

Albis Leasing AG

Stärken und Chancen

- *Solider Ertragssockel:* Das Geschäftsmodell der Albis Leasing AG weist eine hohe Ertragsstabilität auf, die aus der Erbringung umfassender, wiederkehrender Dienstleistungen gegenüber den platzierten Fonds, insbesondere Leasing-Fonds resultiert.
- *Kundenbestand birgt Wachstumschancen:* Mit seinem hohen Kundenbestand von derzeit rd. 37.200 Fondsanlegern kann sich Albis zusätzliche Wertschöpfungsbereiche erschließen, die weit über die Auflage von Leasing-Fonds hinaus gehen.
- *Positive Marktentwicklung:* Die Nachfrage nach geschlossenen Fonds wächst seit Jahren. Aufgrund der in diesem Jahr eingeführten staatlichen Aufsicht dieser Anlagekategorie kann von einer weiteren steigenden Akzeptanz dieser attraktiven Asset-Gruppe ausgegangen werden.
- *Hohes Kurspotenzial:* Unter plausiblen Annahmen ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 10,11 Euro je Aktie und damit ein Aufwärtspotenzial von über 27 Prozent. Zusätzliche Kursphantasie entfacht das IPO der Tochter Rothmann & Cie., der wir alleine einen Börsenwert in Höhe der jetzigen Marktkapitalisierung der Albis Leasing AG zutrauen.

Schwächen und Risiken

- *Intransparentes Geschäftsmodell:* Insgesamt ist das Geschäftsmodell des Unternehmens sehr komplex. Dies führt am Kapitalmarkt häufig zu Bewertungsabschlägen.
- *Entwicklung bei Leasingfonds schwierig:* In den letzten Jahren ist die Nachfrage nach Leasingfonds deutlich zurückgegangen.

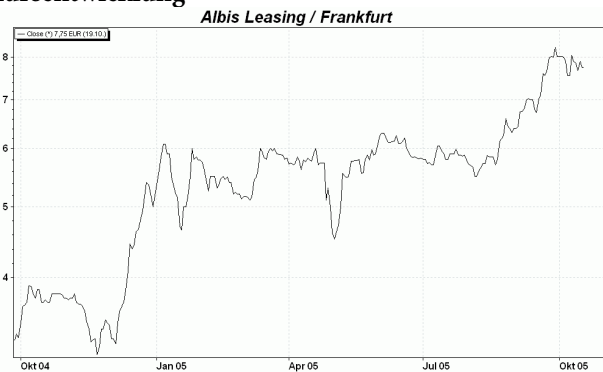
Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 7,94 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0006569403
Branche	Finanzdienstleistung
Sitz der Gesellschaft	Hamburg
Internet	www.albis-leasing.de
Ausstehende Aktien	15,33 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	121,7 Mio. Euro
Free Float	37 %

Kursentwicklung



Hoch / Tief (52 Wochen)	8,11 Euro / 3,10 Euro
Performance (52 Wochen)	109 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 280 Tsd. Euro / Tag

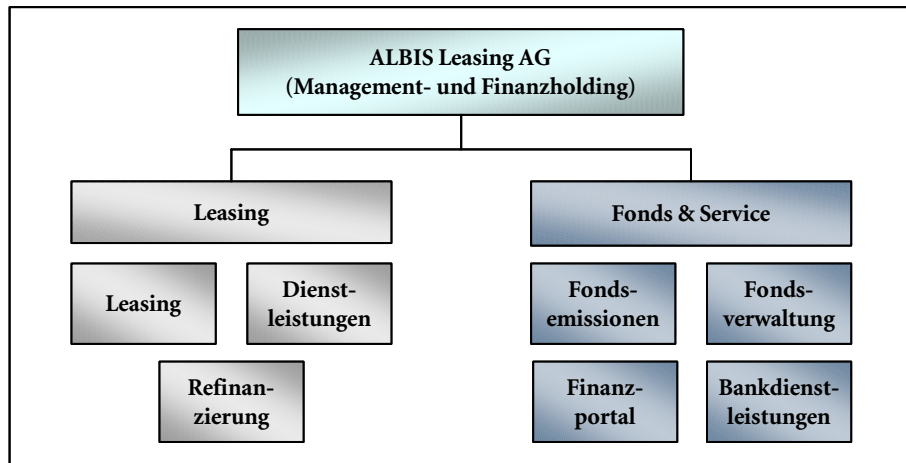
Kennzahlen

Geschäftsjahr	2004	2005(e)	2006(e)
Gesamterträge (Mio. EUR)	14,2	17,1	20,5
EpS (EUR)	0,38	0,33	0,40
KGV	20,9	24,1	19,9

Unternehmensprofil

Der Albis-Konzern

Die Albis-Gruppe ist der größte banken- und herstellerunabhängige Leasingkonzern Deutschlands. Innerhalb des Albis-Konzerns sind die zwei Bereiche „Leasing“ sowie „Fonds & Service“ zu differenzieren, die sich ihrerseits in diverse Aktionsbereiche gliedern:



