

# AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 13.07.2005

## Heliad Equity Partners

[> Click here for Disclaimer](#)

Finanzdienstleistungen

### Zusammenschluss mit Best-of-VC vor letzter Hürde

Rating (6M):

#### Kaufen

seit: 17.11. 2004

Letzte Ratingänderung: keine

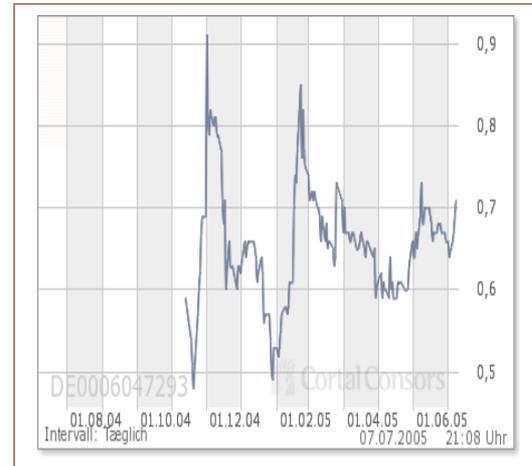
Kursziel: € 1,02 (1,19)

seit: 13.07.2005

Kurs (12.07.2005, 18:28 FSE): € 0,69

Hoch/Tief 250 Tage: € 0,94 / 0,40

Nächstes Research: Update



Quelle: <http://www.cortalconsors.de>

**Analyst: Karsten Siebert, CEFA**  
- Finanzanalyst -

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-31

Email: [karsten.siebert@midas-research.de](mailto:karsten.siebert@midas-research.de)

#### Zahlen je Aktie in €

	2003	2004	2005e
EPS	-0,07	-0,63	0,05
KGV	n.s.	n.s.	13,8
CashFlow op	-0,09	-0,16	0,05
KCV	n.s.	n.s.	13,8
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	1,30	1,09	1,32
Cash	0,19	0,05	0,15

Geschäftsjahr per 31.12.

#### Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	8,596
Börsenwert in Mio. €:	5,93
Streubesitz:	92,04%
Reuters Symbol:	HPBG.DE
XETRA Symbol:	HPB.ETR
WKN:	604 729
ISIN:	DE0006047293
Hauptindex:	Prime Standard
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€ 11.181
Tagesumsatz Ø 2005:	€ 22.094
Info:	<a href="http://www.heliad.de">http://www.heliad.de</a>

Die geplante Verschmelzung der *Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA* mit der *VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA* dürfte sich aufgrund von u. E. fragwürdigen Widersprüchen einzelner Aktionäre um einige Monate verzögern. Entsprechend hat sich auch der Börsenkurs der Heliad trotz der im Branchenvergleich bestehenden erheblichen Unterbewertung zuletzt kaum noch bewegt. Dabei ist die Verschmelzung, deren Eckdaten bereits sei dem 28.02.2005 bekannt sind, neben der Realisierung eines signifikanten Verschmelzungsgewinnes in Höhe von EUR 2,64 Mio. aus unserer Sicht strategisch in hohem Masse sinnvoll. Als Resultat erwarten wir eine wesentlich ausgewogenere Struktur des Portfolios der Private Equity Anlagen mit der Chance auf kontinuierliche und steigende Returns sowie markante Kosteneinsparungen in der Verwaltung. Daneben sollte Heliad in eine Größenklasse hineinwachsen, die neue Möglichkeiten an externen Mittelzuflüssen eröffnet. Gerade jetzt angesichts der guten Entwicklung des *Private Equity Markts* in Deutschland wäre dies wichtig.

Mit der Neueinberufung der Hauptversammlungen soll jetzt eine nochmalige Absegnung der Verschmelzung durch die Aktionäre erreicht und damit den Kritikern endgültig der

# AKTIENFLASH

Boden entzogen werden. Wir erwarten daher nun eine zügige Umsetzung der Verschmelzungspläne, die auch als Katalysator für den Börsenkurs wirken dürfte. So sind wir der Meinung, dass sich die im Branchenvergleich klare Unterbewertung der Heliad allein wegen der Unsicherheit über die Verschmelzung bisher nicht abgebaut hat. Denn operativ haben sich die Portfolios von Heliad und VCH Best-of-VC gemessen an zugeflossenen Gewinnrealisierungen aus den Fondsinvestments weiter positiv entwickelt. Und auch die Einzelanlagen verfügen u.a. mit der Nanotech-Perle *ItN Nanovation GmbH* über interessante Perspektiven.

Allerdings hätten wir es begrüßt, das Management würde inzwischen über die Wertentwicklung des Portfolios auch auf pro-forma Basis, also für die gesamte, aus der Verschmelzung resultierende „neue“ Heliad berichten. Wie dies aussehen könnte und was sich seit Veröffentlichung unserer Erstanalyse vom 17.11.2004 wesentliches getan hat, diskutieren wir im vorliegenden Update. Mit Vollzug der Verschmelzung sehen wir gute Voraussetzungen für den Abbau der bestehenden Unterbewertung und erneuern vor diesem Hintergrund unser Anlageurteil „Kaufen“.

