

9. Dezember 2005

Editorial

Verehrte Leser,

drei Wochen vor Jahresende zeichnet sich ab, dass das Jahr 2005 erneut ein erfreuliches Börsenjahr war. Der DAX liegt um 23 Prozent höher als zu Jahresbeginn, und dies, obwohl einige widrige Umstände wie der hohe Ölpreis und die lange unklare Regierungsbildung zu bewältigen waren.

So attraktiv diese mit dem DAX zu erzielende Rendite auch sein mag: Im Nebenwertebereich warteten auch im Jahr 2005 eine Vielzahl von Investmentchancen auf ihre Entdeckung und konnten dem gut informierten Anleger eine noch darüber hinaus gehende Performance beschere. Die latente Befürchtung, dem deutschen Aktienmarkt könnten nach inzwischen rund 170 durchgeführten bzw. angekündigten Squeeze-Outs die interessanten Nebenwerte ausgehen, hat sich zumindest in diesem Jahr noch nicht bewahrheitet. Auch in dieser Ausgabe hoffen wir Ihnen einige davon vorstellen zu können.

Die Squeeze-Out-Welle, die nur sehr langsam abzuebben scheint und durch M&A-Transaktionen, wie zuletzt die Übernahme der HVB durch Unicredito immer wieder Nachschub erhalten wird, hat den Anlegern in 2005 die Möglichkeit geboten, interessante Renditen bei sehr begrenztem Risiko zu erzielen. Die Spekulation auf höhere Zwangsabfindungen ist heute Teil des Börsenalltags geworden und es ist inzwischen allgemeine Erkenntnis, dass das erste Angebot bei einer Firmenübernahme meistens zu niedrig ist und die „letzten freien Aktien immer die teuersten sind“. In sehr guten Börsenjahren, wie 2005, mag es schwierig sein, mit solchen eher defensiven Investments so gut abzuschneiden wie der DAX als Benchmark. Nach drei sehr guten Börsenjahren in Folge müssen sich Anleger aber auch wieder auf Zeiten einstellen, in denen das „Mitschwimmen mit dem Gesamtmarkt“ ein nicht zu unterschätzendes Risiko darstellt. Es lohnt sich daher immer noch, nach Sondersituationen wie eben Squeeze-Out-Werte, aber auch Turnaround-Situationen Ausschau zu halten.

Viel Spaß mit der heutigen Ausgabe

verbunden mit den besten Wünschen für ein besinnliches Weihnachtsfest und ein gutes Jahr 2006 wünscht



Oliver Wiederhold

PS: Für den kostenlosen Erhalt der SmallCapIdeas können Sie sich unter www.sci-ag.de/kontakt registrieren. Zum Abmelden genügt eine mail an info@sci-ag.de.

Im Rückblick



WEB.DE (jetzt ComBOTS AG) hat sich in einem Vergleich mit Klägern gegen die Hauptversammlungsbeschlüsse zum Verkauf des Portalgeschäfts darauf geeinigt, die erheblichen freien Mit-

tel von rd. 11,10 EUR je Aktie (dies übertrifft sogar noch unsere bisherige Schätzung!) teilweise an die Aktionäre zurück zu geben. Dies soll jedoch nicht über eine Sonderdividende geschehen, wie

BörseOnline spekuliert hatte, sondern über einen Aktienrückkauf mit nachfolgender Einziehung der erworbenen Aktien.

ComBots wird nun bis zum 31. August 2007 1,6 Mio. eigene Aktien im XETRA-Handel zurück erwerben, danach weitere 3,8 Mio. Stück. Angesichts des Anteils von über 56% der Aktien, den die Brüder Grewe halten und des recht dünnen Börsenhandels von rd. 30.000 – 50.000 Aktien pro Tag wird sich der Rückkauf zwangsläufig im Kurs bemerkbar machen.

Besonders interessant dabei ist, dass die Rückkaufverpflichtung erlischt, sobald der Kurs das Niveau von 11,10 EUR (dem Wert der liquiden Mittel) erreicht. Dies ist aus den geschilderten Gründen durchaus nicht unwahrscheinlich und möglicherweise auch im Sinne des Vorstands, der das Geld lieber im Unternehmen belassen würde und nur durch die klagenden Aktionäre zu dieser kurssteigernden Maßnahme „überzeugt“ wurde.

Zu den Aussichten des neuen Produktes ComBOTS ist eine Einschätzung schwer möglich. Die Zielsetzung, die „weltweit erfolgreichste Firma für Personal Digital Communication“ zu werden, klingt wie in besten New Economy Zeiten. Kritische Stimmen unter den Analysten sind nicht zu überhören.