Konzernstruktur der Albis-Gruppe

Geschäftsmodell innerhalb des Konzerns

Bei Albis von einem Leasingkonzern zu sprechen, ist genau genommen missverständlich. Hier liegen zwar die Wurzeln des Konzerns, das Unternehmen muss heute jedoch in erster Linie als Finanzdienstleister verstanden werden, dem folgendes Geschäftsmodell zugrunde liegt: Im Bereich „Fonds & Service“ werden u.a. geschlossene Fonds für Wachstumsmärkte aufgelegt. Diese Anlegergelder vom freien Kapitalmarkt werden an deutsche mittelständische Unternehmen, unter ihnen auch und vor allem die Gesellschaften des Geschäftsbereiches Leasing, vermittelt. Diese Mittel sind wesentlicher Bestandteil der Finanzierung der operativen Leasinggesellschaften von Albis.

Segment „Leasing“

Kernstück des Segments „Leasing“ ist das Mobilien-Leasing, also das Leasinggeschäft mit beweglichen Gütern. Per 31. Dezember 2004 verfügt die Gesellschaft über knapp 43 Tsd. Leasingverträge und ein Leasingvermögen von 645 Mio. Euro. Mit 372 Beschäftigten erwirtschaftete das Leasingsegment im vergangenen Jahr einen Außenumsatz von 517 Mio. Euro. Den größten Teil des Segmentumsatzes entfällt auf den Bereich „Räder“. Hier tritt die Unternehmensgruppe u.a. als Leasinggeber für PKWs (Leasetrend) oder Nutzfahrzeuge (NL Mobil Lease) sowie im Bereich der Autovermietung (Budget ALAG) auf. Weitere Schwerpunkte liegen im Leasinggeschäft mit IT, Bürokommunikation, Medizintechnik (Albis HiTec Leasing) sowie Werkzeug- und Produktionsmaschinen (KML). Zur Erweiterung der Wertschöpfungskette bietet die Gruppe ferner neben reinen Leasing- und Mietprodukten eine Reihe von Dienstleistungsangeboten, wie

bspw. Instandsetzung, Sicherstellung oder Aufbereitung von Nutzfahrzeugen (Truckport) an. Gegenwärtig fokussiert sich Albis ebenfalls auf Leistungen rund um PKWs und LKWs. Abgesehen von diesen beiden Geschäftsfeldern baut die Gruppe in jüngerer Zeit im Segment „Leasing“ ein drittes Standbein auf, das mittelständischen Leasingunternehmen eine Refinanzierungsplattform (Albis Capital & Albis Securitisation) bietet. Dabei kauft Albis die Verträge anderer Leasingfirmen und bündelt sie zu einem Portfolio von Leasingforderungen, welche sich über den Kapitalmarkt finanzieren lassen.

Segment „Fonds & Service“

Im Segment „Fonds & Service“ entwickelt, platziert und verwaltet das Unternehmen unter dem Firmennamen „Finanzhaus Rothmann“ schwerpunktmäßig Mobilien-Leasingfonds sowie darüber hinaus Logistikimmobilien- und neuerdings Lebensversicherungsfonds. Mit 37.210 Anlegern und einem Emissionsvolumen von 853 Mio. Euro per September 2005 ist das Finanzhaus einer der führenden Anbieter. Per Ende 2004 ist man, gemessen am Investitionsvolumen, bereits der siebtgrößte Anbieter geschlossener Fonds in Deutschland, im Bereich Leasingfonds das mit Abstand größte Emissionshaus. Der Segmentumsatz legte im vergangenen Jahr um 24 Prozent auf 35,3 Mio. Euro zu. Zum Ende des Jahres 2004 waren im Teilkonzern Rothmann insgesamt 27 Mitarbeiter beschäftigt.

U.a. zum Ausbau der Vertriebswege für geschlossene Fonds ist Rothmann mit 70 Prozent an dem Finanzportal „Finanzdock“ beteiligt. Hierbei handelt es sich um ein Internetportal, welches insbesondere Vermittlern von Finanzprodukten umfangreiche Front- und Backoffice-Funktionen bereit stellt, wie z.B. Portfolioanalyse und -gestaltung, Vergleichsrechner zu Versicherungsprodukten, Verwaltung von Kunden- und Vertriebspartnerdaten sowie Abrechnung und Reporting. Derzeit arbeiten etwa 2.700 Finanzdienstleister mit dem Finanzportal zusammen. Eine wichtige strategische Ergänzung für das Fondsgeschäft stellt auch der Erwerb einer 50-prozentigen Beteiligung (minus einer Aktie) an dem Hamburger Traditionsbankhaus Hesse Newman dar. Dadurch können einerseits weitere vertriebsgerechte Finanzprodukte entwickelt werden, für die eine Banklizenz erforderlich ist. Andererseits können die Vertriebspartner wirksam unterstützt werden, indem ihnen beispielsweise ein „Haftungsdach“ im Hinblick auf die verschärfte EU-Vermittlerrichtlinie geboten wird, oder indem durch die Bereitstellung separater Liquiditätskonten die Umwerbung der Kundengelder durch die Hausbanken unterbunden wird.

