert vom Wert der Aktien von Berkshire Hathaway. Natürlich steigen die Vermögen dieser Superreichen stark, wenn sich die Börsenkurse ihrer Aktien erhöhen wie im Jahr 2015 und der US-\$ noch dazu an Wert gewinnt. Weil die Habseligkeiten der 3,6 Milliarden ärmsten Menschen diese Entwicklung nicht mitmachen, öffnet sich zwangsläufig die Schere zwischen Arm und Reich.

Warum schreibe ich Ihnen diese Geschichte im Geschäftsbericht der Value-Holdings AG?

1. Weil die Studie im Vorfeld der Weltwirtschaftskonferenz von Davos durch die gesamte Presse gegangen ist, verbunden mit allerlei Anfeindungen gegen unser Wirtschaftssystem und die „profitgierigen Kapitalisten“. Deshalb sollten die Ergebnisse und Schlussfolgerungen der Studie nicht unkommentiert stehen gelassen werden. 2. Der Vermögensanstieg bei den Reichen ist keine Einbahnstraße. Die ersten Börsenwochen des Jahres 2016 haben gezeigt, dass die Aktienkurse auch die andere Richtung kennen, nämlich nach unten. Allerdings machen auch wir uns keine großen Sorgen z.B. um Jeff Bezos, dessen Vermögen durch den Kursrückgang von Amazon in kurzer Zeit um 9 Mrd. \$ geschmolzen ist. 3. Wir halten die Ungleichheit der Vermögen nicht für einen guten Indikator für den Wohlstand der Menschen. Claus Döring vergleicht dazu in der Börsen-Zeitung vom 23.01.2016 die Entwicklung in der Schweiz mit der von Venezuela. Während in der Schweiz die Ungleichheit der Vermögen in den letzten Jahren ausnahmslos zugenommen hat, wurde dort ohne Kriege und andere Katastrophen Wohlstand für fast alle erreicht. In Venezuela, dank der Ölvorräte eigentlich ein reiches Land, haben die sozialistischen Präsidenten Chavez und Maduro mit ihrer Enteignungs- und Umverteilungspolitik für das Gegenteil gesorgt: Armut für alle und das bei einer galoppierenden Inflation von über 200 %.

Und es gibt noch einen 4. Grund, warum ich Ihnen das alles schreibe: Wohlstand entsteht durch unternehmerische Tätigkeit. In Deutschland glauben zwar viele, eine gesunde Wirtschaft sei eine Selbstverständlichkeit, so wie jeden Morgen die Sonne aufgeht. Dass dem nicht so ist, weiß jeder Unternehmer. Nicht nur die unternehmerische Leistung, erstklassige Produkte und Dienstleistungen herzustellen und zu verkaufen, ist gefragt. Auch die zunehmende Regulierungswut von Staat, Gewerkschaften, Verbänden, Umweltbewegten und sonstigen Überwachern ist zu meistern. Wir haben in Deutschland zum Glück eine große Zahl an Unternehmen und Unternehmern, auch an der Börse notiert, die das schaffen. Sie wollen wir mit unserem Kapital unterstützen, um ihre zum Teil sehr kapitalintensiven Vorhaben umzusetzen. An ihnen wollen wir uns beteiligen, um für unser Kapital vernünftige Renditen zu erzielen. Höhere Renditen, als die zinslosen Risiken, die man sich mit „Rentenpapieren“ einkauft, die heute keine Rente mehr abwerfen.

Doch mit diesem Ansatz zählen wir zu einer Minderheit. „Nur kein Risiko“ lautet die Überschrift in der Augsburger Allgemeinen vom 30.12.2015 über dem Artikel zum Thema Geldanlagen der Bundesbürger. Er nimmt Bezug auf eine Umfrage des Meinungsforschungsunternehmens GfK im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts. Danach bezeichnen 37 % der Bundesbürger eine Immobilie als ihre Wunschanlage, 28 % bevorzugen das Festgeld- bzw. Tagesgeldkonto und weitere 25 % fühlen sich mit ihrem Sparbuch am wohlsten. Dass man mit Aktien bzw. Aktienfonds langfristig von den Erfolgen deutscher Unternehmen auf den Weltmärkten profitieren kann, halten nur 10 % der Befragten für voll zutreffend. Die Deutschen kaufen zwar die Produkte von BMW, Henkel, Adidas, Hugo Boss usw., Anteile an diesen Firmen halten sie aber für nur zum Spekulieren geeignetes Teufelszeug.

Wohin das führt, zeigt der Wealth Report 2015 der schweizerischen Großbank Credit Suisse. Obwohl Deutschland eines der wirtschaftlich stärksten Länder der Welt ist, liegt das durchschnittliche Vermögen pro erwachsener Person mit umgerechnet 178 T\$ nur auf Platz 21 der Rangliste. Nicht nur in der Schweiz (567 T€) oder den USA (353 T€) ist die Bevölkerung reicher als in Deutschland. Nein, auch in Ländern, deren Ökonomien erhebliche Probleme haben, wie z.B. in Island (351 \$), Frankreich (262 T\$), Belgien (249 T\$), Italien (204 T\$) und Irland (195 T\$) liegt das Vermögen pro Erwachsenen weit über dem in Deutschland.

Was ist zu tun? Die Value-Holdings AG wird auch weiterhin Anteile an ertrags- und substanzstarken Unternehmen für ihr Portfolio kaufen. Damit sollte es gelingen, langfristig von den Erfolgen dieser Unternehmen zu profitieren und das Vermögen der Gesellschaft zu steigern. Dass Börsenkurse keine Einbahnstraßen sind, ist uns bewusst. Kursschwankungen sehen wir aber nicht als Risiko, sondern als Chance. Unser Risiko ist, durch einen zu teuren Kauf der Firmenanteile und eine falsche Einschätzung von deren Perspektiven einen dauerhaften Wertverlust zu erleiden. Davor sollten uns aber die Anlagegrundsätze des Value-Investing weitgehend schützen.

Im Jahr 2015 waren wir mit der Wertentwicklung des Portfolios zufrieden. Bei einem DAX-Anstieg um 9,6 % lag unsere Bruttoperformance von 9,8 % gleichauf. Damit liegen wir innerhalb des von uns angestrebten Renditekorridors von 8 – 10 %, den wir auch in den kommenden Jahren erreichen wollen. Wir würden uns freuen, wenn Sie uns dabei weiterhin begleiten!

Ihr Georg Geiger, Vorstand

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
2015	9,84	9,56	26,61
Ø	15,32	7,90	6,79

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

Value-Holdings Aktie

Die Value-Holdings AG verfügt über ein Gezeichnetes Kapital von 6.026.982 Euro. 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.

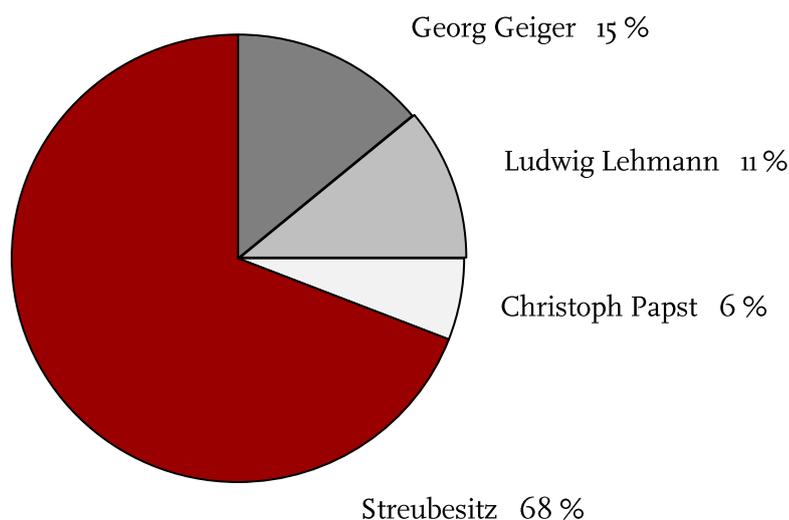


Die Heimatbörse der Value-Holdings Aktie ist München, sie notiert dort im Marktsegment „m:access“. An dieser Börse haben wir im Jahr 1999 die Zulassung zum Handel im damaligen Prädikatsmarkt gestellt und den Verkaufsprospekt eingereicht. Daneben wird die Value-Holdings Aktie im Freiverkehr der Börse Stuttgart gehandelt. Ferner besteht eine Notierung im Freiverkehr der Börse Berlin. Die Umsätze in der Value-Holdings Aktie konzentrierten sich auch 2015 auf die Börsen München und Stuttgart, während in Berlin kaum ein Handel stattfand. Das Handelsvolumen der Value-Holdings Aktie ist im Jahr 2015 weiter gestiegen. Der durchschnittliche Tagesumsatz lag bei 1.898 Stück. Der Kurs der Value-Holdings Aktie hat sich von Januar bis Anfang Mai meist zwischen 2,30 € und 2,50 € seitwärts bewegt. In den folgenden drei Monaten bis Anfang August ist die Aktie dann kontinuierlich bis auf 3,29 €, dem höchsten Kurs im Jahr 2015, angestiegen. Bis zum Jahresende pendelte die Aktie um ein Niveau von rund 3,00 €. Tiefere Kurse im September und höhere Kurse im Dezember fanden meist nur bei sehr geringen Umsätzen statt. Der Jahresschlusskurs wurde mit 3,05 € festgestellt.

Kennzahlen der Value-Holdings Aktie					
	2011	2012	2013	2014	2015
Jahresschlusskurs (€)	2,32	2,38	2,46	2,35	3,05
Jahreshöchstkurs (€)	2,75	2,81	2,48	2,75	3,29
Jahrestiefstkurs (€)	1,95	2,15	2,20	2,16	2,26
Ø Tagesumsatz (Stück)	743	564	466	1.409	1.898
Gewinn/Aktie (€)	0,19	0,53	0,45	0,06	0,31
KGV zum 31.12.	12,2	4,5	5,5	39,2	9,8