Wir trauen den Köpfen hinter ComBOTS durchaus zu, ein innovatives und marktfähiges Produkt zu entwickeln und dieses unter Nutzung der Reichweite des Partners United Internet aggressiv zu vermarkten. Wir gehen auch davon aus, dass die hohen Liquiditätsreserven sparsam eingesetzt werden. Ob dies aber ausreicht, eine börsennotierte AG mit einem Kurswert von 400 Mio. EUR mit Leben zu erfüllen, wird die Zukunft zeigen müssen.

Aus diesen Gründen betrachten wir die ComBOTS Aktie eher mit einem Zeithorizont, der dem des Aktienrückkaufes entspricht.

Trotz der quasi vorgegebenen Zielmarke von 11,10 EUR ergeben sich immer wieder kurzfristige Kursrückschläge. Diese könnten nach unserer Einschätzung damit zusammenhängen, dass noch ein Optionsschein auf die ComBOTS-Aktie aussteht, was für einen wenig liquiden Wert wie ComBOTS durchaus ungewöhnlich ist.

Dieser Call-Optionsschein der Deutschen Bank (DB1062) wurde im Januar 2005 emittiert, besitzt einen Basispreis von 9 EUR und läuft noch bis 12.6.2006. Möglicherweise versuchten in den letzten Tagen einige Marktteilnehmer, die bis Juni 2006 mit dem Erreichen der Marke von 11,10 EUR rechnen, sich durch Drücken des Kurses der ComBOTS-Aktie einen günstigen Einstieg in den Optionsschein zu verschaffen. Die vergleichsweise hohen Umsätze bei fallenden Kursen waren jedenfalls auffällig.

Anleger sollten sich daher von kurzfristigen Rückschlägen in der Aktie nicht irritieren lassen.



Die Actris-Aktie hat sich seit unserer Erstbesprechung sehr positiv entwickelt und liegt wieder über der Marke von 10 Euro. Aktuelle Nachrichten seitens der Gesellschaft gibt es derzeit nicht.

Allerdings haben wir erfahren, dass mit der Planung der Bebauung am Sachsenhäuser Berg (die Fläche von ca. 11 ha stellt ein wesentliches Asset der Actris AG dar) der bekannte Architekt Prof. Jochem Jourdan beauftragt wurde. Prof. Jourdan lehrt Architektur an der Universität Kassel und ist mit seinem bundesweit tätigen Architekturbüro Jourdan & Müller unter anderem bei der Sanierung des Hoehster Schlosses, dem Umbau des Städel Museums, der Sanierung und Umbau des Industriedenkmals Adlerwerke AG, dem Firmensitz der Altana AG in Bad Homburg und dem LZB-Gebäude am Rande des Frankfurter Bahnhofsviertels überregional bekannt geworden.

Besonders interessant ist sicherlich die von Prof. Jourdan durchgeführte städtebauliche Gestaltung des Areals der ehemaligen Schlossquell Brauerei in Heidelberg, die in 2002 mit dem dritten Preis des DIFA-Awards in der Kategorie „Gebaute/ fertig gestellte Quartiere“ ausgezeichnet wurde. Besonders gelobt

wurde die „gelungene Umgestaltung und Revitalisierung“ des Viertels.

Dies lässt darauf schließen, dass auch die Revitalisierung des Henninger-Areals kompetent und auf ausgesprochen hohem Niveau erfolgen wird.

Das Potential für die Actris AG dürfte in den kommenden Jahren mehr und mehr sichtbar werden. Auch im Falle eines vorherigen Squeeze-Out wäre dieses Projekt wertschöpfend zu berücksichtigen.



Im Zuge des Börsenganges der EUTEX AG scheint die Ventegis Capital AG eine Betrachtung wert.

Die EUTEX (European Telco Exchange AG) hat seit ihrer Gründung im Jahr 1999 sich zu einem der führenden neutralen Großhändler für netzübergreifende Telefonminuten entwickelt und am 1. Dezember 2005 ihren

Börsengang vollzogen. Es wurden 605.680 Aktien neu ausgegeben und zudem der Greenshoe über 182.000 Aktien vollständig zu 10,20 Euro platziert. Ein Investment in das Unternehmen selbst birgt allerdings mehr Risiken als Chancen.

Interessant an diesem IPO ist die Aktionärsstruktur der EUTEX. Ein Blick in den Verkaufsprospekt verrät, dass die Ventegis Capital AG mit 132.676 Aktien (4,75%) nach dem Börsengang beteiligt bleibt. Ferner hat die Ventegis Capital AG 16.419 Aktien im Rahmen des IPO abgegeben.