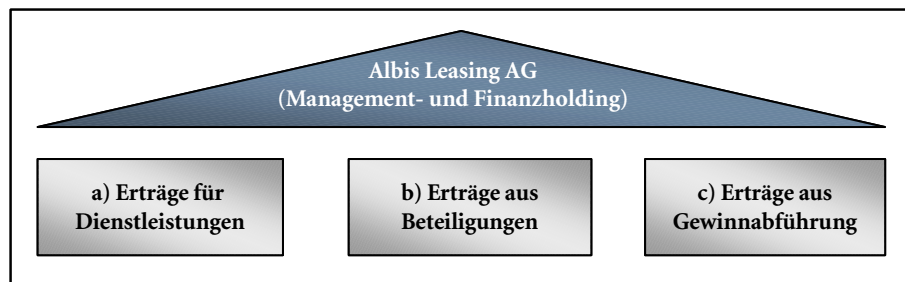
Holdingszahlen sind ausschlaggebend

Aus der Perspektive des Kapitalmarktes resultiert aus der dargelegten Verflechtungen zwischen dem Segment „Leasing“ und dem Segment „Fonds & Service“ eine Besonderheit. Das gesamte Ergebnis der operativ tätigen Leasinggesellschaften wird den stillen Gesellschafter bzw. Kommanditisten zugewiesen; das sind die Anleger, die in die geschlossenen Leasingfonds investieren. Nicht die Konzernzahlen sind für die Bewertung des Unternehmens relevant. Denn die Ergeb-

nisse im Leasinggeschäft sind – wie erläutert – nicht den Aktionären vorbehalten. Aus Aktionärssicht ist die Albis Leasing AG – also die Management- und Finanzholding des Albis-Konzerns – einzig ausschlaggebend.

Einnahmequellen der Albis Leasing

Da die Erlöse und Verluste aus dem operativen Leasinggeschäft den Gesellschaftern der geschlossenen Fonds zufließen, verbleibt zu erläutern, wo die Management- und Leasingholding ihre Erträge erwirtschaftet. Hier existieren derzeit drei Quellen:



Ertragsquellen der Albis Leasing AG

- a) Die Tochterunternehmen haben Umlagen für Dienstleistungen abzuführen. Diese werden den Tochterunternehmen verursachungsgerecht zugeordnet und fließen der Albis Leasing AG als „sonstige betriebliche Erträge“ zu.
- b) Eine weitere Ertragsquelle resultiert aus den Beteiligungen an den Leasingunternehmen:
 - ba) Diese erhalten eine Geschäftsbesorgungsvergütung in Höhe von 0,75 Prozent des von den Fondsanlegern gezeichneten Kapitals, welche wiederum der Albis Leasing AG als Gesellschafterin zusteht.
 - bb) Als weitere potenzielle Quelle erhalten die Leasinggesellschaften eine 10-prozentige Vorabgewinnbeteiligung, sobald die (planmäßig) anfallenden Verluste auf den Kapitalkonten der Anleger (beteiligt als atypisch stille Gesellschafter oder Kommanditisten) ausgeglichen sind. Auch diese steht der Albis Leasing AG zu.
- c) Die letzte Ertragsquelle resultiert aus dem Bereich „Fonds & Service“. Der überwiegende Teil der Umsätze besteht in diesem Segment derzeit noch aus Beratungsgebühren, Vertriebsprovisionen sowie Anlegerverwaltungsgebühren. Für die Zukunft werden in diesem Segment weiteren Umsätzen aus der Beteiligung am Finanzportal „Finanzdock“ sowie aus der Beteiligung des Bankhauses Hesse Newmann generiert werden.

Aktuelle Werttreiber

Es wird das Besondere dieses Geschäftsmodells deutlich: Das Ergebnis der Albis Leasing AG ist zu großen Teilen unabhängig von dem Geschäftsergebnis im

Bereich Leasing. Den wichtigsten Werttreiber aus Sicht von Albis stellt aktuell das Fondsvolumen der aufgelegten geschlossenen Fonds im Bereich „Fonds & Service“ dar.