## Heliad: Verschmelzung mit VCH Best-of-VC im Überblick

Die Heliad Equity Partners GmbH & Co KGaA, die im November 2004 ihr Börsendebüt gab, plant sich mit der VCH Best-of-VC zusammen zu schließen. Dieser Schritt wurde bereits Ende November 2004 auf dem *Deutschen Eigenkapitalforum* bekannt gegeben. Heliad hält direkt und indirekt rund 24,7% an der Best-of-VC. Das Wertgutachten der Verschmelzungsprüfer hat im Rahmen einer Ertragswertbetrachtung das **Umtauschverhältnis** wie folgt ermittelt: Für 3 Best-of-VC-Aktien erhält der Aktionär 2 Heliad-Aktien. Dieses Umtauschverhältnis geht auch mit einer NAV-Betrachtung der Unternehmen konform. Auf den Hauptversammlungen der Unternehmen im Mai wurde der Zusammenschluss folglich mit großer Mehrheit beschlossen. Durch die Fusion der beiden Gesellschaften nimmt Heliad einiges an Risikopotenzial aus dem Anlageportfolio. Nach dem Zusammenschluss werden rund 70% der Heliad-Beteiligungen aus *Fund-of-Funds Investments* bestehen. Damit wird die vom Unternehmen angestrebte **Zielstruktur erreicht**. Über gezielte Einzelinvestitionen sollten sich im Gegensatz zur reinen Fondsanlage aber auch weiterhin individuelle Ertragschancen erhalten lassen. Mit dem Zusammenschluss sind ferner eine höhere Marktkapitalisierung sowie eine gestiegene Aktienanzahl verbunden, so dass sich die **Fungibilität der Aktie** weiter verbessern dürfte.

### *Hauptversammlungen segnen Zusammenschluss mit Best-of-VC ab*

Die ordentliche Hauptversammlung der VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA fand am 03. Mai 2005 und die der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA am 04. Mai 2005 statt. Dort wurden der Zusammenschluss sowie das Umtauschverhältnis mit großer Mehrheit angenommen. Bei Heliad lag die Zustimmungquote bei 99,82% und bei der VCH Best-of-VC bei 84,79% des vertretenen Kapitals. Dennoch gab es **Anfechtungsklagen** gegen den Zusammenschluss. Um diese Klagen aus dem Weg zu räumen, laden die Gesellschaften erneut zur Hauptversammlung. Bei der VCH Best-of-VC wird die a.o. **Hauptversammlung** am 10. August 2005 und bei der Heliad Equity Partners am 11. August 2005 stattfinden. Danach sollten die Voraussetzungen für einen Zusammenschluss endgültig gegeben sein. Die Verschmelzung soll rückwirkend zum 01. Januar 2005 durchgeführt werden.

# AKTIENFLASH

## Unternehmensbewertung von externen Prüfern

Von den Verschmelzungsprüfern der *Verhülsdonk und Partner GmbH* wurde nach dem Ertragswertverfahren gemäß den Grundsätzen des *Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V.* (IDW ES 1 neue Fassung) ein Betrag von EUR 1,24 je Heliad-Aktie und EUR 0,82 je Best-of-VC-Aktie als Bewertungsbasis für die Verschmelzung ermittelt. Zu diesem testierten Wertgutachten weist die Heliad mit einem Kurs von EUR 0,69 (12.07.2005) noch einen Abschlag von rund 44% auf. Bei der Best-of-VC liegt der Abschlag bei einem aktuellen Kurs von EUR 0,47 (12.07.2005) bei rund 43%. Das Wertgutachten räumt also beiden Gesellschaften noch **deutliches Kurspotenzial** ein. Der aus dem Wertgutachten resultierende Umtauschquotient von 1,51 - also ein Umtauschverhältnis von 2:3 - entspricht weitestgehend auch dem Tauschverhältnis, das sich über die NAV-Bewertung der Unternehmen ergeben hätte. Die Heliad weist zum 31.03.2005 einen NAV von EUR 1,075 je Aktie auf. Der NAV der Best-of-VC lag zum 31.03.2005 bei EUR 0,79. Die Heliad hat durch das Wertgutachten der Verschmelzungsprüfer damit eine Höherbewertung um EUR 0,165 je Aktie gegenüber dem NAV zum 31.03.2005 erhalten.