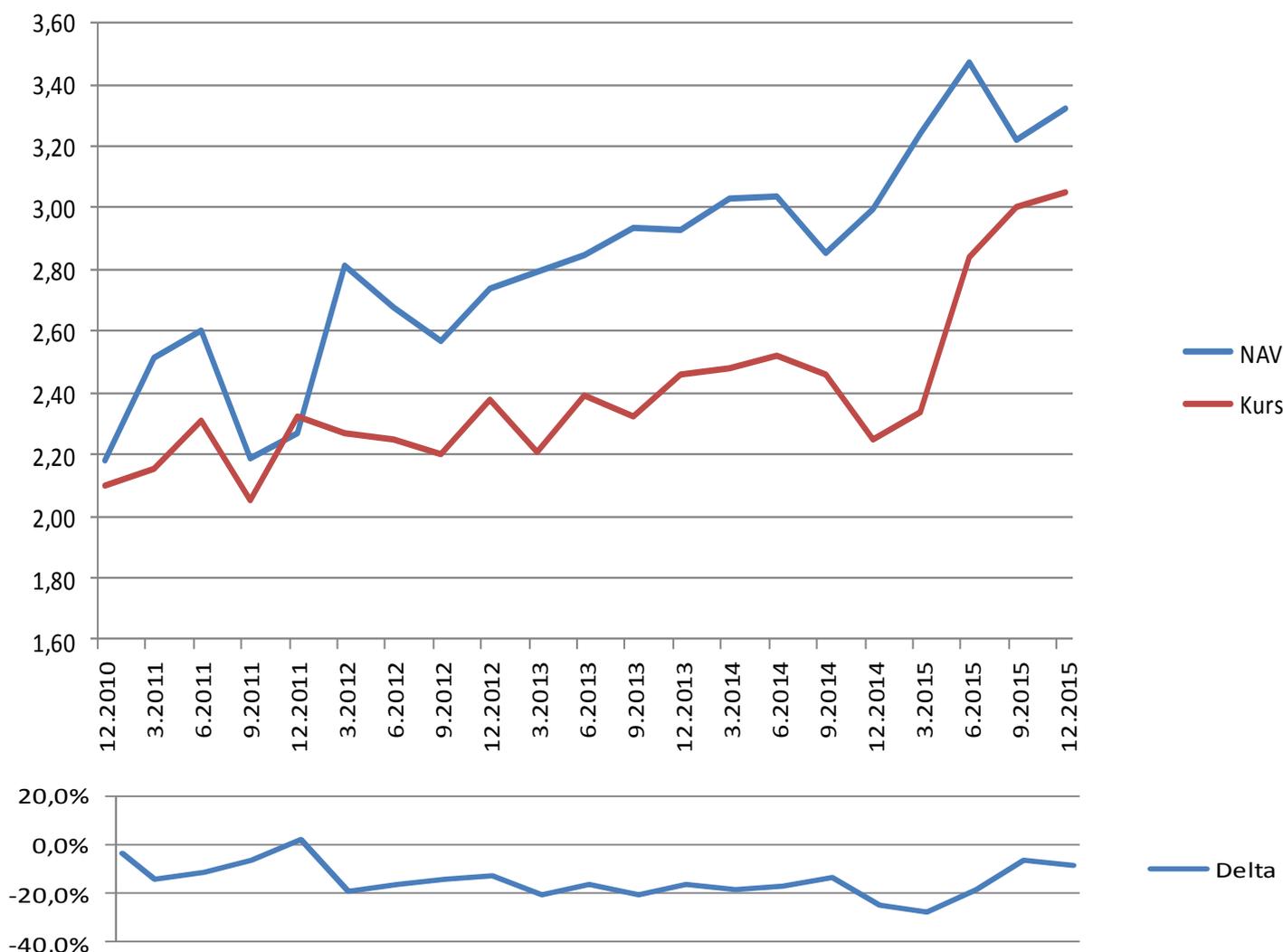
Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur der Value-Holdings AG hat sich im Jahr 2015 nicht verändert. Der Vorstand der Gesellschaft, Georg Geiger, ist nach wie vor größter Einzelaktionär. Sein Anteilsbesitz liegt bei 15 %. 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 %.



Nettoinventarwert des Portfolios

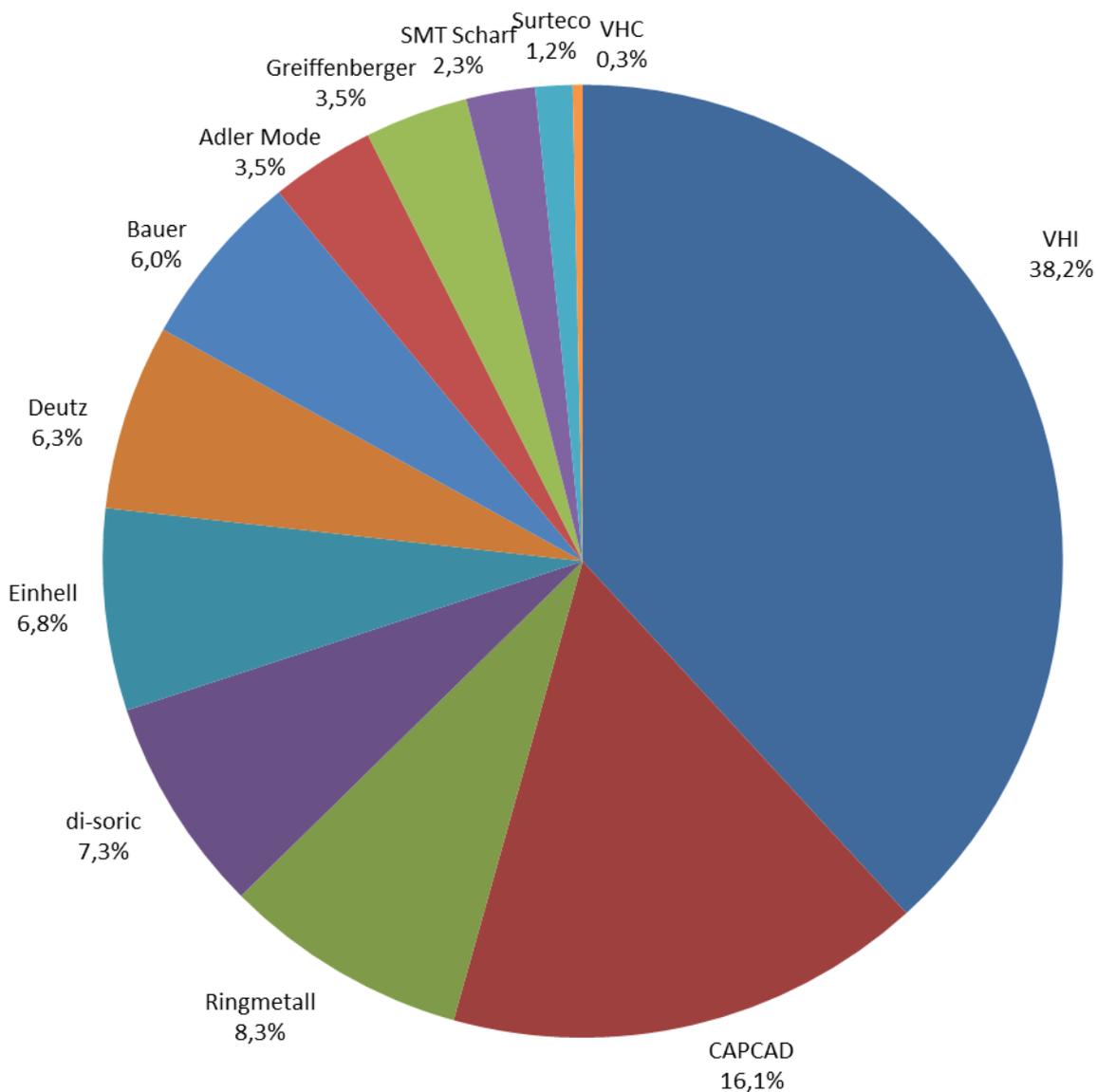
Im Geschäftsjahr 2015 ist der Nettoinventarwert (NAV) pro Value-Holdings Aktie von 2,99 € (Stand 31.12.2014) um 11,4 % auf 3,33 € (Stand 31.12.2015) gestiegen. Erfreulich ist zudem, dass sich der Abstand zwischen NAV und Aktienkurs zuletzt deutlich verringert hat. Die Entwicklung des NAV sowie den Vergleich zum Börsenkurs zeigt die folgende Grafik:



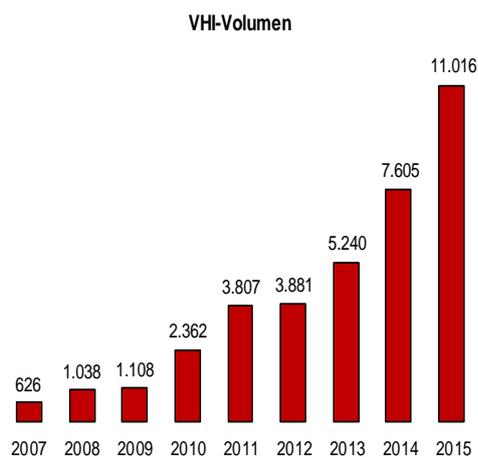
Beteiligungen der Value-Holdings AG

Das Beteiligungsportfolio der Value-Holdings AG hat sich im Geschäftsjahr 2015 nur unwesentlich verändert. Nach einem Übernahmeangebot des amerikanischen Technologiekonzerns Arrow für die Data Modul AG haben wir sämtliche Data Modul Aktien mit erfreulichem Gewinn verkauft. Unsere Beteiligung an der Value-Holdings International AG (VHI) hat sich im Zuge der Kapitalerhöhung leicht auf 24,4 % reduziert. Die CAPCAD Systems AG hat im Mai 2015 einen Aktienrückkauf in Höhe von 10 % durchgeführt. Wir konnten dabei überproportional Aktien einreichen, wodurch sich sowohl unser Anteil an CAPCAD als auch deren Gewichtung in unserem Portfolio reduziert hat.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat sich die Value-Holdings AG neu an der Surteco AG und an der Adler Modemärkte AG beteiligt. Bei beiden Gesellschaften haben wir die angestrebte Gewichtung noch nicht erreicht. Die folgende Grafik zeigt die Gewichtungen unserer Beteiligungen (di-soric und Value-Holdings Capital Partners AG) zu Buchwerten, alle übrigen zu Zeitwerten) gemessen am Gesamtportfolio:



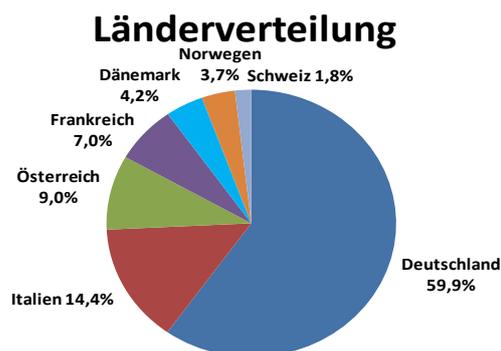
Die Value-Holdings International AG verfolgt das Ziel, mit einem langfristig ausgerichteten Portfolio an substanzstarken europäischen Value-Aktien das Vermögen der Gesellschaft zu steigern und laufende Erträge zu generieren. Größter Aktionär der Gesellschaft ist die Value-Holdings AG mit einem Anteil von 24,4 %. Neben einer Vielzahl von Privataktionären sind verschiedene Single-Family-Offices und eine Reihe teils sehr prominenter Stiftungen an der Value-Holdings International AG beteiligt. Da diese Aktionäre auf den Zufluss regelmäßiger Erträge angewiesen sind, hat sich die VHI zum Ziel gesetzt, eine stetige und kontinuierliche Dividendenpolitik umzusetzen.



Seit der Übernahme der Verwaltung der Gesellschaft im August 2008 konnte das Bilanzvolumen durch mehrere Kapitalerhöhungen und durch die Thesaurierung von Erträgen von 626 T€ auf 11.016 T€ gesteigert werden. Bereits für das Geschäftsjahr 2011 hat die Value-Holdings International AG die Dividendenzahlung aufgenommen und inklusive der für 2015 zur Verteilung kommenden Summe einen Betrag von 758 T€ an die Aktionäre ausgeschüttet. Zugleich hat die Value-Holdings International AG seit 2008 eine überzeugende Wertentwicklung der Beteiligungen erreicht. Der Nettoinventarwert der Value-Holdings

International AG hat sich um 69,2 % von 1,72 € bis Ende 2015 auf 2,91 € je Aktie erhöht. Dagegen weist der Vergleichsindex EuroStoxx50 in diesem langen Zeitraum noch immer einen Wertverlust von -2,9 % auf.

