

PEH Wertpapier AG

Stärken und Chancen

- *Wachstumsmarkt Vermögensmanagement:* In den kommenden Jahren werden Milliardenbeträge vererbt. Finanzprodukte sind komplex und erklärungsbedürftig. Davon profitiert der PEH-Konzern mit seinen qualifizierten Beratern und einer breiten Produktpalette. Viele hauseigene Fonds wurden mit Preisen ausgezeichnet.
- *Notwendigkeit privater Vorsorge:* Die sozialen Sicherungssysteme in Deutschland sind nicht mehr finanzierbar. Wer seinen Lebensstandard halten möchte, muss privat vorsorgen.
- *Ausbaufähiges Geschäftsmodell:* Das Unternehmen kommt mit relativ wenig Kapital aus, da die Mitarbeiter stark erfolgsabhängig entlohnt werden. Bei Einhaltung der ambitionierten Expansionspläne weist der Unternehmenswert des PEH-Konzerns ein hohes Potenzial auf. Auf Basis unseres Modells haben wir einen fairen Wert von 32,6 bis 36,0 Euro je Aktie errechnet.

Schwächen und Risiken

- *Starke Börsenabhängigkeit:* In schlechten Marktphasen sinken die Kundenvolumina sowie die Bereitschaft der Kunden, neue Gelder zu investieren. Wesentliche Teile der Provisionseinnahmen sind erfolgsabhängig und schwanken sehr stark. Die Bestandsprovisionen können nur einen Teil abfedern.
- *Expansionserfolg entscheidend:* Ein Teil des angestrebten hohen Unternehmenswachstums ist bereits im Kurs enthalten. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,4 auf Basis der geschätzten Gewinne für 2006 ist die Aktie nicht preiswert.

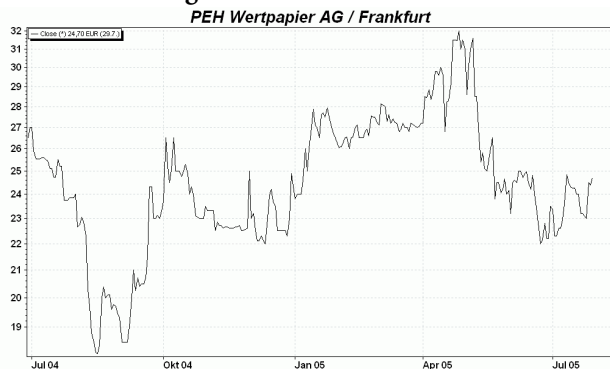
Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 24,70 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0006201403
Branche	Vermögensverwaltung
Sitz der Gesellschaft	Oberursel
Internet	www.peh.de
Ausstehende Aktien	1,653 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	November 1998
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	40,84 Mio. Euro
Free Float	ca. 45 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (52 Wochen)	32,0 Euro / 18,12 Euro
Performance (52 Wochen)	+2,31 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 25 Tsd. Euro / Tag

Kennzahlen

Geschäftsjahr	2004	2005e	2006e
Betreutes Volumen (Mio. EUR)	1.020	1.190	1.300
EpS (EUR)	0,87	1,2	1,4
Dividende / Aktie (EUR)	0,5	0,5	0,6
KGV	27,9	20,3	17,4
Dividendenrendite (in %)	2,1	2,1	2,5

Disclaimer

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH (im folgenden Performaxx) für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt Performaxx jedoch keine Gewähr. Die PEH Wertpapier AG ist für die Richtigkeit und Vollständigkeit der übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte selbst verantwortlich.

Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Autoren noch Performaxx haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen.

Performaxx und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

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.

