



Minerva Investments Outlook für 2008

Minerva Investments Outlook für 2008

Auch in diesem Jahr wollen wir die Tage zwischen Weihnachten und Neujahr nutzen um Titel aus dem deutschen Sprachraum zu nennen, die bei uns auf der Favoritenliste stehen, sowie einen generellen Marktausblick zu geben.

Global Outlook 2008

These I: Gewinnwarnung als Wort des Jahres 2008

Das Wort des Jahres 2008 wird unserer Meinung nach Gewinnwarnung lauten. Aktuell wird immer wieder betont, dass wir zwar eine Kreditkrise haben, aber die Bewertung der Aktien ja sehr günstig wäre und deswegen keine grosse Absturzgefahr besteht. Auf den zweiten Blick erkennt man dann aber, dass diese „günstige Bewertung“ auf Gewinnprognosen für 2008 beruhen, die erst einmal erwirtschaftet werden müssen und – das Wichtigste – bei allen Analysen die wir bislang gesehen haben lauten die Prognosen weiterhin auf gutes bis hohes Gewinnwachstum. Dazu als Beispiel der österreichische Markt: Der ATX wird mit einem KGV 2008e von unter 12 als günstig angegeben. Gemessen an den 2007er Schätzungen notiert Wien hingegen zum 14fachen Jahresgewinn. Anders gesagt: Damit die günstige Bewertung Realität wird muss der Wiener Markt erst einmal ein Gewinnwachstum von mehr als 15 Prozent zeigen. Werden wir das wirklich sehen? Wir sehen die Gefahr einer „Unternehmensrezession“, also dass die Gewinne 2008 im Vergleich zu 2007 nicht steigen, sondern sogar leicht fallen können, als sehr realistisch an.

These II: DAX, ATX und SMI mit Verlusten in 2008

Die Bewertungen der Aktienmärkte müsste man in einem solchen Szenario natürlich ganz anders sehen. Wir erwarten für den Gesamtmarkt daher auch Abschläge und sehen den DAX Ende 2008 bei 7400 Punkten, den ATX bei 3900 Punkten und den SMI 7900 Punkten. In einer ausgewogenen Asset Allocation sollten Aktien daher unserer Ansicht nach 2008 untergewichtet werden, inflationsgeschützte Anleihen übergewichtet. Auch Derivatekonstruktionen wie Bonuszertifikate sollten übergewichtet werden.

These III: Zumindest ein Quartal mit GDP-Rückgang in den USA

Weiters sehen wir die Konjunktur deutlich kritischer als der Consensus. Wir erwarten zumindest ein Quartal mit negativem GDP-Wachstum in den USA und sehen die Wahrscheinlichkeit, dass es zwei Quartale in Folge zu einem GDP-Rückgang kommt (Anm.: also die gängige Definition einer Rezession) bei 65%. Für China erwarten wir, dass der Wachstumskurs fortgesetzt wird, allerdings nicht mehr in der Dynamik der Vergangenheit. Wir sehen ein einstelliges Wachstum im Reich der Mitte und einige potenzielle Problemfelder, die da wären: ausgerechnet zum Zeitpunkt in dem wir eine USA-Rezessionswahrscheinlichkeit bei 65% sehen, unternimmt die Führung in China Anstrengungen das Wachstum ein wenig zu drosseln, resp. in den Griff zu bekommen.



Minerva Investments Outlook für 2008

Weiters sehen wir den chinesischen Aktienmarkt als massiv überbewertet an. Ein Investment in den Markt erscheint aus unserer Sicht erst nach einer Korrektur um rund 70 Prozent attraktiv - eine Prognose für den chinesischen Aktienmarkt wollen wir ob der Marktengung aber dennoch nicht abgeben. Sicher ist jedenfalls, dass in einem Land in dem mittlerweile mehr als 100,000.000 Privatpersonen an der Börse zocken (richtig, 100 Millionen; es gibt mehr chinesische Retailaktionäre als es Deutsche insgesamt gibt!), eine massive Korrektur der Kurse auf die Volkswirtschaft überschwappen würde.

