

Albis Leasing AG

Zusammenfassung

- **Einmaleffekt schmälert Ergebnis:** Eine Abschreibung in Höhe von 4,25 Mio. Euro auf eine Beteiligung aus dem Jahr 2002 hat das Ergebnis von Albis im letzten Jahr einmalig belastet. Da zudem der Ergebnisabführungsvertrag mit der Tochter Finanzhaus Rothmann nach dem Börsengang ausgelaufen ist, hat sich der Jahresüberschuss um 4,5 Mio. Euro auf 1,3 Mio. Euro verringert.
- **Konzern forciert Expansion:** Nach dem Kauf der Wiener Autobank im Dezember hat das Unternehmen zuletzt einen Letter of Intent für eine Mehrheitsbeteiligung an der Deutschen AutoHandels Holding GmbH unterzeichnet. Mit einem erfolgreichen Abschluss könnte Albis seine Wertschöpfungskette im Bereich der Fahrzeugfinanzierung deutlich ausweiten und über die vertikale Integration zudem erhebliche Ertragspotenziale realisieren.
- **Gravierende Unterbewertung:** Die aktuelle Kapitalisierung von Albis liegt unter dem anteiligen Börsenwert der Tochter Finanzhaus Rothmann. Damit wird das ertragreiche Leasinggeschäft von der Börse derzeit ignoriert. Eine sum-of-parts-Bewertung der einzelnen Bereiche induziert ein fairen Kurs von 7,14 Euro und damit ein Aufwärtspotenzial von 81,6 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **3,93 Euro**

ISIN	DE0006569403
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Hamburg
Internet	www.albis-leasing.de
Ausstehende Aktien	15,327 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 1999
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	60,2 Mio. Euro
Free Float	41 %



Hoch / Tief (12 Monate)	8,11 Euro / 3,87 Euro
Performance (12 Monate)	-25 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 98 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2004	2005(e)	2006 (e)	2007 (e)
Gesamterträge (Mio. Euro)*	14,2	11,2	12,4	14,5
Ertragswachstum		-21,1%	10,8%	16,4%
EpS (Euro)	0,38	0,08	0,34	0,39
EpS-Wachstum		-77,7%	300,9%	14,2%
Dividende je Aktie (Euro)	0,15	0,08	0,10	0,15
KGV	10,3	46,3	11,6	10,1
Dividendenrendite	3,8%	2,0%	2,5%	3,8%

*Erträge von Albis Leasing zuzüglich Gewinnausschüttung von Finanzhaus Rothmann

Jüngste Geschäftsentwicklung

Ergebnis nur eingeschränkt vergleichbar

Der für Investoren relevante Jahresüberschuss von Albis Leasing auf Ebene der Holding lag im Geschäftsjahr 2005 bei 1,3 Mio. Euro und damit deutlich unter dem Vorjahreswert von 5,8 Mio. Euro. Dabei wurde das Ergebnis allerdings von zwei Sonderfaktoren beeinflusst, die einen Vergleich mit dem Vorjahr nur eingeschränkt zulassen. Bis zum Börsengang der Tochter Finanzhaus Rothmann bestand mit dieser Gesellschaft ein Ergebnisabführungsvertrag, der für einen vollständigen Transfer des un versteuerten Teilkonzerngewinns zur Mutter sorgte. Demgegenüber fließt Albis seit dem erfolgreichen IPO im November lediglich die versteuerte Dividende für den verbliebenen Anteil von 81,7 Prozent zu. Darüber hinaus wurden zum Stichtag 31. Dezember verbliebene Altlasten aus dem Emissionsgeschäft abschließend bereinigt. Im Rahmen dessen erfolgte eine Abschreibung in Höhe von 4,25 Mio. Euro auf die Chorus GmbH. Der Albis Konzern hatte sich im Jahr 2000 an dem Emissionshaus für Medienfonds beteiligt. Die Verschärfung der Steuergesetzgebung in den letzten Jahren hat allerdings die Werthaltigkeit des Unternehmens untergraben, so dass nun eine abschließende Abwertung erfolgte. Im Laufe dieses Jahres wird der Anteil zum Restbuchwert an den Mehrheitsgesellschafter veräußert. Neben diesen Ergebnis mindernden Sondereffekten konnten die Erträge aus dem Geschäftsbereich Leasing dagegen um 0,5 auf 4,6 Mio. Euro gesteigert werden.