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. 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.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Unternehmensprofil

Vom Fondsanbieter zum breit angelegten Vermögensmanager

Die in Oberursel ansässige PEH Wertpapier AG ist als konzernunabhängiges Finanzdienstleistungsunternehmen seit über 20 Jahren am Markt als Vermögensspezialist tätig. Das 1981 gegründete Unternehmen hat sich vom Spezialisten für das Fondsgeschäft zum breit angelegten Vermögensmanager entwickelt. Die Kunden werden vor Ort in den Kompetenzzentren in Oberursel, München, Hamburg und Stuttgart beraten. Weitere Standorte in Deutschland sind in der Planung. Vorrangiges Ziel ist die kontinuierliche Erschließung neuer Märkte und Kundenpotenziale. Geführt wird die Gesellschaft von Martin Stürner und Stefan Mayerhofer. Martin Stürner ist als Vorstandsvorsitzender für die Bereiche Asset Management und Finanzen verantwortlich, während sein Vorstandskollege Stefan Mayerhofer für den Vertrieb zuständig ist.

Über eine Milliarde betreutes Vermögen

Im November 1998 erfolgte der Börsengang der PEH Wertpapier AG im Freiverkehrsegment an der Berliner Wertpapierbörse. Die Aktie wird heute in Frankfurt am Main im Freiverkehr und in Berlin am Geregelten Markt gehandelt. Das Unternehmen verwaltet ein Vermögen von weit über eine Milliarde Euro und zählt damit zu den Großen der Branche. Das Asset Management und die ganzheitliche Vermögensplanung gehören zu den Kernkompetenzen.

Prämierte eigene Fondspalette

Leistungsträger im PEH-Konzernverbund ist die PEH Wertpapier AG. Die Gesellschaft berät und verwaltet seit mehr als 15 Jahren Investmentfonds. Mit fünf Aktienfonds, drei Mischfonds und zwei Rentenfonds werden verschiedene Anlagestile und Asset Klassen abgedeckt. Zahlreiche Auszeichnungen unabhängiger Agenturen zeugen von der Qualität des Fondsmanagements. Auch in diesem Jahr wurden bereits zwei Preise verliehen: Der *Lipper Fund Awards Austria 2005 – PEH Best Fund Group over Three Years, Equity Group – Small* und der *GermanMaster 2005* für den Fondsmanager des PEH Empire, der auch schon im Vorjahr den *Lipper Fund Award 2004* sowie *Doppelgold* beim Sauren Fondsmagerrating erhielt. Ebenfalls mit Doppelgold wurden in den Vorjahren der PEH Q-Goldmines (2003), der PEH Q-Emerging Markets (2004) und der PEH Q-Discount (2004) bedacht.

Aber auch externe Investmentfonds

Je nach Anlegermentalität kann der Kunde zusätzlich aus einem Angebot fremder Investmentfonds wählen. Allein in Deutschland stehen über 8.000 Fonds zur Auswahl. Im Rahmen der PEHfondsvermögensverwaltung kümmert sich ein professionelles Expertenteam um die Fondsselektion und stellt unter Berücksichtigung der Anlegerpräferenzen ein risikoadjustiertes Portfolio zusammen.

Private Vermögensplanung

Die Tochter der PEH Wertpapier AG, die Privatbilanz AG, bietet den Kunden eine vernetzte Betrachtung Ihres Gesamtvermögens. Nicht nur im Hinblick auf die Ruhestandsplanung sondern auch anlässlich einer Unternehmensnachfolge-

planung oder Nachlassgestaltung wird eine fundierte Entscheidungsgrundlage erarbeitet. Die ganzheitliche Analyse von Vermögen und Verbindlichkeiten, Einnahmen und Ausgaben, Zielen und Wünschen optimiert die finanzielle Situation und beugt kostspieligen nachträglichen Korrekturen vor.

Gerüstet für Hedgefonds-Markt

Die Absolute+Plus Ltd. ist neben PEH Wertpapier AG die wichtigste Ertragssäule im Konzernverbund. Mit dieser Beteiligung ist der Konzern frühzeitig in den Markt für Hedgefonds eingestiegen und erweitert sein Geschäftsgebiet in andere europäische Märkte. Weitere größere Beteiligungen an der AXXION S.A. (eine Servicegesellschaft in Luxemburg für die Verwaltung von Fonds), der INFOS GmbH (Vertriebszugang zu rund 30.000 Kleinanlegern) und der AfiMa GmbH runden das Unternehmens-Portfolio ab.

