

## Albis Leasing AG

### Stärken und Chancen

- *Leasinggesellschaften mit starkem Wachstum:* Die Konzernunternehmen aus dem Leasing-Segment konnten das Neugeschäft im Jahr 2005 von 609,6 auf 640 Mio. Euro steigern. In den ersten sechs Monaten der laufenden Periode hat sich die Dynamik mit einem Zuwachs von 25 Prozent weiter beschleunigt.
- *Finanzhaus Rothmann im Umbruch:* Die Neuausrichtung der Tochtergesellschaft vom Produktanbieter zum integrierten Finanzhaus dauert an. Die jüngste Gewinnwarnung von Rothmann zeigt, dass der Prozess noch kein Selbstläufer ist. Nichtsdestotrotz erscheint der eingeschlagene Weg mittelfristig aussichtsreich.
- *Automobilmarkt im Fokus:* Der Konzern will insbesondere im Finanzierungsgeschäft für PKWs deutlich zulegen. Die Aktivitäten in diesem Bereich wurden in einem Vorstandsressort gebündelt und durch den Kauf der österreichischen Autobank erheblich verstärkt.

### Schwächen und Risiken

- *Starke Konkurrenz:* Die einzelnen Konzernunternehmen aus dem Leasingsegment stehen im Wettbewerb mit Banken und Ablegern großer Konzerne, die zum Teil über deutlich höhere Ressourcen verfügen.
- *Geschäftsmodell nicht erprobt:* Die Funktionsfähigkeit des integrierten Geschäftsmodells vom Finanzhaus Rothmann ist noch nicht erprobt. Insbesondere das künftige Ertragspotenzial kann zum jetzigen Zeitpunkt noch schwer abgeschätzt werden.

## Spekulativ kaufen (zuvor: Kaufen)

**Aktueller Kurs** 1,54 Euro

### Stammdaten

ISIN	DE0006569403
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Hamburg
Internet	www.albis-leasing.de
Ausstehende Aktien	15,327 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	23,6 Mio. Euro
Free Float	42 %

### Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	7,45 Euro / 1,50 Euro
Performance (12 Monate)	-80,8 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 71 Tsd. Euro

### Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Erträge (Mio. EUR)*	14,20	11,20	7,0	8,3
EpS (EUR)	0,38	0,08	0,00	0,03
Dividende / Aktie (EUR)	0,15	0,08	0,00	0,02
KGV	4,0	18,2	-	56,9
Dividendenrendite	9,7%	5,2%	0,0%	1,3%

\* Erträge von Albis Leasing zuzüglich Gewinnausschüttung von Finanzhaus Rothmann

## Unternehmensprofil

### *Größter deutscher banken- und herstellerunabhängiger Leasingkonzern*

Die Albis Leasing AG wurde Mitte der achtziger Jahre vom heutigen Vorstandsvorsitzenden Hans O. Mahn gegründet und hat sich nach eigenen Angaben seitdem zum größten banken- und herstellerunabhängigen Leasing-Konzern in Deutschland entwickelt. Das Unternehmen ist als Holding konzipiert, bei der die Aktiengesellschaft als Mutter die strategische Weiterentwicklung des Geschäftsportfolios vorantreibt, während die operativen Aktivitäten von eigenständigen Töchtern ausgeführt werden.

### *Einsatz hybrider Finanzierungsformen*

Von Anfang an gehörte es zum Geschäftsmodell von Albis, die Kapitalbasis der einzelnen Bereiche durch eine Beteiligung externer Geldgeber zu stärken. Um den eigenen unternehmerischen Gestaltungsspielraum trotzdem zu erhalten, wurde dabei vorrangig auf hybride Finanzierungsformen zurückgegriffen, die zwischen den klassischen Varianten Eigen- und Fremdkapital angesiedelt sind. Neben der stillen Beteiligung bietet sich dafür vor allem die Struktur der GmbH & Co. KG an, bei der die Kommanditanteile unter Anlegern breit gestreut werden können, während die GmbH als Komplementärin die Geschäftsführungsbefugnis behält.

### *Fonds & Service*

Die Entwicklung entsprechender Beteiligungskonzepte erfolgte dabei über die Konzernsparte Fonds & Service. Unter der Federführung des Emissionshauses Rothmann & Cie. wurden im Rahmen dessen geschlossene Fonds konzipiert und vermarktet. Mittlerweile hat die Tochter den siebten sogenannten „LeaseFonds“ aufgelegt, mit dem ein Kommanditkapital von 150 Mio. Euro eingeworben werden soll.

