

Akt. Kurs (16.09.11, 12:13, Fm): 24,30 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **32,00 (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.

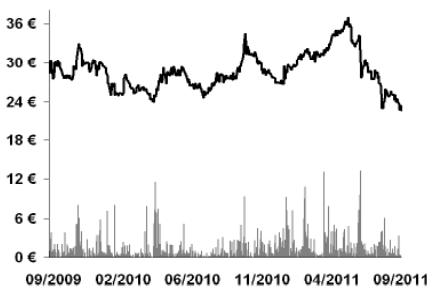
	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	37,10 €	19,50 €
Aktueller Kurs:	24,30 €	
Aktienzahl ges.:	1.813.800	
Streubesitz:	62,2%	
Marktkapitalis.:	44,1 Mio. €	

Anlagekriterien

Volatiles Marktumfeld und Aktionärsstreitigkeiten belasten

Nach dem gelungenen Jahresauftakt in den ersten drei Monaten hat sich das extrem volatile Marktumfeld an den Finanzmärkten zuletzt negativ auf die operative Geschäftsentwicklung der PEH Wertpapier AG ausgewirkt. Außerdem lasten die Streitigkeiten mit einigen Aktionären auf dem Ruf der Gesellschaft und verursachten erhebliche Mehrkosten.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten führen zunehmend zu einer Verunsicherung der privaten Anleger, die sich aus diesem Grund mit Investitionen zurückhalten. Dies schlug sich auch in den Zahlen der PEH nieder, die im zweiten Quartal deutlich hinter dem Vorjahresniveau zurückblieben. Bei den Nettoprovisionserträgen kam es zu einem Rückgang um 20,9 Prozent. Bedingt war dies durch deutlich gesunkene performanceabhängige Vergütungen. Insgesamt sanken die Nettoprovisionserträge per 30.6. somit um 3,2 Prozent auf 8,83 (9,12) Mio. Euro.



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Nettoprov.	18,5	19,4	17,6	19,8
<i>bisher</i>	---	---	21,3	22,8
EBIT	4,9	6,6	5,3	7,2
<i>bisher</i>	---	---	8,0	9,0
Jahresüb.	2,0	3,4	2,3	3,6
<i>bisher</i>	---	---	4,2	4,9
Erg./Aktie	1,13	1,86	1,26	1,99
<i>bisher</i>	---	---	2,34	2,70
Dividende	1,70	2,00	1,40	1,80
<i>bisher</i>	---	---	2,25	2,50
KGV	21,5	13,0	19,2	12,2
Div.rendite	7,0%	8,2%	5,8%	7,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

Bei den Ergebniskennziffern fiel das Minus noch höher aus, da PEH hier weiter in den Ausbau der operativen Tätigkeiten investiert hat. So wurden zur Stärkung des Vertriebs und für das Insourcing-Projekt bei der Axxion weitere Mitarbeiter eingestellt. Darüber hinaus gab PEH mehr für Marketing und PR aus. Zusätzlich fielen annähernd 0,5 Mio. Euro an Kosten im Zusammenhang mit den Aktionärsstreitigkeiten an. So verringerte sich das EBITDA um 30 Prozent auf 1,54 (2,19) Mio. Euro. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gab um 35 Prozent auf 1,34 (2,06) Mio. Euro nach. Das Nettoergebnis blieb mit 1,05 (1,48) Mio. Euro um 29 Prozent hinter dem Vorjahresniveau zurück.

Rückgänge in den Bereichen Institutionelle Kunden und Privatkunden

Im Segment PEH Institutionelle Kunden zeichnete sich im zweiten Quartal ein merklicher Rückgang ab. Nach Meinung der Gesellschaft war dies auf die allgemeine Verunsicherung, das reduzierte Risikobudget und das rufschädigende Verhalten einer Aktionärsgruppe zurückzuführen. Insgesamt sanken die Nettoprovisionserträge um 2 Prozent auf 2,16 Mio. Euro. Da in diesem Bereich auch die Konzernkosten angesiedelt sind, haben sich die Verwaltungsaufwendungen fast verdoppelt. Entsprechend blieb das EBITDA mit 0,51 Mio. Euro um 43 Prozent hinter dem Vorjahreswert zurück. Nach Steuern musste das Segment noch ein Minus von 39 Prozent auf 0,35 Mio. Euro hinnehmen.

Im Geschäftsfeld PEH Private Kunden vollzog die Gesellschaft nach dem im letzten Jahr gelungenen Turnaround einen operativen Ausbau. Dazu wurden die Vertriebsanstrengungen noch einmal intensiviert. Allerdings kam es durch die negative Kampagne der Aktionärsgruppe zu einer Beschädigung der Reputation und damit verbunden zu einem Rückgang des verwalteten Volumens. Vor diesem Hintergrund sanken die Nettoprovisionserträge um 9,4 Prozent auf

2,54 Mio. Euro. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit halbierte sich in etwa auf 0,15 Mio. Euro und auch das Ergebnis nach Steuern verschlechterte sich um 42 Prozent auf 0,14 Mio. Euro.