Markt und Strategie

Private Vorsorge unabdingbar

Die Systeme der sozialen Absicherung in Deutschland sind nicht mehr finanzierbar. Kostendruck und Leistungskürzungen oder Schlagworte wie „Bürgerversicherung, Kostenexplosion im Gesundheitswesen“ verdeutlichen den Ernst der Lage. Der Staat zieht sich mehr und mehr aus seiner Vorsorgeverantwortung zurück. Hinzu kommt die katastrophale demographische Entwicklung: Immer weniger Erwerbstätige müssen für immer mehr Rentner Kapital bilden. Die Schere läuft auseinander und es ist mit weiteren starken Einschnitten bei der Altersversorgung zu rechnen. Wer seinen Lebensstandard halten möchte, muss privat vorsorgen.

Erbengeneration auf der Suche nach Rendite

Deutschland gilt als ein Volk von Sparern. In den kommenden Jahrzehnten werden Milliardenbeträge an die Erbengeneration weitergegeben. Auf der Suche nach höheren Renditen ist es äußerst wahrscheinlich, dass die jungen Erben verstärkt auch andere Anlageformen nachfragen werden. Da Finanzprodukte recht abstrakt und erklärungsbedürftig sind, wächst auch in den kommenden Jahren der Bedarf an qualifizierter Beratung und Betreuung.

Angekratztes Image der Banken

Negativschlagzeilen und Geschichten über unzufriedene Bankkunden, die nicht bedarfsgerecht beraten wurden, schaden dem Ruf der Finanzbranche. Zwar werden unter dem Deckmantel der Objektivität auch Fremdprodukte angeboten, dennoch sollen letztendlich nur hauseigene Produkte den Kunden verkauft werden – so lautet ein häufiger Vorwurf. Ob berechtigt oder nicht: Enttäuschte Anleger suchen verstärkt den Rat von unabhängigen Finanzspezialisten und Vermögensmanagern.

Unabhängige Vermögensverwalter profitieren

Die Notwendigkeit zu verstärkter privater Vorsorge sowie der steigende Kundenwunsch nach objektiver und kompetenter ganzheitlicher Beratung, bietet weiteres Wachstumspotenzial für den PEH-Konzern. Unabhängige Vermögensverwalter haben in Deutschland mit einem Marktanteil von rund zwei Prozent noch erhebliches Nachholpotenzial. Zum Vergleich: In der Schweiz beträgt der Marktanteil fast 15 Prozent.

Kontinuierliches Wachstum

Seit der strategischen Neuausrichtung durch den heutigen Vorstandsvorsitzenden Martin Stürner ist das konsolidierte Vermögen von 90 Mio. Euro auf 1,08 Mrd. Euro per 1. Quartal 2005 gewachsen. Das ist eine beachtliche Leistung insbesondere vor dem Hintergrund, dass erst seit rund fünf Jahren nennenswerte Vertriebsaktivitäten gestartet wurden.

Stiftungsmanagement

In den letzten Jahren erlebte die Neugründung von Stiftungen einen spürbaren Aufschwung. Mit der Reformierung der gesetzlichen Änderungen wachsen die Anforderungen an eine professionelle Vermögensverwaltung. Mit dem PEH Stiftungsmanagement verfügt das Unternehmen über mehrjährige Expertise in diesem Bereich. In Kooperation mit erfahrenen Rechtsanwälten und Steuerberatern werden Gründungen individuell begleitet und im Rahmen der Vermögensverwaltung weiter betreut.

