

Albis Leasing AG

Zusammenfassung

- **Umfassende Bereinigung:** Der Jahresabschluss 2006 wurde vor allem durch bilanzielle und operative Bereinigungsmaßnahmen geprägt. Während der Wertansatz bei der Tochter Finanzhaus Rothmann an die Marktkapitalisierung angepasst und um 41,8 Mio. Euro reduziert werden musste, kostete die Umstrukturierung bei Budget ALAG einen einstelligen Millionenbetrag.
- **Operativ moderates Wachstum:** Im Kerngeschäft Leasing konnte der Konzern 2006 das Neugeschäft um 0,5 Prozent auf 643 Mio. Euro steigern. Die Zusammenfassung der einzelnen Töchter in vier strategische Geschäftseinheiten dürfte im laufenden Jahr für positive Wachstumsimpulse sorgen.
- **Verunsicherung im Markt:** Die Leasingbranche könnte von der geplanten Unternehmenssteuerreform beeinträchtigt werden, da Leasingraten künftig teilweise der Gewerbesteuer unterliegen sollen.
- **Deutliche Unterbewertung:** Wir erwarten für das Mobilien-Leasing allerdings keine großen Auswirkungen, so dass Albis künftig wieder Gewinne erwirtschaften sollte. Aus dieser Annahme resultiert in unserem Bewertungsmodell ein Kurspotenzial für die Aktie von mindestens 56 Prozent.

Spekulativ kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,60 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	24,5 Mio. Euro
Free Float	42 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	3,72 Euro / 1,05 Euro
Performance (12 Monate)	-39 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 33 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2005	2006	2007 (e)	2008 (e)
Gesamterträge (Mio. Euro)	11,2	11,1	12,0	14,1
Ertragswachstum		-1,3%	8,6%	17,5%
EpS (Euro)	0,08	-3,21	0,03	0,07
EpS-Wachstum		-	-	135,0%
Dividende je Aktie (Euro)	0,08	0,00	0,01	0,02
KGV	18,9	-	51,1	21,7
Dividendenrendite	5,0%	0,0%	0,6%	1,3%

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umfassende Bereini- gung

Die Albis Leasing AG hat im letzten Jahr umfassende operative und bilanzielle Bereinigungsmaßnahmen durchgeführt. Eine besondere Belastung bedeutete dabei die Wertkorrektur bei der Tochter Finanzhaus Rothmann, deren Buchwert an die aktuelle Marktkapitalisierung abgesenkt wurde. Nach einer Änderung der Verlustverrechnung für geschlossene Fonds war das Kerngeschäft der Tochter stark zurückgegangen und konnte durch neue Geschäftsbereiche noch nicht aufgefangen werden (siehe Update vom 14. Mai 2007). In Summe ist das Finanzhaus so in die Verlustzone gerutscht – mit entsprechend negativen Folgen für den Aktienkurs. Bei Albis, das noch eine knapp 80-prozentige Beteiligung an Rothmann besitzt, resultierte hieraus ein Abschreibungsbedarf in Höhe von 41,8 Mio. Euro. Eine weitere – voraussichtlich einmalige – Ergebnisbelastung musste im Zusammenhang mit der schwachen Geschäftsentwicklung der Tochter Budget ALAG verkraftet werden. Operative Schwierigkeiten, vor allem im ersten Halbjahr 2006, hatten hier eine umfassende Restrukturierung und einen Forderungsverzicht von 6,9 Mio. Euro notwendig gemacht. Insgesamt summierte sich der Jahresfehlbetrag der Holding so auf 49,2 Mio. Euro, nach einem Überschuss von 1,3 Mio. Euro in 2005.

Operatives Geschäft intakt

Abseits dieser Sonderfaktoren lag das EBITDA der AG mit 0,7 Mio. Euro zwar unter dem Wert aus dem Vorjahr (4,8 Mio. Euro), aber deutlich im positiven Bereich. Gestiegen sind dabei insbesondere die sonstigen betrieblichen Erträge, die sich 2006 auf 5,79 Mio. Euro (Vorjahr: 3,56 Mio. Euro) belaufen haben. Hinter dieser Position verbergen sich Zahlungen der Konzernunternehmen an die Mutter, mit denen allerdings lediglich bei der Holding anfallende Kosten für Werbemaßnahmen und sonstige Dienstleistungen an die Töchter weiterbelastet werden. Die Erträge aus Beteiligungen – die wichtigste Einkommensquelle der AG – waren dagegen mit 5,06 Mio. Euro (Vorjahr: 8,53 Mio. Euro) rückläufig, lagen allerdings noch über unserer Schätzung (4,0 Mio. Euro) vom Oktober letzten Jahres. Während mehrere Ableger einen höheren Betrag als in 2005 an Albis abgeführt haben, resultierte der starke Rückgang in erster Linie aus dem vorhersehbaren Ausfall der Dividende von Finanzhaus Rothmann (siehe folgende Übersicht).

