

Akt. Kurs (08.06.11, 10:48, Ffm): 33,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **42,00 (---) EUR**

Branche: Finanzdienstleister
Land: Deutschland
ISIN: DE0006201403
Reuters: PEHG.F
Bloomberg: PEH:GR

Kurzbeschreibung

Die PEH Wertpapier AG gehört zu den führenden bankenunabhängigen Finanzdienstleistern in Deutschland. Neben Vermögensanlage und Verwaltung bietet das Unternehmen institutionellen Kunden auch diverse Dienstleistungen an.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	37,10 €	24,60 €
Aktueller Kurs:	33,00 €	
Aktienzahl ges.:	1.813.800	
Streubesitz:	62,2%	
Marktkapitalis.:	59,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Kräftige Ergebnisverbesserung in 2010

Mitte April hat PEH die Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 vorgelegt. Demnach stiegen die Netto-Provisionserträge um 5,1 Prozent auf 19,4 Mio. Euro. Durch die hohe Kosteneffizienz im Geschäftsmodell von PEH legten die operativen Erlöse deutlich überproportional zu. Das EBITDA verbesserte sich um 56 Prozent auf 4,8 Mio. Euro, wobei alle drei Segmente zum Wachstum beigetragen haben.

Dabei haben sich die eingeleiteten Effizienzsteigerungsmaßnahmen sehr positiv niedergeschlagen. Nach einem schwachen Vorjahr gelang dem Segment PEH Private Kunden mit 0,6 Mio. Euro der Turnaround. Der Bereich PEH Beteiligungen verzeichnete einen Anstieg von 12 Prozent auf 2,0 Mio. Euro und auch das Segment PEH Institutionelle Kunden entwickelte sich mit einem Zuwachs von 31,4 Prozent auf 2,2 Mio. Euro sehr erfolgreich. Im Unterbereich Asset Management für institutionelle Kunden hat PEH bereits den Grundstein für ein erfolgreiches Ergebnis gelegt. Äußerst erfolgreich sind dabei auch die Fonds, die regelmäßig Auszeichnungen und Bestnoten erhalten.

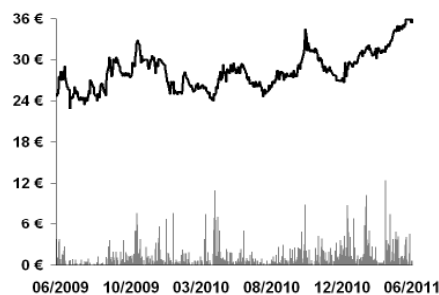
Das Ergebnis vor Steuern stieg im letzten Geschäftsjahr von 3,0 auf 4,7 Mio. Euro. Dadurch erhöhte sich die Eigenkapitalrendite vor Steuern von 16,4 Prozent auf stattliche 25,2 Prozent. Auch der Überschuss nach Anteilen Dritter verbesserte sich um gut 65 Prozent auf 3,4 Mio. Euro. Der Gewinn je Aktie stellte sich damit auf 1,86 Euro nach 1,13 Euro im Vorjahr.

Einmal mehr will PEH die Ausschüttungspolitik der vergangenen Jahre fortsetzen. Der Hauptversammlung am 24.6. wird eine Dividendenanhebung von 1,70 auf 2,00 Euro je Aktie vorgeschlagen. Damit liegt die Dividendenrendite auf dem aktuellen Kursniveau bei satten 6,1 Prozent. Auf Basis der jetzigen Konzernstruktur bedeuteten die Zahlen das erfolgreichste Jahr der Unternehmensgeschichte.

Bereich Private Kunden bleibt im Konzernverbund

Im Juni 2010 hatte PEH angekündigt, den Bereich PEH Private Kunden operativ auszubauen. Allerdings stand zum damaligen Zeitpunkt auch eine ergebnisoffene Diskussion im Raum, ob beispielsweise ein Verkauf oder eine Kooperation als externer Vertriebspartner sinnvoll sein könnte.

Nach einer eingehenden Prüfung kam der Vorstand zum Schluss, den Ausbau des Segments unter eigener Regie voranzutreiben. Zusammen mit einem verstärkten Vertrieb erzielte PEH hier bereits erste Erfolge. Wachstumsunterstützend wurde zudem die Führungsebene deutlich erweitert. Die Entscheidung erscheint vor dem Hintergrund der zunehmenden regulatorischen Vorgaben sinnvoll, da nicht alle Wettbewerber diese Vorgaben erfüllen können.



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Nettoprov.	18,5	19,4	21,3	22,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	4,9	6,6	8,0	9,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	2,0	3,4	4,2	4,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,13	1,86	2,34	2,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,70	2,00	2,25	2,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	29,2	17,7	14,1	12,2
Div.rendite	5,2%	6,1%	6,8%	7,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Gelungener Auftakt in 2011

Im laufenden Jahr setzt PEH ihre Vorwärtsstrategie zu weiterem Wachstum konsequent fort. Dazu zählen der systematische Aufbau des Vertriebs und zusätzliche Investitionen in Marketing und PR. Um dieses Wachstum zu generieren, stellt die Gesellschaft weitere Mitarbeiter ein.