These IV: Silber steigt auf 17,50 USD

Wir sehen vor allem bei Metallen hingegen weiterhin Nachfrage und unser Favorit ist - vor allem da Gold seit Ausbrechen der Subprime-Krise deutlich zugelegt hat - Silber. Wir sehen das Metall zu Jahresende bei 17,50 USD.

These V: CNY wertet im Vergleich zum USD deutlich auf

Wir erwarten, dass 2008 das Jahr der Aufwertung der chinesischen Währung im Vergleich zum US-Dollar bringen wird. Einerseits sehen wir bereits in den letzten Tagen des Jahres einen leichten Anstieg, vor allem aber hat die Währung im Vergleich zu anderen Major-Währungen wie dem Euro ob der USD-Schwäche sogar an Wert verloren. Wir prognostizieren einen USD/CNY Jahresendstand 2008 bei 6,6000.

Minerva Investments Outlook für 2008

Outlook Einzelaktien

Doch auch in einem schwierigen Marktumfeld gibt es Titel die interessant sind

Einzelaktien Börse Österreich

Palfinger

Der Kranhersteller Palfinger ist seit Sommer stark unter Druck geraten. Die Aktie hat auf mittlerweile 25 Euro nachgegeben und notiert damit wieder auf interessantem Niveau. Palfinger wird - auch akquisitionsbedingt - weiter wachsen und wir erwarten bereits für 2007 einen Gewinn je Aktie in der Höhe von 1,96 Euro, der 2008 auf 2,20 Euro ansteigen sollte. Der Titel gefällt uns auch deswegen, weil in der Division Hydraulic Systems & Services noch kein nachhaltiger Turn Around geschafft wurde, die jüngste Akquisition in Deutschland - die MBB - dazu aber beitragen kann. Auch bestehen bei Palfinger noch Effizienzsteigerungspotenziale. **Minerva-Fazit:** Wir sehen in der Aktie eine Kaufgelegenheit mit Kursziel 32 Euro auf Sicht zwölf Monate

Bank Austria Creditanstalt

Die Gesellschaft ist zwar ein Financial, von der Subprimekrise allerdings unberührt und durch das laufende Squeeze Out-Verfahren ohnehin eine Sonderstory. Die Bank hat es geschafft in den 9-Monatszahlen ein Ergebnis vorzulegen, dass so sensationell gut ist, dass unsere Prognosen - von der BA-CA-Spitze im Mai noch als zu optimistisch belächelt - mittlerweile als viel zu konservativ und überholt entlarvt hat. **Minerva-Fazit:** Tolle Upside und die einzige Aktie die wir kennen die - so sie Ende 2008 noch notiert ist - mit an 100% grenzender Wahrscheinlichkeit höher notieren wird als heute.

Meinl International Power

Das Special Investment Vehicel investiert in Unternehmen bzw. Projekte aus der Energiewirtschaft. Die Story gefällt uns sehr gut und wir erwarten langfristig zweistellige Erträge aus dem Portfolio - entsprechend sollte sich die Aktie entwickeln und in einer Region von zumindest 90 bis 100 Prozent des Buchwertes schwanken. Aktuell sieht die Sache natürlich anders aus, da der Name Meinl per se angeschlagen ist und es einen „Meinl-Malus“ auf alle Special Investment Vehicels im Meinl-Umfeld gibt. Wir sehen im kommenden Jahr aber einige Chancen: Einerseits erwarten wir, dass sukzessive neue Investments getätigt werden und daher die Qualität des Portfolios bewertet werden kann - was aktuell ja mangels Investments nicht funktioniert. Weiters sehen wir sehr realistische Chancen, dass es zu einer Kapitalherabsetzung kommen kann - und damit zu einer entsprechenden Ausschüttung an die Aktionäre. Die erste Hauptversammlung wird jedenfalls sehr spannend und die Diskussionen werden sicher um folgende Punkte kreisen: Kapitalherabsetzung, Namensänderung inkl. Einstellung der Zahlung an Meinl für die Nutzung des Namens, Möglichkeiten aus dem Market Maker-Vertrag