Expansion erfordert Anpassung der Vorstandsstruktur

Das starke Wachstum der letzten Jahre und der Börsengang der Tochter Rothmann haben eine Anpassung der Aufgabenverteilung im Vorstand des Unternehmens notwendig gemacht. Mitgründer Rüdiger Wolff, bislang im Albis-Vorstand zuständig für Fonds und Service, ist aus dem Gremium ausgeschieden, um sich künftig als Vorstandsvorsitzender des Finanzhauses ausschließlich um die Belange der Tochtergesellschaft zu kümmern. Im Gegenzug wurde der zweite Gründer, Hans O. Mahn, zum Vorsitzenden des Holdingvorstands berufen. Verstärkt wurde das Gremium außerdem mit Gerhard Fischer, der zusätzlich zu seiner bisherigen Führungsaufgabe bei der Beteiligung LeaseTrend nun den Bereich Automotive im Konzern vertritt. Das separate Ressort für dieses Geschäftsfeld bildet die gestiegene Bedeutung des Fahrzeugleasings ab. Neben den Gesellschaften Budget ALAG, LeaseTrend und DSK Leasing wurde das Segment zuletzt durch die Akquisition der österreichischen AutoBank AG im Dezember weiter gestärkt.

Kauf von Autobank

Nach der vollständigen Übernahme der Wiener Gesellschaft kann Albis sein in Deutschland etabliertes Geschäft auch auf den Markt im Nachbarland ausdehnen. Mit der Autobank wurde dafür ein Spezialist für die PKW-Finanzierung übernommen, der über starke Standbeine in den Segmenten Leasing, Neu- und Gebrauchtwagenfinanzierung sowie Lagerfinanzierung von Autohäusern verfügt. Das Neugeschäft des Unternehmens betrug im Jahr 2004 rund 50,0 Mio. Euro,

wobei die Erlöse neben Österreich auch in Tschechien und Kroatien erzielt wurden. Wesentlich interessanter als der Zugang zu den verhältnismäßig kleinen ausländischen Märkten ist für Albis die EU-weit gültige Vollbanklizenz des neuen Ablegers. Auf dieser Basis kann über die Autobank auch das Finanzierungsgeschäft auf dem deutschen Markt erheblich ausgeweitet werden.

Ausblick

Deutsche AutoHandels Holding als synergetische Ergänzung

Einen weiteren wichtigen Baustein zur Komplettierung der Wertschöpfungskette bei der Fahrzeugfinanzierung würde die Mehrheitsbeteiligung an der Deutschen AutoHandels Holding (DAH) darstellen. Die Gesellschaft ist einer der größten deutschen Automobilhändler und erwirtschaftet derzeit einen Gruppenumsatz von mehr als 800 Mio. Euro. Für Albis bietet diese Investitionsmöglichkeit nicht nur einen direkten Zugang zum Endkunden, sondern auch zu einer bestehenden Plattform für die Abwicklung von Werkstattservice und Fahrzeugverwertung – komplementäre Bereiche zum Leasinggeschäft. Weiteres Potenzial könnte eine Verzahnung mit den Aktivitäten einzelner Tochterunternehmen ergeben, z.B. durch die Nutzung der DAH-Filialen zur Geschäftsanbahnung für die Autovermietung Budget. Bislang wurde allerdings lediglich eine Absichtserklärung zum Anteilerwerb abgegeben, ein Abschluss der Transaktion steht noch aus.

Anpassung der Bewertung

Während durch die dargestellten Maßnahmen die Bedeutung des Fahrzeuggeschäfts innerhalb des Albis Leasing-Konzerns wächst, wird gleichzeitig die Eigenständigkeit der nun börsennotierten Tochter Rothmann und des zugehörigen Fondsgeschäfts von der Unternehmensleitung stärker betont. Wir berücksichtigen diese Transformation durch eine separate Bewertung der beiden Geschäftseinheiten über die sum-of-parts-Methodik. Bei der Einschätzung von Finanzhaus Rothmann greifen wir auf das Ergebnis unserer aktuellen Analyse vom 02. Mai zurück. Die folgende Darstellung zeigt den Geschäftsverlauf, der im Rahmen der Studie von uns prognostiziert wurde (zu Details siehe Rothmann-Update):

