

PEH Wertpapier

# „Weniger als 100 %“ lautet jetzt die neue Übernahme-Devise

2012 war kein gutes Jahr für den Oberurseler Vermögensverwalter PEH Wertpapier. Aus der schwachen Entwicklung hat das Management jedenfalls die richtigen Schlüsse gezogen, so dass schon für 2013 mit einer Ertragswende zu rechnen ist. Das dürfte der Aktie neuen Schwung verleihen.

Wo Risiken liegen, da ergeben sich auch immer Chancen. Unter dieses Motto könnte der Oberurseler Vermögensverwalter PEH Wertpapier das Jahr 2012 stellen. Es gilt: Die Rahmenbedingungen für Finanzdienstleister sind erheblich schwieriger geworden: Die Kapitalmarkterträge sind niedrig, der Druck auf die Margen bleibt hoch. Die zunehmende Regulierung verlangt einen immensen Aufwand an Arbeit und Kosten. Den können kleinere Vermögensverwalter immer weniger allein schultern, folglich nimmt der Konsolidierungsdruck in der Branche zu, wie Vorstandschef und Großaktionär Martin Stürmer im Interview mit dem Nebenwerte-Journal (s. S.12) ausführlich erläutert.

Das bringt zwei Chancen mit sich: Erstens können bei Übernahmen sofort Synergien gehoben werden. Das gesamte Back Office kann umgehend auf PEH übertragen werden; die Strukturen dafür wurden durch hohe Investitionen im Jahr 2012 geschaffen. Die Kosten sind im Jahresabschluss 2012 verarbeitet, so dass die Hessen ab 2013 ertragsmäßig durchstarten können. Ohne das Back Office blieben dann die ertragbringenden Einheiten Vertrieb und Vermögensverwaltung. Stürmer gibt sich überzeugt, dass ab 2013 immer mehr kleinere Vermögensverwalter die Vorteile dieses Ansatzes erkennen und unter das PEH-Dach schlüpfen werden. Das gilt erst recht, da PEH den bisherigen alten Ansatz,

Unternehmen nur vollständig zu übernehmen, zu den Akten gelegt hat und künftig nur noch mehrheitliche Übernahmen anstrebt, die eine Konsolidierung ermöglichen. Die restlichen Anteile sollen beim Alteigentümer bleiben, auch der Unternehmensname bleibt erhalten, so dass sich für die Kunden möglichst keine sichtbaren Änderungen ergeben.

### Klares Bekenntnis zur Dividende

Damit erhöhen sich zweitens auch die Chancen, eine Siegerstrategie einzukaufen. Ein Beispiel hat Stürmer schnell parat: Die Entwicklung der Vermögensverwaltung Flossbach & von Storch. Durch eine sehr gute Anlagestrategie gelang es, hohe Wertzuwächse zu erzielen, die neues Geld angezogen haben. Heute verwaltet Flossbach & von Storch € 12 Mrd. und kann entsprechende Provisionen vereinnahmen. Eine ähnliche Entwicklung nahmen auch Dr. Jens Ehrhardt oder der französische Vermögensverwalter Edouard Carmignac. Diese Perspektive bekommen Anleger, die heute eine PEH-Aktie erwerben, gratis obendrauf. Und wie Stürmer gegenüber dem Nebenwerte-Journal deutlich zu verstehen gab, soll die dividendenarme Zeit – für 2011 wurden nur € 0.05 je Aktie ausgeschüttet, für 2012 gingen die Aktionäre komplett leer aus – möglichst schnell zu Ende gehen. All diese Punkte, zusammen mit dem niedrigen Aktienkurs in die Waagschale geworfen, haben uns dazu bewogen, der Gesellschaft eine Titelgeschichte zu widmen.

### PEH-Strategien gerieten 2012 an Grenzen

Das Thema der passenden Anlagestrategie ist für einen Vermögensverwalter essentiell. Konnte PEH bislang gerade in schwierigen Marktlagen von der Diversifikation profitie-

ren, so erlebten 2012 vier von sechs PEH-Ansätzen gleichzeitig eine Schwächephase. Grund dafür war eine ungewöhnlich lang andauernde Ausnahmesituation: Die Märkte reagierten primär auf externe, vornehmlich politische Einflüsse und schwankten entsprechend der ständig wechselnden Nachrichtenlage – aber weitgehend ohne Bezug zur Entwicklung der Fundamentaldaten, auf denen eine Vielzahl der PEH-Systeme aufsetzt.