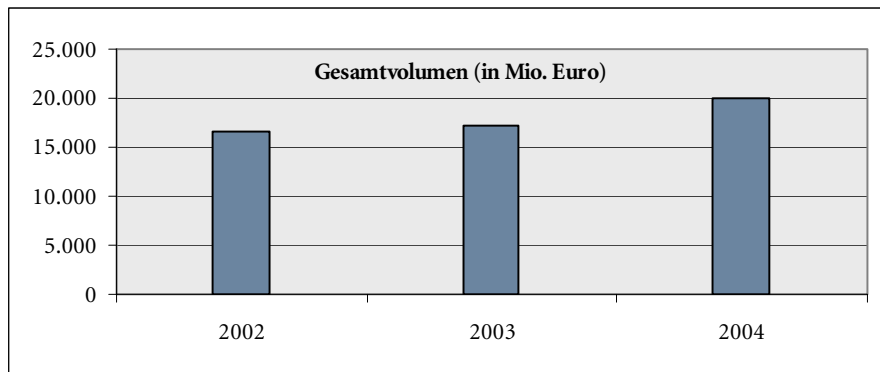
Markt und Wettbewerb

Leasing- und Fondsmarkt relevant

Entsprechend dem „zweiteiligen“ Geschäftsmodell umfasst eine Marktbetrachtung bei Albis sowohl den Markt für geschlossene Fonds als auch den Leasingsektor.

Markt für geschlossene Fonds entwickelt sich positiv

Der Markt für geschlossene Fonds ist in Deutschland nach wie vor ein wachstumsstärkender Markt. So ist das Gesamtvolumen geschlossener Fonds in den vergangenen drei Jahren kontinuierlich gestiegen:



Gesamtvolumen geschlossener Fonds von 2001 bis 2004; Quelle: Scope-Studie

Positive Gesamtmarktentwicklung

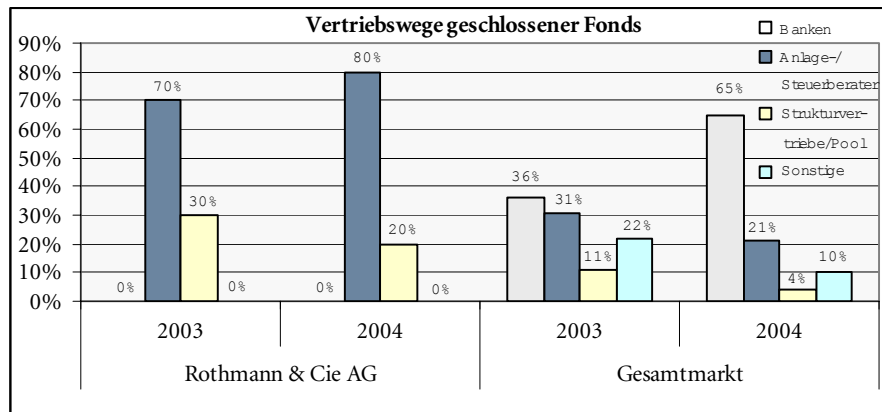
Auszunehmen von der positiven Entwicklung der letzten Jahre sind allerdings die Leasingfonds. Die Platzierungszahlen für diesen Fondstyp fielen in den vergangenen Jahren deutlich. Ursache für diese Entwicklung ist zum einen die geänderte Einkommenssteuergesetzgebung, die die Emissionshäuser zu veränderten, weniger interessanten Konzepten zwang. Zum anderen konnte eine Hinwendung zu anderen, noch attraktiveren Fondstypen beobachtet werden.

Weiteres Wachstum erwartet

Der insgesamt positive Trend der Branche für geschlossene Fonds dürfte sich allerdings weiter fortsetzen. Großen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung dieser Branche wird voraussichtlich die im Jahr 2005 einsetzende staatliche Aufsicht nehmen. Denn nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, welches im Oktober 2004 in Kraft trat, dürfen geschlossene Fonds nur noch vertrieben werden, wenn zuvor ein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht genehmigter Prospekt veröffentlicht worden ist. Es ist anzunehmen, dass dies zu einer Akzeptanzsteigerung dieser Anlagekategorie bei den Anlegern führen wird.

**Vertriebskanäle:
Banken und
Finanzdienstleister**

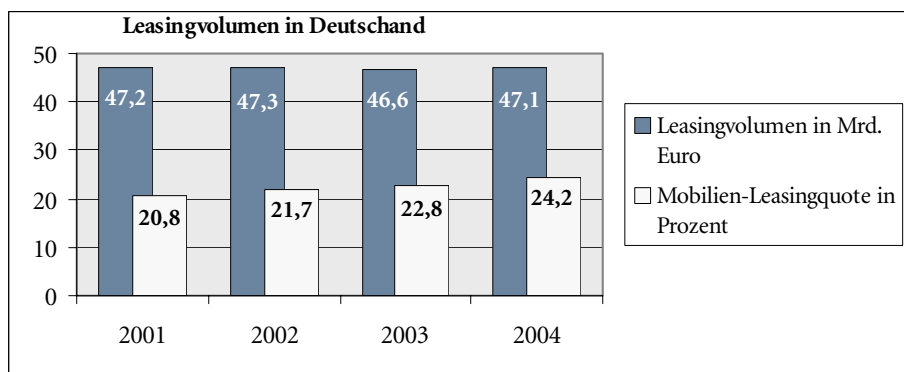
Von besonderer Bedeutung in dieser Branche sind die einzelnen Vertriebskanäle. Den insgesamt größten Anteil am Vertrieb geschlossener Fonds vereinen die Banken auf sich, wobei diese vor allem die eigenen Produkte vermarkten. Rothmann als bankenunabhängiger Anbieter setzt hingegen bislang ausschließlich auf freie Finanzdienstleister (Anlageberater, Strukturvertriebe). Durch die Beteiligung am Bankhaus Hesse Newman kann und soll künftig jedoch auch der Banken-Vertriebsweg erschlossen werden.