### *Fokus auf Kfz-Leasing*

Durch den hohen Kapitalzufluss aus den Fondsemissionen konnte Albis seine Aktivitäten im Leasing-Markt zügig ausbauen. Allein im Jahr 2005 betrug das Neugeschäft der Gruppe rund 640 Mio. Euro, wobei der Schwerpunkt mit einem Anteil von etwa 75 Prozent der Vertragsabschlüsse eindeutig im Bereich Kraftfahrzeugleasing liegt. Aufgrund dessen wurde im letzten Jahr das neue Vorstandsressort Automotive eingeführt und von Gerhard Fischer übernommen, der parallel weiterhin als Vorstand der Tochter Leasetrend fungiert. An der Spitze des Konzerns steht nach wie vor der Gründer Hans O. Mahn, während Stefan Keinert als drittes Vorstandsmitglied den Bereich Finanzen verantwortet.

### *Finanzhaus Rothmann eigenständiger*

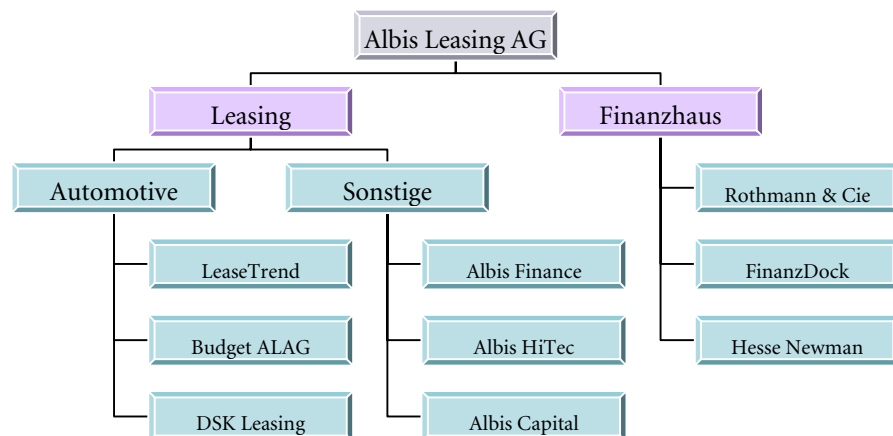
Der hohe Platzierungserfolg bei den LeaseFonds hat gleichzeitig dazu geführt, dass die Konzerntochter Finanzhaus Rothmann in Deutschland die führende Stellung in diesem Segment erobert hat. Die Attraktivität dieser Anlagegattung resultierte allerdings zum Teil aus der steuerlichen Möglichkeit zur Verrechnung von Anfangsverlusten mit anderen Einkunftsarten, die jedoch in den letzten Jahren immer stärker eingeschränkt und schließlich abgeschafft wurde. Als Reaktion

darauf hat das Emissionshaus sein Produktangebot diversifiziert und zwei weitere Konzepte zur Investition in Logistikimmobilien und in britische Lebensversicherungen aufgelegt. Zudem erfolgte über die Beteiligung an dem Branchenportal FinanzDock und dem Bankhaus Hesse Newman der Ausbau der angebotenen Dienstleistungen für freie Vertriebsgesellschaften. Damit hat sich die Konzernsparte sukzessive vom Stammgeschäft Leasing emanzipiert und zu einem eigenständigen, integrierten Finanzdienstleister weiterentwickelt. Diese zunehmende Eigenständigkeit der Tochter wurde im November letzten Jahres durch den Börsengang zum Ausdruck gebracht, im Zuge dessen 11 Mio. Rothmann-Aktien bei Investoren platziert werden konnten. Mit einem Anteil von 81,7 Prozent bleibt Albis allerdings nach wie vor der Hauptanteilseigner.