Family Offices für große Vermögen

Die aus den USA stammende Idee der Family Offices findet auch in Deutschland immer größeren Anklang. Dabei steht die umfassende Betreuung und permanente Überwachung komplexer Familienvermögen im Mittelpunkt. Für ein Vermögen ab einer liquiden Größe von 30 Mio. Euro bietet PEH ein Familien-Fonds-Konzept an, das die Zusammenfassung aller Wertpapiere, Geldanlagen und Finanzderivate in einer einheitlichen Struktur bei treuhänderischer Verwahrung durch die Depotbank ermöglicht. Es erfolgt eine tägliche Messung der Performance durch den regelmäßig ermittelten Fondspreis. Die bisherigen Bankverbindungen können beibehalten werden, da die einzelnen Wertpapierbestände gegen Anteile des Familien-Fonds getauscht werden.

Kundenfreundliches Familien-Fonds-Konzept

Die Zusammenfassung aller Vermögenswerte in einem einzigen Family-Office-Portfolio ist kundenfreundlich und vereinfacht gleichzeitig das Management des Gesamtvermögens - ohne Abstriche an die Performance hinnehmen zu müssen. Im Gegenteil, durch Aufteilung größerer Vermögen in jeweilige Assetklassen und Betreuung durch separate Vermögensverwalter kann das Chance-/Risikoprofil weiter optimiert werden.

Flexibilität in der Anlageentscheidung ohne Steuerproblem

Die zu beachtende Spekulationsfrist von 12 Monaten für Wertpapiergeschäfte führt bei Einzelportfolios häufig zu einer Einschränkung der Flexibilität der Anlageentscheidungen. Bei einem Investmentfonds findet diese Regelung keine

Anwendung. Der Fondsmanager kann unabhängig von steuerlichen Aspekten seine Anlageentscheidungen treffen.

Einfaches Handling im Erbfall

Mit der Verlagerung des Wertpapiervermögens in einen Familien-Fonds verändert sich die rechtliche Struktur des Vermögens. Dies ermöglicht im Schenkungs- oder Erbfall eine leichte (Teil-)Übertragbarkeit. Die aktuelle Vermögensstruktur bleibt erhalten und die Anlagekontinuität gewahrt.

Branche mit Fehlstart in Deutschland

Mit der Beteiligung an der Absolute+Plus Ltd. sicherte sich PEH einen strategisch wichtigen Zugang zum Hedgefondsmarkt. Zwar wurden bisher die hohen Erwartungen der gesamten Branche in Deutschland nicht erfüllt, dennoch besteht die berechnete Hoffnung, dass nach einem anfänglichen „Gewöhnungsprozess“ der Bereich an Bedeutung gewinnt.

Luxemburger Profiteur der verschärften Gesetzgebung

Der Luxemburger Fondsdienstleister AXXION S.A. profitiert von den Gesetzesänderungen mit verschärften Controlling- und Berichtspflichten. Einziger Wermutstropfen ist die geringe Marge. Nur durch entsprechend große Volumina kann die AXXION S.A. im Wettbewerb bestehen und an Bedeutung gewinnen.

Ertragreiches Gebührenmodell

Der überwiegende Anteil der Einnahmen von PEH stammt aus fixen und jährlich wiederkehrenden Bestandsgebühren auf vorhandene Kundenvolumina. Diese Gebühren sind nahezu unabhängig von den Schwankungen der Kapitalmärkte und bilden ein solides Fundament. Nur eine Kundenfluktuation oder die Änderung der Gebührensätze beeinflusst die Einnahmen maßgeblich. Dennoch ist zu berücksichtigen, dass eine schlechte Börsenentwicklung Investoren abschreckt und Verluste automatisch das Volumen schmälern. Insbesondere leiden dann die Provisionserträge aus erfolgsabhängigen Mandaten. Bei den traditionell margenschwachen institutionellen Mandaten wirkt sich der Effekt besonders negativ aus.