Vertriebswege geschlossener Fonds, Gesamtmarkt zu Rothmann; Quellen: Rothmann, Scope

**Leasingmarkt kann
sich behaupten**

Mit seinem zweiten Kerngeschäft „Leasing“ agiert der Albis-Konzern im wachsenden Markt des Mobilien-Leasings. Trotz stagnierender Gesamtausgaben für Leasing stieg die Mobilien-Leasingquote in den vergangenen Jahren kontinuierlich von 20,8 Prozent im Jahre 2001 auf über 24 Prozent im Jahre 2004. Gedämpft wurde das Wachstum lediglich durch die in den letzten Jahren leicht rückläufige Investitionsgüternachfrage.



Leasingvolumen in Deutschland; Quelle: ifo-Investitionstest, Statistisches Bundesamt

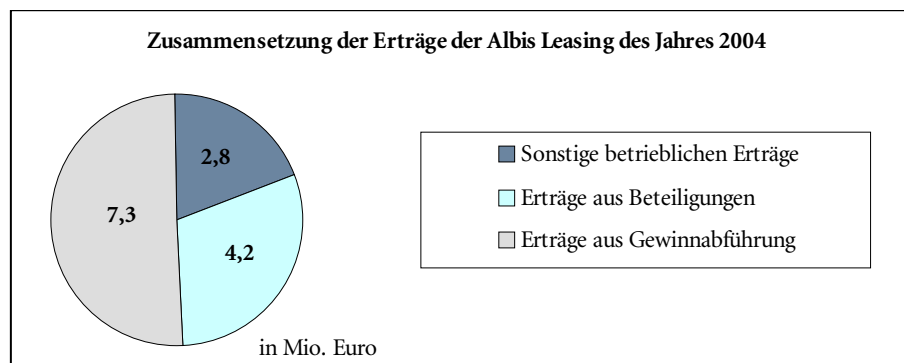
Parallel zur allgemein erwarteten Erholung der Investitionsgüternachfrage dürfte sich in den nächsten Jahren auch die Mobilien-Leasingquote weiter erhöhen. Als Wachstumstreiber dürfte sich dabei vor allem die mittelständische Wirt-

schaft erweisen, für die angesichts chronisch dünner Eigenkapitalausstattung und restriktiver Kreditvergabe der Banken das Leasing zu einer immer häufiger gewählten Finanzierungsform wird.

Geschäftsentwicklung

Fondsvolumen entscheidend für die Erträge der Albis Leasing

Auf mustergültige Weise ist es Albis in den vergangenen Jahren gelungen, neben dem Kerngeschäft Leasing ein zweites, hochprofitables Standbein im Segment „Fonds & Service“ aufzubauen. Die Zusammensetzung der Erträge der Albis Leasing spiegeln diese Entwicklung wieder:

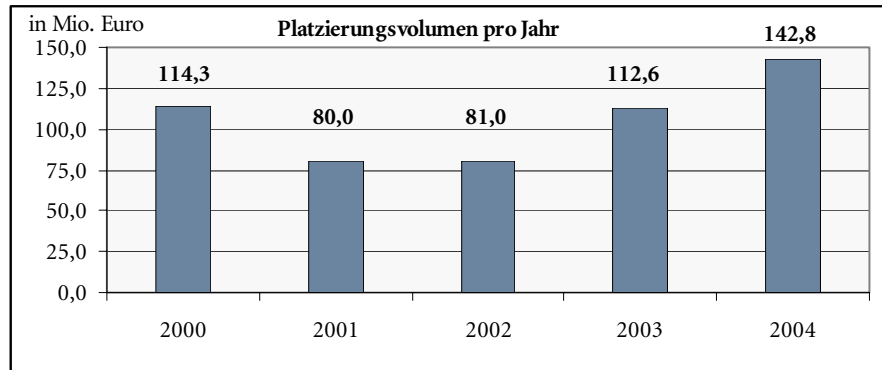


Erträge der Albis Leasing des Jahres 2004; Quelle: Albis Leasing AG

„Fonds & Service“ liefert den größten Beitrag

Der größte Teil der Erträge entfällt auf Gewinnabführungen aus dem Bereich „Fonds & Service“. Hierbei handelt es sich in erster Linie um Erträge aus Beratungsgebühren, Strukturierungs- und Vertriebsprovisionen sowie Anlegerverwaltungsgebühren. Dieser Posten ist gegenüber dem Vorjahr um 57 Prozent gestiegen. Die Ursachen dieses deutlichen Anstiegs liegt in einer Ausweitung der Vertriebstätigkeiten sowie des Fondsangebots. Gesunken hingegen ist der Posten der sonstigen betrieblichen Erträge, welcher sich vor allem aus Umlagen für Aufwendungen der Tochterunternehmen zusammensetzt. Dieser Posten fiel im Vorjahr aufgrund des Verkaufs eines Tochterunternehmens höher aus. Erträge aus Beteiligungen konnten leicht um 6,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr zulegen.