## Beteiligungsportfolio

### Komplexe Struktur

Die konsequente Ausgliederung einzelner Geschäftskonzepte in separate Gesellschaften und die Kofinanzierung durch die Emission geschlossener Fonds hat allerdings auch bewirkt, dass die Gruppe heute über eine äußerst komplexe Unternehmensstruktur verfügt. Bei dem letzten Konzernabschluss Ende 2005 zählten insgesamt sieben wesentliche Gesellschaften und zahlreiche Ableger zum Konsolidierungskreis, vier weitere fielen unter die Kategorie der assoziierten Firmen. Einen Überblick über die Struktur der wesentlichen Aktivitäten zeigt die folgende Abbildung, wobei aus Gründen der Übersichtlichkeit die exakten Anteilsverhältnisse nicht aufgeführt werden.



### Wesentliche Leasing-assets Eigentum der Investoren

Da für die sechs wichtigsten Unternehmen der Leasingpartei (siehe Grafik) jeweils ein einzelner Fonds aufgelegt wurde, befinden sich die wesentlichen Assets des Bereichs im Besitz der Fondsinvestoren. Damit ist die operative Entwicklung dieser Aktivitäten für die Holding und für den Albis-Aktionär im Prinzip von untergeordneter finanzieller Bedeutung. Der Geschäftserfolg beeinflusst aller-

dings das Renommee der Gruppe und damit die Chance, in Zukunft weitere Leasingprodukte erfolgreich zu platzieren.

### *Automotive*

Die Sparte Automotive wird derzeit in erster Linie von den Unternehmen LeaseTrend, Budget ALAG Auto-Mobil sowie von der 2005 neu gegründeten DSK Leasing vertreten. Der Schwerpunkt der Gesellschaften liegt dabei auf dem Leasing- und Vermietungsgeschäft mit PKWs. LeaseTrend arbeitet vor allem mit Automobilhändlern zusammen und bietet maßgeschneiderte Lösungen für die Absatzfinanzierung. Die beiden anderen adressieren Endkunden in verschiedenen Segmenten: Bei Budget ALAG liegt der Fokus eher auf kleinen und mittleren Unternehmen, während DSK vorrangig Gewerbetreibende und Privatkunden bedient. Eine deutliche Aufwertung hat der Bereich durch den Kauf der Wiener Autobank zum Jahreswechsel 2005/06 erfahren. Mit der österreichischen Vollbank wurde ein Spezialist für die PKW-Finanzierung übernommen, der über starke Standbeine in den Segmenten Leasing, Neu- und Gebrauchtwagenfinanzierung sowie bei der Lagerfinanzierung von Autohäusern verfügt. Da die Banklizenz des Unternehmens EU-weit gültig ist, kann die Gruppe zukünftig in diesen Feldern auch außerhalb von Österreich expandieren. Zur Umsetzung der Expansionsstrategie wurde die Autobank organisatorisch der Gesellschaft DSK Leasing zugeordnet.

### *Albis HiTec Leasing*

Außerhalb des PKW-Marktes wird das Vermietungsgeschäft im Bereich der Mobilien – wie etwa IT, Büroinfrastruktur oder Medizintechnik – von der Albis HiTec Leasing vertreten. Die bereits im Jahr 1990 gegründete Firma ist auf kleinteilige Leasingverträge mit einem Volumen von 1.000 bis 50.000 Euro spezialisiert und kooperiert bei der Vermarktung der Kontrakte u.a. mit Unternehmen der Metro-Gruppe (z.B. Media Markt und Saturn) sowie mit der Postbank.

### *Albis Finance*

Vergleichsweise heterogen ist dagegen das Portfolio des Teilkonzerns Albis Finance. Die Aktivitäten der hier angesiedelten Firmen reichen von Angeboten für LKW-Nutzer (UTA, Truckport) bis zur Vermietung von Werkzeug und Maschinen (Firma: KML). Ein Schwerpunkt der Tochter liegt auch im Bereich der Finanzdienstleistungen. Zu den Kernelementen des Angebots zählen dabei die Finanzierung von Vorräten und sonstigen Posten des Umlaufvermögens sowie die Verbriefung von Forderungen. Bei der Verbriefung kauft die Tochter Albis Securitisation AG Aktivposten mit zukünftigen Zahlungsansprüchen, bündelt diese zu kapitalmarktfähigen Portefeuilles und platziert sie am Markt. Bereits 2005, im ersten Jahr der operativen Geschäftstätigkeit, konnten so vier Transaktionen mit einem Volumen von rund 400 Mio. Euro durchgeführt werden.