Private und institutionelle Anleger hielten sich angesichts der hohen politischen Unsicherheiten an den Finanzmärkten und der extrem niedrigen Rentenrenditen ohnehin stark mit Investitionen zurück – die Performanceprobleme erschwerten zusätzlich den Vertrieb. Die in den PEH-Strategien betreuten Volumina verminderten sich, die Einnahmen aus performanceabhängigen Vergütungen und Management-Gebühren sanken deutlich.

### 2012 endete in den roten Zahlen

Sichtbar wird dies in den Zahlen für 2012. Die Netto-Provisionserträge stiegen zwar gegenüber dem Vorjahr um 2 % auf € 17.6 (17.3) Mio., jedoch verzeichneten die bisherigen Segmente PEH Institutionelle Kunden und PEH Private Kunden starke Rückgänge. Nur im Segment PEH Beteiligungen lief es rund. Der Anstieg der Allgemeinen Verwaltungskosten auf € 17.2 (14.4) Mio., der auch auf die Zukäufe von Navaxx, Advanced Dynamic Asset Management und die W&P Financial Services zurückzuführen ist, fraß die Provisionserträge nahezu vollständig auf. Das EBITDA sank demzufolge auf € -549 000 (2.3 Mio.), das Jahresergebnis lag mit € -1.1 (1.4) Mio. bzw. € -0.62 (0.77) je Aktie noch deutlicher in den roten Zahlen. Vor diesem Hintergrund ist es nicht weiter verwunderlich,

#### PEH Wertpapier AG, Oberursel

Telefon: 06171/6331-33

Internet: www.peh.de

ISIN DE0006201403,

1.8138 Mio. Stückaktien, AK € 1.8138 Mio.

Aktionäre: Martin Stürmer (CEO) 26.4 %, Swen Lorenz 9.05 %, Rudolf Locker (AR-Vorsitzender) 8.6 %, Falk F. Strascheg 7.1 %, eigene Aktien 2.13 %, Streubesitz 46.72 %

Kennzahlen	2012	2011
Provisionserträge (netto)	17.6 Mio.	17.3 Mio.
EBITDA	-549 000	2.3 Mio.
Jahresergebnis	-1.1 Mio.	1.4 Mio.
Ergebnis je Aktie	-0.62	0.77
EK-Quote	49.3 %	65.8 %

#### Kurs am 22.05.2013:

€ 16.21 (Ffm.), 19.30 H / 11 T

KGV 2013e 16, KBV 1.95 (12/12)

Börsenwert: € 29.4 Mio.



Für 2013 dürfte PEH wieder eine Dividende zahlen können.

**FAZIT:** Die Schlüsse, die Martin Stürmer, CEO und Großaktionär des hessischen Vermögensverwalters PEH Wertpapier AG, aus dem mauen Jahrgang 2012 gezogen hat, sind nachvollziehbar und gleichzeitig vielversprechend. Wie sehr sich der neue Ansatz auszuzahlen beginnt, zeigen die jüngst veröffentlichten Q1-Zahlen mit der Rückkehr in die Profitabilität. Wenn es PEH gelingen sollte, weitere Vermögensverwalter an sich zu binden, dürfte sich die Ertragsituation überproportional verbessern. Das immer strengere regulatorische Umfeld spielt diesem Ziel in die Karten. Daher können wir die PEH-Aktie auf dem aktuellen Kursniveau empfehlen. Der Anlagehorizont sollte allerdings mit 18 bis 24 Monaten nicht zu kurz gewählt werden. **CS**

dass die PEH-Aktie den Rückwärtsgang einlegte und im Tief bis auf € 11 einbrach.

**Q1 2013: Zurück in den schwarzen Zahlen**  
 Bereits im Q1 2013 beginnt sich der neue Ansatz auszuzahlen. Die Netto-Provisionserträge stiegen um 11 % auf € 4.6 (4.1) Mio. Die Allgemeinen Verwaltungskosten betragen € 3.8 Mio. Damit lagen sie trotz der Erweiterung der Wertschöpfungskette und des Produktangebots, beispielsweise durch die W&P Financial Services GmbH, nur knapp 1 % über dem Wert des Vorjahres und um 30.6 % unter dem im Q4 2012. Das Ergebnis vor Steuern wuchs gegenüber Q1 2012 kräftig auf € 349 000 (57 000). Das EBITDA legte um 185.3 % auf € 485 000 (170 000) zu. Das Periodenergebnis stellte sich auf € 225 000 (55 000) bzw. € 0.12 (0.03) je Aktie.

