

# Finanzvertrieb mit Osteuropa-Ambitionen

## OVB Holding mit erfolgreichem Start im General Standard

Nach MLP und AWD ist auch der Kölner Finanzvertrieb OVB an der Börse gestartet. Als Alleinstellungsmerkmal kann OVB mit der guten Position in osteuropäischen Wachstumsmärkten aufwarten.

### Frühes Augenmerk auf Wachstumsregionen

Die 1970 gegründete Gesellschaft hat schon Anfang der 90er Jahre begonnen, sich die Märkte Mittel- und Osteuropas zu erschließen. Mittlerweile ist der Finanzvertrieb neben Deutschland in zwölf weiteren Ländern Europas tätig. Der Schwerpunkt der Aktivitäten lag dabei von Anfang an in den EU-Beitrittsländern in Mittel- und Osteuropa sowie in Kroatien und Rumänien. In mehreren dieser Länder ist OVB mittlerweile Marktführer unter den Finanzvertrieben, darunter in den großen Märkten Polen, Ungarn und Tschechien. Im letzten Geschäftsjahr konnte die Gesellschaft mit 53% mehr als die Hälfte ihrer Vertriebsprovisionen im Ausland erwirtschaften, davon kamen 36% aus Mittel- und Osteuropa und 17% aus Süd- und Westeuropa. Somit ist die Abhängigkeit des Konzerns von der konjunkturellen Situation in Deutschland relativ gering. Andere Anbieter wie MLP und DVAG erzielen dagegen weit über 90% ihrer Umsätze in Deutschland. Allein AWD erzielt ebenfalls rund die Hälfte des Umsatzes im Ausland.

Die frühe Orientierung an den osteuropäischen Märkten zahlte sich für die OVB besonders 2005 aus. Während der Umsatz in Deutschland nach dem 2004er Endsprint in der Kapital gedeckten Lebensversicherung (Wegfall des Steuerprivilegs ab 2005) erwartungsgemäß deutlich rückläufig war (-24%), konnte der Konzern insgesamt dennoch einen Umsatzanstieg um 3% auf 181 Mio. Euro verbuchen, da die erwirtschafteten Vertriebsprovisionen in Mittel- und Osteuropa um 72% kletterten.

TAB. 1: OVB-UMSATZ NACH REGIONEN

2005	UMSATZ (MIO.)	EBIT (MIO.)	EBIT-MARGE
DEUTSCHLAND	85,8	3,9	4,5%
SÜD- UND WESTEUROPA	30,7	2,8	9,1%
MITTEL- UND OSTEUROPA	64,7	15,1	23,3%

Quelle: Unternehmensangaben

### Immense Chancen im Altersvorsorgemarkt

Vorteil in vielen Staaten Mittel- und Osteuropas ist, dass nach dem Zusammenbruch der alten Wirtschaftsordnungen von Beginn an soziale Sicherungssysteme installiert



wurden, die sehr stark der Eigenverantwortung der Bürger Rechnung tragen. Als neuer Markt soll im nächsten Jahr die Ukraine hinzukommen, mittelfristig auch die baltischen Staaten. Genereller Vorteil ist, dass in Mittel- und Osteuropa die Durchdringung mit Vorsorgeprodukten wesentlich geringer ist als in Westeuropa. Während hierzulande ca. 8% des Sozialproduktes für Vorsorgeprodukte ausgegeben werden, sind es dort im Schnitt erst 3%.

Mit den durch den Börsengang eingenommenen Mitteln will das Unternehmen die Expansion in Europa durch Akquisitionen finanzieren. Bislang wurde das operative Wachstum aus dem eigenen Cashflow bestritten. Um die Marktpositionen in Mittel- und Osteuropa zu halten, will das Unternehmen jetzt auch kleinere Zukäufe tätigen. Der Start in das laufende Geschäftsjahr verlief erfreulich. So steuerte das Auslandsgeschäft im ersten Quartal mehr als 56% zur Gesamtvertriebsleistung von 52 Mio. Euro bei. Rechnet man diesen Umsatz auf das Gesamtjahr hoch, so erscheint die Marke von 200 Mio. Euro erreichbar, was ein zweistelliges Wachstum bedeuten würde.

### Eigentümerstruktur mit Fragen

Derzeit befinden sich 54,4% des Grundkapitals im Besitz der Versicherungsgruppe Deutscher Ring, die wiederum zur Schweizer Basler-Gruppe gehört. Jeweils 11,7% halten die Lebensversicherer von Signal Iduna und Volksfürsorge, das Management besitzt 21,4%. Weitere 0,8% der Aktien führt OVB im eigenen Bestand. Der Deutsche Ring wird auch nach dem Börsengang mit der absoluten Mehrheit beteiligt sein (50,1%). Auch der Anteil der beiden Lebensversicherer sinkt nur auf je 10,7%.