## Anlageportfolio: Zielstruktur erreicht

Durch den Zusammenschluss mit der Best-of-VC würde die von Heliad angestrebte **Investmentstruktur** erreicht. Das um die Best-of-VC ausgeweitete Portfolio besteht dann zu ca. **70% aus Investitionen in andere Private Equity Fonds**, die bisher von der Best-of-VC gehalten werden, sowie aus **30% Direktinvestitionen**, die sich gegenwärtig im Heliad-Portfolio befinden. Diese Struktur sehen wir als sinnvoll an und gehen mit dem Management konform, dass über die Fund-of-Funds-Komponente eine nötige Diversifikation geschaffen wird, die mit Direktinvestitionen nicht erreicht werden könnte. Heliad ist gegenwärtig direkt und indirekt an etwa 50 Unternehmen beteiligt. Die Fonds-Beteiligungen der Best-of-VC sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Fonds Beteiligungen VCH Best-of-VC (in EUR; Stand 31.03.2005)	Gründung (HR)	Branche	Region	Zeichnungen	Verfügbar für weiteren Abruf	Kumulierte Einzahlungen	Bewertungen / Ausschüttungen
Heidelberg Innovation Bioscience Venture II	05.02.2001	Life Science	Dt, EU	1.000.000	230.000	770.000	357.083
The Global Life Science Venture Fund II	17.01.2001	Life Science	Dt, EU, USA	2.000.000	1.200.000	800.000	483.754
TVM Information Technology	21.11.2001	IT, Software & Communication	Dt, EU	2.000.000	1.600.000	400.000	236.167
Zweite TechnoStar Venture Fonds	31.01.2001	Enabling Technology	Dt, EU, USA	1.000.000	350.000	650.000	438.850
Wellspring Capital Partners III	2002	Old Economy	USA	4.000.000	1.869.727	2.130.273	2.491.954
Platinum Equity Capital Partners	2003	Telekommunikation, Software & Health Care	USA	4.000.000	2.911.291	1.088.709	996.466

Quelle: Heliad Equity Partners; MIDAS Research

**Erste Rückflüsse aus dem Fonds-Portfolio** haben sich bereits eingestellt. So konnte die *Global Life Science Ventures* im Januar 2005 mit der *Cyberkinetics Neurotechnology Inc.* das erste Unternehmen, das durch den *GLSV II Fonds* finanziert wurde, an die Börse (OTC Bulletin Board) bringen. Mit der *Intercell* hat Global Life Science Ventures am 28.02.2005 ein weiteres IPO am Prime Market der Wiener Börse realisiert. Nach Ablauf der Haltefrist dürfte Global Life Science Ventures voraussichtlich seine Anteile veräußern. Dann wird auch Heliad von Rückflüssen profitieren können. Auch *Platinum Equity Partners* kündigte dank der positiven Entwicklung des Beteiligungsunternehmens *ACR Logistics* eine erste Ausschüttung an. Durch den Fund-of-Funds-Anteil kann bei Heliad also auf eine **kontinuierlichere Wertentwicklung** gesetzt werden. Für

# AKTIENFLASH

2005 sind daher **weitere Beteiligungen** an Fonds in Höhe von **rund EUR 4-8 Mio.** geplant, die voraussichtlich im europäischen Buyout-Bereich aktiv sind.

Dass **VC-Anlagen** Aktien outperformen und eine geringe Korrelation zu Aktien- und Anleihemärkten haben, wurde in unserer Basisstudie zu Heliad vom 17.11.2004 bereits mehrfach dargelegt. Über die Direktinvestitionen setzt Heliad dabei seine Strategie um, als spezialisierter Unternehmensentwickler aussichtsreiche Beteiligungen intensiv zu betreuen und zur späteren Veräußerung werthaltiger zu machen. Durch den Anteil der volatileren Direktinvestitionen lassen sich Überrenditen erzielen – damit verbunden ist aber auch ein höheres Risiko. Heliad kann bei den zukünftigen **Direktinvestitionen** von den Kontakten zu den Managementteams der Fonds profitieren. So hat Heliad die Möglichkeit, sich neben den Fonds an besonders lukrativen Einzelinvestments zusätzlich direkt zu beteiligen. Momentan plant Heliad, nur sehr selektiv weitere Direktinvestitionen an Unternehmen vorzunehmen, bevorzugt bei finanziellen Sondersituationen (z.B. pre-IPO), die eine schnelle Veräußerung erlauben. Im Fokus steht unverändert die aktive Begleitung und Entwicklung der bestehenden Direktinvestitionen.

## *Kostenoptimierung und weitere Vorteile des Zusammenschlusses*

Durch den Zusammenschluss der beiden Unternehmen verdoppelt sich nahezu die Marktkapitalisierung. Damit verbunden dürfte auch eine **größere Wahrnehmung am Kapitalmarkt** einhergehen, was Heliad nicht nur zu einem interessanten Investment für Privatanleger und Vermögensverwalter, sondern in Zukunft auch für kleinere Fonds macht. Durch die größere Aktienzahl sollte auch die **Fungibilität der Aktie** steigen, was einen Handel in größeren Stückzahlen erst ermöglicht. Damit sollten sich für Heliad auch die Voraussetzungen für mögliche Kapitalerhöhungen verbessern, die ein kontinuierliches weiteres Wachstum fördern würden.