### *Albis Capital*

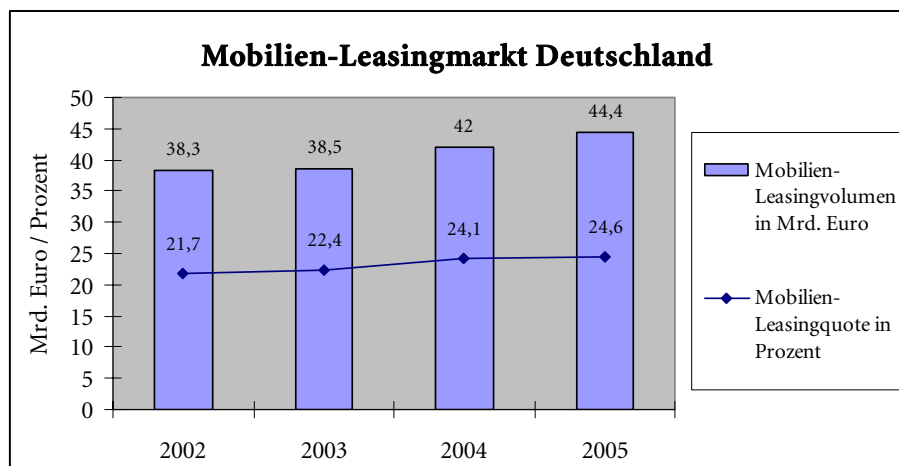
Auch die vierte Sparte, Albis Capital, bietet die Verbriefung von Forderungen an, allerdings für einen anderen Kundenkreis. Im Fokus der Gesellschaft stehen mittelständische Leasingunternehmen mit Refinanzierungsbedarf. Von dieser Ziel-

gruppe erwirbt die Konzerntochter objektgesicherte Leasingverträge, die ebenfalls gebündelt und im Anschluss als so genannte Asset Backed Securities (ABS) platziert werden. Ursprünglich sollte damit eine Finanzierungslücke bei kleinen und mittleren Unternehmen geschlossen werden, die insbesondere aus der restriktiven Kreditvergabe der Banken nach der Jahrtausendwende entstanden war. In der Zwischenzeit haben die Institute im Zuge der gesamtwirtschaftlichen Erholung ihr Engagement wieder ausgedehnt, so dass für Albis Capital ein intensiver Wettbewerb um Mandate entstanden ist. Als Reaktion wurde der Adressantenkreis erweitert und umfasst nun auch Autohändler mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro. Mit dieser Strategie konnte im Jahr 2006 bislang ein Neugeschäft von 60 Mio. Euro realisiert werden, wobei bereits vier der 22 Kunden aus dem Kraftfahrzeugbereich stammen.

## Markt und Wettbewerb

### Wachsender Markt

Der deutsche Leasingmarkt konnte im letzten Jahr mit einem Wachstum von 8,7 Prozent auf 51,1 Mrd. Euro eine sehr hohe Steigerungsrate vorweisen (Quelle zum Absatz: Bundesverband Deutscher Leasingunternehmen (BDL)). Auch das für Albis relevante Marktsegment Mobilien-Leasing, das für etwa 87 Prozent des gesamten Marktvolumens verantwortlich ist, hat um 5,7 Prozent auf 44,4 Mrd. Euro zugelegt. Da die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben für mobiles Equipment in Summe nur um rund 4 Prozent gewachsen sind, erhöhte sich der Marktanteil der Vermietung weiter und liegt mittlerweile bei 24,6 Prozent (siehe nachfolgende Übersicht). Das laufende Jahr 2006 startete erneut mit einem hohen Plus beim Mobilien-Leasing von 6 Prozent, welches sich allerdings im zweiten Quartal auf 3,4 Prozent abschwächte. Damit macht sich mittlerweile in der Branche auch auf aggregierter Ebene die gestiegene Aktivität der Banken bemerkbar, die das Kreditgeschäft wieder ausweiten und den Firmen so alternative Finanzierungswege zum Leasing ermöglichen.