Die Netto-Provisionserträge legten im ersten Quartal um 18,4 Prozent auf 4,87 Mio. Euro zu. Da sich die Verwaltungskosten nur um 2,0 Prozent auf 3,24 Mio. Euro erhöhten, kam das EBITDA deutlich überproportional um 61,1 Prozent voran. Der Quartalsüberschuss nach Anteilen Dritter stieg auf 0,99 Mio. Euro, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,55 Euro.

Für das Gesamtjahr 2011 nannte der Vorstand keine konkrete Prognose. Er gab sich aber – anhaltend günstige Rahmenbedingungen vorausgesetzt – sehr zuversichtlich, dass PEH sowohl die Provisionserträge als auch den Gewinn im laufenden Jahr ebenso wie in den Folgejahren weiter steigern kann.

GSC-Schätzungen

Wir gehen davon aus, dass PEH seine Nettoprovisionserträge in 2011 um bis zu 10 Prozent steigern kann und kalkulieren hier mit 21,3 Mio. Euro. Bei einem unterproportionalen Anstieg von Personal- und Verwaltungskosten sollte dies zu einem Anstieg des EBITDA um über 20 Prozent auf 8,2 Mio. Euro führen. Daraus wird sich nach unserer Einschätzung ein um gut 25 Prozent höheres Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter von 4,2 Mio. Euro bzw. 2,34 Euro je Aktie ergeben.

Für 2012 und 2013 rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstums, setzen jedoch vorsichtshalber etwas niedrigere Steigerungsraten an. So prognostizieren wir für das kommende Jahr bei Nettoprovisionserlösen von 22,8 Mio. Euro (+7%) mit einem Gewinn von 2,70 Euro je Aktie (+15%) und rechnen für 2013 bei 24 Mio. Euro an Nettoprovisionserlösen (+5%) mit einem Ergebnis von 2,95 Euro je Aktie (+9,5%).

Dies wird es PEH auch ermöglichen, die aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortzusetzen. Wir gehen für 2011 von einer auf mindestens 2,25 Euro erhöhten Ausschüttung aus und rechnen für das kommende Jahr mit einer nochmaligen Anhebung auf 2,50 Euro. Die aktuelle Dividendenrendite von 6,1 Prozent wird nach unserer Einschätzung dadurch künftig noch weiter steigen.

PEH erwägt Kapitalerhöhung bei der Tochter Axxion

Vor wenigen Tagen gab PEH bekannt, dass man eine Kapitalerhöhung bei der Tochtergesellschaft Axxion in Erwägung zieht. Damit soll die weitere Expansion von Axxion finanziert und Beteiligungsmöglichkeiten für Axxion-Kunden am Unternehmen ermöglicht werden. Aktuell verwaltet das Unternehmen mehr als 3,2 Milliarden Euro in mehr als 100 Investmentfonds. Hintergrund der Überlegung ist, dass die hauseigene Fondsbuchhaltungsgesellschaft ab Herbst 2011 für die eigenen Fonds Dienstleistungen wie zum Beispiel die NAV-Berechnung übernehmen und diesen Service auch externen Kunden anbieten will.

Ein stabiles Marktumfeld vorausgesetzt könnte eine Platzierung noch im laufenden Jahr stattfinden. Der aktuelle PEH-Mehrheitsanteil würde im Zuge einer solchen Transaktion aufgrund der entstehenden Verwässerung voraussichtlich unter die 50-Prozent-Schwelle sinken. Wir halten den Schritt für sinnvoll, haben Effekte hieraus jedoch noch nicht in unsere Prognosen einbezogen.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen für das abgelaufene Jahr und insbesondere das erste Quartal 2011 haben uns überzeugt. Der unterproportionale Kostenanstieg zeigt einmal mehr die hohe Kosteneffizienz der Gesellschaft, was bei einer Ausweitung der Provisionserträge zu einem stark steigenden Ergebnis führt. Zusätzliche Kosteneinsparungen erzielt PEH auch durch Insourcing. So wird die Fondsbuchhaltung künftig in eigener Regie in einer Tochtergesellschaft durchgeführt und diese Tätigkeit dann auch Dritten als Dienstleistung angeboten.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Regulierung sehen wir einen sich verstärkenden Konsolidierungsdruck innerhalb der Branche, wovon PEH profitieren sollte. Positiv werten wir beim Geschäftsmodell von PEH die hohen zu erzielenden Skaleneffekte, die bei einem anhaltenden Wachstum in Zukunft noch stärker zu Buche schlagen werden.