Doch auch rein pragmatische Gründe sprechen für den Zusammenschluss – der Verwaltungsaufwand wird sich absehbar verringern, was sich positiv auf die **Kostenstruktur** auswirkt und somit dem Anleger zugute kommt. So wurde auf der Hauptversammlung eine deutliche Reduzierung der Kosten für Management und Verwaltung beschlossen. Die Heliad Equity Partners wird von der *VCH Management GmbH* als Komplementärin - also als persönlich haftende Gesellschafterin geleitet. Die *VCH Management GmbH* hat bisher für ihre Geschäftsführungstätigkeit 3,0% (zzgl. MWST) sowie für die Übernahme der persönlichen Haftung 0,5% (zzgl. MWST) des bilanziellen Eigenkapitals (Summe aus: Grundkapital, Kapitalrücklage, Gewinnrücklage sowie Jahresüberschuss) der Heliad per annum im Voraus erhalten. Der Prozentsatz für die Geschäftsführungstätigkeit wurde – vorbehaltlich des Wirksamwerdens der Verschmelzung - auf 2,1% reduziert; der Satz für die Übernahme der persönlichen Haftung bleibt mit 0,5% unverändert. Auch die gewinnabhängige Komponente der *VCH Management* von bisher 20% des festgestellten Jahresüberschusses der Gesellschaft wurde auf 15% reduziert und an die Verhältnisse bei der Best-of-VC angepasst. Bisher konnte bei der Durchführung von Kapitalerhöhungen – wenn hiermit ein deutlich erhöhter Geschäftsführungsaufwand verbunden war – eine einmalige Vergütung von bis zu 6,75% des Emissionsvolumens erhoben werden. Im Regelfall hat das Management auf diese Aufwandsentschädigung jedoch verzichtet oder den Betrag geringer angesetzt. Die Möglichkeit, eine solche Vergütung zu erheben, wurde aus der Satzung gestrichen. Mit den hier aufgeführten Verringerungen bei den Managementgebühren werden bereits **erste Synergieeffekte** sichtbar, die die Kostenstruktur deutlich entlasten. Durch die neue schlankere Kostenstruktur steht Heliad auch im **Vergleich zu anderen börsennotierten Wettbewerbern** attraktiv dar.

Kostenstruktur bei ausgewählten börsennotierten Beteiligungsunternehmen				
Gesellschaft	Berechnungsbasis	in T€	betrieblicher Aufwand	Anteil des betr. Aufwandes an der jeweiligen Bemessungsgrundlage
bmp	Bilanzsumme	31.624	3.258	10,30%
bmp	Beteiligungssumme	23.478	3.258	13,88%
bmp	Eigenkapital	15.618	3.258	20,86%
Deutsche Beteiligungs AG	Bilanzsumme	309.418	19.665	6,36%
Deutsche Beteiligungs AG	Beteiligungssumme	250.957	19.665	7,84%
Deutsche Beteiligungs AG	Eigenkapital	229.052	19.665	8,59%
DEWB	Bilanzsumme	83.600	2.452	2,93%
DEWB	Beteiligungssumme	73.300	2.452	3,35%
DEWB	Eigenkapital	32.784	2.452	7,48%
<i>Heliad Equity Partners</i>	<i>Bilanzsumme</i>	<i>9.382</i>	<i>604</i>	<i>6,44%</i>
<i>Heliad Equity Partners</i>	<i>Beteiligungssumme</i>	<i>8.430</i>	<i>604</i>	<i>7,16%</i>
<i>Heliad Equity Partners</i>	<i>Eigenkapital</i>	<i>9.342</i>	<i>604</i>	<i>6,47%</i>
<i>VCH Best-of-VC</i>	<i>Bilanzsumme</i>	<i>19.802</i>	<i>424</i>	<i>2,14%</i>
<i>VCH Best-of-VC</i>	<i>Beteiligungssumme</i>	<i>12.523</i>	<i>424</i>	<i>3,39%</i>
<i>VCH Best-of-VC</i>	<i>Eigenkapital</i>	<i>11.484</i>	<i>424</i>	<i>3,69%</i>
<b>konsolidiert</b>	<b>Bilanzsumme</b>	<b>28.577</b>	<b>866</b>	<b>3,03%</b>
<b>konsolidiert</b>	<b>Beteiligungssumme</b>	<b>20.954</b>	<b>866</b>	<b>4,13%</b>
<b>konsolidiert</b>	<b>Eigenkapital</b>	<b>20.218</b>	<b>866</b>	<b>4,28%</b>

Quelle: Heliad Equity Partners

## Buchwert und Potenzialwert der „neuen“ Heliad

Durch die Verschmelzung der Best-of-VC auf die Heliad entstehen neue Bewertungskennzahlen, die wir in Anlehnung an unsere Heliad-Basisstudie herleiten. Unsere Potenzialwerte, die wir für die Direktbeteiligungen der Heliad mittels eines Peer-Group-Vergleichs ermittelt hatten, haben wir beibehalten, um den Bewertungseffekt isoliert darzulegen, der durch die Verschmelzung entsteht. Unsere bisherige Berechnung haben wir um die Best-of-VC als 100%ige Tochter erweitert und die Buchwerte auf den Stichtag 31.05.2005 bzw. die aktuellen Börsenkurse angepasst. Dies entspricht zwar nicht der realen Struktur, da die Best-of-VC verschmolzen wird und in der Heliad aufgeht. Zur Ermittlung des pro-forma NAVs ist dies jedoch nicht so entscheidend, da die in der Best-of-VC enthaltenen Assets mit einem NAV angesetzt sind, der nach den gleichen Richtlinien wie bei der Heliad ermittelt wird.