Insgesamt wurde nach einigen rückläufigen Jahren das jährliche Platzierungsvolumen für geschlossene Fonds im Segment „Fonds & Service“ deutlich gesteigert:



Platzierungsvolumen von geschlossenen Fonds des Segments „Fonds & Service“; Quelle: Albis Leasing AG

Platzierungsvolumen wächst weiter

Ursache der rückgängigen Volumina bis zum Jahr 2002 waren vor allem das zunehmend schwierige Marktumfeld für geschlossene Fonds sowie eine Neustrukturierung des Vertriebes, welche mit der Trennung von einem Vertriebspartner einherging. Die klare Steigerung des Platzierungsvolumens ab dem Jahr 2002 ist neben der Auflegung anderer Fondstypen wie Logistik- und später auch Lebensversicherungsfonds vor allem auf eine Ausdehnung der Vertriebstätigkeiten sowie einer Etablierung regionaler Vertriebsstrukturen zurückzuführen. Die Erfolge spiegeln sich ebenfalls in der Zahl der Anleger wieder. So stieg die Anzahl der Fondsanleger von knapp 20.000 im Jahre 2000 auf aktuell über 37.210 Fondsanleger im Jahre 2004.

Strategie

Ausbau der Fondsprodukte & Erweiterung der Leasingaktivitäten

Wichtigste Wachstumstreiber für Albis wird – neben dem Ausbau des operativen Leasing-Geschäfts – auch in den kommenden Jahren die Auflage geschlossener Fonds sein. Das Unternehmen konzentriert sich zukünftig vermehrt auf Logistik- und Lebensversicherungsfonds. Im Bereich Leasingfonds geht das Unternehmen von einem verhaltenen Wachstum aus. Nach Einschätzung der Gruppe ist die große Zeit dieses Fondstyps vor allem aus steuerlichen Gründen Mitte der 90er Jahre zu Ende gegangen. Albis nimmt mit einem Anteil zwischen 40 und 50 Prozent bereits die Marktführerschaft ein. Um diese Marktführerschaft zu halten, werden Nachfolgeprodukte wie auch neue Produkte entwickelt. Als wichtiges Asset erweist sich dabei der große Kundenbestand an Fondsanlegern, der jede Ausweitung der Wertschöpfungsbasis attraktiv erscheinen lässt. Bei gleichzeitig veränderter Gesetzesgebung, die eine Genehmigungspflicht der Emissionsprospekte für geschlossene Fonds vorsieht, ist davon auszugehen, dass die Tochter Rothmann erhebliches Wachstumspotenzial besitzt. Denn Rothmann erhielt im Gegensatz zu nur wenigen anderen Fondsunternehmen bereits Anfang Juli diesen Jahres die Gestattung zur Veröffentlichung ihrer Emissionsprospekte. Welch große Bedeutung diese Genehmigung für das Haus Rothmann

zukommt, unterstreichen die aktuellen Zahlen. So gelang dem Unternehmen im ersten Halbjahr 2005 ein neues Rekordergebnis bei der Platzierung geschlossener Fonds, das um 50 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum liegt. Das Unternehmen macht hierfür neben der frühzeitigen Genehmigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht den Ausbau der regionalen Vertriebsstrukturen verantwortlich.

Stärkung der Vertriebsstrukturen

Die Stärkung und der Ausbau der Vertriebsstrukturen ist daher auch ein weiterer wesentlicher Aspekt der Unternehmensstrategie. Wichtige Eckpunkte dieser Leistungen stellen neben der regionalen Intensivierung des Vertriebs die knapp 50-prozentige Beteiligung am Bankhaus Hesse Newman sowie am Finanzportal „Finanzdock“ dar. Die aus der Bankbeteiligung resultierende Möglichkeit für Finanzdienstleister, ihre Kunden „in Ruhe“ beraten zu können, dürften sich äußerst positiv auf die Gewinnung weiterer Anleger auswirken. Hier rechnen wir mit deutlichen Wachstumsraten. Ferner ist es durch den Bankerwerb denkbar geworden, die Angebotspalette zu optimieren, indem Finanzprodukte wie eine Vermögensverwaltung angeboten werden, die eine Banklizenz erfordern. Für die Zukunft verspricht die Ausdehnung der angebotenen Finanzprodukte um banklizenzpflichtige Anlageformen deutliche Impulse. Mindestens so bedeutsam sind die Aktivitäten zum Auf- und Ausbau des Finanzportals „Finanzdock“ zu werten. Dieses Portal kann und soll nicht nur als weiteres Ertragsstandbein etabliert werden, sondern dient auch der Gewinnung weiterer Vertriebspartner, welche diese Plattform zur Abwicklung ihrer gesamten Geschäftsprozesse nutzen. Das Unternehmen kalkuliert hier mit einer Zunahme von jährlich 1.000 zusätzlichen Finanzdienstleistern.