**Konzentration aufs Geld verdienen**

Mit der inzwischen abgeschlossenen Umstrukturierung hat sich PEH nach eigenem Selbstverständnis in ein Multimanager-Finanzhaus verwandelt und kann neue Tochtergesellschaften bzw. Kooperationspartner nun wesentlich leichter integrieren. Dazu wurden die Aktivitäten der Kerngeschäftsfelder Vermögensverwaltung, Vertrieb sowie Verwaltung und Service zusammengefasst. Diese Infrastruktur steht komplett oder als Modul für Dritte bereit. Von Back Office, Pressearbeit, Revision bis Compliance lässt sich alles Nötige abrufen. Das Service-Segment entlastet umfassend und gesetzeskonform von den notwendigen Verwaltungsaufgaben. Das spart Tochtergesellschaften und potenziellen neuen Partnern nicht nur Kosten, sondern erlaubt es ihnen vor allem sofort, sich auf ihre Kernkompetenz, die Finanzberatung und/oder die Vermögensverwaltung, zu fokussieren.

**Marken bleiben erhalten**

PEH bietet damit auch eine Lösung für Finanzdienstleister, die in den kommenden Jahren eine Unternehmensnachfolge regeln müssen oder wollen. Die Strategie basiert auf der Weiterführung der Marke und der

*Einloggen bei PEH nur mit der eigenen Identität: Die Oberurseler belassen ihren Mehrheitsbeteiligungen die Eigenständigkeit.*



Bewahrung der Identität. Das Management bleibt auf lange Sicht, oder – wenn gewünscht für eine Übergangszeit – als Gesellschafter beteiligt und steht damit weiter in der Verantwortung. Die Integration der Frauenfinanzberatung Svea Kuschel + Kolleginnen in die PEH-Gruppe ist ein gutes Beispiel: Die Marke und der eigenständige Ansatz im Vertrieb wurden weiter gepflegt, die Unternehmensstrategie ausgebaut. Auch die Eingliederung der W&P Financial Services GmbH im Jahr 2012 verlief ähnlich: Das Management blieb an Bord, die Identität als Boutique und der individuelle Ansatz blieben erhalten. Das ist zum einen entscheidend wichtig für die Kunden des Unternehmens, zum anderen eine Bereicherung für PEH.

**Service für Dritte im Angebot**

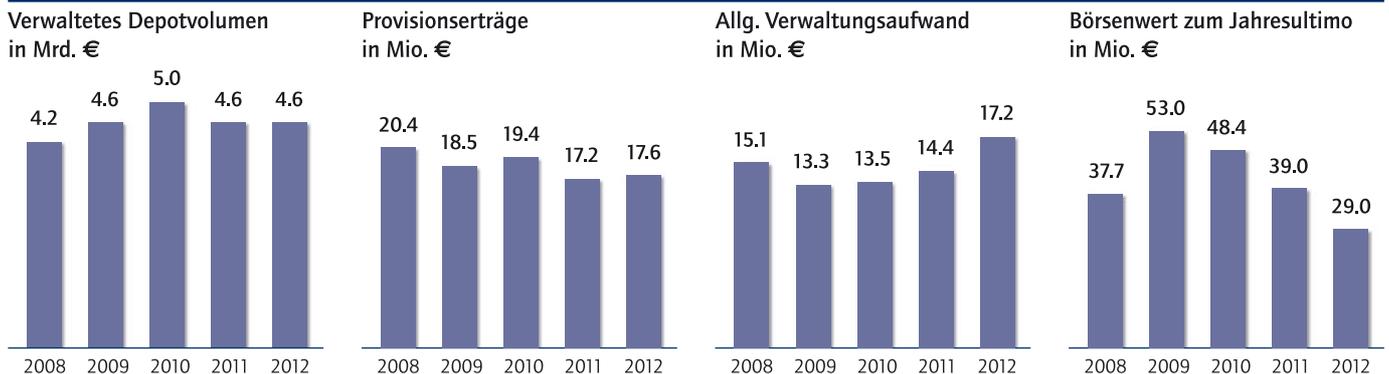
Die unterschiedlichen Ansätze und Sichtweisen sollen sich im Idealfall gegenseitig befruchten. Durch die Einbindung in die PEH-Gruppe entstehen unmittelbar zusätzliche Vertriebschancen (Cross-Selling) und ein hohes Synergiepotenzial im gesamten Verwaltungs- und Servicebereich. Dem einzelnen Unternehmen verschafft der neue Freiraum zusätzliche Schlagkraft und mehr Sicherheit. Auch das Konzept, die PEH-Services darüber hinaus komplett oder in Moduleinheiten für Dritte zu öffnen, erweist sich als erfolgversprechend. Es konnten bereits einige Firmen als Kooperationspartner gewonnen werden. Die neuen Partner verfügen über einen ausgezeichneten Ruf und be-

treuen ernstzunehmende Volumina. Weitere Verhandlungen stehen kurz vor dem Abschluss, außerdem gehen nach Unternehmensangaben laufend neue Anfragen ein.