Zusätzlich ist zum Verständnis der nachfolgenden Tabelle zu berücksichtigen, dass die im NAV der Best-of-VC enthaltenen liquiden Mittel und Äquivalente zum 31.05.2005 von EUR 0,48 je Aktie - also rund 6,41 Mio. - dort enthalten und nicht separat unter den sonstigen Aktiva erfasst sind. Hinzuweisen ist auch noch auf die *VentureCap Beteiligungen 2000* (kurz: *VentureCap*), eine Art Zwischenholding, an der Heliad 92,65% hält und die im Wesentlichen in denselben Basisanlagen investiert ist, so auch mit 18,27% bei der Best-of-VC. Auch die *VentureCap* erhält für ihren Best-of-VC Anteil neue Heliad-Aktien, die Heliad damit wirtschaftlich betrachtet

# AKTIENFLASH

eigentlich zu 92,65% an sich selbst ausgibt. Den Wertansatz für die VCH Best-of-VC haben wir durch einfache Multiplikation des NAV je Aktie in Höhe von EUR 0,79 per 31.05.2005 mit der Anzahl der ausgegebenen Best-of-VC Aktien abzüglich der von der Best-of-VC selbst gehaltenen 338.000 Aktien, also durch Multiplikation mit 13.347.048 Aktien ermittelt. Für den Potenzialwert legen wir hingegen den vom Gutachter abgeleiteten Unternehmenswert in Höhe von EUR 0,82 je Aktie zugrunde.

Der Anteil an der *Alnylam* ist mit dem Börsenkurs vom 31.05.2005 (USD 7,46) angesetzt. Bei der *ItN Nanovation* hat sich der Anteil aufgrund einer Nachbesserungsklausel gegenüber dem Zeitpunkt unserer Basisstudie leicht erhöht. Auf den Buchwert hat dies keinen Einfluss, da keine weitere Einzahlung erfolgt ist, allerdings ist Heliad ein leicht höherer Anteil am Potenzialwert zuzurechnen, was wir entsprechend berücksichtigt haben. Damit stellt sich die pro-forma Bewertung der „neuen“ Heliad per 31.05.2005 wie folgt dar:

Pro-forma Net Asset Value und Potenzialwert für die "neue" Heliad						
Beteiligung	Anteil		Anteil Heliad und VentureCap konsolidiert	Buchwert / NAV der Beteiligungen zum 31.05.2005		Potenzialwert
	Heliad	VentureCap		Gesamt in TEUR		Gesamt in TEUR
1. Best-of-VC	81,73%	18,27%	100,00%	10.544		10.945
2. Alnylam	0,16%		0,16%	192		192
3. Berlin Heart	1,24%	2,01%	3,10%	380		850
4. BioVisioN	0,79%	1,19%	1,89%	0		0
5. ItN	6,82%		6,82%	1.508		3.646
6. Metalife D	2,50%	2,50%	4,82%	1.000		2.828
7. Metalife CH	2,60%	2,60%	5,01%	4		4
8. Q1Carrier/mcn	4,17%	4,17%	8,02%	436		1.700
9. Apovia	1,47%	2,21%	3,52%	0		0
10. das://blaue.büro	41,83%		41,83%	0		0
11. Interstrom	7,64%	9,02%	16,00%	0		0
<b>Wertansätze der Beteiligungen</b>				<b>14.064</b>		<b>20.164</b>
zzgl. Sonst. Aktiva (u.a. Liquide Mittel)				3.278		3.278
abzgl. Verbindlichkeiten				-125		-125
<b>Gesamtwert</b>				<b>17.217</b>		<b>23.317</b>
Anzahl Heliad-Aktien bisher:			8.596.432			
Heliad-Aktien, die an die VentureCap für deren 18,27%-Anteil an der VCH Best-of-VC ausgegeben werden:			1.666.667			
Zusätzlich ausgegebene Aktien im Freefloat:			6.564.699			
<b>Zukünftige Anzahl Heliad Aktien:</b>			<b>16.827.798</b>			
Wert pro Aktie				1,02		1,39