***Intensiver Wettbewerb***

Die Banken zählen aber nicht nur wegen der alternativen Finanzierungsinstrumente zu den wichtigsten Konkurrenten, sondern auch wegen ihrer eigenen Leasingaktivitäten. Besonders engagiert im Mobilien-Markt sind dabei die CommerzLeasing Mobilien GmbH und die LBBW-Tochter Südleasing. Gleichzeitig bemühen sich auch die Produzenten selbst darum, auf den Kunden individuell abgestimmte Finanzierungsoptionen anzubieten. Gerade im Automobilssektor ist die Präsenz solcher Herstellerangebote ausgesprochen hoch. Neben dem deutschen Marktführer, der VW Leasing GmbH mit 520.000 verleaste Fahrzeugen, besitzt fast jede bekannte Marke ein eigenes Institut – etwa die BMW Bank oder die DaimlerChrysler Bank. Als dritte Gruppe haben sich banken- und herstellerunabhängige Anbieter im Markt etabliert, wobei sich Albis hier in der führenden Position sieht.

***Automobilmarkt im Zentrum der Unternehmensentwicklung***

Mit einem Anteil von 65 Prozent haben Kraftfahrzeuge – in erster Linie PKW, LKW und Busse – eine überragende Bedeutung im deutschen Leasingmarkt (Quelle: BDL, Stand 2005). Im Vermietungsgeschäft von Albis ist der Prozentsatz sogar noch höher, so dass die Entwicklung des inländischen Automobilmarktes den Geschäftserfolg der Hamburger maßgeblich beeinflusst. Insofern ist es für Albis von großer Bedeutung, dass die Zulassungszahlen in Deutschland nach einem mehrjährigen Rückgang im letzten Jahr endlich wieder zulegen konnten – um 2,5 Prozent auf 3,4 Mio. PKW. Auch im laufenden Jahr entwickelt sich der Markt mit einem Wachstum von 1,4 Prozent bislang recht positiv. Das daraus erwachsende Leasingneugeschäft wird allerdings immer noch von den herstellereigenen Gesellschaften dominiert, die im Automobilbereich einen Marktanteil von 60 Prozent besitzen. Den Rest teilen sich die herstellerunabhängigen Anbieter und Banken, wobei Albis mittelfristig die zweite Position hinter den Automobilkonzernen anstrebt.

***Steuerliche Rahmenbedingungen in der Diskussion***

Eine wichtige Einflussgröße des inländischen Leasinggeschäfts mit Unternehmenskunden stellt zudem die Absetzbarkeit der Zahlungen als Betriebsausgabe dar. Leasingraten mindern den für die Körperschafts- und Gewerbesteuer zu ermittelnden Gewinn und sind so unter Abgabengesichtspunkten oftmals vorteilhafter als aktivierungspflichtige Investitionen. In Deutschland steht dieser Sachverhalt derzeit allerdings auf dem Prüfstand. Seitens der Bundesregierung gibt es Bestrebungen, im Rahmen der geplanten Unternehmenssteuerreform die Abzugsfähigkeit der Leasingausgaben einzuschränken oder abzuschaffen. Sollten diese Pläne realisiert werden, würde ein zentraler Vorteil des Leasings entfallen. Dementsprechend hat die politische Diskussion bereits jetzt zu einer erheblichen Verunsicherung im Markt geführt.

## Geschäftsentwicklung

### *Konzern...*

Die spezielle Unternehmenskonstruktion bei Albis erfordert bei der Analyse der Geschäftsentwicklung eine Unterscheidung zwischen den Zahlen des Konzerns und den Ergebnissen der Aktiengesellschaft. Auf der Ebene der Gruppe wird das Zahlenwerk durch die Leasingfirmen dominiert. Über die Geschäftsführungsbezugnis der Komplementärin übt Albis bei diesen Gesellschaften zwar tatsächlich einen maßgeblichen Einfluss aus, doch steht das wirtschaftliche Ergebnis in erster Linie den Kommanditisten und den Stillen Gesellschaftern zu. Insofern sind die darauf basierenden Konzernserfolgszahlen für die Anteilseigner von Albis von vergleichsweise untergeordneter Bedeutung.