Die Value-Holdings International AG hat im Herbst 2015 erneut eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Dabei ist ihr neues Eigenkapital in Höhe von 2.900 T€ zugeflossen. Da diese neuen Mittel nicht sofort investiert wurden, lag die Liquiditätsquote am Jahresende bei 21 %. Der Bestand an Aktienbeteiligungen hat sich im Jahr 2015 dabei von 5.098 T€ auf 8.710 T€ erhöht. Die Investitionsquote lag am Jahresende 2015 bei 79 %. Die bedeutendsten Neuinvestments des abgelaufenen Geschäftsjahres waren die A.P. Moeller-Maersk A/S aus Dänemark, die Neopost S.A. aus Frankreich und die Sogefi S.p.A. aus Italien. Ferner wurden die bereits bestehenden Positionen in Deutz und Grammer deutlich aufgestockt. Die größten Gewinnbeiträge des vergangenen Jahres resultierten aus den Verkäufen von technotrans, Data Modul, Aurubis und Balfour Beatty.



Der Value-Holdings AG ist aus diesem Investment in 2015 eine erfreuliche Dividende zugeflossen. Ferner hat sich der Nettoinventarwert erneut positiv entwickelt. Nach dem starken Wachstum der letzten Jahre plant die VHI vorerst nicht mit weiteren Kapitalerhöhungen. Stattdessen ist geplant, die Aktionäre auch in den Folgejahren mit einer kontinuierlichen Dividendenpolitik am Unternehmenserfolg teilhaben zu lassen.

CAPCAD Systems AG

Die CAPCAD Systems AG bietet bundesweit IT-Lösungen für den Mittelstand an. Die Gesellschaft ist mit Niederlassungen in München-Ismaning, Regensburg, Landshut, Bad-Hersfeld, Lüneburg und Hamburg vertreten.



CAPCAD unterstützt ihre Kunden während jeder einzelnen Phase eines kompletten IT-Prozesses. Von der IT-Beratung, der IT-Planung und der jeweiligen Lösungsentwicklung über die Beschaffung und Installation bis hin zur langfristigen Betreuung des gesamten IT-Bereichs (komplettes IT-Outsourcing oder IT-Wartungs- bzw. Servicevertrag) steht CAPCAD zur Verfügung.

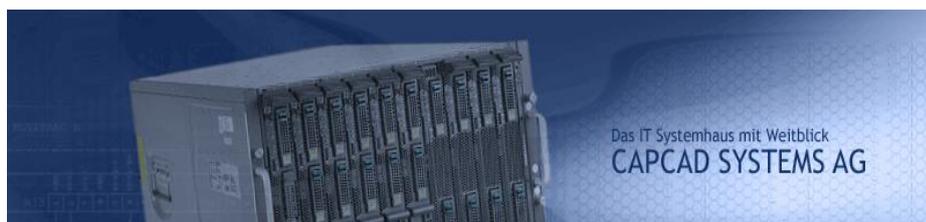


Die Projektplanung durch hochqualifizierte IT-Spezialisten sowie eine herstellerunabhängige Beschaffung ermöglicht nicht nur eine technisch, sondern auch eine betriebswirtschaftlich ideale Lösung für den Kunden. CAPCAD unterstützt die Anwender bei der Benutzung der Systeme (Customer Care, User Help Desk) und löst Störungen telefonisch, per Remote-Verbindung oder durch Einsätze vor Ort. Zahlreiche Zertifizierungen unterstreichen das Know-how von CAPCAD sowie der Mitarbeiter. Die Prozesse von CAPCAD sind nach DIN ISO EN 9001:2008 zertifiziert. CAPCAD ist zudem beispielsweise Microsoft Gold Partner, Cisco SMB Specialized Partner, VMware Professional Partner und Fujitsu Select Expert.



CAPCAD konnte in den vergangenen Jahren die neuen Geschäftsbereiche Software-Entwicklung, Rechenzentrum-Hosting und IT Compliance weiter ausbauen und in jedem Bereich renommierte Neukunden gewinnen. Auch die Themen Voice over IP und IT-Security gewinnen bei den Kunden von CAPCAD zunehmend an Bedeutung.

CAPCAD ist in den letzten Jahren sowohl organisch, als auch durch einen wichtigen Zukauf gewachsen. Mit rund 45 Mitarbeitern wird ein Umsatz von mehr als 5 Mio. € erzielt. Die Margen von CAPCAD liegen im Bereich der börsennotierten Wettbewerbsunternehmen. CAPCAD weist sehr starke Cash-flows aus und kann, da keinerlei Bankverbindlichkeiten be-



stehen, die Erträge über hohe Ausschüttungen bzw. Aktienrückkäufe an die Aktionäre auskehren. Ferner ist bei CAPCAD weitere

Wachstum geplant. Dies kann organisch geschehen, wie jüngst durch die Eröffnung der neuen Niederlassung in Landshut. CAPCAD ist aber auch gegenüber weiteren Wachstumsschritten durch Übernahmen geeigneter IT-Systemhäuser aufgeschlossen. Durch den Aktienrückkauf und die Steigerung des Unternehmenswerts hat CAPCAD 2015 einen positiven Wertbeitrag für unser Portfolio geliefert.

Die Ringmetall AG (vormals H.P.I. Holding AG) hält Beteiligungen an Unternehmen der metallverarbeitenden Industrie. Verschlussysteme für die Fassproduktion werden von der Tochtergesellschaft Berger angeboten. Hergestellt werden insbesondere sogenannte Fassspannringe, Deckel und die dazugehörigen Verschlüsse. Bei Spannringen für industrielle Gefahrgutverpackungen, insbesondere bei Fässern, ist die Berger Gruppe Weltmarktführer. Der zweite Bereich, Metallbaugruppen, wird von der Saueremann Gruppe bearbeitet. Hier werden komplette Systeme und Geräte wie Brems- und Kupplungspedale, Rückhaltesysteme für Gabelstapler, Anhängerkupplungen für die Nutz-



fahrzeugindustrie, Halterungen für Hydraulikkomponenten, Hubmastteile für Flurförderzeuge sowie unterschiedliche Gussgehäuse entwickelt, konstruiert und gefertigt.

Die Ringmetall AG ist in den vergangenen Jahren stark durch Übernahmen gewachsen. Zu den

Standorten in Deutschland sind neue Produktionsstätten in Italien und in der Türkei hinzugekommen. Ringmetall ist nun dabei, in Europa durch die Optimierung des Produktionsnetzwerks Synergien zu heben. Dazu wurde der Standort Löbnitz aufgegeben und die Tochtergesellschaft in der Slowakei verkauft. Die dortige Produktion wurde an den Stammsitz der Berger-Gruppe sowie nach Italien und in die Türkei verlagert.

Im Dezember 2015 hat Ringmetall die amerikanische Firma Self Industries Inc. übernommen. Self Industries ist ein Spezialanbieter von Dichtungs- und Verschlussystemen und erzielt mit rund 120 Mitarbeitern einen Umsatz von ca. 28 Mio. US-\$. Ringmetall erweitert dadurch seine Absatzmärkte auf Nordamerika und hat das Ziel, über Self Industries künftig auch Märkte in Südamerika zu beliefern.



Ringmetall erwartet für das Geschäftsjahr 2015 Umsätze von rund 66 Mio. €. Das operative Ergebnis sollte sich durch die Optimierungen des europäischen Produktionsnetzwerkes weiter verbessert haben. Allerdings sind durch die Übernahme von Self Industries Sonderkosten entstanden, die den Jahresüberschuss schmälern werden. Für 2016 rechnet Ringmetall durch die Konsolidierung von Self Industries mit einem Umsatzsprung auf über 90 Mio. €. Neue Möglichkeiten zur Prozessoptimierung und Cross-Selling-Potentiale sollen in den kommenden Jahren die Profitabilität weiter erhöhen. Die Ringmetall AG hat 2015 einen positiven Wertbeitrag geleistet. Neben dem Kursanstieg der Aktie hat dazu die Dividendenzahlung von wiederum 0,05 € je Aktie beigetragen.

di-soric KG

An di-soric ist die Value-Holdings AG über eine atypisch stille Gesellschaft beteiligt. Die di-soric Unternehmensgruppe ist seit über 30 Jahren auf die Entwicklung, die Fertigung und den Vertrieb von Sensoren, insbesondere für die Industrieautomation spezialisiert. Durch

ständige Innovationen steht ein umfangreiches Lieferprogramm zur Verfügung, das durch hochwertige LED-Beleuchtungen



und Bildverarbeitungs- und Identifikationssysteme (Vision/ID) komplettiert wird. In dem familiengeführten Unternehmen sind heute über 200 Mitarbeiter weltweit tätig. Zu den Kunden von di-soric zählen neben mittelständischen Unternehmen und Automobilherstellern auch weitere namhafte, international tätige Konzerne.

Neben dem Hauptsitz im baden-württembergischen Urbach unterhält di-soric eine Betriebsstätte in Lüdenscheid, in der sich neben der Produktion auch die Entwicklungsabteilung befindet. Eigene Tochtergesellschaften bestehen in Frankreich, Österreich und Singapur. Darüber hinaus zählen zur Unternehmensgruppe Vertriebspartner in mehr als 30 Ländern.

di-soric unterteilt ihr Leistungsangebot in die 5 Bereiche Sensorik, Industrielle Beleuchtungen, Bildverarbeitungs- und Identifikationssysteme, Sicherheitstechnik und Zubehör.



Im Bereich Sensorik werden insbesondere Gabel-, Rahmen- und Ringlichtschranken, Bewegungs- und Kontaktsensoren, aber auch Laser- und Ultraschallsensoren und Füllstandson-

den angeboten. Industrielle Beleuchtungen werden vor allem für die Maschinenbeleuchtung und in der Bildverarbeitung eingesetzt. Der jüngste Bereich Bildverarbeitungs- und Identifikationssysteme (Vision/ID) produziert neben Sensoren komplette Vision- und ID-Systeme für den Einsatz in der industriellen Produktion.



di-soric hat in den letzten Jahren eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung vollzogen. Das Wachstum basierte auf der Erhöhung der Entwicklungskapazitäten, wodurch eine Erweiterung des Produktspektrums ermöglicht wurde. Ferner wurde der internationale Vertrieb insbesondere in Asien ausgedehnt, wodurch in den kommenden Jahren weitere Wachstumspotentiale erschlossen werden können. Da das Werk Lüdenscheid aus allen Nähten platzt, ist dort die Erweiterung der Produktion geplant. Durch die neuen Kapazitäten sollte der Umsatz von gegenwärtig rund 25 Mio. € nochmals deutlich gesteigert werden können. di-soric hat 2015 durch eine erfreuliche Ausschüttung einen positiven Wertbeitrag geleistet.