Der Ventegis Capital AG mit Sitz in Berlin ist mit dieser Beteiligung zum zweiten Mal in diesem Jahr ein Exit gelungen. Ein Blick in die Bilanz der Berliner verrät, dass das gesamte Beteiligungsportfolio (sechs Unternehmen) lediglich einen Buchwert von 1,6 Mio. Euro zum 31.12.04 hat.

Beim Börsengang der EUTEX können die Berliner 16.419 Aktien sofort verkaufen, die anderen können nach der Lock-Up Frist verkauft werden. Legt man den IPO Preis zugrunde, beläuft sich der Anteilswert an EUTEX auf zusammen 1,52 Mio. Euro.

Neben den Beteiligungen findet sich in der Bilanz ein Kassenbestand von 5,89 Mio. Euro bei nahezu keinen Verbindlichkeiten. Das Eigenkapital teilt sich in 3.487.520 Aktien auf, so dass sich ein NAV je Aktie nach Eutex IPO





von ca. 2,80 Euro ergibt. Die Aktie notiert mit einem Abschlag von 25% auf ihren NAV. Stille Reserven in den anderen Beteiligungen oder ein Gewinn aus dem erfolgten Abgang der Röntec Holding AG bleiben hierbei unberücksichtigt.

Interessant erscheint uns auch der Anteil der Berliner Effekten AG von 93,7% an Ventegis. Ein Squeeze-Out wäre daher in Reichweite, zumal nicht auszuschließen ist, dass sich weitere kleine Pakete im Umfeld der Berliner Effekten AG oder ihrer Organe befinden. Daher resultiert allerdings auch die extrem illiquide Orderbuchlage.

Fazit: Squeeze-Out oder eine hohe Sonderausschüttung könnten bei Ventegis die Katalysatoren sein, die den Kurs an eine faire Bewertung heranführen.



Die heutige InnoTec TSS AG aus Düsseldorf ist im Jahr 1990 als C.H.A. Holding AG an die Börse gegangen. Als Baunebenwert ist InnoTec in den Geschäftsfeldern Türsysteme und Bauspezialsysteme tätig. Das Geschäftsfeld Bauspezialsysteme umfasst elastische Strukturmatrizen zur Formgebung von Sichtbeton sowie dauerelastische Lager für den Schall- und Erschütterungsschutz an Bauwerken.

Seit über 10 Jahren befindet sich der Aktienkurs, parallel zur Entwicklung der inländischen Baukonjunktur im Niedergang. Mittlerweile deutet sich aber eine Stabilisierung an und auch operativ sind Besserungstendenzen in-

zwischen klar zu erkennen.

Der Start in das Jahr 2005 fiel - wie bei vielen anderen Bau- und Baunebenwerten auch - witterungsbedingt schwach aus. Nachdem im 2. Quartal ein leicht positives Ergebnis ausgewiesen werden konnte, ermöglichte das 3. Quartal ein deutlich positives Ergebnis. So betrug der Überschuss im 3. Quartal 2,15 Mio. EUR, kumuliert in 2005 verbleiben 1,74 Mio. EUR. Auf Grund der branchenbedingten Zyklizität ist für das 4. Quartal mit einem ausgeglichenem bis leicht positiven Ergebnis zu rechnen.

Entscheidend dürften in den nächsten Monaten die Auswirkungen der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS sein. Der vorliegende Bericht über das 3. Quartal erfolgte letztmalig nach HGB. Der Jahresabschluss 2005 wird dann erstmalig nach IFRS aufgestellt.

Die sich daraus ergebenden Änderungen sollten weit überwiegend positiv sein. In der Bilanz werden sich eigenkapitalerhöhend der Ansatz aktiver latenter Steuern (Verlustvortrag 31 Mio. EUR KöSt und 68 Mio. EUR GewSt) sowie der Ansatz des historischen Goodwill statt des bereits laufend abgeschrieben Goodwills auswirken. Belasten wird die Anpassung der Pensionsrückstellungen. Diese sind jedoch mit 1,9 Mio. EUR nach HGB von überschaubarer Größe.

Insgesamt sollten diese Änderungen dazu führen, dass auch im Konzern wieder ein deutlich positives Eigenkapital ausgewiesen werden kann.

In der GuV dürfte der größte Einzeleffekt der Wegfall der planmäßigen Goodwill-Abschreibungen sein. Diese betragen in den letzten Jahren jeweils 1,1 Mio. EUR bzw. 0,11 EUR je Aktie.

Angesichts von nur 9,57 Mio. Aktien und einer Marktkapitalisierung von aktuell rund 5 Mio. EUR wird InnoTec mit einem Kursumsatzverhältnis von 0,1 und einem KGV 2005 von rund 3 nach Goodwill-Abschreibungen bzw. rund 2 bei Eliminierung der Goodwill-Abschreibungen bewertet.