Ausbaufähiges Geschäftsmodell

Das Unternehmen kommt mit vergleichsweise wenig Kapital aus, da seine Mitarbeiter stark erfolgsabhängig entlohnt werden und die vorhandenen Kundengelder auch in schlechten Börsenphasen Bestandprovisionen generieren. Ein Ausbau der Vertriebsaktivitäten kann ohne nennenswerte Mittelaufnahmen aus eigener Kraft finanziert werden. Neue Berater bringen im Idealfall einen Teil ihrer früheren Kunden mit und tragen zu einem schnellen Cash Flow bei. Ein positiver Nebeneffekt ergibt sich für die Aktionäre, da bei gleich bleibender Stückzahl der Gewinn je Aktie steigt.

Geschäftsverlauf

Erfolgreiches Geschäftsjahr 2004

Der PEH-Konzern hatte im Geschäftsjahr 2004 die angestrebten Wachstumsziele erreicht und das operative Ergebnis deutlich gesteigert. Mit einem Wachstum von 33,0 Prozent stieg das Ergebnis vor Steuern (nach Abzug von Drittanteilen) auf 2,336 Mio. Euro. Der Gewinn nach Steuern belief sich mit einem Plus von 20,2 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf 1,436 Mio. Euro. Das E-BITDA lag mit einem Zuwachs von 30,1 Prozent auf 2,729 Mio. Euro am oberen Rand des langfristigen Zielkorridors.

Provisionen fließen, Kosten belasten

Das betreute Wertpapiervolumen erhöhte sich um 19,3 Prozent auf 1,02 Mrd. Euro. Die Provisionserträge (netto) verbuchten ein kräftiges Plus von 31,0 Prozent gegenüber 2003. Durch die vermehrten Vertriebs- und Marketingaktivitäten stiegen die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen um 45,3 Prozent auf 6,254 Mio. Euro. Die Cost-income-ratio verschlechterte sich um 10,3 Prozent auf 67,3 Prozent. Vor dem Hintergrund der verstärkten Vertriebsaktivitäten erscheint der temporäre Anstieg vertretbar. Langfristig sollte eine Kostenquote von 0,5 Prozent angestrebt werden.

Stattliche Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalrendite vor Steuern betrug respektable 31,5 Prozent (19,3 Prozent nach Steuern). Hier zeigt sich die nachteilige Besteuerung in Deutschland für viele mittelständische Unternehmen, die nicht wie die internationalen Groß-Konzerne die Steuerbelastung noch weiter senken können. Dieser Wettbewerbsnachteil muss durch ein besonders effizientes Kosten- und Vertriebsmanagement eskomptiert werden. Die Kapitalausstattung mit einer Eigenkapitalquote von 58,5 Prozent ist komfortabel. Die Dividende wurde gegenüber dem Vorjahr um 0,1 Euro auf 0,5 Euro pro Aktie angehoben. Das Ergebnis je Aktie betrug 0,87 Euro (nach DVFA).

Ertragssäule PEH Wertpapier AG

Leistungsträger im Konzernverbund ist die PEH Wertpapier AG. Neben deutlich gestiegenen Erträgen konnte dort die Anzahl der direkt betreuten Kunden um 22,6 Prozent ausgebaut werden. Beständiges Kundenwachstum und niedrige Kundenfluktuation sind ein wichtiger Indikator für die Zufriedenheit der Mandanten – eine Überlebenskriterium für jeden Vermögensmanager. Die Absolute+Plus Ltd. verzeichnete im schwierigen Marktumfeld für Hedgefonds rückläufige Gewinne. Dennoch gehört die Gesellschaft zum zweitstärksten Ertragsbringer im Konzern. Bei den anderen konsolidierten Gesellschaften konnte die Afi-Ma GmbH das Ergebnis mehr als verdoppeln. Die INFOS GmbH ist in Gewinnzone zurückgekehrt. Der Geschäftsbereich der AXXION S.A. wurde zu Lasten der Marge stark ausgebaut. Das Volumen stieg um mehr als 50 Prozent. In dem Geschäftsbereich der AXXION S.A. ist Größe ein entscheidender Wettbewerbsfaktor, da in der Branche mit weiteren Konsolidierungen zu rechnen ist.