Minerva Investments Outlook für 2008

herauszukommen, Aktien(zertifikate)rückkauf. **Minerva-Fazit:** Die ADCs notieren bei 5,31 Euro, der NAV, fast zur Gänze aus Cash bestehend, liegt bei rund 9,50 bis 9,60 Euro. Wir gehen davon aus, dass der NAV bis Ende des Jahres 2008 zumindest einmal in den zweistelligen Bereich gesteigert werden wird. Der „faire Wert“ sollte dann in der Region 9-10 Euro liegen. Wir nehmen auf die untere Spanne noch einen Abschlag von 20 Prozent um unser Kursziel von 7,20 Euro zu definieren. Kaufen.

Einzelaktien Börse Schweiz

Liechtensteinsche Landesbank

Die Liechtensteinsche Landesbank ist ein hochkonservativer Wert aus der Financials-Branche. Die Bank mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein ist darüber hinaus auch in der Schweiz aktiv und hat sich als Private Banking-Spezialist einen Namen gemacht. Wie alle Financials wurde die Aktie durch die Subprime-Krise abgestraft, wenngleich es keine direkten Auswirkungen auf die Bank gibt – im Gegenteil die hohe Tier 1-Ratio von mehr als zehn Prozent dürfte im Subprime-Krisen-Umfeld sogar weitere Gelder anziehen können, die Sicherheit suchen. Aktuell kommt das Wachstum der Bank vor allem aus der Region Osteuropa; CIS sowie Mittlerer und Ferner Osten. Und der Wachstumsschub aus dieser Region dürfte noch nicht abgeschlossen sein. **Minerva-Fazit:** Aktuell wird die Aktie zu einem KGV von zehn gehandelt, wir erwarten allerdings noch auf Jahre hinaus vernünftiges Wachstum – Kaufen mit Kursziel 130 CHF.

Schmolz+Bickenbach

Schmolz+Bickenbach ist ein Unternehmen aus der Spezialstahl-Industrie. Wie die gesamte Branche kam die Aktie im November aber deutlich unter Druck und gab von 124 CHF auf bis zu 83 CHF je Aktie nach. Für das laufende Geschäftsjahr wird mit einem Gewinn je Aktie in der Höhe von 11,30 CHF gerechnet, für 2008 erwarten wir einen Gewinnrückgang auf 10,90 CHF, womit allerdings ein Niveau erreicht sein sollte, dass langfristig steigende Gewinne zulässt. **Minerva-Fazit:** Die Aktie ist mit einem attraktiven KGV – selbst bei unserer Unterstellung eines vierprozentigen Gewinnrückganges in 2008 – bewertet. Wir sehen den Titel auf Sicht zwölf Monate bei 120 CHF und raten zum Kauf.

Richemont

Richemont ist Weltmarktführer bei Luxusuhren und Modeschmuck und damit ein Play aus der Luxusgüterindustrie. Wir sehen gerade bei der Luxusgüterindustrie einerseits eine gewisse Konjunkturressitanz und andererseits hohes Wachstumspotenzial aus Geschäften in den aufstrebenden Emerging Markets. **Minerva-Fazit:** Es wird bereits laut darüber nachgedacht den Anteil an British American Tobacco abzustossen (Anm.: derzeit macht dieses Segment noch rund ein Drittel des Unternehmens aus und ist Hauptgrund, warum die Aktie im Vergleich zu einer Pure-Luxury-Play-Aktie sehr billig wirkt), was

Minerva Investments Outlook für 2008

die Aktie zu einem reinen Luxury-Play machen würde – und das würden wir definitiv begrüßen. Kaufen mit Kursziel 90 CHF je Aktie.

Einzelaktien Börse Deutschland

Commerzbank

Wir erwarten aus dem Sub-prime Exposure keine weitere signifikante Ergebnisbelastung in Q4 2007. Im vierten Quartal erwarten wir eine gute Entwicklung in den Bereichen Mittelstand und Privatkunden, so dass wir für Q4 ein EBT leicht über Vorjahresniveau erwarten.

