

Horus AG

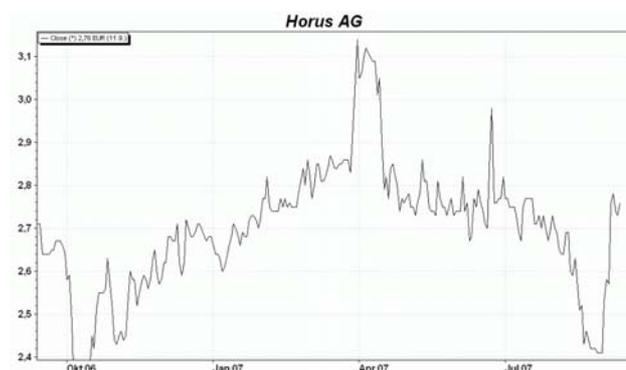
Zusammenfassung

- **Gewinnexplosion:** Durch den Verkauf von zwei Portfolioschwergewichten hat Horus im bisherigen Jahresverlauf ein Vorsteuerergebnis von über 1,7 Mio. Euro realisiert. Damit liegt der Remscheider Nebenwertespezialist nicht nur über dem gesamten Vorjahreswert, sondern auch über der Rekordmarke aus dem Jahr 2005.
- **Mehrheitsübernahme sichert neue Potenziale:** Mit dem Erwerb von 62 Prozent an der Bochumer Nebenwerte Beteiligungen AG hat sich Horus das ehemalige Investitionsvehikel des deutschen „Nebenwerte-Papstes“ Klaus Hellwig gesichert. Nach bisherigen Erfahrungen halten wir eine baldige Notizaufnahme der neuen Tochter für wahrscheinlich.
- **Dividendenanhebung angekündigt:** Vor dem Hintergrund der hervorragenden Gewinnentwicklung hat der Vorstand auf der HV eine deutliche Anhebung der Dividende in Aussicht gestellt. Wir halten auch eine Vollausschüttung für denkbar, die zum aktuellen Kurs eine deutlich zweistellige Dividendenrendite bedeuten würde.
- **Massive Unterbewertung:** Aufgrund der sehr guten operativen Performance sehen wir ein aktuelles Kurspotenzial von rund 45 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **2,80 Euro**

ISIN	DE0005204127
Branche	Beteiligungsgesellschaft
Sitz der Gesellschaft	Remscheid
Internet	www.horus-ag.de
Ausstehende Aktien	2,66 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	November 2002
Marktsegment	Open Markt
Marktkapitalisierung	7,4 Mio. Euro
Free Float	ca. 40 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	3,14 Euro / 2,27 Euro
Performance (12 Monate)	2,6 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 10 Tsd. Euro / Tag

	2005	2006	2007e
Gesamtleistung (Mio. Euro)	1,25	0,92	2,20
EpS (Euro)	0,43	0,23	0,56
Gewinnwachstum	-	-45,7%	144,3%
Dividende je Aktie	0,2	0,2	0,56
KGV	6,6	12,1	5,0
Dividendenrendite	7,1%	7,1%	20,1%

* alle Jahre auf Basis der aktuellen Aktienzahl (2,66 Mio.)

Jüngste Geschäftsentwicklung

Glänzendes erstes Halbjahr

In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres hat Horus ein Vorsteuerergebnis von 1,6 Mio. Euro erwirtschaftet und damit das Doppelte des gesamten Vorjahreswertes verdient. Auch die bisherige Rekordmarke aus dem Geschäftsjahr 2005 (1,1 Mio. Euro) wurde bereits übertroffen. Hauptverantwortlich für diese Gewinnexplosion war die bereits im Winter erfolgte Veräußerung der Anteile an der independent capital AG, die dem Remscheider Nebenwertespezialisten einen Buchgewinn von 1,4 Mio. Euro gebracht hat. Die Erlöse aus den getätigten Wertpapierverkäufen beliefen sich insgesamt auf 2,3 Mio. Euro und lagen damit bei knapp 60 Prozent der Bilanzsumme (Stichtag 31.12.).