Schwaches 1. Quartal 2005

Nach dem ausgezeichneten Geschäftsjahr 2004 sind die Erwartungen an das aktuelle Berichtsjahr entsprechend hoch. Um so enttäuschender sind auf den ersten Blick die Zahlen des 1. Quartals. Schaut man genauer hin, relativiert sich das Ergebnis, da die intensivierten Marketingaktivitäten und getätigten Investitionen ihr volles Potenzial erst langfristig entfalten können. Das Ergebnis vor Steuern sank im PEH-Konzern um 24,0 Prozent auf 548 Tsd. Euro gegenüber dem Vorjahresquartal. Der Gewinn nach Steuern fiel im Berichtsquartal um 28,8 Prozent auf 354 TEuro. Die Steuerlast im Konzern ist um mehr als 50,0 Prozent auf fast eine Million Euro angestiegen. Die Steuerquote beträgt über 35,0 Prozent. Das rückläufige Ergebnis im PEH-Konzern resultiert primär aus einer schwächeren Entwicklung bei der PEH Wertpapier AG und der Absolut+Plus Ltd.

Schwieriges Marktumfeld

Die Provisionseinnahmen der PEH Wertpapier AG sind gegenüber dem Vorjahresquartal um 12,4% rückläufig. Während die Ausgaben für Kundenveranstaltungen und Marketingaufwendungen noch einmal erhöht wurden sowie weitere Vermögensverwalter gewonnen werden konnten, litten die Einnahmen des Geschäftsbereiches Private Kunden unter dem internationalen Marktumfeld. Der Ausbau der Marktposition belastete das Unternehmensergebnis ohne das entsprechende Zusatzerträge als Ausgleich wirksam wurden. Mit einem adäquaten Rückfluss ist - wie in der Vergangenheit auch - erst mit einer zeitlichen Verzögerung zu rechnen. Die Allgemeinen Verwaltungskosten haben sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 16,65 Prozent erhöht, während sie gegenüber dem 4. Quartal 2004 um 7,6 Prozent gefallen sind.

Uneinheitliche Geschäftsentwicklung

Im Bereich der anderen konsolidierten Konzerngesellschaften haben die AfiMa GmbH und die INFOS GmbH ihre Ergebnisse im 1. Quartal 2005 gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesteigert. Bedingt durch den Ausbau der AXXION S.A. erhöhten sich die Verwaltungsaufwendungen bei dieser Gesellschaft und führten zu einem leicht rückläufigen Quartalsergebnis, obwohl die betreuten Volumina deutlich gesteigert werden konnten. Die AXXION S.A. fungiert jetzt auch als Verwaltungsgesellschaft für die PEH-Fonds. Der Beitrag der AXXION S.A. zum Konzern-Gesamtergebnis ist noch relativ klein. Im Gegensatz dazu kommt den stark rückläufigen Provisionseinnahmen der Absolute+Plus Ltd. größere Bedeutung zu. Bedingt durch die geringe Marktvolatilität konnte der Hedgefonds-Spezialist kaum performanceabhängige Gebühren erwirtschaften.

Desinvestition der INFOS GmbH

Die PEH Wertpapier AG hat die 25,1 Prozent Beteiligung an der INFOS GmbH veräußert. Der Firmengründer hat unter aufschiebender Bedingung die Anteile zum Buchwert zurückgekauft. Wenn alle Bedingungen des Kaufvertrages in den nächsten zwei Jahren erfüllt werden, führt der Verkaufserlös in der Konzernbilanz zu einem Buchgewinn von 186 Tsd. Euro. Die Desinvestition ist Ausdruck der langfristigen Unternehmensstrategie, sich auf den Ausbau der Kerngeschäfts-

felder Private Kunden und Asset Management zu fokussieren. Diesen Schritt sehen wir positiv, da eine Bündelung der Kräfte die angestrebte Expansion begünstigt.