**Gewinnsprung für 2013 zu erwarten**

Erfolgreich waren auch die in der Vermögensverwaltung eingeleiteten Maßnahmen. Die PEH-Strategien, allen voran im Aktienbereich, konnten in den vergangenen Monaten auch dank haussierender Börsen wieder an die Spitzengruppe anschließen. Künftig will sich PEH daher – auch mit Unterstützung der akquirierten Töchter – verstärkt dem Thema Aktieninvestments zuwenden, ließ Stürmer durchblicken. Per Ende März 2013 betreute die Gruppe ein Vermögen von € 4.7 Mrd. Insgesamt sieht sich PEH nun gut gerüstet, um zur früheren Ertragskraft zurückzukehren. Stürmer ist überzeugt, dass die bereits jetzt wirksamen positiven Effekte durch den Umbau der PEH noch deutlich an Schubkraft gewinnen werden. Diese Sichtweise können wir durchaus nachvollziehen. Für 2013 erwarten wir einen Gewinn je Aktie nicht unter € 1.-. Da hohe Investitionen in den kommenden beiden Jahren weitgehend entfallen, könnte ab 2014 auch der Topwert von € 1.86 aus dem Jahr 2010 wieder erreicht werden, so dass die Aktie bei einem Kurs von € 16.21 am 22.05.2013 mit einem einstelligen KGV 2014e bewertet wäre. Daher überwiegen aus unserer Sicht die Chancen, mit der PEH-Aktie an der Börse Geld zu verdienen, die ohne Zweifel vorhandenen Risiken. **Carsten Stern**

**Seit 5 Jahren schwankt das verwaltete Depotvolumen zwischen € 4 und 5 Mrd.**



Quelle: PEH Wertpapier AG

## PEH Wertpapier

## „Die Zeit für Zukäufe ist reif“

Der Vorstandsvorsitzende Martin Stürner sieht auf Grund des regulatorischen Umfelds die Zeit für Übernahmen von kleineren bis mittelgroßen Vermögensverwaltern reif. Welche Chancen für Anleger daraus resultieren können, erläutert er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

**NJ:** Herr Stürner, die letzten Aktionärstreffen waren reichlich turbulent. Die Aktionärsgruppe um Swen Lorenz hat öffentlich ziemlich viel Wirbel veranstaltet. Ist die Situation inzwischen bereinigt?

**Stürner:** Zunächst – inhaltlich lagen wir eigentlich gar nicht so weit auseinander. 2010 haben wir uns im Rahmen der IR mit einer Gruppe darüber unterhalten, wie sich die PEH weiter positiv entwickeln lässt. Für diese Gruppe hat zunehmend Herr Lorenz gesprochen. Im Lauf einiger Monate sind dann die Meinungsunterschiede deutlicher zutage getreten. Sie dürfen nicht vergessen, dass wir 2010 ein Rekordergebnis erzielt hatten. Im Kern ging es bei der Diskussion darum, dass wir schneller und aggressiver vorgehen sollten. Wir hatten aber gute Gründe, uns zurückzuhalten. Inzwischen hat sich das Umfeld zu unseren Gunsten geändert. Außerdem haben wir im Unternehmen eine Reform durchgezogen, die es uns sehr erleichtert, die aktuellen Chancen zu nutzen.

**NJ:** Konkret, worum ging es inhaltlich?

**Stürner:** Nachdem wir uns entschlossen hatten, unser Privatkundengeschäft nicht zu verkaufen, sondern organisch und über Akquisitionen zu wachsen, dauerte es der Aktionärsgruppe wohl mit den nächsten Schritten zu lange. Dass die Diskussion auch in die Öffentlichkeit getragen wurde, war natürlich nicht gerade förderlich. Wir hätten das lieber im Aktionärskreis gehalten. Das lässt sich allerdings leider nicht immer beeinflussen. Ganz klar möchte ich aber sagen: Die Ertragsprobleme der Folgezeit und der negative Jahresabschluss 2012 haben nur in geringem Maß mit dieser Diskussion zu tun.