ARIMA-Beteiligung veräußert

Mit dem im Juli gemeldeten Verkauf einer weiteren Beteiligung hat das zweite Halbjahr ähnlich erfolgreich begonnen. Die Meldung betraf die Arima Real Estate AG, die erst vor einem Jahr zu 42 Prozent erworben und nun wieder fast vollständig veräußert wurde. Mit dem Verkauf hat Horus nach Aussage von Vorstand Kufner auf ein attraktives Angebot kurzfristig reagiert und somit nach nur einem Jahr einen Gewinn von 0,12 Mio. Euro realisiert. Die ursprünglich unter dem Mantel der Arima geplanten Immobilieninvestments sollen nun in einer anderen Form realisiert werden.

Aufsehen erregendes Neuengagement

Nach den lukrativen Desinvestitionen hat sich Horus im August auch wieder als Käufer betätigt und 222 Tsd. Aktien der NB Nebenwerte Beteiligungen AG übernommen. Dies entspricht einem Anteil von fast 62 Prozent an der Gesellschaft, die früher unter dem Namen Nebenwerte Journal AG sowohl für die Ausgabe des gleichnamigen Magazins des deutschen „Nebenwerte-Papstes“ Klaus Hellwig als auch für dessen Beteiligungsgeschäfte verantwortlich war. Nach dem Verkauf der Magazin-Verlagsrechte an die NWN Nebenwerte Nachrichten AG und dem Einstieg von Horus wird das Unternehmen nun neu ausgerichtet. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit der Beteiligung an der independent capital AG gehen wir in diesem Zusammenhang davon aus, dass Horus möglichst bald eine Börsennotierung für die Nebenwerte Beteiligungen anstreben wird.

Weberhof aufkapitalisiert

Nach dem Ausstieg bei Arima konzentriert sich das aktive Immobiliengeschäft von Horus nun bei der Tochter Weberhof. Die früher unter dem Namen Dritte Rücker-Immobilien-Beteiligungs GmbH firmierende Gesellschaft verwaltet einen Immobilienbestand am Standort Remscheid und greift dabei auf die Managementkapazitäten des Mutterunternehmens zurück. Eigene personelle Ressourcen werden nicht vorgehalten. Um weitere Liegenschaften ins Portfolio aufnehmen zu können, wurde zuletzt das Kapital von 0,63 Mio. Euro auf eine Mio. Euro erhöht. Auch eine Notizaufnahme wird weiterhin angestrebt.

Ausblick

Stock Picking als Trumpf

Mit den Verkäufen des laufenden Jahres hat Horus gleich mehrere der in den letzten Jahren eingefädelten Engagements zum erfolgreichen Abschluss gebracht. Besonders bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Remscheider Gesellschaft gerade in einer Zeit, in der den meisten Nebenwerten an der Börse eine eher zurückhaltende Stimmung entgegen schlägt, die Beteiligungen zu offensichtlich sehr lukrativen Preisen veräußern kann. Hier zeigt sich mit aller Deutlichkeit der an sich schwer quantifizierbare Wert der engen Vernetzung des Vorstands in der deutschen Nebenwerteszene. Dadurch erhält Horus sehr frühzeitigen Zugang zu attraktiven Deals und profitiert von günstigen Einkaufspreisen. Mit dem Einstieg bei der NB Nebenwerte Beteiligungen ist erneut ein solcher Coup gelungen, aus dem in absehbarer Zeit hohe Gewinne generiert werden könnten. Da die Art der von Horus durchgeführten Deals oftmals einen hohen Grad an Verschwiegenheit und Diskretion erfordert, ist es allerdings oft kaum möglich, zu erkennen, welches Potenzial in einzelnen Transaktionen steckt.