Das Geschäftsfeld PEH Beteiligungen verzeichnete mit 4,13 Mio. Euro konstante Nettoprovisionserträge. Bei der AXXION wurde das Insourcing im Bereich der Fondsbuchhaltung weiter vorangetrieben, wozu im Mai 2011 eine eigene Tochtergesellschaft gegründet wurde. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gab um 17 Prozent auf 0,77 Mio. Euro nach. Auch beim Ergebnis nach Steuern verblieb ein Minus von 15 Prozent auf 0,56 Mio. Euro.

Streitigkeiten mit Aktionärsgruppe setzen sich fort

Die Streitigkeiten mit einigen Aktionären hatten im Vorfeld der Hauptversammlung im Juni zu einer Ergänzung der Tagesordnung um Sonderprüfungsanträge geführt. Im Verlauf der HV schien es zu einer deutlichen Annäherung zwischen den Gruppen zu kommen. Man einigte sich darauf, die Ergänzungsanträge zurückzuziehen, dafür würde der Aufsichtsrat die darin aufgeworfenen Fragen bearbeiten und den Aktionären das Ergebnis dieser Prüfung zukommen lassen. Entsprechend wurde auch die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat vertagt. Außerdem wurde Falk Strascheg in den Aufsichtsrat gewählt, nachdem Dr. Franz-Xaver Kirschner sein Mandat niedergelegt hatte.

Nach der HV flammten die Streitigkeiten allerdings wieder auf und zuletzt eine neue Dimension erreicht. So erstattete PEH eine formale Verdachtsanzeige wegen möglicher Verstöße nach §§ 21 (Meldepflichten), 22 (Zurechnung von Stimmrechten), 27a WpHG (Mitteilungspflichten für wesentliche Beteiligungen) und § 2c KWG (Pflichten für Inhaber bedeutender Beteiligungen) gegen eine Gruppe von Investoren. Zu dieser gehören die Herren Swen Lorenz, Stefan Gomoll, Joachim Knoesel und Stefan Mayerhofer. Es bestehe der begründete Verdacht, dass die Investorengruppe sich in ihrem Verhalten abgestimmt habe und damit ein gemeinschaftliches Handeln (Acting in Concert) vorliege.

Darüber hinaus hegt die PEH Wertpapier AG den Verdacht, dass einzelne Beteiligte auch versucht haben, den Börsenkurs zu beeinflussen (Marktmanipulation nach § 20a WpHG). Wegen des Verdachts des Zusammenwirkens mit der Investorengruppe und des Verdachts der unbefugten Weitergabe von Interna hat die PEH ferner den noch laufenden Dienstvertrag des ehemaligen Vorstands Stefan Mayerhofer außerordentlich und fristlos gekündigt.

Darüber hinaus erstattete PEH Strafanzeige wegen des Verdachts der Weitergabe von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen gegen Ex-Vorstand Mayerhofer. Angesichts dieser Entwicklung dürften die Kosten für die juristische Auseinandersetzung auch im zweiten Halbjahr auf einem hohen Niveau bleiben.

GSC-Schätzungen

Angesichts des eingetrübten Marktumfelds, der enttäuschenden Zahlen für das zweite Quartal und den anhaltenden Aktionärsstreitigkeiten nehmen wir unsere Schätzungen für 2011 und die Folgejahre zurück. Wir gehen nun davon aus, dass PEH das Vorjahresniveau bei den Nettoprovisionserträgen nicht erreichen kann und erwarten einen Rückgang um 9,4 Prozent auf 17,6 Mio. Euro.

Bedingt durch den überproportionalen Anstieg der Verwaltungskosten kalkulieren wir beim EBITDA mit einem Abschmelzen von 6,8 auf 5,5 Mio. Euro. Damit sehen wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter um gut 32 Prozent niedriger bei 2,3 Mio. Euro bzw. 1,26 Euro je Aktie.

Bei dann wieder verbesserten Rahmenbedingungen gehen wir in den Jahren 2012 und 2013 von einer Rückkehr auf den Wachstumspfad aus. Zudem sollten dann auch die Streitigkeiten hoffentlich beigelegt sein. Für das kommende Jahr prognostizieren wir Nettoprovisionserlöse von 19,8 Mio. Euro und einen Gewinn je Aktie von 1,99 Euro. Der überproportionale Anstieg ergibt sich insbesondere aus dem Wegfall von Einmalkosten und Skaleneffekten durch höhere Erlöse. 2013 erwarteten wir einen Zuwachs auf 21,8 Mio. Euro bei den Nettoprovisionserträgen und einen Anstieg beim Ergebnis je Aktie auf 2,34 Euro.