### *...und AG*

Für diese ist stattdessen der Gewinn der Holding entscheidend, der im Einzelabschluss der AG ermittelt wird. Zahlungen der Tochtergesellschaften finden sich darin vor allem in den Erträgen aus Beteiligungen. Dieser Posten enthält sowohl die Geschäftsbesorgungsvergütung für den Komplementär in Höhe von 0,75 Prozent des gezeichneten Kapitals als auch gegebenenfalls eine 10-prozentige Vorabgewinnbeteiligung. Diese fällt allerdings erst an, sobald die (planmäßig) angelaufenen Verluste auf den Kapitalkonten der Investoren ausgeglichen sind. Ein großer Teil der Beteiligungserträge wurde zudem in der Vergangenheit von der Tochter Rothmann mit dem Fondsgeschäft erwirtschaftet. Zusätzlich bilanziert die AG sonstige betriebliche Erträge aus Zahlungen der Konzernunternehmen, mit denen allerdings lediglich bei der Holding anfallende Kosten für Werbemaßnahmen und sonstige Dienstleistungen an die Töchter weiterbelastet werden. Aus der Saldierung dieser Posten mit den Aufwendungen der Aktiengesellschaft ergibt sich das für den Aktionär relevante Ergebnis.

### *Gewinnrückgang bei der AG*

Der für Investoren maßgebliche Jahresüberschuss von Albis Leasing auf der 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 vom 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 Altlasten aus dem Emissionsgeschäft abschließend bereinigt. Im Rahmen dessen erfolgte eine Abschreibung in Höhe von 4,25 Mio. Euro auf die Chorus GmbH. Diese war erforderlich, weil dem Emissionshaus für Medienfonds, an dem sich Albis im Jahr 2000 beteiligt hat, infolge der verschärften Steuergesetzgebung über Steuersparmodelle weitgehend die Geschäftsgrundlage entfallen ist. In Summe haben diese beiden Sondereffekte überdeckt, dass sich die Erträge aus dem Kerngeschäft, dem Be-

reich Leasing, im gleichen Zeitraum um eine halbe Million Euro auf 4,6 Mio. Euro erhöht haben.

### *Leasing-Neugeschäft mit Wachstum*

Auf der operativen Ebene brachte das vergangene Geschäftsjahr in vielen Bereichen positive Resultate. In Summe konnte der Albis-Konzern das Leasing-Neugeschäft um rund 5 Prozent von 609,6 auf 640 Mio. Euro steigern. Deutliche Zuwächse erzielten vor allem Albis HiTec und UTA. Auch Leasetrend konnte die Zahl der Vertragspartner um 5 Prozent steigern, wobei allerdings der Wechsel von kurzfristigen Kontrakten auf langfristige Verträge zu einem vorübergehenden Umsatzrückgang führte. Wenig zufriedenstellend verliefen dagegen das Full-Service-Leasing sowie die PKW-Vermietung von Budget ALAG. Während der Leasingbereich deutlich unter den Erwartungen blieb, brachte die Vermietung nach einer Tarifierhebung lediglich einen Umsatz auf Vorjahresniveau, was einen umfassenden Restrukturierungsplan und letztlich eine Aufspaltung der beiden Geschäftsfelder erforderlich machte. Erfreulicher war dagegen die Entwicklung der Finanzdienstleistungen. Nach dem akquirierten Volumen über 400 Mio. Euro wird für die Verbriefungsplattform Albis Securitisation bereits in diesem Jahr der Break-even erwartet. Auch Albis Capital konnte 2005 trotz einer zunehmenden Wettbewerbsintensität mit einem Neugeschäft von 53 Mio. Euro die Plangröße von 51 Mio. Euro leicht übertreffen.

### *Auslaufender Boom*

Das operative Fondsgeschäft der Tochter Finanzhaus Rothmann hat im letzten Jahr noch einmal massiv zugelegt. Durch eine Steigerung des platzierten Volumens um 10 Prozent auf 156,6 Mio. Euro erhöhten sich auch die Umsatzerlöse von 35,3 auf 42,5 Mio. Euro. Der Gewinn wurde allerdings vom Aufbau neuer Geschäftsfelder (FinanzDock, Hesse Newman) belastet und erreichte 3,6 Mio. Euro (Vorjahr: 6,7 Mio. Euro). Nach der Änderung der Steuergesetzgebung im November und der damit verbundenen Abschaffung der Verlustverrechnung von geschlossenen Fonds mit anderen Einkunftsarten musste im ersten Halbjahr 2006 ein rückläufiges Fondsgeschäft hingenommen werden. Da die neuen Geschäftsfelder diesen Rückgang noch nicht auffangen konnten, blieb der Umsatz mit 14,4 Mio. Euro rund 10 Prozent unter dem Wert aus den ersten sechs Monaten 2005, während der Ertrag bei 29 Tsd. Euro in etwa stagnierte.