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die PEH-Aktie mit einem KGV von 14 für das laufende Jahr bewertet und weist eine Dividendenrendite von 6,1 Prozent auf. Diese Kennzahlen sind im Branchenvergleich und angesichts der zu erwartenden weiteren Ergebnissteigerungen sehr attraktiv. Auch im Verhältnis zum verwalteten Volumen, das sich im Konzern inzwischen auf 5,2 Milliarden Euro beläuft, ist die Börsenkapitalisierung von 60 Mio. Euro verhältnismäßig niedrig.

Daher empfehlen wir die PEH-Aktie in unserer Ersteinschätzung zum Kauf und setzen das Kursziel mit 42 Euro fest. Nach unten ist der Kurs dabei durch die hohe Dividendenrendite gut abgesichert.

Gewinn- und Verlustrechnung

PEH Wertpapier AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Provisionserträge (brutto)	40,3	217,8%	47,8	246,0%	54,0	253,5%	59,0	258,8%	64,0	267,2%
Provisionsaufwendungen	21,8		28,4		32,7		36,2		40,1	
Provisionserträge (netto)	18,5	100,0%	19,4	100,0%	21,3	100,0%	22,8	100,0%	24,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		9,6%		7,0%		5,0%	
sonstige betriebliche Erträge	0,5	2,7%	0,9	4,4%	1,0	4,8%	1,0	4,6%	1,1	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			72,0%		18,9%		2,6%		1,6%	
Rohertrag	19,0	102,7%	20,3	104,4%	22,3	104,8%	23,8	104,6%	25,0	104,5%
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		10,0%		6,8%		4,9%	
Personalaufwand	8,5	46,2%	8,7	44,8%	9,2	43,4%	9,6	42,2%	9,9	41,5%
Veränderung zum Vorjahr			1,9%		6,3%		4,1%		3,3%	
Verwaltungsaufwand	4,8	25,9%	4,8	24,8%	4,9	23,0%	5,0	21,8%	5,0	21,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,4%		1,9%		1,5%		1,3%	
Sonstiges betriebliche Aufwendungen	0,8	4,3%	0,2	1,1%	0,2	1,2%	0,2	1,1%	0,2	1,0%
EBITDA (nachrichtlich)	5,1	27,8%	6,8	34,8%	8,2	38,4%	9,5	41,5%	10,3	42,9%
Veränderung zum Vorjahr			31,4%		21,1%		15,8%		8,5%	
Info Abschreibungen	0,3	1,5%	0,2	1,0%	0,2	2,0%	0,5	2,0%	0,5	2,0%
Veränderung zum Vorjahr			-30,6%		2,9%		128,0%		5,0%	
EBIT	4,9	26,3%	6,6	33,8%	8,0	37,5%	9,0	39,5%	9,8	40,9%
Veränderung zum Vorjahr			35,0%		21,6%		13,0%		8,7%	
Zinsergebnis	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr										
Ergebnis vor Steuern	4,9	26,3%	6,6	33,8%	8,0	37,5%	9,0	39,5%	9,8	40,9%
Steuerquote	30,2%		28,2%		28,0%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	1,5	8,0%	1,9	9,5%	2,2	10,5%	2,5	11,1%	2,7	11,5%
Veränderung zum Vorjahr			25,9%		20,8%		13,0%		8,7%	
Jahresüberschuss	3,4	18,3%	4,7	24,2%	5,7	27,0%	6,5	28,5%	7,1	29,5%
Veränderung zum Vorjahr			38,9%		22,0%		13,0%		8,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	1,4		1,3		1,5		1,6		1,7	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,0	11,0%	3,4	17,4%	4,2	19,9%	4,9	21,5%	5,4	22,4%
Veränderung zum Vorjahr			65,7%		25,6%		15,2%		9,5%	
Anzahl der Aktien	1,814		1,814		1,814		1,814		1,814	
Gewinn je Aktie	1,13		1,86		2,34		2,70		2,95	

Aktionärsstruktur

Martin Stürner	20,21%
Rudolf Locker	8,57%
Swen Lorenz	9,05%
Streubesitz	62,17%

Termine

24. Juni 2011	Hauptversammlung in Frankfurt
24. August 2011	Halbjahresfinanzbericht
10. November 2011	Zwischenbericht zum 30.09.2011

Kontaktadresse

PEH Wertpapier AG
Adenauerallee 2
D-61440 Oberursel

Internet: www.peh.de
Email: info@peh.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Martin Stürner

Tel.: +49 (0) 6171 / 6331 - 0
Fax: +49 (0) 6171 / 6331 - 10
Email: Martin.Stuerner@peh.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-Flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
------------------------	---------------------	------------	----------

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,7%	54,0%
Halten	40,0%	46,0%
Verkaufen	15,3%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
PEH Wertpapier AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.