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gesamterlöse (Mio. EUR)	45,0	52,2	60,6	68,4	75,3	80,5	84,6	87,1
Erlöswachstum		16,0%	16,0%	13,0%	10,0%	7,0%	5,0%	3,0%
Nettorendite	9,0%	12,5%	15,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Gewinn (Mio. EUR)	4,1	6,5	9,1	11,6	12,8	13,7	14,4	14,8
Gewinnwachstum		61,1%	39,2%	28,1%	10,0%	7,0%	5,0%	3,0%

Anteiliger Rothmann-Wert übersteigt Marktkapitalisierung

Daraus resultiert ein fairer Unternehmenswert für Rothmann von 119,9 Mio. Euro. Der Anteil von Albis an der Tochter beträgt derzeit 81,7 Prozent und hat damit nach unserer Kalkulation einen Wert von 98 Mio. Euro. Geht man an dieser Stelle bewusst konservativ vor, und orientiert sich an der aktuellen Bör-

senbewertung des Finanzdienstleisters, so errechnet sich ein Beteiligungswert von 72,1 Mio. Euro, der immer noch 19,6 Prozent über der gesamten Kapitalisierung des Albis Leasing AG liegt.

Leasinggeschäft

Damit wird dem Leasinggeschäft des Unternehmens am Markt derzeit kein positiver Wertbeitrag beigemessen. Entgegen dieser pessimistischen Einschätzung sehen wir im Konzerngeschäft außerhalb der Tochter Rothmann erhebliche Ertragspotenziale. Insbesondere durch die starke Expansion im Fahrzeugsegment und die kontinuierliche Ausweitung des Angebots an innovativen Finanzierungsdiensten baut die Gesellschaft ihre rentablen Standbeine deutlich aus. Zuletzt wurde die Strategie beispielsweise durch die Erfolge der Tochter Albis Securitisation mit der Verbriefung von Forderungen bestätigt. Die folgende Darstellung zeigt die von uns prognostizierten Erträge von Albis Leasing ohne Berücksichtigung des Geschäfts der Tochter Finanzhaus Rothmann:

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gesamterträge (Mio. EUR)	8,0	9,6	11,4	12,5	13,6	14,6	15,3	16,1
Ertragswachstum		19,4%	19,8%	9,2%	9,2%	6,7%	5,0%	5,0%
Nettorendite	10,0%	11,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Gewinn (Mio. EUR)	0,8	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Gewinnwachstum		31,3%	30,7%	9,2%	9,2%	6,7%	5,0%	5,0%

Fairer Wert 7,02 Euro je Aktie

Nach unserer Kalkulation liegt der Wert der Sparte bei 18,9 Mio. Euro oder 1,23 Euro je Aktie von Albis Leasing. Der gesamte Unternehmenswert errechnet sich durch Addition des Wertes von Rothmann und Subtraktion der Nettofinanzverbindlichkeiten auf Holdingebene, die derzeit etwa 7,5 Mio. Euro betragen. Unter Verwendung des Ertragswertes der börsennotierten Tochter resultiert daraus ein fairer Wert für Albis von 109,4 Mio. Euro, bzw. 7,14 Euro je Aktie. Wird dagegen lediglich der Börsenwert von Rothmann einbezogen, liegt der faire Kurs immer noch bei 5,45 Euro.

Unverändertes Urteil: „Kaufen“

Albis Leasing ist derzeit deutlich unterbewertet. Obwohl das Fondsgeschäft der Tochter Finanzhaus Rothmann durch Änderungen bei der Einkommenssteuer-gesetzgebung weniger gewachsen ist, als von uns in der Ersteinschätzung prognostiziert, wird das Unternehmen derzeit an der Börse mit 88,2 Mio. Euro bewertet. Da Albis derzeit 81,7 Prozent der Aktien hält, übersteigt allein der rechnerische Anteil der Mutter die aktuelle Marktkapitalisierung. Zudem sehen wir bei der Tochter durch die schrittweise Entwicklung zum integrierten Finanzdienstleister noch weiteren Spielraum. Aber auch die zweite Sparte des Albis-Konzerns, das Leasinggeschäft, wirft hohe Erträge ab, die von der Börse derzeit ignoriert werden. Anhand einer sum-of-parts-Bewertung sehen wir den fairen Unternehmenswert bei 109,4 Mio. Euro und damit ein Kurspotenzial von 81,6 Prozent. In Folge dessen behalten wir unsere Einschätzung „Kaufen“ aufrecht.

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 ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie 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.**

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.-Kfm. Holger Steffen (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 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
21.10.2005	7,94 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), 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.