### *Weiteres Wachstum beim Leasing*

Das Leasing-Geschäft auf Konzernebene hat im Gegensatz dazu zwischen Januar und Juni mit einem Plus im Neugeschäft von 25 Prozent weiter stark zugelegt. Wachstumstreiber waren erneut Albis HiTec und UTA, aber auch Leasetrend konnte dank der positiven Entwicklung der Zulassungszahlen 7 Prozent mehr Neuverträge abschließen. Budget ALAG erreichte zumindest die operativen Zielvorgaben aus dem Restrukturierungsplan und will im zweiten Halbjahr mit neuen Stationen in Ballungszentren und weiteren Lizenzpartnern das Netz deutlich ausbauen.



### *Sonderbelastungen*

Trotz der positiven operativen Entwicklung dürfte bei der Aktiengesellschaft auf Jahresbasis ein deutlicher Verlust anfallen, der insbesondere aus dem absehbaren Ausfall der Dividende bei Rothmann resultiert. Nach einem schwachen dritten Quartal, in dem der rückläufige Markt voll auf die Geschäftsentwicklung des Emissionshauses durchgeschlagen ist, hat der Vorstand seine Umsatzprognose von 39 auf 24 Mio. Euro reduziert und einen ein Verlust von bis zu 4,5 Mio. Euro angekündigt. Eine weitere Belastung im einstelligen Millionen-Euro-Bereich resultiert aus dem Rückkauf von Anteilen aus dem zweiten LeaseFonds (OstWest International Leasing OWL). Aufgrund von massiven Altlasten war es hier trotz eines Managementwechsels nicht geglückt, ein profitables Geschäft aufzubauen. Aus Kulanzgründen hat der Konzern den Fondszeichnern nun ein Angebot für einen Rückkauf unterbreitet, dem kein realer Gegenwert gegenübersteht.

## **Bewertung**

### *Sum-of-parts*

Nach der erweiterten Eigenständigkeit von Rothmann infolge des Börsengangs haben wir in unserem letzten Update die Bewertung von Albis auf ein sum-of-parts-Verfahren umgestellt, bei dem die Bereiche Leasing und Finanzhaus eigenständig beurteilt werden. Das faire Bewertungsniveau der Geschäftsbereiche ermitteln wir jeweils anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Im Anschluss erfolgt eine Verdichtung der ermittelten Wertansätze auf ein faires Kursniveau für die Albis-Aktie.

### *Diskontierungszins nach CAPM 11,3 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,9 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Bezüglich der Ermittlung des Betafaktors für Rothmann von 1,4 verweisen wir auf unsere Folgestudie vom 30.10.2006. Für die Risikoeinschätzung von Albis ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Bisher haben wir das Dienstleistungsgeschäft der Holding als vergleichsweise risikoarm eingestuft (Beta 1,2), was aber nach der jüngsten Geschäftsentwicklung so nicht aufrechtzuerhalten ist. Da die Mutter durchaus bei Fehlentwicklungen der Leasinggesellschaften interveniert (Stichwort OWL) und damit an deren Risikoposition stärker partizipiert, als es rechtlich zwingend wäre, erhöhen wir den Betafaktor auf 1,4. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich für Albis ein Eigenkapitalkostensatz von 11,3 Prozent.

### *Rothmann-Bewertung*

Bei der Einschätzung von Finanzhaus Rothmann greifen wir auf das Ergebnis unserer aktuellen Analyse zurück. Die folgende Darstellung zeigt den Geschäfts-

verlauf, der im Rahmen der Studie von uns prognostiziert wurde (zu Details siehe Rothmann-Folgestudie):

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Gesamterlöse (Mio. EUR)</b>	<b>25,0</b>	<b>30,0</b>	<b>39,0</b>	<b>48,8</b>	<b>58,5</b>	<b>64,4</b>	<b>70,8</b>	<b>74,3</b>
Erlöswachstum		20,0%	30,0%	25,0%	20,0%	10,0%	10,0%	5,0%
Nettorendite	-	-	5,0%	8,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>
Gewinnwachstum				100%	65,0%	10,0%	10,0%	5,0%

### *Anteiliger Rothmann-Wert übersteigt Marktkapitalisierung*

Daraus resultiert ein fairer Unternehmenswert für Rothmann von 55,6 Mio. Euro. Der Anteil von Albis an der Tochter beträgt derzeit 81,7 Prozent und hat damit nach unserer Kalkulation einen Wert von 45,4 Mio. Euro. Geht man an dieser Stelle bewusst konservativ vor und orientiert sich stattdessen an der aktuellen Börsenbewertung des Finanzdienstleisters, so errechnet sich ein Beteiligungswert von 26,0 Mio. Euro, der immer noch 10 Prozent über der gesamten Kapitalisierung des Albis Leasing AG liegt.