<i>(Mio. Euro, Prozent)</i>	2005	2006	Veränderung
Finanzhaus Rothmann AG	3,92	0,00	-100,0%
LeaseTrend AG	1,31	1,30	-0,4%
ALBIS Finance AG	1,15	1,35	+17,9%
ALAG Auto-Mobil AG & Co. KG	1,33	1,33	-0,2%
ALBIS Capital Verwaltung AG	0,76	0,79	+4,6%
DSK Leasing Verwaltung AG	0,07	0,28	+319,4%
Gesamt	8,53	5,06	-40,7%

Erträge aus Beteiligungen der Albis Leasing AG; Quelle: Unternehmen

Umstrukturierung in vier strategische Geschäftseinheiten

Die operativen Leasinggesellschaften wurden durch unternehmerisch beteiligte Anleger finanziert (siehe Studie vom 31. Oktober 2006). Deswegen sind die Zahlen zum Konzern für die AG-Anteilseigner von vergleichsweise nachrangiger Bedeutung. Nichtsdestotrotz erlauben die Kennzahlen der Gruppe Aussagen zum Erfolg der verfolgten Geschäftsmodelle am Markt. Im vergangenen Jahr konnte das Neugeschäft im Leasingbereich erneut zulegen. Mit einem Plus von 0,5 Prozent auf 643 Mio. Euro blieb die Steigerungsrate allerdings vergleichsweise niedrig, da auf margenschwache Großgeschäfte weitgehend verzichtet wurde. Um in der aktuellen Periode das Potenzial der einzelnen Konzerngesellschaften noch stärker auszuschöpfen, hat das Management die Gruppe Anfang des Jahres neu ausgerichtet und die einzelnen Anbieter den vier strategischen Geschäftseinheiten PKW, LKW, Mobile Güter und Finance zugeordnet. Von diesem Schritt verspricht sich der Konzern erhebliche Synergien, beispielsweise durch eine gemeinsame Nutzung von Back-Office-Kapazitäten und eine Hebung der Cross-Selling-Potenziale im Vertrieb.

Guter Start ins neue Geschäftsjahr

Nach Auskunft des Unternehmens haben sich schon in den ersten Monaten des laufenden Geschäftsjahres erste Erfolge der neuen Ausrichtung eingestellt. Insbesondere in dem dominierenden Auto-Segment konnte das Geschäftsvolumen deutlich gesteigert werden. So erhöhte der Spezialist für PKW-Leasing, Leasetrend, das Neugeschäft im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 28 Prozent. Besonders bemerkenswert ist dabei, dass das Unternehmen dieses Wachstum bei rückläufigen Zulassungszahlen realisieren konnte und somit signifikant Marktanteile gewonnen hat. Ein weiteres Highlight war das Einlagengeschäft bei der erst Ende 2005 erworbenen Autobank aus Österreich, die das Volumen in diesem Bereich um 30 Prozent erhöhen konnte. Erste positive Resultate aus der Restrukturierung zeigen sich auch bei Budget ALAG. Durch deutliche Kostenreduktionen bei der Flotte, beim Personal und im Vertrieb konnte hier das Ergebnis zwischen Januar und April im Vorjahresvergleich um 1 Mio. Euro verbessert werden. Umfangreiche Kooperationen sollen nun zusätzliche Kosteneinsparungen im Fahrzeugeinkauf und eine kostenneutrale Erweiterung des Stationsnetzes ermöglichen. Nach Unternehmensangaben verlaufen die Verhandlungen dazu vielversprechend.

Ausblick

Steuerreform ändert Rahmenbedingungen

Operativ hat Albis damit die Voraussetzungen geschaffen, um im laufenden Jahr mit weiterem Wachstum die nachhaltige Rückkehr in die Gewinnzone zu vollziehen. Unklar ist zum jetzigen Zeitpunkt allerdings, welche Auswirkungen die geplante Steuerreform nach ihrer Umsetzung auf die künftige Geschäftsentwicklung haben wird. Die aktuelle Gesetzesvorlage der Großen Koalition sieht vor, dass auf 25 Prozent von 20 Prozent der Leasingraten bei Mobilien und auf 25

Prozent von 75 Prozent der Leasingraten bei Immobilien Gewerbesteuer gezahlt werden muss. Nach Branchenberechnungen sind diese Sätze unangemessen hoch und benachteiligen die Leasing-Finanzierung gegenüber der Kreditvariante (Quelle: Bundesverband Finanzierung und Leasing e.V.). Diese Darstellung dürfte allerdings vor allem der weiteren Beeinflussung des Gesetzgebungsverfahrens dienen. Gerade im Mobilien-Leasing bleibt die Belastung mit einem Ansatz von 5 Prozent der Raten selbst bei einer Umsetzung der aktuellen Planungen vergleichsweise gering. Zudem dürften viele kleine und mittlere Unternehmen von dem Freibetrag über 100.000 Euro profitieren.