Einhell Germany AG

Die Einhell Germany AG entwickelt und vertreibt Elektrowerkzeuge und Geräte für den Garten. Bei Elektrowerkzeugen werden handgeführte Geräte (z.B. Bohrmaschinen, Akkuschrauber) und stationäre Geräte (z.B. Tischkreissägen, Hobelmaschinen, Doppelschleifer) unterschieden. Die Produktpalette an Gartengeräten umfasst z.B. Rasenmäher, Laubsauger, Heckscheren, Häcksler und Wasserpumpen. Ferner werden Kompressoren, Stromerzeuger und Schweißgeräte angeboten. Die



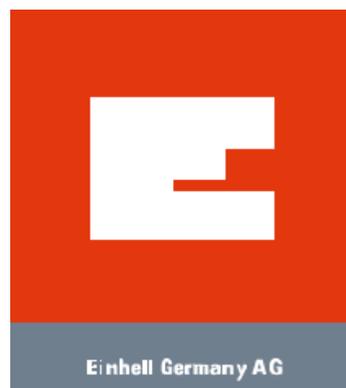
Produkte von Einhell werden in Landau an der Isar entwickelt und fast ausschließlich in Asien in fremden Fabriken produziert. Eigene Mitarbeiter vor Ort übernehmen das „Factory Audit“, die Überwachung der Produktion und die Warenprüfung. Einhell-Produkte werden über 40 Vertriebstochtergesellschaften und weitere Partnerunternehmen in 70 Ländern in Europa, Asien, Australien und Südamerika verkauft. Der Hauptabsatz erfolgt über Baumärkte, aber auch der Fachhandel und der Online-Handel sind wichtige Vertriebskanäle.

Im Geschäftsjahr 2015 konnte Einhell den Umsatz auf über 440 Mio. € steigern, nach 416 Mio. € im Vorjahr. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ist von 5,1 Mio. € auf 11,8 Mio. € gestiegen. Dabei ist zu beachten, dass hier schon die negativen Effekte aufgrund der sogenannten „Purchase Price Allocation“ aus der Übernahme der australischen Ozito Industries in Höhe von 1,9 Mio. € berücksichtigt sind. Das Ergebnis vor diesen bilanziell veranlassten, nicht liquiditätswirksamen Sonderaufwendungen lag somit bei 13,7 Mio. €. Der Konzernüberschuss (nach Minderheitsanteilen) lag im Geschäftsjahr 2015 bei 7,4 Mio. €. Er hat sich gegenüber dem Vorjahreswert von



1,6 Mio. €, der durch eine ungewöhnlich hohe Steuerquote belastet war, erheblich erhöht. Damit ist es Einhell wie angekündigt gelungen, durch Maßnahmen zur Kostenoptimierung insbesondere in Osteuropa die Profitabilität deutlich zu steigern. In den zuletzt von Einhell erschlossenen Märkten Südamerikas ist es in Summe noch nicht gelungen, ein positives Ergebnis zu erzielen. Durch die Erhöhung des Umsatzvolumens und eine Verbesserung der Kostenstruktur in diesen Ländern soll dort der Break-even erreicht werden, wodurch das Konzernergebnis insgesamt nochmals deutlich steigen könnte.

Der Value-Holdings AG ist von Einhell im Jahr 2015 erneut eine Dividende von 0,40 € je Einhell-Aktie zugeflossen. Auch der Aktienkurs hat erfreulich zugelegt, so dass Einhell insgesamt einen sehr positiven Wertbeitrag für unser Portfolio geleistet hat.



Deutz AG



Die Deutz AG fertigt seit 150 Jahren Verbrennungsmotoren. Deutz Motoren sind mit 25 bis 520 KW Leistung für einen Vielzahl von Anwendungen geeignet. Sie kommen insbesondere in Ländern mit hohen Emissionsanforderungen zum Einsatz. Deutz Motoren erfüllen nicht nur die heute in vielen Ländern gültigen Abgasstufen III und IV, sondern zum Teil bereits die in der EU ab 2019 gültige Abgasnorm V. Eingesetzt werden Deutz Motoren beispielsweise in Baumaschinen, Landmaschinen und Traktoren, Flurförderzeugen, Kompressoren, Pumpen, Stromerzeugungsaggregaten sowie in mittelschweren Lastkraftwagen und Bussen. Im Geschäftsjahr 2015 hatte Deutz unter einer niedrigen Nachfrage aus den Bereichen Landwirtschaft und Baumaschinen zu leiden. Die Umsatzerlöse sanken um 18,5 % auf 1.247 Mio. €.



Dennoch konnte ein positives operatives Ergebnis EBIT von 4,9 Mio. € erzielt werden. Der Konzernjahresüberschuss erreichte 3,5 Mio. €. Da der Umsatzrückgang absehbar war, hat Deutz umfangreiche Maßnahmen zur Effizienzsteigerung umgesetzt. Der Standort Köln-Deutz wird geräumt und die dortigen Aktivitäten in den großen Standort Köln-Porz integriert. Das Werk für Austauschmotoren in Übersee am Chiemsee wird geschlossen und bis 2017 in das Werk Ulm integriert. In China wird der lokale Bedarf künftig ausschließlich über das Joint Venture Deutz Dalian bedient. Die übrigen Joint Ventures in China wurden eingestellt bzw. an die Mitgesell-

schafter verkauft. Für das Jahr 2016 rechnet Deutz in den wichtigsten Abnehmerbranchen Baumaschinen und Landwirtschaft mit einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Lediglich der Baumaschinenmarkt in China könnte nochmals Rückgänge von bis zu 20 % verzeichnen. Dennoch wird mit einer leichten Steigerung der operativen Marge gerechnet, da erfolgreich umgesetzte Neukundenprojekte und die umgesetzten Kostensenkungen die Ertragssituation verbessern. Eine spürbare Verbesserung der Geschäftssituation wird aber erst ab 2017 erwartet, wenn eine Erholung der weltweiten Nachfrage nach Investitionsgütern bei Deutz zu einer deutlich höheren Produktion führt.

Wir hatten erst Ende 2014 begonnen, in Deutz Aktien zu investieren. Die Kursrückgänge im Jahr 2015 haben wir genutzt, unsere Position aufzustocken. Im Jahr 2015 ist uns die Dividendenzahlung von 0,07 € pro Aktie zugeflossen. Allerdings war die Kursentwicklung der Deutz Aktien leicht rückläufig, so dass die Beteiligung insgesamt einen leicht negativen Wertbeitrag für unser Portfolio geleistet hat.



Die Bauer AG ist in den drei Segmenten Spezialtiefbau, Maschinenbau und Resources tätig. Die Bauer Spezialtiefbau GmbH hat die Entwicklung des Spezialtiefbaus maßgeblich geprägt und führt in der ganzen Welt Projekte aus. Dabei werden



z.B. Baugruben, Gründungen und Dichtwände für komplexe Bauten, insbesondere im Bereich Infrastruktur und Industrie erstellt. Prominente Projekte der vergangenen Jahre waren die z.B. die Baugruben für die höchsten Gebäude der Welt, zuerst für den 828 Meter hohen Burj Khalifa in Dubai, kürzlich für den im Bau befindlichen Kingdom Tower in Saudi-Arabien, der 1007 Meter hoch werden soll. Im Bereich der Infrastrukturmaßnahmen ist Bauer beispielsweise am Bau von Schleusen, bei der Sanierung von Dämmen oder bei komplizierten Tunnelbauten beteiligt. So hat Bauer am Sylvensteinspeicher, dem wichtigsten Wasserspeicher in Bayern, eine umfangreiche Dammsanierung durchgeführt.



So hat Bauer am Sylvensteinspeicher, dem wichtigsten Wasserspeicher in Bayern, eine umfangreiche Dammsanierung durchgeführt.

Die Bauer Maschinen GmbH und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und fertigen die für den Bereich Spezialtiefbau benötigten Maschinen selbst und verkaufen diese auch an andere Bauunternehmen. Die wichtigsten Produkte des Maschinenbereichs sind Drehbohrgeräte, Schlitzwandgeräte, Rammhämmer und Ankerbohrgeräte. Ende 2015 hat die Bauer Maschinen GmbH ein Joint-Venture mit der amerikanischen Schlumberger Gruppe, dem weltweit führenden Technologieanbieter für die Öl- und Gasindustrie, vereinbart. Dabei werden künftig große Tiefbohranlagen gemeinsam entwickelt und gebaut. Der Bereich Resources bietet Produkte und Dienstleistungen im Bereich Wasser, Umwelt und Bodenschätze an. Das wichtigste Projekt der letzten



Jahre war eine Pflanzenkläranlage im Oman, in der verunreinigte Wässer aus der Ölgewinnung biologisch gereinigt werden. Aktuell führt die Bauer Resources GmbH Sanierungsarbeiten an der Altablagerung Kesselgrube, einer ehemaligen Mülldeponie im Dreiländereck Deutschland-Frankreich-Schweiz aus. Dabei handelt es sich um den bisher größten Einzelauftrag mit einem Volumen von über 100 Mio. €.

Im Geschäftsjahr 2015 hat Bauer eine Gesamtkonzernleistung von rund 1.650 Mio. € erzielt, dies entspricht einer Steigerung von ca. 6 % gegenüber dem Vorjahr. Das operative Ergebnis EBIT stieg deutlich von 76,4 Mio. € auf rund 90 Mio. €. Die Ergebnisentwicklung war jedoch erneut von hohen positiven und negativen Sonderposten geprägt. Der Jahresüberschuss stieg auf 29 Mio. € nach 15,7 Mio. € in 2014. Im Jahr 2016 soll das operative Ergebnis ohne Sondereffekte deutlich gesteigert werden.

Aus der Beteiligung an Bauer ist uns in 2015 eine Dividende von 0,15 € je Aktie zugeflossen. Auch der Aktienkurs hat deutlich zugelegt. Somit hat Bauer einen deutlich positiven Wertbeitrag für unser Portfolio geliefert.

Adler Modemärkte AG



Die Adler Modemärkte AG gehört zu den größten Textileinzelhandelsketten in Deutschland. Insgesamt verfügt Adler über 178 Märkte, davon 153 in Deutschland, 22 in Österreich, 2 in Luxemburg und einen in der Schweiz. Adler konzentriert sich auf Großflächenkonzepte, d.h. die Fläche der betriebenen Modemärkte beträgt in der Regel mehr als 1.400 qm. Das Produktsortiment von Adler ist bezüglich Passform, Funktionalität und Qualität in erster Linie auf die Altersgruppe der über 45-jährigen zugeschnitten. Der durchschnittliche Adler-Kunde ist sogar über 60 Jahre alt. Adler Märkte befinden sich in der Regel nicht im Stadtzentrum, sondern in Randlagen von Ballungsgebieten. Sie sind gut erreichbar und mit großen Parkplätzen ausgestattet, was den Bedürfnissen der Adler-Kunden entgegenkommt. Großzügige Platz-



verhältnisse mit breiten Gängen, geräumigen Umkleiden und Ruhezeiten kennzeichnen die besondere Zielgruppenorientierung. Hauptumsatzträger von Adler sind Eigenmarken des Konzerns im Damen- und Herrenoberbekleidungssegment. Sie stehen für rund 85 % des Umsatzes und einen Großteil der Erträge. In

der Kindermode arbeitet Adler seit mehreren Jahren exklusiv mit Tom Tailor zusammen. Ein Ergänzungssortiment von Schuhen, Accessoires sowie Trachtenmode rundet das Angebot ab. Bei Werbemaßnahmen kann Adler über 6 Millionen Kundenkarteninhaber direkt ansprechen, was den Vorteil hat, dass die Zielgruppe ohne große Streuverluste erreicht wird.