Quelle: Heliad Equity Partners; MIDAS Research

Wie ist nun dieses Ergebnis zu interpretieren? Um sicher zu stellen, dass wir tatsächlich nur den Einfluss aus der Verschmelzung isoliert betrachten, ist zunächst unsere Bewertung der „alten“ Heliad vom 17.11.2004 an die aktuellen (Stichtag: 31.05.2005) Verhältnisse anzupassen. Denn zwischenzeitlich wurden im Rahmen des Jahresabschlusses 2004 aus Vorsichtsgründen weitere Abschreibungen auf die Direktbeteiligungen der Heliad vorgenommen. Außerdem hat sich der Börsenkurs der VCH Best-of-VC von damals EUR 0,56 auf aktuell EUR 0,43 reduziert. Diese Marktpreisveränderungen und Bewertungsmaßnahmen führen ansonsten zu einer Verzerrung in der Analyse. Wir haben deshalb zunächst in der nachfolgenden Übersicht unsere ursprüngliche Bewertung für die „alte“ Heliad, eine Neuberechnung dieses Wertes auf Basis der aktuellen Verhältnisse zum Stichtag 31.05.2005 sowie unsere Bewertung für die „neue“ Heliad einander gegenüber gestellt.

# AKTIENFLASH

## Heliad: Angleichung der Bewertung der „alten“ Heliad an die aktuellen Verhältnisse

Bewertungsbasis	Heliad „neu“	Heliad „alt“ Bewertung vom 17.11.2004	%-Ver.	Heliad „alt“ Bewertung vom 31.05.2005	%-Ver.
NAV gesamt (EURT)	17.217	10.259	67,8	8.092	112,8
NAV je Aktie (EUR)	1,02	1,19	-14,3	0,94	8,5
Potenzialwert gesamt (EURT)	23.317	14.916	56,3	14.980	55,7
Potenzialwert je Aktie (EUR)	1,39	1,74	-20,1	1,74	-20,1

Quelle: Heliad Equity Partners; MIDAS Research

Bei unserer bisherigen NAV-Bewertung der Heliad vom 17.11.2004 war der Best-of-VC-Anteil nur mit dem Börsenkurs, also der damaligen Marktbewertung eingeflossen. Alleine aus dem Übergang der Verwendung des NAV für die Bewertung der Best-of-VC im Rahmen der Wertermittlung für die „neue“ Heliad resultiert also schon ein **Wertzuwachs** von gut 40%. Dies entspricht dem Abschlag, den der damalige Kurs der Best-of-VC auf den aktuellen NAV der Gesellschaft hat, was auch in der Verschmelzungsbilanz als buchmäßiger Verschmelzungsgewinn zum Ausdruck kommt.

Aus diesem Effekt und natürlich der Einbeziehung der (Assets) der VCH Best-of-VC jetzt zu 100% folgt insgesamt eine Ausweitung des absoluten Net Asset Values um 67,8% gegenüber unserer Bewertung vom 17.11.2004 bzw. sogar um 112,8%, wenn wir sonstige Wertveränderungen berücksichtigen, die seit dem eingetreten sind. Um zu beurteilen, wie sich dies auf den Wert pro Aktie auswirkt, ist dem die **Ausweitung des Grundkapitals** der Heliad gegenüber zu stellen, die sich gemäß der nachfolgenden Übersicht dargestellt:

### Detaildarstellung der Entstehung der neuen Heliad-Aktien aus dem Verschmelzungsprozess

VCH Best-of-VC Aktionär	%-Anteil	Anzahl an Best-of-VC-Aktien	Neu auszugebende Heliad-Aktien	Laut § 68 Umwandlungsgesetz dürfen bei einer Verschmelzung keine neuen Aktien ausgegeben werden
Best-of-VC	100,00%	13.685.048	2 Heliad für 3 Best-of-VC	
von Best-of-VC gehaltene eigene Anteile	2,47%	338.000	-	(a) für eigene Aktien (hier: 338.000) der zu verschmelzenden Gesellschaft
Heliad	7,31%	999.999	-	(b) für die Aktien (hier 999.999 Stück), die die aufnehmende Gesellschaft bereits an der aufzunehmenden Gesellschaft hält
VentureCap	18,27%	2.500.000	1.666.667	
Freefloat	71,95%	9.847.049	6.564.699	
	<b>100,00%</b>	<b>13.685.048</b>	<b>8.231.366</b>	<b>Summe der neuen Heliad-Aktien</b>

Quelle: Heliad Equity Partners; MIDAS Research

Bei dem festgelegten Umtauschverhältnis von 3 Best-of-VC-Aktien für 2 Heliad-Aktien erhöht sich die Zahl der Heliad-Aktien von 8.596.432 um 8.231.365 Aktien auf 16.827.797 Aktien (plus 95,8%). Vergleicht man nun den NAV je Aktie für die „neue“ Heliad und die „alte“ Heliad auf Basis der angeglichenen Bewertung zum 31.05.2005, erweist sich die **Verschmelzung** mit einem ceteris paribus Zuwachs dieser Bewertungsgröße um 8,5% als **eindeutig vorteilhaft**.