Äußerst aktionärsfreundliche Ausrichtung

Die Anteilseigner müssen deswegen Vertrauen in die Fähigkeiten und die Kontakte des Vorstands haben, werden dafür aber regelmäßig durch eine ungewöhnlich hohe Beteiligung an den erwirtschafteten Gewinnen belohnt. So hat die Gesellschaft in den letzten Jahren eine konstante Dividende von 0,2 Euro je Aktie ausgeschüttet und damit teilweise Ausschüttungsquoten von bis zu 86 Prozent erreicht. Darüber hinaus erfolgte zum Jahreswechsel ein Aktienrückkaufprogramm, in dessen Folge die Anzahl der ausgegebenen Anteile um 0,14 Mio. Stück reduziert wurde. Für das laufende Jahr hat Horus bereits anlässlich der Hauptversammlung die Möglichkeit einer deutlichen Dividendenerhöhung in Aussicht gestellt. Angesichts der anstehenden Steuerrechtsänderungen halten wir selbst eine Vollausschüttung nicht für ausgeschlossen. Dies könnte nach unseren Berechnungen eine Dividende von bis 0,56 Euro je Aktie bedeuten.

Bewertungsansatz unverändert

Trotz der überragenden Gewinnentwicklung im bisherigen Jahresverlauf lassen wir unser Bewertungsmodell weitgehend unverändert. Angesichts der ausgeprägten Schwankungsanfälligkeit der Erträge bei Horus haben wir unsere Prognosen bewusst als eine linearisierte Vereinfachung konzipiert, die von der tatsächlichen Entwicklung in den einzelnen Perioden deutlich abweichen kann. Als einzige Anpassung unserer Ertragswertberechnung wird daher lediglich das im diesen Jahr noch zu erwartende Handelsergebnis geringfügig reduziert. Der nun unterstellte Wert von 0,2 Mio. Euro bezieht sich explizit auf das Handelsergebnis des zweiten Halbjahres, bereits nach Abzug des Ertrages aus dem Arima-Verkauf. Die bereits angefallenen und gemeldeten Gewinne fließen demgegenüber als zusätzliche Cashposition in den Net Asset Value, der sich infolgedessen auf 6,3 Mio. Euro erhöht.

Fairer Wert mindestens 4,05 Euro je Aktie

Diese geringen Änderungen führen in der Addition des NAV und des Ertragswertes (4,5 Mio. Euro) zu einem Unternehmenswert von 10,8 Mio. Euro. Setzt man für die wichtigste Position im Horus-Portfolio, die Remscheider Rücker Immobilien AG, statt des aktuellen Börsenkurses den von uns errechneten anteiligen Ertragswert an, erhöht sich der Fair Value sogar auf 11,3 Mio. Euro. Je Horus-Aktie entspricht dies somit einem fairen Wert zwischen 4,05 und 4,25 Euro. Damit weist das Papier ein Kurspotential von mindestens 45 Prozent auf.

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Nach den Anteilsveräußerungen an independent capital und Arima steuert Horus einen neuen Gewinnrekord an, der nach Unternehmensangaben in Form einer deutlich erhöhten Dividende an die Aktionäre weitergereicht werden soll. Angesichts der anstehenden Steuerrechtsänderungen halten wir auch eine Vollausschüttung des diesjährigen Gewinns für denkbar, woraus sich zum aktuellen Kurs eine Dividendenrendite von über 20 Prozent ergäbe. Neben den Verkaufsaktivitäten wird das Portfolio ständig weiterentwickelt bzw. um neue Werte erweitert. So kann mit Spannung erwartet werden, welche Entwicklung die zuletzt erworbene Mehrheitsbeteiligung an der NB Nebenwerte Beteiligungen nehmen wird. Insgesamt agiert die Gesellschaft nach wie vor sehr erfolgreich in ihrer Nische und scheint operativ von der Kursschwäche des Segments nicht tangiert zu sein. Da allerdings der Aktienkurs von Horus trotz der überragenden operativen Performance in Mitleidenschaft gezogen wurde, hat sich das von uns geschätzte Kurspotenzial auf knapp 45 Prozent erhöht. Wir bleiben deswegen bei unserer Einschätzung und bekräftigen unser bisheriges Kaufurteil.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienen die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
17.04.2007	3,04 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1) 2) 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.