**NJ:** Ganz ehrlich – die Ungeduld kann ich nachvollziehen: Warum standen Sie auf der Bremse?

**Stürner:** Der Veränderungsprozess im Markt hatte schon eingesetzt, aber die Preise waren schlicht noch zu hoch. Eine Akquisition hat aber aus meiner Sicht langfristig nur dann Sinn, wenn sie Mehrwert fürs Unternehmen schafft. Auch

wenn ich etwas Gutes kaufe, darf ich nicht zu viel ausgeben, sonst geht die Rechnung nicht auf. Inzwischen kann man sehen: Es war richtig, geduldig zu warten.

**NJ:** Sehen Sie nun bessere Chancen für Zukäufe, nachdem sich das regulatorische Umfeld im Zuge der Finanzkrise deutlich verschärft hat?

**Stürner:** Genauso ist es. Deshalb war auch die Reform unserer Unternehmensstruktur so wichtig. Dafür haben wir einiges investieren müssen – und das hat sich im Jahresabschluss 2012 deutlich niedergeschlagen. Jetzt sind wir damit durch. Vermögensverwalter aber stellen sich die Frage, ob sie diese Kosten und den ganzen Aufwand allein schultern können und wollen, oder ob es jetzt nicht an der Zeit ist, unter ein größeres Dach zu schlüpfen.

**NJ:** Lassen Sie mich raten, die zweite Variante zieht?

**Stürner:** So ist es. Anders als 2011 haben wir es heute mit einem Käufermarkt zu tun. Das dürfte auch die nächsten ein, zwei Jahre so bleiben. Zudem sind wir jetzt viel besser auf ein Wachstum durch Akquisitionen vorbereitet – neue Töchter können sich einfach an unser Back Office anflanschen und sich gleich wieder auf das Wesentliche konzentrieren – ihre Kompetenz in Vermögensverwaltung und/oder Asset Management. Als Multi-Manager-Finanzhaus können wir das optimal umsetzen.

**NJ:** Klingt vielsagend, was verbirgt sich dahinter?

**Stürner:** Am besten gebe ich Ihnen ein Beispiel: 2012 haben wir die Mehrheit an der W&P Financial Services GmbH gekauft, die wunderbar zur PEH passt. Unsere neuen Partner hatten sofort Zugriff auf den Maschinenraum und wurden von Verwaltungsaufgaben entlastet. Die Konzepte in Vertrieb und Asset Management bleiben aber erhalten, ebenso die Marke W&P. Das ist für Kunden, Mitarbeiter und auch für das Management wichtig. Hier setzen wir anders an als früher: Wir streben weder eine Beteiligungsquote von 100 % an, noch wollen wir alles in einer Marke zusammenführen. Das alte Management soll beteiligt bleiben und voll motiviert mitarbeiten. 50 % plus x reichen uns aus, um die Beteiligung bei uns zu konsolidieren. Dieses Modell wollen wir weiter ausrollen.



PEH-Chef Martin Stürner will mehr Vermögensverwalter an sich binden.

**NJ:** Damit können Sie ihren Kunden künftig mehr Strategien im Asset Management anbieten. Versprechen Sie sich dadurch zusätzliches Geschäft?

**Stürner:** Ja, aber das ist nicht das einzige Ziel. Denken Sie etwa an die Vermögensverwaltung Flossbach von Storch oder gar an Carmignac. Es ist noch gar nicht so lange her, dass diese Häuser sehr viel geringere Volumina verwaltet haben. Diese Unternehmen waren mit dem richtigen Produkt zur richtigen Zeit am Markt und haben eine tolle Performance erzielt. Und das hat sich in einem kräftigen Anwachsen der Anlagegelder niedergeschlagen. Bildlich gesprochen – je mehr Eier ich im Korb habe, desto größer ist die Chance, mit einer unserer Strategien richtig durchzustarten. Mit dem Multi-Manager-Modell wächst das Potenzial der PEH, über ein Produkt deutlich an Volumen zu gewinnen. Da greift dann ein riesiger Hebel auf der Einnahmenseite. Zurzeit arbeiten wir im Asset Management bereits mit drei unabhängig voneinander agierenden Ansätzen (W&P, Advanced, PEH). Wir können uns durchaus vorstellen, in der ersten Ausbaustufe auf fünf bis sechs Ansätze zu expandieren.

**NJ:** Wenn dieses Jahr so weitergeht wie im Q1 2013 – wird sich das in Ihrer Dividendenpolitik niederschlagen?

**Stürner:** Wir haben uns immer als Dividendenwert gesehen. Die Aktionäre sollen in angemessenem Umfang am Unternehmenserfolg teilhaben. Und das gilt natürlich auch für dieses Jahr.

**NJ:** Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.