Für Ende 2008 prognostizieren wir einen Buchwert von rund 26,15 Euro je Aktie. Auf Basis unserer Schätzungen für 2008 liegt das KGV mit 8,4 leicht über dem der Peer-Group. Das konjunkturelle Umfeld in Deutschland halten wir derzeit weiterhin für attraktiver als in anderen Regionen, wenngleich sich Deutschland einer weltweiten Konjunkturabkühlung natürlich nicht entziehen könnte.

Andererseits halten wir das Potenzial für Ergebnissteigerungen insbesondere in einem unerwartet schwächeren Marktumfeld für limitiert. **Minerva-Fazit:** Wir legen unser Kursziel auf Sicht zwölf Monate mit 33,50 Euro fest und bestätigen unser Anlageurteil mit Kaufen.

Arcandor

Das Management von Arcandor hat die Zielsetzungen für 2008/09 unverändert bestätigt. Der Umsatz soll auf über 23 Mrd € steigen, das EBITDA soll 2008/09 bei mehr als 1,3 Mrd € liegen. Wir halten diese Werte auf Basis des aktuellen Konzernportfolios für ambitioniert aber nicht unmöglich.

Derzeit steht für uns die Abwicklung der angekündigten Transaktionen im Vordergrund: Verkauf 51% an Neckermann, Letter of Intent für den Verkauf der 49% Beteiligung an der Highstreet Immobiliengesellschaft, Letter of Intent für grenzüberschreitende Kooperation im Karstadt Premium Segment. Viele Investoren scheinen sich zunehmend Sorgen über das deutsche Konsumverhalten zu machen, was für uns zu einem nicht gerechtfertigten hohen Abschlag im Preis der Arcandor Aktie führt. **Minerva-Fazit:** Besonders möchten wir die Wichtigkeit von Thomas Cook für Arcandor herausstreichen. Wir bewerten Thomas Cook mit knapp EUR 13 je Aktie für Arcandor, was dazu führt, dass Anleger derzeit den Retail Assets kaum einen Wert zuweisen. Das Kursziel haben wir in unserem Sum-of-the-Parts Modell von 23,50 Euro auf nun 22,00 Euro reduziert und bestätigen unsere Einschätzung mit Kaufen.

Qiagen

Der Umsatz stieg im Q3 um 50% auf USD 176,6 Mio und lag leicht über den Erwartungen (USD 174,50), hauptsächlich bedingt durch Währungseffekte, die 5%-Punkte zum Wachstum beitragen.

Minerva Investments Outlook für 2008

35%-Punkte des Wachstums waren akquisitionsbedingt (Digene/eGene). Somit lag der mit Digene Produkten erzielte Umsatz bei rund USD 40 Mio USD über der Management Guidance von USD 36-38 Mio.

Die letzten Jahre haben gezeigt, dass das Management von Qiagen strategisch sehr umsichtig handelt und langfristige Werte schafft. Vor allem deshalb ist Qiagen für uns einer der attraktivsten Wachstumstitel im Pharma/Biotechnologie Sektor. Wir haben unsere Ergebnis-Schätzungen nach oben angepasst und sind zuversichtlich, dass Qiagen in 2008 die angestrebten Synergien von 35-40 Mio USD aus der Digene-Akquisition realisieren kann. **Minerva-Fazit:** Unser Kursziel liegt bei EUR 16,50 - Kaufen.

United Internet

Mit 2,3 Millionen DSL-Kunden respektive 17% Marktanteil am deutschen DSL-Markt hat das Unternehmen gegenüber all seinen Konkurrenten außer Deutsche Telekom Größenvorteile. Zusätzlich zeigen unsere Nachforschungen, dass United im Vergleich zu allen anderen Breitbandunternehmen die höchste FCF-Profitabilität und zudem die größte Gewinndynamik aufweist. Während Freenet, QSC und Versatel im Verlauf von 2007 deutliche Gewinnwarnungen verkünden mussten, und sich auch die Ertragslage von einigen Konkurrenten verschlechterte, hob United den Ausblick für das organische Wachstum des 2007er Jahresüberschusses im November von 30% auf 40% an.