Im Geschäftsjahr 2015 hat Adler den Umsatz um 5,8 % auf 566 Mio. € gesteigert. Zum Anstieg haben insbesondere die Käufe von 7 Märkten der Modekette Kressner sowie von 2 Märkten von „hefa-Moden“ beigetragen. Die Integration der Kressner Märkte, die jetzt unter dem Label „Adler Orange“ geführt werden, und der hefa-Märkte, haben jedoch den Ertrag belastet. Zudem blieb der Absatz im deutschen Textileinzelhandel im 2. Halbjahr 2015 deutlich hinter den Erwartungen zurück. Im Vergleich zur Branche hat sich Adler dabei gut gehalten, allerdings waren die Anfang des Jahres formulierten Umsatzziele noch höher gesteckt. Das operative Betriebsergebnis EBIT ging deshalb um 35 % auf 17 Mio. € zurück. Da die Adler Modemärkte AG über eine sehr starke Bilanz mit geringer Verschuldung und einer Eigenkapitalquote von 43 % verfügt, soll die Dividendenzahlung mit 0,50 € pro Aktien gegenüber dem Vorjahr stabil gehalten werden. Für 2016 ist der Vorstand von Adler optimistisch: Trotz der anhaltenden Flaute im Textileinzelhandel soll der Umsatz im niedrigen einstelligen Prozentbereich wachsen. Das Ergebnis wird deutlich höher erwartet, da die außerordentlichen Kosten aus 2015 (Integrationskosten, Aufwand für Sonderwerbekampagne) nicht mehr anfallen.



Wir haben erst im Sommer 2015 begonnen, in Aktien der Adler Modemärkte AG zu investieren. Da der Einstieg nach Ausschüttung der Dividende erfolgte, ist uns im abgelaufenen Jahr noch kein Ertrag aus diesem Investment zugeflossen. Nachgebende Kurse haben wir Ende 2015 und Anfang 2016 zur Aufstockung der Position genutzt.

Die Greiffenberger AG ist in den drei Geschäftsfeldern Antriebstechnik (ABM), Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl (Eberle) und Kanalsanierungstechnologie (BKP) tätig. ABM entwickelt und fertigt Antriebslösungen auf Basis von Elektromotoren beispielsweise



für die Bereiche erneuerbare Energien, Lagerlogistik, Flurförderzeuge und Hebeteknik. Eberle bietet Metallsägeblätter und Bandstahlprodukte an. Das besondere Know-how liegt in der Kombination von hochwertigem Hartmetall, Bimetall und extrem verschleißfestem Beschichtungsmaterial. Durch die Optimierung von Zahngeometrie und Schränkung der Bänder werden die Sägeergebnisse weiter optimiert. Präzisionsbandstahl wird v.a. für den Einsatz in Maschinen zum Schneiden, Stanzen, Schaben, Falzen oder Perforieren produziert. Die Produkte von BKP werden in der Kanalsanierung eingesetzt. In Deutschland sind rund 560.000 km Abwasserrohre verlegt. Auf rund 450.000 km beträgt der Durchmesser nur bis zu 80 cm, darüber sind es ca. 110.000 km. Die grabenlose Sanierungstechnologie von BKP konzentriert sich deshalb auf Durchmesser von weniger als 1 m, allerdings werden auch Produkte für Durchmesser bis zu 1,60 m angeboten. Für die Sanierung der Rohre stellt BKP sog. Schlauchliner auf Basis von glasfaserverstärkten Kunststoffen her. Diese werden von Kanalsanierungsfirmen, den Kunden von BKP, ohne zu graben über die vorhandenen Zugänge zu den Kanälen eingebracht und mit UV-Licht ausgehärtet. Die dazu notwendigen „UV-Lampenzüge“ wurden von BKP zusammen mit Technologiepartnern entwickelt.

Die Produkte von BKP werden in der Kanalsanierung eingesetzt. In Deutschland sind rund 560.000 km Abwasserrohre verlegt. Auf rund 450.000 km beträgt der Durchmesser nur bis zu 80 cm, darüber sind es ca. 110.000 km. Die grabenlose Sanierungstechnologie von BKP konzentriert sich deshalb auf Durchmesser von weniger als 1 m, allerdings werden auch Produkte für Durchmesser bis zu 1,60 m angeboten. Für die Sanierung der Rohre stellt BKP sog. Schlauchliner auf Basis von glasfaserverstärkten Kunststoffen her. Diese werden von Kanalsanierungsfirmen, den Kunden von BKP, ohne zu graben über die vorhandenen Zugänge zu den Kanälen eingebracht und mit UV-Licht ausgehärtet. Die dazu notwendigen „UV-Lampenzüge“ wurden von BKP zusammen mit Technologiepartnern entwickelt.

Die dazu notwendigen „UV-Lampenzüge“ wurden von BKP zusammen mit Technologiepartnern entwickelt.



Im Geschäftsjahr 2015 wollte Greiffenberger die Früchte aus den Investitionen der Vorjahre ernten. So war BKP an einen neuen Produktionsstandort in Velten nördlich von Berlin umgezogen, um durch eine verbesserte Intralogistik und effizientere Produktionsprozesse Kosten zu sparen. ABM hatte ein neues Werk in Polen in Betrieb genommen. In diesem



Werk werden nun vor allem bislang zugekaufte Teile selbst produziert, wodurch die Qualität gesteigert, die Produktverfügbarkeit erhöht und die Kosten gesenkt werden sollten. Nach einer unbefriedigenden Geschäftsentwicklung im Verlauf des Jahres 2015 musste der Vorstand von Greiffenberger jedoch die Ziele zurücknehmen. War zuvor noch eine Umsatzverbesserung mit einer „fortgesetzten, nachhaltigen Verbesserung der Ergebnisqualität“ erwartet worden, war dann

nur noch von einem stagnierenden Umsatz bei einem ausgeglichenen Ergebnis auf EBIT-Basis die Rede. Statt der Rückkehr in die Gewinnzone würde das nach Abzug der Finanzierungskosten einen erneuten Jahresfehlbetrag bedeuten.

Durch die anhaltend negative Unternehmensentwicklung hat sich auch der Fair Value der Aktie verringert, weshalb wir eine Teilwertberichtigung des Buchwerts vorgenommen haben. Nach Vorlage der endgültigen Ergebnisse für 2015 werden wir die Perspektiven des Unternehmens neu bewerten und über unsere Position entscheiden.

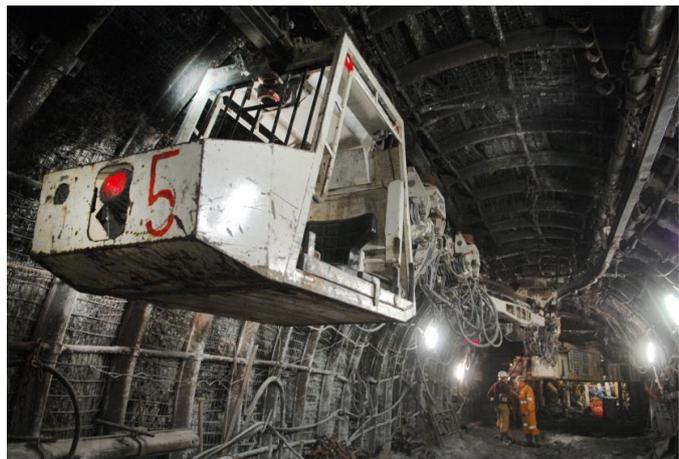
SMT Scharf ist der weltweit führende Anbieter für Transportsysteme für den Bergbau. Angeboten werden Ausrüstungen für den Einsatz unter Tage, vor allem entgleisungssichere Bahnen für Kohleminen, aber auch für den sogenannten Hardrock-Bergbau (Gold, Kupfer,



Platin, Nickel). Scharf ist Erfinder der sog. Einschienenhängebahn, die im untertägigen Einsatz viele Vorteile gegenüber flurgebundenen Transportsystemen bietet (z.B. Unempfindlichkeit gegen Sohlenhebungen). Die südafrikanische Tochtergesellschaft Sareco bietet ferner Seilbahnen für den Personentransport in Bergwerken an. Neben dem Verkauf

von Neuanlagen ist das Ersatzteil- und Servicegeschäft mit einem Umsatzanteil von mehr als 50 % sehr bedeutend. Regional ist SMT Scharf in allen bedeutenden Kohlebergbauregionen der Welt tätig. Die höchsten Umsätze werden in China, Russland und Polen erzielt. Da der Kohlebergbau in Deutschland 2018 eingestellt wird, gibt es hier nur noch Ersatzteil- und Servicegeschäft. Aus diesem Grund verfolgt SMT eine Lokalisierungsstrategie, die vorsieht, dass die Tochtergesellschaften künftig in der Lage sein müssen, mit vollwertigen Betriebsstätten die lokalen Märkte zu bedienen und kundenspezifische Anpassungsentwicklung, Fertigung, Zulassung, Installation und Wartung eigenständig zu beherrschen. Die zentrale Entwicklungsabteilung verbleibt in Hamm, um auch weiterhin von deutschem Ingenieurwissen zu profitieren.

SMT Scharf leidet seit drei Jahren unter den rückläufigen Investitionen der Bergbauunternehmen. Der Umsatzrückgang konnte im Geschäftsjahr 2015 gestoppt werden. Die Erlöse beliefen sich auf 50,3 Mio. €, 5,2 % mehr als im Vorjahr. Positiv überrascht hat das Ergebnis, wobei das operative EBIT 1,6 Mio. € erreicht hat und der Jahresüberschuss bei 0,8 Mio. € liegt. Aufgrund der Kosten der Lokalisierungsstrategie sowie Abwertungen von Anlagen und Vorräten zur Risikovorsorge war nur mit einem ausgeglichenen Ergebnis gerechnet worden.



Gegenwärtig bringt sich SMT Scharf in Stellung, um vom nächsten Bergbauaufschwung überproportional profitieren zu können. Neben organischem Wachstum in den Kernmärkten und einer erweiterten Angebotspalette im Bereich Bergbaulogistik ist dabei auch an externes Wachstum gedacht. Bereits 2016 geht SMT Scharf von steigenden Erträgen aus, auch wenn das Umsatzvolumen auf dem niedrigen Stand der letzten beiden Jahre verharren sollte. Im Geschäftsjahr 2015 hat unsere Beteiligung an der SMT Scharf AG einen negativen Wertbeitrag geleistet. Den Kursrückgang der Aktie haben wir im abgelaufenen Geschäftsjahr genutzt, die innerhalb des Portfolios zuvor sehr kleine Position etwas auszubauen.

Die Surteco SE ist ein Hersteller dekorativer Oberflächenbeschichtungen auf Papierbasis oder aus Kunststoff. Diese werden überwiegend in der Möbelindustrie, bei Fußbodenherstellern und im Holzwerkstoffbereich von Schreibern und Handwerksbetrieben verarbeitet. Dabei werden in der Regel Holzwerkstoffe wie Span- oder Faserplatten beschichtet, die erst dadurch ihre finale Oberfläche mit einer ansprechenden Optik und den gewünschten technischen Eigenschaften wie etwa chemische Resistenzen oder fühlbare Strukturen erhalten. Bei Kantenbändern als umsatzstärkstes Produkt der Firmengruppe ist Surteco Weltmarktführer. Mit diesem Produkt werden die Schmalseiten beispielsweise von Küchen oder Türen veredelt. Surteco fertigt ferner



auch technische Profile aus Kunststoff für alle Industriebereiche, Sockelleisten für professionelle Bodenverleger und Sortimente rund um den Fußboden für den Do-it-yourself-Sektor. Mit 20 Werken auf 4 Kontinenten ist Surteco international aufgestellt. Surteco erzielt rund 28 % des Umsatzes in Deutschland, 46 % gehen in weitere europäische Länder. Der Umsatz in Amerika ist zuletzt auf etwa 17 % stark gewachsen und auch in Asien, wo der Umsatzanteil aktuell erst bei ca. 7 % liegt, weist Surteco hohe Wachstumsraten auf.