### *Leasinggeschäft*

Damit wird dem Leasinggeschäft von der Börse nach wie vor ein negativer Wertbeitrag beigemessen. Trotz der aktuellen Probleme bei OWL und Budget ALAG halten wir dies für zu pessimistisch. Insbesondere die Stärkung des Automobil-segments sollte sich mittelfristig auszahlen und für einen kontinuierlichen Anstieg der Beteiligungserträge sorgen. Aufgrund der Probleme bei Budget und der zunehmenden Wettbewerbsintensität bei Albis Capital haben wir unsere Schätzungen zu diesem Posten trotzdem leicht abgesenkt. Die Zahlen wurden darüber hinaus um die Belastungen aus der Übernahme der OWL-Anteile für 2006 bereinigt, da dieser Vorgang einen einmaligen Sondereffekt ohne Auswirkung auf die künftigen Gewinne darstellt. 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
<b>Gesamterträge (Mio. EUR)</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>	<b>13,8</b>
Ertragswachstum		18,6%	19,0%	9,1%	9,1%	6,6%	5,0%	5,0%
Nettorendite	0,0%	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,42</b>	<b>0,99</b>	<b>1,08</b>	<b>1,18</b>	<b>1,25</b>	<b>1,32</b>	<b>1,38</b>
Gewinnwachstum			138%	9,1%	9,1%	6,6%	5,0%	5,0%

### *Fairer Wert 3,43 Euro je Aktie*

Nach unserer Kalkulation liegt der Wert der Sparte bei 11,6 Mio. Euro oder 0,76 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 4,5 Mio. Euro betragen. Unter Verwendung des Ertragswertes der börsennotierten Tochter resultiert daraus ein

fairer Wert für Albis von 52,5 Mio. Euro, bzw. 3,43 Euro je Aktie. Wird dagegen lediglich der Börsenwert von Rothmann einbezogen, liegt der faire Kurs immer noch bei 2,16 Euro.

*Neues Anlageurteil:  
„Spekulativ kaufen“*

Die Albis-Aktie musste in den letzten Monaten einen massiven Kursverlust hinnehmen, mit dem die Gewinne aus dem vorherigen Anstieg eliminiert wurden. Die Hauptursache für diese Entwicklung ist der Umsatzeinbruch bei der Tochter Finanzhaus Rothmann, die von dem rückläufigen Markt bei geschlossenen Fonds überraschend stark getroffen wurde. Die neuen Geschäftsbereiche FinanzDock und Hesse Newman müssen noch am Markt etabliert werden und konnten daher diese Entwicklung nicht kompensieren. Hinzu kommen operative Probleme bei der Leasinggesellschaft Budget ALAG und Altlasten aus der Abwicklung von OWL. Für weitere Unsicherheit sorgt zudem der Gesetzgeber, der die steuerliche Absetzbarkeit von Leasingraten unter Umständen einschränkt. Trotzdem vernachlässigt der Markt derzeit die positiven Ansätze in der strategischen Weiterentwicklung des Konzerns. Während Rothmann mit dem neuen Geschäftsmodell von der zunehmenden Regulierung der Finanzvermittler massiv profitieren könnte, dürfte Albis vor allem im deutlich gestärkten Automobilsegment weiter zulegen. In Summe sehen wir bei der Aktie selbst auf Basis einer Bewertung des Rothmann-Anteils zum aktuellen Börsenkurs ein Aufwärtspotenzial von 40 Prozent. Die noch laufende Neuausrichtung von Rothmann und die Steuerdebatte sorgen allerdings für ein erhöhtes Risiko, so dass wir die Aktie nun als „Spekulativen Kauf“ einstufen.

## 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](mailto: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 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 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>
03.05.2006	3,93 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)**

### 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.