Wir sind überzeugt, dass PEH auch in Zukunft die aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen wird. Vor diesem Hintergrund schätzen wir die Ausschüttung für das laufende Jahr auf 1,40 Euro und für 2012 auf 1,80 Euro.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen für das zweite Quartal haben uns besonders nach dem hervorragenden Jahresauftakt enttäuscht. Neben dem äußerst volatilen Marktumfeld führt die Verwaltung die schwache Entwicklung auch auf die anhaltenden Auseinandersetzungen mit der Aktionärsgruppe zurück, die zu einem Reputationsverlust der Gesellschaft im Markt führen. Darüber hinaus lösten die Auseinandersetzungen bereits Sonderbelastungen in Höhe von rund 0,5 Mio. Euro aus.

Da die Streitigkeiten nun in eine neue Runde gehen, dürften die Belastungen auch im zweiten Halbjahr anhalten. Zugleich versucht PEH, mit einer Ausweitung der Beraterzahl die Weichen für die Zukunft beim operativen Geschäft auf Wachstum zu stellen. Langfristig halten wir diese Strategie für richtig, kurzfristig werden jedoch zunächst die zusätzlichen Kosten auf das Ergebnis des laufenden Jahres drücken.

Durch die zunehmende Regulierung sehen wir in Zukunft einen sich weiter verstärkenden Konsolidierungsdruck innerhalb der Branche, wovon PEH profitieren sollte. Positiv werten wir beim Geschäftsmodell von PEH die hohen erzielbaren Skaleneffekte, die einem anhaltenden Wachstum künftig noch stärker zu Buche schlagen werden. Mittel- und langfristig sind wir daher weiter positiv für die Ertragsperspektiven PEH gestimmt, sobald die unschönen Streitigkeiten ausgeräumt sind und sich das Marktumfeld wieder aufhellt.

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die PEH-Aktie mit einem KGV von 19 für das laufende Jahr bewertet. Damit ist die Aktie auf den ersten Blick nicht günstig. Durch die künftig zu erwartenden Ergebnissteigerungen verbessern sich die Bewertungskennziffern aber schon für 2012 deutlich. Daher empfehlen wir die PEH-Aktie weiterhin zum Kauf, reduzieren das Kursziel vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung jedoch auf 32 Euro. Auf dem ermäßigten Kursniveau sollte nun auch die Dividendenrendite von 5,8 Prozent unterstützend wirken.

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%	47,0	267,0%	53,0	267,7%	58,0	266,1%
Provisionsaufwendungen	21,8		28,4		29,4		33,2		36,2	
Provisionserträge (netto)	18,5	100,0%	19,4	100,0%	17,6	100,0%	19,8	100,0%	21,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		-9,4%		12,5%		10,1%	
sonstige betriebliche Erträge	0,5	2,7%	0,9	4,4%	0,8	4,8%	0,9	4,6%	1,0	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			72,0%		-1,8%		7,8%		6,5%	
Rohertrag	19,0	102,7%	20,3	104,4%	18,4	104,8%	20,7	104,6%	22,8	104,5%
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		-9,1%		12,3%		9,9%	
Personalaufwand	8,5	46,2%	8,7	44,8%	7,9	45,1%	8,4	42,2%	9,2	42,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,9%		-8,8%		5,3%		9,6%	
Verwaltungsaufwand	4,8	25,9%	4,8	24,8%	4,8	27,5%	4,7	23,8%	5,0	23,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,4%		0,6%		-2,6%		6,5%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,8	4,3%	0,2	1,1%	0,4	1,2%	0,4	2,0%	0,3	1,6%
EBITDA (nachrichtlich)	5,1	27,8%	6,8	34,8%	5,5	31,1%	7,6	38,6%	8,7	39,9%
Veränderung zum Vorjahr			31,4%		-19,1%		39,7%		13,8%	
Info Abschreibungen	0,3	1,5%	0,2	1,0%	0,2	2,0%	0,4	2,0%	0,4	2,0%
Veränderung zum Vorjahr			-30,6%		2,9%		98,0%		10,1%	
EBIT	4,9	26,3%	6,6	33,8%	5,3	29,9%	7,2	36,6%	8,3	37,9%
Veränderung zum Vorjahr			35,0%		-19,7%		37,5%		14,0%	
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%	5,3	29,9%	7,2	36,6%	8,3	37,9%
Steuerquote	30,2%		28,2%		28,0%		28,0%		28,0%	
Ertragssteuern	1,5	8,0%	1,9	9,5%	1,5	8,4%	2,0	10,2%	2,3	10,6%
Veränderung zum Vorjahr			25,9%		-20,3%		37,5%		14,0%	
Jahresüberschuss	3,4	18,3%	4,7	24,2%	3,8	21,5%	5,2	26,3%	5,9	27,3%
Veränderung zum Vorjahr			38,9%		-19,5%		37,5%		14,0%	
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%	2,3	13,0%	3,6	18,3%	4,2	19,5%
Veränderung zum Vorjahr			65,7%		-32,2%		57,7%		17,4%	
Anzahl der Aktien	1,814		1,814		1,814		1,814		1,814	
Gewinn je Aktie	1,13		1,86		1,26		1,99		2,34	

Aktionärsstruktur

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

Termine

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
08.06.2011	33,00 €	Kaufen	42,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,2%	60,9%
Halten	42,3%	34,8%
Verkaufen	13,5%	4,3%

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.