Der Umsatz von Surteco lag im Jahr 2015 mit 638 Mio. € um 3 % über dem Vorjahresniveau. Dies ist sehr beachtlich, denn Surteco hatte bereits im Jahr 2014 durch die Übernahme der Süddekor GmbH einen Umsatzsprung von 402 Mio. € auf 618 Mio. € vollzogen. Deshalb stand im Jahr 2015 nicht Wachstum, sondern die Integration der übernommenen Betriebe im Vordergrund. Zur Optimierung der Produktionsstruktur hat Surteco die erforderlichen Maßnahmen sofort nach der Übernahme eingeleitet. So wurde ein Werk von Süddekor in den USA verkauft und die dortige Produktion an einen bestehenden Standort von Surteco verlegt. Ferner ist die Druckerei von Süddekor in Laichingen an den Surteco-Standort Buttenwiesen umgezogen. Diese Maßnahmen führten in den Jahren 2014 und 2015 zu hohen außerordentlichen Aufwendungen, weshalb das in der Vergangenheit erreichte Renditeniveau nicht gehalten werden konnte. Dennoch ist 2015 der Vorsteuergewinn wegen niedrigerer Abschreibungen und geringerer Zinsaufwendungen bereits wieder von 22,3 Mio. € auf 26,8 Mio. € gestiegen. Für 2016 rechnet Surteco mit einer leichten Umsatzsteigerung und wegen der wegfallenden Sonderaufwendungen mit einem überproportionalen Ergebniswachstum.



Dennoch ist 2015 der Vorsteuergewinn wegen niedrigerer Abschreibungen und geringerer Zinsaufwendungen bereits wieder von 22,3 Mio. € auf 26,8 Mio. € gestiegen. Für 2016 rechnet Surteco mit einer leichten Umsatzsteigerung und wegen der wegfallenden Sonderaufwendungen mit einem überproportionalen Ergebniswachstum.

Wir haben erst Ende 2015 einen kleinen Anteil an Surteco erworben. Niedrige Kurse Anfang 2016 haben wir zur Aufstockung der Position genutzt.



Die Value-Holdings Capital Partners AG betreibt als Finanzdienstleistungsinstitut die Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG. Die Gesellschaft betreut aktuell zwei Publikumsfonds:

1. Value-Holdings Capital Partners Fund (WKN AoB63E)

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 2015 waren Schaltbau, Grammer, Ringmetall, Eurokai und Adler Mode. Die Entwicklung des Fonds im Vergleich zum DAX seit Auflegung zeigt der nachfolgende Chart:



2. Value-Holdings Europa Fund (WKN AoK8Q9)

Der Fonds wurde am 1. Juli 2008 gestartet. Der Fonds investiert in Aktien aus Europa. Im nicht deutschsprachigen Raum wird insbesondere in LargeCaps investiert. Zum Jahresende 2015 waren die größten Positionen Grammer, Neopost, Polytec, Yara und Deutz. Die Entwicklung des Fonds im Vergleich zum EuroStoxx50 seit Auflegung zeigt der nachfolgende Chart:



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.

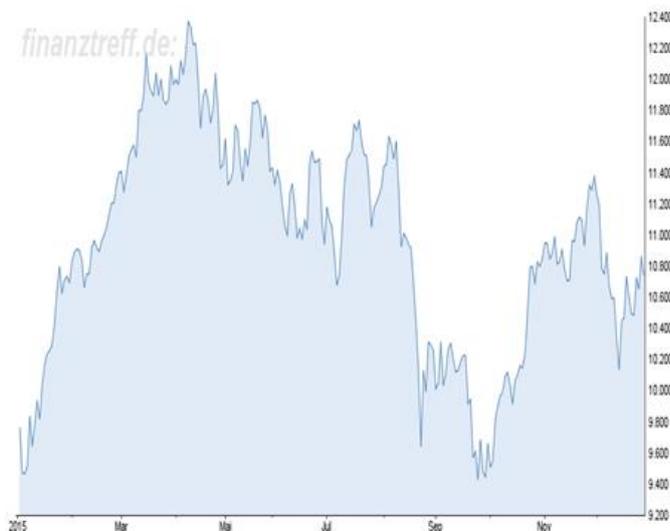
2. Geschäftsverlauf

Wirtschaftliches Umfeld

Die deutsche Wirtschaft befand sich im Jahr 2015 weiter im Aufschwung. Nach ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2015 preisbereinigt um 1,7 % gewachsen. Das solide und stetige Wachstum in der Bundesrepublik Deutschland hat sich damit gegenüber den beiden Vorjahren (2014 + 1,6 %; 2013 + 0,3 %) nochmals leicht beschleunigt. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes war der Konsum im Jahr 2015 der wichtigste Wachstumsmotor. Die privaten Konsumausgaben stiegen um 1,9 %, die des Staates sogar um 2,8 %. Auch die Investitionen stiegen weiter. Für Maschinen, Ausrüstungen und Fahrzeuge wurden 3,6 % mehr ausgegeben, dagegen erzielten die Bauinvestitionen nur ein kleines Plus von 0,2 %. Die deutschen Exporte stiegen im Jahr 2015 um 5,4 %. Da gleichzeitig die Importe um 5,7 % zunahmen, ergab sich nur ein geringer Außenbeitrag von + 0,2 %.

Entwicklung an der Börse

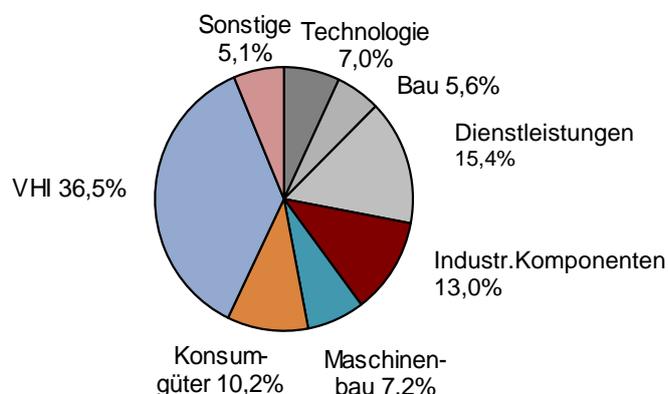
Die Anleger am deutschen Aktienmarkt konnten sich im Jahr 2015 über einen Anstieg des Deutschen Aktienindex DAX von 9,6 % freuen. Allerdings verbergen sich hinter dieser durchaus zufrieden stellenden Performance starke Schwankungen des Marktes. Nach einem fulminanten Start und einem neuen Rekordhoch im April von 12.391 Punkten korrigierte der Index bis September auf ein Jahrestief von 9.325 Punkten. Im letzten Quartal konnte der DAX erneut zulegen und schloss das Jahr mit 10.743 Punkten. Die von den Notenbanken betriebene lockere Geldpolitik hat sich erneut positiv auf die Aktienkurse ausgewirkt. In Anbetracht der Nullzinspolitik versprechen die Dividenden der



Aktiengesellschaften bessere Renditen als Staatsanleihen, die im kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich negativ sind. Allerdings haben zahlreiche Belastungsfaktoren (Wachstumsschwäche in China, Rezession in verschiedenen Emerging Markets, Grexit- und Brexit-Diskussionen) dafür gesorgt, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen.

Branchenstruktur der Investments

Die gesamten Beteiligungen der Value-Holdings AG verteilen sich auf die Branchen Technologie, Bau, Dienstleistungen, Maschinenbau, Konsumgüter und industrielle



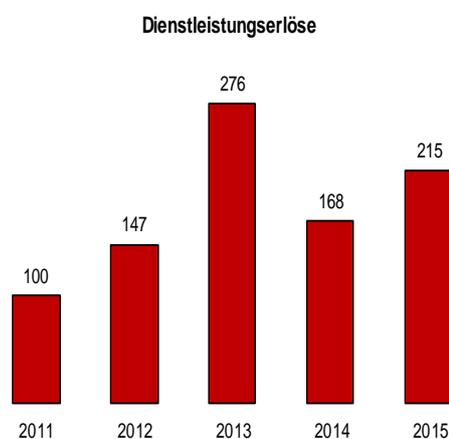
Komponenten. Um eine bessere Transparenz über das Gesamtportfolio herzustellen, haben wir die Beteiligung an der Value-Holdings International AG separat in der Grafik ausgewiesen. Ferner sind die weiteren Beteiligungen der Value-Holdings AG an Gruppenunternehmen (Value-Holdings Capital Partners AG und Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH) unter „Sonstige“ berücksichtigt worden. Unser Anteil an di-soric wurde bei den Technologieunternehmen

aufgenommen und die CAPCAD SYSTEMS AG findet ihren Platz unter den Dienstleistungswerten.

Ertragslage

Die Value-Holdings AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr Erlöse aus dem Verkauf von Wertpapieren in Höhe von 1.987 T€ (Vj.: 648 T€) erzielt. Diesen Verkäufen standen Einstandskosten der betreffenden Wertpapiere in Höhe von 1.395 T€ (Vj.: 965 T€) gegenüber. Somit konnten im Jahr 2015 Kursgewinne in Höhe von 592 T€ (Vj.: Kursverluste: 317 T€) realisiert werden. Dabei war das Geschäftsjahr 2015 geprägt durch den Verkauf unserer Beteiligung an der Data Modul AG. Für die Gesellschaft, die bereits seit vielen Jahren Teil unseres Portfolios war und uns beständig mit attraktiven Dividenden erfreut hatte, wurde durch den amerikanischen Technologiekonzern Arrow ein Übernahmeangebot abgegeben. Im Zuge des Angebots haben wir unseren Anteil an Data Modul verkauft. Daneben haben wir kleinere Kursgewinne aus der Umplatzierung von Aktien der Value-Holdings International AG und aus dem Aktienrückkauf der CAPCAD SYSTEMS AG erzielt. Ein leichter Kursverlust ist aus dem Abgang einer kleinen, nicht zum Kernportfolio gehörenden Beteiligung entstanden.

Die sonstigen betrieblichen Erträgen sind im Geschäftsjahr 2015 auf 304 T€ (Vj.: 539 T€) zurückgegangen. Sie beinhalten insbesondere die Vergütung der Value-Holdings International AG, die Lizenzzahlung der Value-Holdings Capital Partners AG und übrige Erträge wie z.B. Dienstleistungsentgelte. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr liegt daran, dass in 2014 Erträge aus einer Rückstellungsauflösung und Sondererträge enthalten waren. Bei den regelmäßigen Dienstleistungserlösen ergab sich dagegen in den letzten Jahren ein kontinuierlicher Anstieg mit einem durch hohe erfolgsabhängige Erlöse geprägten Spitzenwert im Jahr 2013. Unser Ziel bleibt es, durch



Dienstleistungserlöse die fixen Verwaltungskosten zu decken, damit der Erfolg des Portfolios sich ungeschmälert im Nettoinventarwert zeigen kann.