# AKTIENFLASH

Von den neu ausgegebenen Aktien fließen 1.666.667 Aktien an die *VentureCap*, an der die Heliad mit 92,65% beteiligt ist. Da die VentureCap Ende 2004 geschlossen wurde und sich seitdem in Liquidation befindet, werden die Assets der Gesellschaft – sollte sich kein Dritter als Käufer für die Beteiligungen finden – voraussichtlich an die Heliad verkauft. Entsprechend werden liquide Mittel von rund EUR 2,3 Mio. nach der Liquidation der VentureCap, die voraussichtlich im Juli 2005 erfolgen wird, an die Heliad ausgeschüttet. Da ein Rückkauf der eigenen Aktien nicht erfolgen kann, ohne an alle Aktionäre ein Angebot zu unterbreiten, gehen wir davon aus, dass die Heliad bzw. noch die VCH Best-of-VC Aktien der VentureCap an institutionelle Anleger verkauft werden. Dies sollte für weitere Cash-Zuflüsse von gut EUR 1 Mio. bei der Heliad sorgen.

Beim **Potenzialwert je Aktie** zeigt sich nach unserer Berechnungsweise ein Rückgang um ca. 20%. Dies liegt im wesentlichen daran, dass der Wirtschaftsprüfer bei der **Bewertung der Fund-of-Funds Investments** der Best-of-VC keine Einzelbewertung der Fülle der hinter den Fonds stehenden Beteiligungen vor genommen hat, sondern von langfristig erzielbaren **Normalrenditen** ausgegangen ist. Aus diesem Grund liegt der von ihm ermittelte Ertragswert je Aktie auch nur geringfügig über dem aktuellen Net Asset Value. Dies ist u.E. eine übliche, aber konservative Herangehensweise, während de facto natürlich eine Chance auf Outperformance der Branche besteht. Damit fehlt allerdings beim Potenzialwert je Aktie im Unterschied zum NAV je Aktie zunächst ein vergleichbarer positiver Bewertungseffekt.

In der Private Equity Branche spielt – vor allem bei börsennotierten Private Equity Gesellschaften – der nach den Vorgaben des europäischen Branchenverbandes *EVCA* ermittelte **Net Asset Value** aber die **entscheidendere Rolle**. Und bei diesem Kriterium stellen sich wie aufgezeigt bei Heliad eindeutig positive Effekte durch die Verschmelzung ein.

## Fazit

Der Zusammenschluss mit der VCH Best-of-VC ist aus unserer Sicht als durchweg positiv anzusehen. Das von den ordentlichen HVs bereits abgeseignete Umtauschverhältnis kann als fair betrachtet werden, da es neben dem Ertragswertverfahren der Verschmelzungsprüfer auch durch die NAV-Betrachtung der Unternehmen bestätigt wird. Unser bisheriges **Kursziel** für die Heliad von EUR 1,19 reduzieren wir für die verschmolzene Gesellschaft auf EUR 1,02, was dem neuen Net Asset Value je Aktie entspricht. Dieser Rückgang beim NAV und folglich bei unserem Kursziel ist aber nicht das Resultat der Verschmelzung, sondern insbesondere auf Beteiligungswertabschreibungen im Rahmen des Jahresabschlusses 2004 bei der Heliad zurück zu führen. Ohne die anstehende Verschmelzung hätten wir wie dargelegt unser Kursziel im Rahmen dieses Updates sogar auf EUR 0,94 je Aktie reduzieren müssen. Neben den mittelfristigen **Vorteilen der Verschmelzung** – höhere kritische Anlagemasse, Optimierung der Anlagestruktur, Kostensenkung – profitieren die Heliad Aktionäre also auch unmittelbar.

Heliad weist im Vergleich zum Branchendurchschnitt weiterhin einen sehr ausgeprägten **Discount zum NAV** aus. Dies ist zum einen auf die **Unsicherheiten hinsichtlich der Verschmelzung** zurückzuführen und zum anderen auf den noch vergleichsweise **geringen Reifegrad des Portfolios**. Das Direktinvestmentportfolio von Heliad wurde in einer relativen Hochpreisphase für Unternehmen aufgebaut. Mittlerweile wurden zwar erhebliche Abschreibungen vorgenommen und die Bilanz dadurch bereinigt. Eine rasche Wertaufholung der Beteiligungen fällt jedoch trotzdem schwer, da Zuschreibungen nur stattfinden, wenn sich weitere Investoren zu höheren Preisen an den Unternehmen beteiligen oder ein angestrebter Exit erfolgreich vorgenommen werden kann. Mit der *mcn* und der *Berlin Heart* haben die

# AKTIENFLASH

Unternehmen zwar teilweise den nötigen Reifegrad – die „Exit-Märkte“ in den spezifischen Segmenten stellen sich zur Zeit aber noch schwierig dar.

Die **Zahlen zum 1. Quartal 2005** sind bei Heliad im Rahmen der Erwartungen ausgefallen. Umsätze bzw. sonstige betriebliche Erträge sind nicht zu erwarten gewesen, da es zu keinen Beteiligungsverkäufen kam. Der Quartalsfehlbetrag fiel mit EURT 287 aufgrund der Verschmelzungsaktivitäten mit der Best-of-VC höher aus als im Vorjahresquartal. Positiv anzumerken bleibt, dass es bereits attraktive Rückflüsse aus den Fonds gibt.