Börsengang

Vor dem Hintergrund der Erweiterung der Vertriebsaktivitäten ist auch der geplante Börsengang der Tochter Rothmann zu sehen. Die zufließenden finanziellen Mittel sollen in erster Linie zur Finanzierung der Bankbeteiligung sowie zum Ausbau der Internetplattform „Finanzdock“ eingesetzt werden, wodurch beide Beteiligungen von Beginn an auf eine solide finanzielle Basis gestellt werden. Der Börsengang soll im Herbst diesen Jahres stattfinden.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Albis Leasing ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Erträge (aus Tochterunternehmen), Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Ertragsprognosen auf Basis des Werttreibers „Fondsvolumen“

Bei der Abschätzung künftiger Erträge legen wir das Fondsvolumen als wesentlichen Wachstumstreiber zugrunde. Aufgrund des positiven Branchenumfeldes für geschlossene Fonds, der Intensivierung der Vertriebsbemühungen sowie den veränderten rechtlichen Rahmenbedingungen und einer daraus angenommenen höheren Akzeptanz der Anlagegruppe der geschlossenen Fonds rechnen wir mit weiter deutlich wachsenden Platzierungsvolumina. Die bereits erwähnte Tatsache, anfänglich allein 10 Prozent der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassenen Emissionsprospekte aus dem Fondsemissionshaus Rothmann stammten, weist auf einen nicht unerheblichen „First-Mover“-Vorteil der Albis-Tochter hin. Für das Geschäftsjahr 2005 rechnen wir daher mit „Erträgen aus Gewinnabführung“ in Höhe von 10 Mio. Euro (Vj.: 7,3 Mio. Euro). Dies impliziert ein geschätztes Emissionsvolumen für das Jahr 2005 von ca. 200 Mio. Euro, welches einer Wachstumsrate von über 40 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht. Auch für die kommenden Jahre gehen wir aufgrund der guten Ausgangslage, die sich das Emissionshaus Rothmann in jüngster Zeit erarbeitet hat, von deutlichen Wachstumsraten aus. Aus Vorsichtsgründen legen wir für unsere Prognosen sinkende Raten zugrunde, beginnend mit 25 Prozent für das Jahr 2006 bis 10 Prozent im Jahre 2012. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich nach dem Börsengang von Rothmann nicht mehr um „Erträge aus Gewinnabführungen“, sondern um anteilige Dividendenzahlungen handeln wird. Etwas geringere Wachstumsraten legen wir in Hinblick auf die „Erträge aus Beteiligungen“ zugrunde. Denn die Höhe dieses Postens ist von der Höhe des gezeichneten Kapitals der zugrundeliegenden Leasingfonds abhängig. Und hier ist – wie dargelegt – von einem moderaten, aber stetigem Wachstum auszugehen. Für die Position der „sonstigen betrieblichen Erträge“ sehen wir keine wesentlichen Veränderungen.

Ertragsprognose auf Basis weiterer Werttreiber

Eine zusätzliche Ertragsquelle wird sich zukünftig aus dem Internetportal für Finanzdienstleister ergeben. Das Unternehmen kalkuliert mit einer Rohmarge von 90 Euro pro Kunde und Monat. Bei der Abschätzung künftiger Ergebnisse gehen wir in Anlehnung an die plausibel erscheinende Unternehmensplanung von etwa 1.000 weiteren Kunden jährlich in den Jahren 2006 bis 2008 und anschließend sinkenden Wachstumsraten bis zum Jahre 2012 auf 500 Neukunden aus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Ergebnis nur anteilig der Albis Leasing zukommen wird. Bei dem vorgestellten Ertragmodell unterstellen wir eine Vollausschüttung der anteiligen Dividende durch das Finanzhaus Rothmann an die Albis Leasing.

Diskontierungszins nach CAPM 9,6 Prozent

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,2 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Als Maß für das systematische Risiko setzen wir einen Beta-Faktor von 1,2 fest, da wir die

Albis-Aktie mittelfristig für etwas schwankungsintensiver als den Gesamtmarkt halten. Auf die Ermittlung des Beta-Faktors anhand einer Regressionsanalyse zwischen der Albis-Aktie und dem das Marktportfolio repräsentierenden DAX verzichten wir, da die Albis-Aktie nur eine schwache Korrelation von 0,15 zum Index und damit zum Gesamtmarkt aufweist. Auf Basis dieser Annahmen erhalten wir einen Diskontierungszins von 9,6 Prozent. Das „ewige Wachstum“ am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 2,5 Prozent.