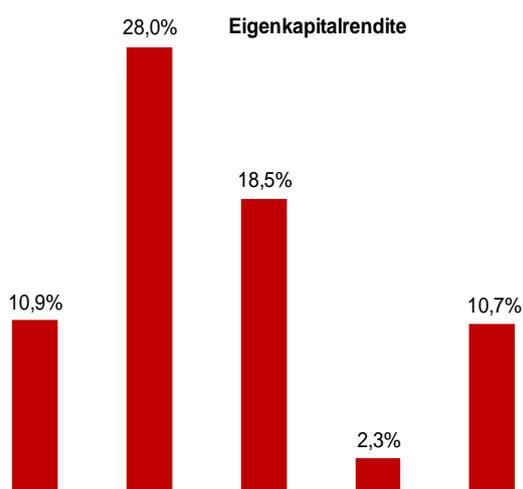
Die Personalkosten sind im Geschäftsjahr 2015 auf 212 T€ (Vj.: 151 T€) gestiegen. Der Anstieg ist auf höhere erfolgsabhängige Vergütungen zurück zu führen. Bei den allgemeinen Verwaltungskosten konnten dagegen erneut Einsparungen realisiert werden. Sie haben sich weiter auf 25 T€ (Vj.: 32 T€) verringert. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich leicht auf 55 T€ (Vj.: 49 T€) erhöht. Dies liegt insbesondere an höheren Kosten für die Hauptversammlung und an höheren Reisekosten.

Im Geschäftsjahr 2015 hat die Value-Holdings AG Erträge aus Wertpapieren (Dividendenerträge) in Höhe von 35 T€ (Vj.: 105 T€) vereinnahmt. Der Rückgang ist vor allem darauf zurück zu führen, dass die Beteiligung an der Data Modul AG abgegeben wurde, bevor diese Gesellschaft im Jahr 2015 die Dividendenzahlung vorgenommen hat. Die Erträge aus Beteiligungen (Ausschüttung der Value-Holdings International AG) sind dagegen auf 51 T€ (Vj.: 47 T€) gestiegen.

Die Abschreibungen auf Wertpapiere sind im Geschäftsjahr 2015 auf 113 T€ (Vj.: 30 T€) gestiegen. Dabei mussten Abschreibungen auf unsere Beteiligungen an der Greiffenberger AG und der SMT Scharf AG vorgenommen werden. Beide Gesellschaften hatten 2015 eine negative Geschäftsentwicklung verzeichnet, die nach unserer Einschätzung den Wert dieser Unternehmen dauerhaft vermindern wird.

Das Zinsergebnis der Value-Holdings AG war auch im Geschäftsjahr 2015 positiv. Die Zinsaufwendungen konnten weiter auf 16 T€ (Vj.: 48 T€) gesenkt werden, während die Zinserträge mit 66 T€ (Vj.: 67 T€) nahezu den Vorjahreswert wieder erreicht haben. In den Zinserträgen sind unter anderem auch Ausschüttungen für atypisch stille Gesellschafter enthalten.

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der Value-Holdings AG liegt im Geschäftsjahr 2015 bei 626 T€ (Vj.: 130 T€). Nach Abzug einer Steuerlast von unter 1 T€



ergibt sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 625 T€ (Vj.: 130 T€). Der ausgewiesene Jahresüberschuss entspricht bezogen auf das Eigenkapital der Gesellschaft vom Jahresanfang einer Eigenkapitalrendite von 10,7 %. Die Value-Holdings AG strebt an, das Eigenkapital der Aktionäre im Durchschnitt mehrerer Jahre mit 10 % zu verzinsen. Die Volatilität der Aktienmärkte und die Bilanzierung nach Handelsgesetzbuch (HGB), nach der nur realisierte Gewinne und Verluste in die Erfolgsrechnung eingehen, führen dazu, dass der ausgewiesene Jahresüberschuss und damit auch die

Eigenkapitalrendite starken Schwankungen unterliegen. Im Durchschnitt der letzten 5 Geschäftsjahre lag die Eigenkapitalrendite mit 14,1 % über unserem Zielwert.

Das Ergebnis pro Aktie, bezogen auf die unveränderte Anzahl ausstehender Aktien (2.008.994 Stück), ist auf 0,31 € (Vj.: 0,06 €) gestiegen.

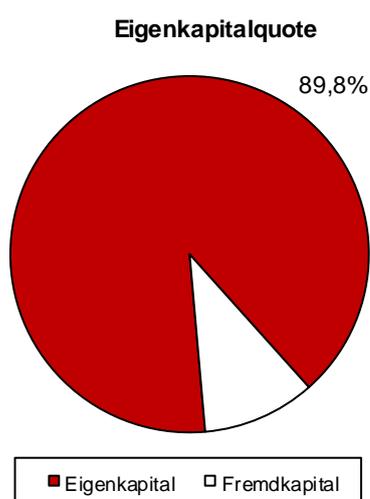
Vermögenslage

Die Value-Holdings AG investiert ihr Vermögen mit einem langfristigen Anlagehorizont in Wertpapiere und Beteiligungen. Die Bilanzsumme der Gesellschaft ist im Geschäftsjahr 2015 leicht auf 7.211 T€ (Vj.: 7.187 T€) gestiegen.

Die Position Beteiligungen hat sich im vergangenen Jahr weiter auf 2.284 T€ (Vj.: 1.806 T€) erhöht. Wie im Vorjahr auch, hat die Value-Holdings International AG erneut eine Kapitalerhöhung durchgeführt, an der sich die Value-Holdings AG beteiligt hat. Aufgrund des regen Zeichnungsinteresses der Aktionäre hat die Value-Holdings AG jedoch nicht alle Bezugsrechte ausgeübt, so dass sich ihr Anteil von 27,8 % auf 24,4 % reduziert hat. Die Position Wertpapiere des Anlagevermögens ist auf 4.555 T€ (Vj.: 4.930 T€) gesunken. Der Rückgang ergibt sich vor allem aus dem Verkauf der großen, langjährig gehaltenen Beteiligung an der Data Modul AG. Die aus diesem Verkauf zugeflossenen liquiden Mittel wurden zur Aufstockung bestehender, zum Erwerb neuer Positionen und für die Kapitalerhöhung der Value-Holdings International AG verwendet. Von den Wertpapierpositionen wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr insbesondere unser Bestand an Deutz-Aktien deutlich erhöht. Neu erworben wurden Anteile an der Adler Modemärkte AG und der Surteco SE.

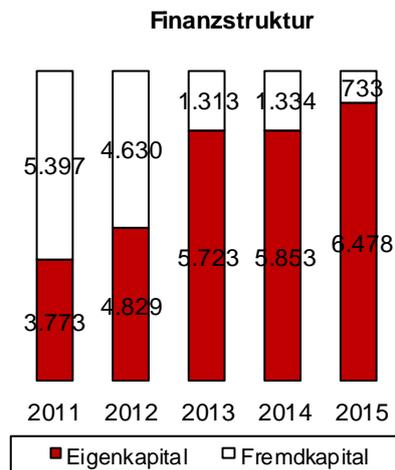
Die Forderungen der Value-Holdings AG aus Lieferungen und Leistungen betragen zum Bilanzstichtag 162 T€ (Vj.: 88 T€). Wie im Vorjahr sind dies Forderungen aus den Nutzungs- und Überlassungsverträgen für das 4. Quartal sowie die Forderung gegenüber der Value-Holdings Capital Partners AG aus dem Lizenzvertrag für das Geschäftsjahr 2015. Der Anstieg ergibt sich vor allem durch eine höhere erfolgsabhängige Vergütung.

Die sonstigen Vermögensgegenstände sind auf 23 T€ (Vj.: 322 T€) gesunken. Sie beinhalten ausschließlich anrechenbare Steuerguthaben aus den Jahren 2014 und 2015. Die im Vorjahr enthaltenen Ansprüche konnten realisiert werden, der Betrag ist uns zugeflossen. Der Bestand an flüssigen Mitteln lag zum Jahresende bei 186 T€ (Vj.: 30 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 6.478 T€ (Vj.: 5.853 T€). Da sich die Bilanzsumme nur unwesentlich erhöht hat, ist die Eigenkapitalquote deutlich auf 89,8 % (Vj.: 81,4 %) gestiegen. Sie liegt damit am oberen Ende unseres Zielkorridors von 70 % bis 90 %. Die hohe Eigenkapitalausstattung ist uns wichtig, damit die Value-Holdings AG auch bei den zunehmend volatileren Börsenentwicklungen eine stabile Finanzierung aufweisen kann. Wie geplant haben wir in dem guten Börsenjahr 2015 unsere Beteiligungen weitgehend mit

Eigenkapital finanziert. Dies gibt uns in schwachen Börsenphasen, in denen die Preise erstklassiger Unternehmen deutlich unter die fairen Unternehmenswerte fallen, die Möglichkeit, Beteiligungen günstig zu erwerben. Der Fremdkapitaleinsatz soll dabei auch weiterhin auf maximal 30 % der Bilanzsumme begrenzt bleiben.



Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt zum 31.12.2015 unverändert 6.026.982 € und ist eingeteilt in 2.008.994 Aktien. Der Bilanzverlust wurde durch das positive Jahresergebnis des vergangenen Jahres auf 1.199 T€ (Vj.: 1.824 T€) reduziert. Die Rückstellungen sind auf 344 T€ (Vj.: 140 T€) gestiegen. Die Verbindlichkeiten der Value-Holdings AG wurden deutlich auf 388 T€ (Vj.: 1.194 T€) reduziert. Nach dem Verkauf unserer Anteile an der Data Modul AG wurden die Bankdarlehen komplett zurück bezahlt und die Gesellschaft hielt über mehrere Monate eine Netto-Liquiditätsposition. Erst durch die Neuinvestments des abgelaufenen Jahres und die Positionsaufstockungen gegen Jahresende wurden wieder

Fremdmittel in Anspruch genommen. Die mit den Banken vereinbarten Darlehen bzw. Lombardlinien wurden nicht in voller Höhe in Anspruch genommen.

Entwicklung der Tochtergesellschaften

Die Erlöse der Value-Holdings Capital Partners AG sind im Geschäftsjahr 2015 leicht gefallen. Die Gründe dafür sind die fehlende Performancefee und eine Volumenentwicklung, die die Planung nicht erreicht hat. Aufgrund hoher regulatorischer Kosten als Finanzdienstleistungsinstitut ist es nicht gelungen, die Gesamtkosten weiter zu reduzieren. Deshalb weist die Value-Holdings Capital Partners AG im Jahr 2015 einen Jahresfehlbetrag aus.

Für die Value-Holdings International AG verlief das Geschäftsjahr 2015 sehr erfolgreich. Die Gesellschaft konnte hohe Kursgewinne realisieren und die Dividendenerträge erreichten einen Rekordwert. Der Jahresüberschuss ist in Folge dessen deutlich gestiegen. Die Value-Holdings International AG hat im Jahr 2015 eine weitere Kapitalerhöhung durchgeführt. Dadurch sind ihr neue Mittel in Höhe von rund 2,9 Mio. € zugeflossen. Die Gesellschaft kann dadurch ihren Geschäftsumfang nochmals erweitern und eine Degression der Fixkosten erreichen. Der Nettoinventarwert lag zum Jahresende bei 2,91 € pro Aktie, was unter Berücksichtigung der Dividendenzahlung von 0,07 € pro Aktie einem Wertzuwachs von 5 % entspricht. Die Value-Holdings International AG wird der Hauptversammlung, die voraussichtlich im April 2016 stattfinden wird, die Ausschüttung einer unveränderten Dividende von 0,07 € pro Aktie auf das erhöhte Aktienkapital vorschlagen. Die Ausschüttungssumme steigt dadurch um 40 %.