Die ordentlichen Hauptversammlungen der beiden Gesellschaften im Mai haben bereits einmal die Verschmelzung abgesegnet und werden dies u.E. auch auf den neu angesetzten HVs tun. Die endgültige Eintragung der verschmolzenen Gesellschaft sollte dann für Klarheit sorgen und könnte **kurzfristige Kursimpulse** setzen. Mit unserer pro-forma NAV-Bewertung der Gesellschaft nach Verschmelzung können wir darlegen, dass sich trotz erheblich gesteigener Aktienzahl noch ein deutliches Kurspotenzial ergibt. Damit besteht jetzt die **Chance auf gut 30% Kurszuwachs**, wenn sich der Discount zum NAV nach Wegfall der Unsicherheit über die Verschmelzung entsprechend zurückbildet. Da der Potenzial- bzw. Ertragswert auch der „neuen“ Heliad deutlich über dem Net Asset Value liegt, besteht zudem darüber hinaus die Chance auf einen fortgesetzten Abbau des Bewertungsrückstandes. Wir erneuern daher unsere **Kaufempfehlung** für die Heliad-Aktie zunächst mit einem **Kursziel von EUR 1,02** auf Sicht von 6 Monaten.

Auch das Wertgutachten des Verschmelzungsprüfers, das auf internen Zahlen beruht, zeigt mit einem Ertragswert von EUR 1,24 für die Heliad-Aktie und EUR 0,82 für die Best-of-VC-Aktie auf Stand-alone-Basis noch deutliche Kurspotenziale für beide Unternehmen. Sollte Heliad tatsächlich **Überrenditen** verglichen mit den langjährigen Branchendurchschnitten erzielen können, dürfte sich der Potenzialwert der „neuen“ Heliad entsprechend weiter kontinuierlich erhöhen.

# AKTIENFLASH

## Quellen:

Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA  
VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA  
MIDAS Research GmbH  
[www.cortalconsors.de](http://www.cortalconsors.de)  
[www.maxblue.de](http://www.maxblue.de)  
[www.reuters.de](http://www.reuters.de)

## MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site <http://www.midasresearch.de> unter „RESEARCH ABO“

## Haftungsausschluss / Disclaimer

**This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.**

Die vorliegende Publikation wurde von der MIDAS Research GmbH erstellt. Sie stellt lediglich eine unverbindliche Einschätzung der Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie von börsennotierten Gesellschaften dar und gibt Auskunft über die Zusammensetzung bzw. Veränderung des von der MIDAS Research GmbH zusammengestellten Musterportfolios. Zweck der Publikation ist die Bereitstellung von Informationen zur persönlichen Meinungsbildung. Sie ist keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Abschluss bestimmter Börsengeschäfte und kann auch keine Anlageberatung ersetzen. Jeder Leser bleibt aufgefordert, sich zwecks Erörterung eines möglichen Kaufs oder Verkaufs eines oder mehrerer der nachstehend beschriebenen Wertpapiere vor einer solchen Maßnahme seinen Anlageberater zu konsultieren. Die dieser Publikation zugrunde liegenden Daten und Fakten sind keiner eigenständigen Prüfung im Sinne eines rechtsverbindlichen Due Dilligence Verfahrens durch die MIDAS Research GmbH unterzogen worden und die MIDAS Research GmbH übernimmt trotz sorgfältiger Analyse keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation. Sofern in der Publikation zukunftsgerichtete Aussagen insbesondere zur Kursentwicklung von Wertpapieren oder Geschäftsentwicklung von Unternehmen getroffen werden, handelt es sich um Prognosen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit der prognostizierten Umstände unterliegt erheblichen Risiken und kann in keiner Weise zugesichert werden. Die in der Publikation geäußerten Einschätzungen sowie Angaben zum Musterportfolio der MIDAS Research GmbH haben nur Gültigkeit für den Zeitpunkt des auf der Publikation vermerkten Redaktionsschlusses und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern oder geändert haben.

Weder die MIDAS Research GmbH noch sonstige mit der MIDAS Research GmbH verbundene Personen, die an der Erstellung und Verbreitung dieser Publikation mitgewirkt haben, verfügen über Beteiligungen im Sinne von §5 Abs. 3 Nr.1 FinAnV oder haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen gemäß §5 Abs.3 Nr.2e FinAnV in Bezug auf die Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA.

Diese Publikation ist im Rahmen eines zwischen der Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA und der MIDAS Research GmbH bestehenden, kostenpflichtigen Research-Betreuungsvertrages entstanden. Die Heliad Equity Partners GmbH & Co. KGaA hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

EMAIL: [info@midas-research.de](mailto:info@midas-research.de) INTERNET: <http://www.midasresearch.de> KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -