

VEM Aktienbank AG

Zusammenfassung

- **Wachstum fortgesetzt:** In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres konnte VEM erneut deutlich zulegen. Sowohl die operativen Nettoerträge als auch das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit erhöhten sich im Vorjahresvergleich um rund 40 Prozent auf 8,6 resp. 5,5 Mio. Euro.
- **Steigende Transaktionsvolumina:** Nachdem im letzten Jahr das Wachstum vor allem von der steigenden Anzahl der begleiteten Transaktionen getragen wurde, profitiert VEM nun von der gestärkten Eigenkapitalbasis und wickelt zunehmend auch größere Deals ab. Dementsprechend liegt das Transaktionsvolumen bereits nach sechs Monaten auf dem Niveau des gesamten Vorjahres.
- **Erfolge als Designated Sponsor:** Besonders erfolgreich war die Gesellschaft bei der Gewinnung weiterer Designated-Sponsor-Mandate. Mit 60 Kunden hat sich VEM nun endgültig als einer der wichtigsten Anbieter in Frankfurt etabliert und belegt nach Anzahl der Mandate derzeit den zweiten Platz.
- **Kurs mit erheblichem Potential:** Trotz einer geringfügigen Reduktion liegt unser Kursziel rund 85 Prozent über dem aktuellen Börsenwert.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs

17,10 Euro

ISIN	DE0007608309
Branche	Finanzdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.vem-aktienbank.de
Ausstehende Aktien	3,87 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	14. Juni 2004
Marktsegment	Geregelter Markt (München)
Marktkapitalisierung	66,2 Mio. Euro
Free Float	ca. 65 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	28,99 Euro / 14,80 Euro
Performance (12 Monate)	-3,65 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 209 Tsd. Euro / Tag

	2004	2005	2006e	2007e
Nettoerträge (Mio. Euro)	5,4	19,0	22,0	26,0
Wachstum der Nettoerträge	-	251,9%	15,8%	18,0%
EpS (Euro)*	0,88	2,25	1,81	2,04
EpS-Wachstum	-	-	-19,6%	12,9%
Dividende je Aktie	-	-	-	-
KGV	19,4	7,6	9,5	8,4
Dividendenrendite	-	-	-	-

*für 2004 HGB-Ergebnis, basierend auf der Aktienzahl von 2,468 Mio. Stück; ab 2005 (IFRS) voll verwässert mit 3,87 Mio. Aktien.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Erstes Halbjahr mit deutlichen Zuwächsen

Nach dem Rekordjahr 2005, dessen Ergebnisse nach Vorlage endgültiger Zahlen nochmals deutlich über den im Februar gemeldeten vorläufigen Berechnungen gelegen haben, ist VEM auch der Start in das laufende Geschäftsjahr gelungen. Sowohl die operativen Nettoerträge als auch das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (nach HGB) konnten um jeweils ca. 40 Prozent auf 8,64 resp. 5,51 Mio. Euro gesteigert werden. Der Halbjahresgewinn erhöhte sich um 34 Prozent auf 3,24 Mio. Euro. In der IFRS-Bilanzierung (keine Vergleichszahlen des Vorjahrs) liegen die Erfolgskennzahlen noch höher: die operativen Nettoerträge bei 9,22 Mio. Euro und das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit bei 5,89 Mio. Euro.

Steigende Transaktionsvolumina

Besonders bemerkenswert an dieser Entwicklung ist das überproportional steigende Transaktionsvolumen. Während die Anzahl der betreuten Mandate im Vorjahresvergleich in etwa gleich geblieben ist, haben die erreichten Volumina mit ca. 200 Mio. Euro bereits nach sechs Monaten das Niveau von 2005 erreicht. Insofern zahlt sich hier die in der Vergangenheit konsequent ausgebauten Eigenkapitalbasis positiv aus, die erst die Übernahme von größeren Mandaten ermöglicht hat. Allein die beiden größten Emissionen, Themis Equity Partners und Heliad Equity Partners, haben mit zusammengekommen 66 Mio. Euro rund ein Drittel des gesamten Transaktionsvolumens der ersten Jahreshälfte ausgemacht. Eine auch zahlenmäßig starke Zunahme konnte zudem bei der Anzahl der betreuten Neuemissionen verzeichnet werden, die sich von drei auf sechs verdoppelt hat.

Designated Sponsoring

Erneut sehr erfolgreich war VEM darüber hinaus im Hinblick auf die Akquise neuer Mandate als Designated Sponsor. Deren Anzahl ist inzwischen auf 60 angestiegen, was nicht nur im Vorjahresvergleich (32 Mandate), sondern auch gegenüber dem Frühjahr (44) eine deutliche Zunahme bedeutet. Damit belegt das Unternehmen nach eigenen Angaben den zweiten Platz hinter dem Marktführer Close Brothers (111) und liegt noch vor der Deutschen Bank. Da zahlreiche der neuen Mandate von Gesellschaften stammen, die von VEM an die Börse gebracht wurden, profitieren die Münchener auch in diesem Bereich von ihrer außergewöhnlich aktiven Rolle als Emissionshaus.

Weitere Diversifikation

Auch wenn der erfolgreiche Ausbau des Kundenportfolios beim Designated Sponsoring bereits einen wichtigen Beitrag zur Verbreiterung der Einnahmehasis bedeutet, bemüht sich das VEM-Management weiterhin um den Aufbau weiterer Standbeine. Neben Beteiligungen an Anbietern börsennaher Dienstleistungen wie dem Marktführer für Ad-hoc-Publizität Equitystory und der IR-Gesellschaft financial.de gehört dazu vor allem die Erweiterung des eigenen Leistungsportfolios. Aus diesem Grund hat VEM angekündigt, eine Vollbanklizenz

zu beantragen, um insbesondere ein eigenes Einlagengeschäft aufzubauen. Darüber hinaus soll die VEM-Präsenz in London gestärkt werden. Das Unternehmen erhofft sich hiervon einen besseren Zugang zu ausländischen institutionellen Investoren und damit eine deutliche Verbesserung der eigenen Platzierungskraft.

Ausblick

Emissionstätigkeit abgekühlt

Der deutsche IPO-Markt hat sich infolge der seit Mai eingetretenen Kurskorrektur an den Börsen im zweiten Quartal deutlich beruhigt. Dazu beigetragen hat aber auch die ungünstige Kursentwicklung vieler Neuemissionen. So liegen derzeit von den 42 Unternehmen, die dieses Jahr in Deutschland an die Börse gegangen sind, lediglich 20 im positiven Terrain (Stand 21.08). Die dadurch ausgelöste Zurückhaltung führte zu zahlreichen Absagen und Verschiebungen von IPOs sowie zu deutlichen Preisabschlägen bei denjenigen Transaktionen, die dennoch durchgeführt wurden. So wurden allein im Juni europaweit 11 Emissionen mit einem Gesamtvolumen von 4,2 Mrd. Euro abgesagt (Handelsblatt vom 28.07.2006, S. 21). Für die zweite Jahreshälfte rechnen die Marktteilnehmer aber mit einer Belebung der Börsen, so dass insgesamt das – europäische – Neuemissionsvolumen sogar den bisherigen Rekord (90 Mrd. Euro) aus dem Jahr 2000 übertreffen könnte. Begründet wird dies mit der inzwischen erfolgten Erholung der Kapitalmärkte sowie mit den stark gefüllten IPO-Pipelines der Banken (Handelsblatt vom 28.07.2006, S. 1). Da der Finanzierungsbedarf gerade bei den kleineren Unternehmen besonders ausgeprägt ist, dürfte diese positive Erwartung auch auf das Zielsegment von VEM zutreffen.

Mittelfristige Perspektive intakt

Unabhängig von der aktuellen Kapitalmarktentwicklung und der kurzfristigen Anzahl der Börsengänge sind die mittel- und langfristigen Wachstumsperspektiven von VEM überzeugend. Mit dem adressierten Segment für kleine und kleinste Emissionen agiert die Gesellschaft in einem Markt, der überdurchschnittlich von der zunehmenden Kapitalmarktorientierung im deutschen Mittelstand profitieren sollte. Durch Entwicklungen wie Basel II oder die in den nächsten Jahren anstehende Nachfolgefrage in vielen Unternehmen wird der Kreis der potenziellen Kunden weiter zunehmen.

Aktualisierung unserer Schätzungen

Auch wenn wir das Erreichen unserer bisherigen Prognosen nach wie vor für wahrscheinlich halten, nehmen wir die jüngste Abkühlung der Emissionstätigkeit vorsichtshalber zum Anlass, unsere Schätzungen geringfügig zu modifizieren. Dies betrifft in erster Linie unsere Erwartung für die operativen Nettoerträge, die wir nun auf 22 Mio. Euro im laufenden Jahr zurücknehmen. Die Wachstumsraten für die Folgejahre halten wir hingegen für ausreichend konservativ und belassen sie deswegen unverändert. Darüber hinaus korrigieren wir auch die

Nettorendite für die nächsten zwei Jahre leicht nach unten. In Erwartung einer nun etwas geringeren Einnahmenbasis dürften sich die im laufenden Jahr vorgenommenen notwendigen Kapazitätserweiterungen etwas stärker als bisher geschätzt auf die Ergebnisse auswirken, weswegen die bisherige Margenerwartung etwas zu optimistisch erscheint. Mit den neuen Werten von 31,8 resp. 30,4 Prozent sollte dieser Effekt nun angemessen berücksichtigt sein. Weitere Anpassungen betreffen schließlich den Diskontierungszinssatz, den wir angesichts der zwischenzeitlich gestiegenen Marktzinsen auf 10,8 Prozent anheben. Insgesamt ergeben diese Modifikationen einen modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, wie er in der folgenden Tabelle dargestellt ist.

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoerträge (Mio. EUR)	22,0	26,0	30,1	34,9	40,2	46,2	52,7	60,0
Wachstum		18,0%	16,0%	16,0%	15,0%	15,0%	14,0%	14,0%
Nettorendite	31,8%	30,4%	28,2%	27,0%	25,2%	24,0%	22,8%	21,6%
Gewinn (Mio. EUR)	7,00	7,90	8,49	9,43	10,12	11,09	12,01	12,97
Gewinnwachstum		12,9%	7,5%	11,1%	7,3%	9,5%	8,3%	8,0%

Fairer Wert 31,60 Euro pro Aktie

Auf dieser Basis errechnet sich ein Ertragswert von 122,3 Mio. Euro. Je VEM-Aktie bedeutet das einen fairen Wert von 31,60 Euro – fast 85 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs. Dabei haben wir die Aktienzahl auf dem aktuellen Niveau belassen. Die geplante Ausgabe von Gratisaktien wird erst nach Abschluss der Maßnahme in unserem nächsten Update berücksichtigt.

Unser Anlageurteil: weiterhin „Kaufen“

VEM konnte seine beeindruckende Wachstumsgeschichte auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres fortsetzen. Trotz der zwischenzeitlichen Abkühlung des Emissionsmarktes hat das Volumen der abgewickelten Transaktionen bereits Ende Juni das Niveau des Vorjahres erreicht. Sehr erfreulich hat sich auch das zweite Standbein, das Designated Sponsoring, entwickelt. Hier konnte die Anzahl der Mandate gegenüber dem Jahreswechsel nahezu verdoppelt werden. Da gleichzeitig das Management mit der Beantragung der Vollbanklizenz und dem Ausbau der Londoner Aktivitäten bereits rechtzeitig Grundlagen für künftiges Wachstum legt, sehen wir der Fortsetzung der bisherigen Erfolgsgeschichte optimistisch entgegen. Dies zeigt sich auch in unserem Schätzmodell, das eine deutliche Unterbewertung und ein aktuelles Kurspotenzial von annähernd 85 Prozent signalisiert. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unser Urteil und empfehlen die VEM-Aktie weiterhin zum Kauf.

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 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.-Volkswirt Adam Jakubowski (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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
08.03.06	25,40 Euro	Kaufen
03.11.05	25,45 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: 2)

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.