Diese Aktionärsstruktur stellt sich nicht unproblematisch dar, da sich das Unternehmen ja die unabhängige Finanzberatung auf die Fahnen geschrieben hat. Auch wenn die Gesellschaft vorgibt, die Berater müssten in jedem Produktbereich dem Kunden mindestens vier konkurrierende Angebote vorlegen, bleiben Zweifel. Immerhin liegt der Anteil der drei Großaktionäre bei den Neuverträgen noch bei 17% (allein 13% Deutscher Ring). Außerdem verfolgen die drei Großaktionäre bei dem Thema Vertriebsvergütung naturgemäß andere Ziele als der Vertrieb selbst. Dies ist ein Umstand, der nach dem Börsengang zu Interessenkonflikten mit anderen Aktionären führen kann, denn an der Vertriebsvergütung hängt der Gewinn des Unternehmens. Bezogen auf das Deutschlandgeschäft wurden die Quoten der Großaktionäre am Neugeschäft wohl auch institutionellen Investoren nicht genannt. Kritisch stimmt auch, dass zum Teil nebenberufliche Mitarbeiter für OVB im Vertrieb tätig sind. Dabei sollen weder Qualifikation noch Umsatzvolumina an die Peer Group heranreichen, allerdings werden die nebenberuflichen Mitarbeiter laut OVB eigentlich nur in der Kontaktanbahnung und Adressenauswertung eingesetzt.

Der Börsengang setzt sich mehrheitlich aus Mitarbeiteraktien zusammen, da die Großaktionäre leider nicht bereit waren, größere Aktienpakete abzugeben. Normalerweise ist es erfreulich, wenn sich Altaktionäre nicht von ihren Aktienpaketen trennen, aber hier hätte dies der Equity Story sicher gut getan, da damit die Unabhängigkeit im Vertrieb untermauert worden wäre. Konkret stammen nur 1,135 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung und 1,722 Mio. Titel aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Daneben gibt es einen Greenshoe von 0,173 Mio.

OVB HOLDING – EMISSIONSPARAMETER	
WKN	628 656
ZEICHNUNGSFRIST	17. BIS 20. JULI
ERSTNOTIZ	21. JULI
BOOKBUILDINGSPANNE	19 BIS 22 EURO
EMISSIONSPREIS	21 EURO
ERSTER KURS	21,40 EURO
MARKETCAP	304 MIO. EURO
MARKTSEGMENT	GEREGELTER MARKT (PRIME STANDARD)
EMISSIONSVOLUMEN	60 MIO. EURO (2,857 MIO. AKTIEN)
- DAVON AUS KAPITALERHÖHUNG	1,135 MIO. STÜCK
- DAVON VON MITARBEITERN	1,722 MIO. STÜCK
GREENSHOE	0,173 MIO. AKTIEN (AUS EIGENBESTAND UND VON MITARBEITERN)
KONSORTIUM	SAL. OPPENHEIM (LEAD MANAGER), HSBC TRINKAUS & BURKHARDT (CO-LEAD MANAGER)
FREE FLOAT	BIS ZU 28,4%
INTERNET	WWW.OVB.AG

Aktien, der mehrheitlich durch Aktien aus dem Eigenbestand gespeist wird. Was die Aktionärsstruktur nach dem IPO betrifft, käme die OVB auf einen Streubesitz von nur rund 28%, der in Händen der neuen Aktionäre und von Mitarbeitern läge. Allerdings besteht für rund 1 Mio. Mitarbeiteraktien noch eine Lock-up-Frist bis zum 30. November 2007, so dass der für den Handel tatsächlich zur Verfügung stehende Anteil erst einmal nur bei rund 20% liegen wird. Dies dürfte das Interesse von institutionellen Investoren trotz der guten Wachstumsaussichten beeinträchtigen. Negativ ist auch, dass ohne einen hohen Streubesitz die Aufnahme in den Kleinwerteindex SDax zunächst einmal unwahrscheinlich geworden ist.

TAB. 2: OVB HOLDING – GESCHÄFTSENTWICKLUNG

	2004	2005	2006E	2007E
UMSATZ	176,7	181,2	203,1	228,4
EBIT	16,5	18,0	23,8	31,3
JAHRESÜBERSCHUSS	10,4	13,1	17,4	22,8
EPS	0,83	1,01	1,33	1,74

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro; Quelle: Sal. Oppenheim Research

### Geschäftszahlen und Bewertung

Der diesjährige Umsatz soll um 12% auf rund 203 Mio. Euro steigen. Beim Gewinn nach Steuern lässt eine konservativere Berechnung als die des Konsortialführers aufgrund von Skaleneffekten und der niedrigeren Steuerquoten in Osteuropa einen Anstieg um 15% auf rund 15 Mio. Euro erwarten. Konsortialführer Sal. Oppenheim rechnet sogar mit einem Gewinnanstieg von über 30% auf 17,4 Mio. Euro. Nach einer vorsichtigeren Gewinnannahme von 15 Mio. Euro ergibt sich bei obiger Preisspanne ein 2006er KGV zwischen 18 und 21. Am ehesten lässt sich OVB noch mit AWD vergleichen, da auch AWD über einen hohen Auslandsanteil beim Umsatz verfügt. AWD notiert derzeit mit einem KGV für 2006 von rund 25, hat aber auch einen dreimal höheren Umsatz. Zudem ist die Aktie mit einem Streubesitz von 69% sehr viel liquider und notiert bereits im MDax.

#### Fazit:

Der IPO-Abschlag gegenüber AWD war aufgrund der weit aus geringeren Marktkapitalisierung und der im Deutschlandgeschäft noch sehr viel geringeren operativen Marge gerechtfertigt. Der noch im Pre-Marketing angestrebte Aufschlag gegenüber der Peer Group ließ sich im aktuellen Marktumfeld nicht realisieren. Für mittel- und langfristige orientierte Anleger, die von der Dynamik Osteuropas und vom Zukunftsthema Altersvorsorge profitieren wollen, erscheint die Aktie interessant.

André Hüsemann