Turnaround in Aussicht gestellt

Wir gehen deshalb davon aus, dass die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform auf die Geschäftsfelder der Albis-Töchter sehr begrenzt bleiben. Unter dieser Prämisse dürfte der Konzern im Kerngeschäft künftig weiter zulegen. Nachdem die Gesamterträge im Jahr 2006 deutlich über unseren Schätzungen lagen, haben wir den Wert für 2007 von 8,3 auf 12,0 Mio. Euro erhöht, die weiteren Zuwachsraten dagegen unverändert gelassen. Da die Anhebung allerdings im Wesentlichen auf höhere sonstige betriebliche Erträge zurückzuführen ist, denen auf der Holdingebene entsprechende Kosten gegenüber stehen, heben wir unsere Gewinnschätzung lediglich geringfügig an. Die folgende Tabelle zeigt die entsprechenden Zahlen der AG ohne Berücksichtigung des Finanzhauses Rothmann, das wir im Rahmen eines Sum-of-parts-Ansatzes eigenständig bewerten.

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gesamterträge (Mio. EUR)	12,0	14,1	15,3	16,7	17,8	18,7	19,6	20,6
Ertragswachstum		17,5%	8,8%	8,8%	6,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	4,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Gewinn (Mio. EUR)	0,48	1,13	1,23	1,34	1,42	1,49	1,57	1,65
Gewinnwachstum		135%	8,8%	8,8%	6,4%	5,0%	5,0%	5,0%

Wert des Kerngeschäfts: 0,86 Euro je Aktie

Bei einem Diskontierungszins von 12,1 Prozent (risikoloser Zins 4,7 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent errechnet sich so ein Wert von 13,2 Mio. Euro oder 0,86 Euro je Aktie für das Kerngeschäft.

Separate Bewertung von Finanzhaus Rothmann

Neben den Leasingaktivitäten hält Albis nach wie vor einen Anteil von 79,2 Prozent an Finanzhaus Rothmann. Die künftigen Geschäftsaussichten der Tochter haben wir in der Analyse vom 14. Mai 2007 eigenständig beziffert. Für die nächsten acht Jahre prognostizieren wir dabei den folgenden Verlauf (für Details verweisen wir auf das Update):

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gesamterlöse (Mio. EUR)	37,0	48,1	55,3	63,6	70,0	77,0	80,8	84,9
Erlöswachstum		30,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	-4,0%	1,0%	5,0%	8,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Gewinn (Mio. EUR)	-1,5	0,5	2,8	5,1	7,7	8,5	8,9	9,3
Gewinnwachstum		-	475%	84,0%	51,3%	10,0%	5,0%	5,0%

*Anteilswert übersteigt
Albis-Kapitalisierung
deutlich*

Daraus resultiert ein fairer Unternehmenswert für Rothmann von 64,5 Mio. Euro. Der Anteil von Albis an der Tochter beträgt derzeit 79,2 Prozent und hat damit nach unserer Kalkulation einen Wert von 51,1 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 31,4 Mio. Euro, der immer noch 28 Prozent über der gesamten Kapitalisierung des Albis Leasing AG liegt.

*Unternehmenswert
zwischen 2,49 und 3,78
Euro je Aktie*

Der gesamte Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe des Beteiligungswertes von Rothmann und des Kapitalwertes des Kerngeschäfts abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten auf der Holdingebene (derzeit 6,4 Mio. Euro). Insgesamt resultiert hieraus eine faire Kapitalisierung von 57,9 Mio. Euro oder 3,78 Euro je Aktie. Folgt man dagegen einer konservativeren Vorgehensweise und setzt für das Finanzhaus nur den Börsenwert an, so errechnet sich immer noch ein Zielkurs von 2,49 Euro je Aktie und damit ein Kurspotenzial von 56 Prozent.

*Unverändertes Urteil:
„Spekulativ kaufen“*

Albis Leasing hat im vergangenen Geschäftsjahr 2006 eine umfassende operative und bilanzielle Bereinigung vorgenommen und damit die Voraussetzung geschaffen, um künftig wieder Gewinne zu erwirtschaften. Ein Unsicherheitsfaktor für die weitere Entwicklung bleibt die Auswirkung der Unternehmenssteuerreform, nach der ein Teil der Leasingraten künftig der Gewerbesteuer unterliegt. In der aktuellen Fassung wurden die Regelungen allerdings so weit entschärft, dass die Auswirkungen auf das Mobilien-Leasing sehr begrenzt bleiben sollten. Damit erscheint das Unternehmen aus unserer Sicht deutlich unterbewertet, da die aktuelle Marktkapitalisierung sogar erheblich unter dem anteiligen Börsenwert der Beteiligung am Finanzhaus Rothmann liegt, die perspektivisch verkauft werden dürfte. Wir sehen daher ein konservatives Kursziel von mindestens 2,49 Euro und damit ein Kurspotenzial von 56 Prozent. Auf dieser Basis ist Albis-Aktie ein klarer Kauf – bis zur Umsetzung des Turnaround im operativen Geschäft jedoch mit spekulativem Charakter.

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 wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse 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. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

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 in den nächsten zwölf Monaten 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
31.10.2006	1,54 Euro	Spekulativ 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 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) 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.