3. Chancen und Risiken

Die grundlegenden Chancen und Risiken aus der Geschäftstätigkeit der Value-Holdings AG haben sich im Jahr 2015 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 auch 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 2015 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 im Geschäftsjahr 2014 überarbeitete Risikomanagement hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr bewährt. Negative Entwicklungen bei einzelnen Beteiligungen konnten sehr detailliert untersucht werden. Die Auswirkungen der Abweichungen auf den Fair Value der jeweiligen Aktie konnten quantifiziert werden und gaben so dem Vorstand und dem Aufsichtsrat eine klare Handlungsanweisung, wie mit der betreffenden Position weiter verfahren werden soll. Die im Risikokontrollsystem vorgesehene Diversifikation des Portfolios wurde jederzeit 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 wichtigsten Aktienbörsen haben im Jahr 2016 einen ausgesprochen schlechten Start hingelegt. Der Deutsche Aktienindex DAX verlor in den ersten 6 Wochen fast 20 %, das ist der heftigste Rückgang seit mehr als 25 Jahren. Begründungen für diesen schwachen Börsenstart lassen sich viele finden. Da ist zum einen der sinkende Ölpreis, der auf eine globale Wachstumsschwäche hindeutet. Zudem könnten die Staatsfonds der Ölländer angesichts ihrer fallenden Einnahmen gezwungen sein, Assets zu verkaufen, was zu fallenden Kursen führt. Die hohen Schulden der Emerging Markets im US-Dollar könnten aufgrund der amerikanischen Zinswende und des starken Dollarkurses zum Problem für diese Länder werden. Ferner deutet die Änderung der Wechselkurspolitik Chinas auf tiefer liegende Probleme der dortigen Wirtschaft hin und den offiziellen Wachstumsraten wird kein Glauben mehr geschenkt. Darüber hinaus nehmen die geopolitischen Risiken zu, exemplarisch sei nur auf die weltweiten terroristischen Aktivitäten und die Spannungen

zwischen Saudi-Arabien und dem Iran verwiesen. Und nicht zuletzt scheint auch die politische Stabilität Europas wieder in Frage zu stehen, nachdem in Großbritannien über den „Brexit“ diskutiert wird, Griechenland erneut seinen Verpflichtungen nicht nachkommt und die Wahlen in Portugal und Spanien europakritische Kräfte gestärkt haben.

Gibt es dennoch einen Hoffnungsschimmer für Aktien? Wir glauben ja! In den Geschäftsberichten der letzten Jahre haben wir die hohe Bewertung der deutschen Aktien beklagt, die es schwierig gemacht hat, in gute Unternehmen zu günstigen Preisen zu investieren. Die Bewertungen haben sich aktuell deutlich vermindert. Selbst bei guten Unternehmen mit stabilem Geschäftsmodell sind wieder einstellige Kurs-/Gewinnverhältnisse, Dividendenrenditen von zum Teil über 5 % und Kurse unter Buchwert zu finden. Natürlich sollte keine Rezession kommen, die die Gewinne der nächsten Jahre dahinschmelzen lässt. Wir sehen aber nicht nur die Risiken im derzeitigen Marktumfeld. Es gibt auch Chancen, die uns zuversichtlich stimmen, dass sich die deutsche Wirtschaft auch in den nächsten Jahren positiv entwickeln kann. Die fallenden Öl- und Rohstoffpreise entlasten die Kosten der verarbeitenden Unternehmen und stärken die Kaufkraft der Konsumenten. Der starke US-Dollar macht die deutschen Exporte noch wettbewerbsfähiger. Die gute Beschäftigungs- und Einkommenssituation stimuliert die Konsumausgaben der Deutschen. Und das niedrige Zinsniveau macht Aktien attraktiv. Wir gehen zwar nicht so weit, im Niedrigzinsumfeld utopisch hohe Kurs-/Gewinnverhältnisse als angemessen zu betrachten. Wir sind aber schon der Meinung, dass sich mancher Assetmanager bei Lebensversicherungsgesellschaften oder von Pensionsvermögen überlegen wird, statt einer Bundesanleihe mit 0,5 % Zinsen vielleicht doch eine Aktie mit einer Dividendenrendite von 5 % zu kaufen.

Für die Value-Holdings AG rechnen wir 2016 mit steigenden Dividendenerträgen nach dem niedrigen Wert aus 2015. Auch die Beteiligungserträge werden sich durch das höhere Engagement bei der Value-Holdings International AG erhöhen. Bei den Dienstleistungserlösen wird es davon abhängen, ob und in welcher Höhe erfolgsabhängige Vergütungen erzielt werden können. Bei den fixen bzw. volumenabhängigen Anteilen gehen wir von einer weiteren Steigerung aus. Aufgrund der geringen Verschuldung der Value-Holdings AG und den niedrigen Zinssätzen unserer Fremdmittel rechnen wir in 2016 erneut mit einem positiven Zinsergebnis. Insgesamt gehen wir davon aus, dass laufende Dienstleistungserträge und Dividendenerträge die laufenden Verwaltungskosten überdecken werden und erwarten, wenn dies nicht durch unvorhergesehene Ereignisse verhindert wird, auch im Geschäftsjahr 2016 ein positives Ergebnis auszuweisen.

Gersthofen, im Februar 2015

VALUE-HOLDINGS AG
Georg Geiger, Vorstand

Bilanz der Value-Holdings AG zum 31.12.2015

	31.12.2014	31.12.2015
<u>Aktiva</u>		
	Euro	Euro
<u>Anlagevermögen</u>		
Sachanlagen	206,51	107,51
Beteiligungen	1.806.336,25	2.283.527,59
Wertpapiere des Anlagevermögens	4.929.539,90	4.554.741,43
<u>Umlaufvermögen</u>		
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	87.626,71	162.342,54
Sonstige Vermögensgegenstände	332.398,32	23.401,10
Flüssige Mittel	30.030,36	185.927,44
Rechnungsabgrenzungsposten	827,00	960,00
	<u>7.186.965,05</u>	<u>7.211.007,61</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>-1.823.864,58</u>	<u>-1.198.585,61</u>
	(5.853.117,42)	(6.478.396,39)
<u>Rückstellungen</u>		
Sonstige Rückstellungen	140.167,72	344.379,56
<u>Verbindlichkeiten</u>		
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1.174.084,31	357.852,86
Sonstige Verbindlichkeiten	<u>19.595,60</u>	<u>30.378,80</u>
	<u>7.186.965,05</u>	<u>7.211.007,61</u>

Gewinn- und Verlustrechnung der Value-Holdings AG

	01.01.2014 bis 31.12.2014	01.01.2015 bis 31.12.2015
	Euro	Euro
Erlöse aus Wertpapierverkäufen	647.883,55	1.986.563,55
Einstandskosten der verkauften Wertpapiere	965.321,92	1.395.033,80
Realisierte Kursgewinne (Vj. Kursverluste)	-317.438,37	591.529,75
Sonstige betriebliche Erträge	539.418,50	303.944,68
Personalkosten	151.312,48	212.299,77
Allgemeine Verwaltungskosten	31.843,14	25.442,71
Sonstige betriebliche Aufwendungen	49.365,30	55.497,52
Erträge aus Beteiligungen	46.642,36	51.319,59
Erträge aus Wertpapieren	105.137,36	35.048,80
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	66.765,08	66.135,86
Abschreibungen auf Wertpapiere	30.324,00	112.857,71
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	47.835,16	16.380,00
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	129.844,85	625.500,97
Steuern	202,00	222,00
Jahresüberschuss	129.642,85	625.278,97
Verlustvortrag	-1.953.507,43	-1.823.864,58
Bilanzverlust	-1.823.864,58	-1.198.585,61

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 "Einkaufskosten 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	300.000	14,9 %
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 erkennbaren 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	24,4 %	10.901 T€	604 T€
Value-Holdings Capital Partners AG	49,5 %	258 T€	-54 T€

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 1.919 T€ wurden Abschreibungen in Höhe von 311 T€ auf den beizulegenden Zeitwert von 1.608 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. Sie haben eine Laufzeit von unter einem Jahr.

5. Sonstige Vermögensgegenstände

In dieser Position sind Steuererstattungsansprüche enthalten. Von den sonstigen Vermögensgegenständen haben 1 T€ eine Restlaufzeit von mehr als 1 Jahr.

6. Aktive Rechnungsabgrenzung

In dieser Position sind ausschließlich Rechnungsabgrenzungen enthalten.

7. Gezeichnetes Kapital

Das Gezeichnete Kapital setzt sich zum 31.12.2015 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 2015 hat sich die Kapitalrücklage nicht verändert, sie beträgt 1.650 T€.

9. Gewinnrücklagen

Im Geschäftsjahr 2015 wurde keine Einstellung in die Gewinnrücklagen vorgenommen.

10. Sonstige Rückstellungen

In dieser Position sind im Wesentlichen 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

Sämtliche Verbindlichkeiten haben eine Restlaufzeit von unter 1 Jahr. Die Value-Holdings AG hatte bei einem Kreditinstitut ein Darlehen mit einer Laufzeit bis zum 30.03.2015 in Höhe von 1.000 T€ aufgenommen, das zum 31.12.2014 noch mit 550 T€ in Anspruch genommen war. Das Darlehen wurde am Fälligkeitstag vollständig zurückbezahlt. Die Value-Holdings AG hatte bei einem weiteren Kreditinstitut ein Darlehen mit einer Laufzeit bis zum 30.09.2016 aufgenommen. Das Darlehen wurde zum Bilanzstichtag mit 310 T€ in Anspruch genommen. Der Darlehensumfang wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr von ursprünglich 1.000 T€ auf 500 T€ reduziert, da eine Inanspruchnahme höherer Beträge nicht beabsichtigt ist. 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, verrechnete Sachbezüge (KFZ-Nutzung) und sonstige Erträge enthalten.

4. Allgemeine Verwaltungskosten

In den allgemeinen Verwaltungskosten sind folgende wesentliche Positionen enthalten: Miete + Nebenkosten 20 T€ (Vj.: 20 T€), EDV/Internetkosten 1 T€ (Vj.: 1 T€) und Kommunikationskosten 2 T€ (Vj.: 2 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.: 7 T€), Investor Relations 3 T€ (Vj.: 3 T€), Hauptversammlung 5 T€ (Vj.: 4 T€), Reisekosten 5 T€ (Vj.: 2 T€) und Sonstige 21 T€ (Vj.: 19 T€).

6. Erträge aus Beteiligungen

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

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 13 T€ (Vj.: 30 T€) vorgenommen.

9. Zinsergebnis

Zinserträgen in Höhe von 66 T€ (Vj.: 67 T€) stehen Zinsaufwendungen in Höhe von 16 T€ (Vj.: 48 T€) gegenüber.

ANLAGESPIEGEL

Value-Holdings AG zum 31.12.2015

	Sachanlagen	Finanzanlagen
Anschaffungs-, Herstellkosten zum 01.01.2015	88.760,50	6.837.024,15
Zugänge	0,00	1.457.284,38
Umbuchungen	0,00	0,00
Abgänge	0,00	1.332.681,80
Anschaffungs-, Herstellkosten zum 31.12.2015	88.760,50	6.961.626,73
Kumulierte Abschreibungen 01.01.15	88.553,99	101.148,00
Abgänge Geschäftsjahr 2015	0,00	90.648,00
Abschreibungen Geschäftsjahr 2015	99,00	112.857,71
Kumulierte Abschreibungen 31.12.15	88.652,99	123.357,71
Buchwert 31.12.2015	107,51	6.838.269,02

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 2015 bis 31. Dezember 2015 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 2. März 2016

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
info@value-holdings.de