Zusammenfassend stehen einer attraktiven Chance aber auch erhebliche Risiken gegenüber. Diese ergeben sich sowohl aus der schwierigen Branchensituation und der hohen Finanzverschuldung von 32 Mio. EUR als auch aus eher weichen Faktoren.

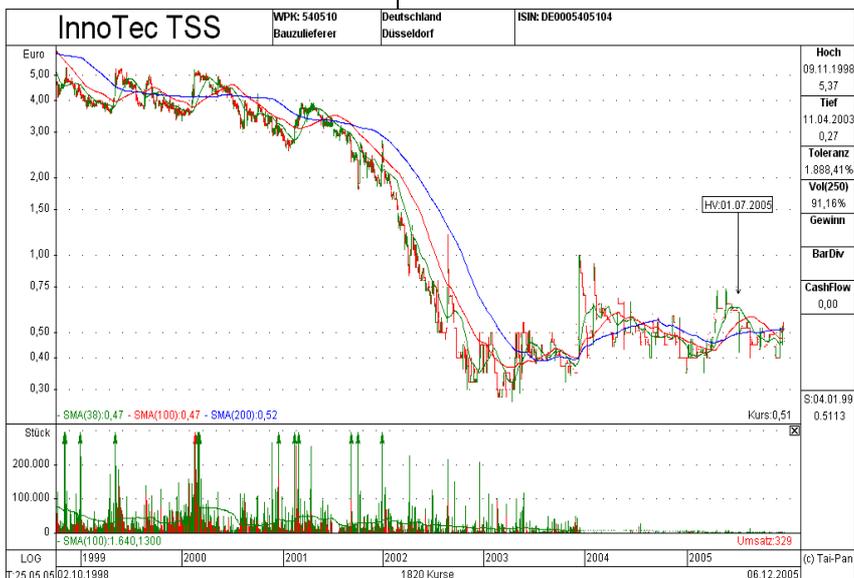
So ist der Aufsichtsratsvorsitzenden und Großaktionärs (21,1%) Dr. Manfred Bernau zu erwähnen. Dieser hat sich in den letzten Jahren aus dem überwiegenden Teil seiner börsen-notierten Beteiligungen zurück gezogen. Nicht zuletzt altersbedingt ist ein derartiger Schritt auch bei InnoTec möglich. Dies könnte sich entweder kursbelastend auswirken oder aber – und dies erscheint wahrscheinlicher – durch erhöhten Streubesitz und

evtl. neuen Großaktionär als Initialzündung wirken.

Problematisch ist die praktisch nicht vorhandene Kapitalmarktkommunikation. So wurde z.B. der 9-Monatsbericht trotz unerwartet positiver Zahlen nur „heimlich“ auf der Homepage veröffentlicht und an Interessenten versendet, die im IR-Verteiler eingetragen sind. Potenzielle Investoren, die InnoTec nicht im Fokus haben, werden nicht angesprochen.

Fazit: Die InnoTec-Aktie beinhaltet mehr Risiken als die meisten in den

SmallCapIdeas vorgestellten Werte. Da es sich aber um einen echten Spezialwert handelt, bei dem die wirtschaftliche Situation ein breites Bewertungsspektrum zulässt, bietet sich eine genauere Beobachtung an.



Impressum / Risikohinweis

Herausgeber:

SCI AG
Weilburger Str. 6
61250 Usingen
Tel.: 06081/688 050
Fax: 06081/688 051
Email: info@sci-ag.de
Internet: www.sci-ag.de

Charts erstellt mit der Börsensoftware Tai-Pan der Lenz+Partner AG
Europaplatz 9
44269 Dortmund
Tel.: 0231/9153-300
Fax: 0231/9153-399
Internet: www.lp-software.de

Für den Inhalt verantwortlich: Oliver Wiederhold

Risikohinweis / Haftungsausschluss: Die Small Cap Ideas sind Anregungen zur Eigenrecherche und richten sich nur an Marktteilnehmer, die die Risiken der Kapitalanlage in Aktien kennen und kalkulieren können. Die Herausgeberin übernimmt keine Haftung für eventuelle finanzielle Schäden, die durch Investitionen in die besprochenen Aktien verursacht werden könnten. Trotz sorgfältiger Auswahl der Informationen kann für die Richtigkeit des Inhalts keine Haftung übernommen werden

Copyright 2005 - Nachdrucke und Veröffentlichungen sind mit Quellenangabe und Übersendung eines Belegexemplares gestattet.