Neuer Großaktionär – kaum noch Aktien frei verfügbar

Ein neuer Großaktionär, Herr Sven Lorenz, hat sich an der PEH Wertpapier AG mit rund 12,5 Prozent beteiligt. Damit wird der Streubesitz weiter ausgedünnt. Berücksichtigt man die lose Aktionärsgruppe um den Vermögensverwalter Reinhard Bock und weiterer Brancheninvestoren, so befinden sich schätzungsweise nur noch 10 Prozent der Aktien in effektivem Streubesitz. Es stellt sich die Frage, ob möglicherweise eine bedeutende Investorengruppe den Konzern übernehmen möchte. Begehrlichkeiten bei Finanzinvestoren könnte allein schon die Absolute+Plus Ltd. wecken. Für Hedgefonds-Experten wurden in den letzten Jahren hohe Übernahmesummen gezahlt.

Bewertung

Märkte geben den Takt vor

Trotz der verstärkten Bemühungen um regelmäßige Ertragsströme aus Bestandsprovisionen haben die Schwankungen der Kapitalmärkte immer noch einen erheblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung des PEH-Konzerns. Ob Hedgefonds oder Diversifikation der Teilgesellschaften, es gilt immer noch der Grundsatz: Bei fallenden Märkten schmelzen nicht nur die betreuten Volumina der Kunden, sondern auch deren Bereitschaft neue Gelder zu investieren. Folglich sinken die performanceabhängigen Einnahmen, die einen großen Teil der Erträge ausmachen. In Haussephasen kehrt sich der Effekt um.

Kaum Vergleichsmöglichkeiten

Eine Unternehmensbewertung der PEH Wertpapier AG fällt nicht leicht. Zwar bieten sich als Peer-Group Finanzdienstleistungsunternehmen wie MLP, AWD oder MPC näherungsweise an. Der solcher Vergleich wäre mit großen Einschränkungen behaftet. Daher wählen wir einen anderen pragmatischen Bewertungsansatz.

Übernahmefantasie

Wir lassen uns von der Überlegung leiten, welchen Preis ein potenzieller Übernehmer maximal zu zahlen bereit wäre. Je nach Kostenstruktur und Qualität des Kundenstammes ist eine Spanne von 4 bis 7 Prozent des betreuten Volumens als Übernahmepreis üblich. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte und dem avisierten mittelfristigen Wachstum halten wir 5 Prozent bei der PEH Wertpapier AG für realistisch. Bei einem betreuten Volumen von 1,081 Milliarden Euro per Ultimo März 2005 ergibt sich ein Unternehmenswert je Aktie von rund 32,6 Euro. Bei einem Wachstum der Anlagegelder um weitere 10 Prozent bis zum Jahresende erhöht sich der Unternehmenswert je Aktie auf gut 36,0 Euro. Damit ergibt sich zum aktuellen Kurswert eine deutliche Unterbewertung.

*Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“*

Der Bedarf an unabhängiger und ganzheitlicher Beratung steigt unverkennbar. Die PEH Wertpapier AG und die AfiMa GmbH sind in diesem Bereich mit den Geschäftsfeldern Private Kunden und Assetmanagement gut vertreten. Wenn sich der Hedgefondssektor auch in Europa langfristig als bedeutende Asset Klasse etabliert, kann die Absolute+Plus Ltd. ihr ganzes Ertragspotenzial entfalten. Die solide Geschäftspolitik und der wohlüberlegte Ausbau der Geschäftsaktivitäten sprechen für eine Fortsetzung der Erfolgsgeschichte. Die angestrebten Zuwachsraten von über 20 Prozent im Gleichschritt mit einem Ergebniswachstum von über 20 Prozent sind ambitioniert, aber nicht unerreichbar. Ein schwer kalkulierbares Risiko bleibt die Entwicklung an den Kapitalmärkten, da wesentliche Teile der Provisionseinnahmen von der Entwicklung des betreuten Wertpapiervolumens abhängig sind. Unser Urteil für die Aktie der PEH Wertpapier AG lautet: „Spekulativ kaufen.“

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
Balanstr. 16
81669 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