Bemerkenswert die hohe Nettorendite

Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf der Albis Leasing für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt. Auffällig sind die hohen Nettorenditen des Unternehmens, die aus der Holdingstruktur und der damit verbundenen Ergebnisabführung resultieren. Diese betragen im Jahre 2003 fast 32 Prozent und im Jahre 2004 sogar 41 Prozent. Zwecks konservativer Schätzung kalkulieren wir mit einer Nettorendite im Jahre 2005 in Höhe von 30 Prozent und frieren sie in den Folgejahren auf diesem Niveau ein.

Geschäftsjahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Erträge (Mio. EUR)	17,10	20,50	24,29	28,30	32,52	36,58	40,39	43,78
Ertragswachstum		20%	19%	17%	15%	13%	10%	8%
Nettorendite	29,8%	30,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Gewinn (Mio. EUR)	5,10	6,20	7,29	8,49	9,76	10,97	12,12	13,13
Gewinnwachstum		22%	18%	17%	15%	13%	10%	8%

Fairer Wert 10,11 Euro je Aktie

Auf Basis dieser Geschäftsentwicklung ergibt sich ein Ertragswert von 155 Mio. Euro respektive 10,11 Euro je Aktie. Diese Bewertung offenbart – trotz konservativer Annahmen – gegenüber dem aktuellen Kursniveau ein Aufwärtspotenzial von über 27 Prozent.

Börsengang gibt weiteren Bewertungsspielraum

Der geplante Börsengang des Finanzhauses Rothmann veranlasst zu weiteren Überlegungen. Aufgrund der derzeit schwer nachvollziehbaren Unternehmens- und Erlösstruktur ist davon auszugehen, dass die Albis-Aktie mit einem deutlichen Bewertungsabschlag („Holding-Malus“) gehandelt wird. Dieser dürfte nach einem Börsengang der Tochter Rothmann infolge der dann besseren Wahrnehmung als reines Finanzdienstleistungsunternehmen entfallen. Auch wenn eine genaue Bewertungstaxe noch schwer fällt, lässt etwa ein Vergleich mit der börsennotierten MPC Capital auf Basis der Parameter Kundenanzahl und Fondsvolumen durchaus ein Börsenwert von über 100 Mio. Euro für Rothmann als realistisch erscheinen. Mit Blick auf die insgesamt breitere Aufstellung von Rothmann könnte dieser Wert sogar als Wertuntergrenze betrachtet werden. In Anbetracht der derzeitige Marktkapitalisierung des gesamten Konzerns (inkl. der Tochter Rothmann) von knapp 122 Mio. Euro wird die aktuelle Bewertungsdiskrepanz nochmals deutlich. Offenbar wird an der Börse im wesentli-

chen nur das Fondssegment bzw. die Tochter Rothmann bewertet. Mit einem jährlichen Ertrag von deutlich über 4 Mio. Euro ist jedoch auch dem Leasingzweig ein attraktiver Wert zuzubilligen, den wir nicht unter 50 Mio. Euro ansetzen würden. Nach dieser überschlägigen Sum-of-Parts-Berechnung ergäbe sich eine Bewertungstaxe von rd. 150 Mio. Euro respektive 9,79 Euro je Aktie.

***Unser Anlageurteil:
„Kaufen“***

Albis Leasing verfügt über ein ausgefeiltes Geschäftsmodell mit stabilem Ertragssockel und hohen Wachstumschancen. Das Emissionshaus Rothmann im Bereich „Fonds & Service“ ist fest etabliert und besitzt mit seinem großen Kundenbestand das Potenzial, von der erwarteten positiven Branchenentwicklung überproportional zu profitieren. Besonders die einzelnen Maßnahmen zur Ausweitung der Vertriebswege wie das Finanzportal „Finanzdock“ sowie die Bankbeteiligung eröffnen weitere Ertragsspielräume. Gelingen der Gesellschaft die Etablierung dieser Vertriebskanäle, könnten sich unsere aktuellen Prognosen bald als zu konservativ erweisen. In Anbetracht dessen und mit Blick auf das hohe Kurspotenzial lautet unser Urteil für die Aktie von Albis Leasing „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

Disclaimer

Haftungsausschluss

Die in dieser Finanzanalyse 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.

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.

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.

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 Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten 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 sind Dipl.-Kaufrau Eva Reuter (Finanzanalystin) und Dipl.-Kaufmann Oliver Franz (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei 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
(keine, Erststudie)		

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 erwartete Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko aufgrund geringer Prognosesicherheit.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung 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) Diese 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, hat das analysierte Unternehmen in ihrem Börsenbrief „Performaxx-Anlegerbrief“ vor Veröffentlichung dieser Studie empfohlen.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2), 4), 5)

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.