Beteiligungspolitik: Der Erwerb der 20%-Beteiligung an Versatel durch United hat unter Analysten einige Fragen aufgeworfen, und zwar besonders deshalb, weil beide Unternehmen überhaupt nicht gut zueinander passen. Wir haben die Situation analysiert und sind zu dem Schluss gekommen, dass United seine Beteiligungspolitik sowohl aus einer Position der Stärke als auch aufgrund Wachstumssorgen heraus betreibt. Der Worst-Case aus Sicht von United wäre eine dermassen starke Netzkonsolidierung, dass kein börsennotiertes Infrastrukturunternehmen mehr übrig bliebe. Wir glauben derzeit jedoch nicht, dass United Versatel kaufen will. Die Primärmotive liegen vielmehr in einer Kontrolle von Zugangskonditionen, einer erhöhten Verhandlungsmacht gegenüber den Wholesale-Partnern und der Erschwerung des Kaufs Versatels durch Konkurrenten. **Minerva-Fazit:** Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für United Internet mit einem Kursziel von 19,50 Euro.

Fresenius SE

Fresenius ist ein diversifiziertes Healthcare-Unternehmen mit Produkten und Dienstleistungen für die Dialyse, das Krankenhaus und die ambulante medizinische Versorgung. Die Analyse der Wachstumstreiber in den einzelnen Unternehmensbereichen zeigt, dass der weltweit tätige Gesundheitskonzern nach den durchgeführten strategischen Akquisitionen und Umstrukturierungen ein hohes Wachstums- und Ertragspotential besitzt. Neben dem guten organischen Wachstum erwarten wir weiterhin externes Wachstum. Dies insbesondere bei Fresenius Kabi und bei HELIOS Kliniken, wie auch die am 22. bzw.

Minerva Investments Outlook für 2008

26. November 2007 angekündigten Akquisitionen der städtischen Krankenhäuser Krefeld sowie des enteralen Ernährungsgeschäfts in Spanien und Frankreich von Nestle zeigen.

Nach den guten Neunmonatszahlen wurde die Guidance 2007 erneut angehoben. Der Konzernumsatz soll währungsbereinigt um 9-10% und das Nettoergebnis währungsbereinigt um mehr als 25% zulegen. Nach der Guidance bis 2010 prognostiziert Fresenius einen Anstieg des Umsatzes auf 15 Mrd. Euro und der EBIT-Marge auf 15%. Sowohl die Guidance 2007 als auch die Mittelfristguidance sind für uns klar erreichbar.

Minerva-Fazit: Fresenius Aktien sind derzeit nach KGV 08e und nach EV/EBITDA 08e unterbewertet. Unsere Sum-of-the-Parts Analyse zeigt einen Wert je Aktie von 68,00 Euro. Das wegen der US\$-Schwäche zu beobachtende negative Sentiment gegenüber der Aktie sollte sich im Laufe des 1. Quartals 2008 abbauen, wenngleich nicht gänzlich verschwinden. Wir empfehlen, die aktuelle Kursschwäche zum Aufbau von Positionen zu nutzen.

Minerva Investments Outlook für 2008

Impressum:

Minerva Investments Taurus AG
Industriestrasse 2 - Postfach 170
FL-9487 Bendern - Fürstentum Liechtenstein
Tel: +423-399026-0
research@minerva-investments.com

<http://www.minerva-investments.com>

Kontakt:

Mag. Andreas Wölfel
Präsident des Verwaltungsrates
mail: a.woelfl@minerva-investments.com

Helmut Kühlein
Head of Institutional Sales
Mail: h.kuehlein@minerva-investments.com

Jürgen Richter
Head of Research
Mail: j.richter@minerva-investments.com

Disclaimer: Der/Die Verfasser der Analyse legt offen, dass sie selbst bzw. das Unternehmen Minerva Investments Taurus AG an einzelnen Finanzinstrumenten, die Gegenstand der verfassten Analysen sind, ein nennenswertes finanzielles Interesse haben. Weiters weisen wir Sie darauf hin, dass an dieser Stelle publizierte Kommentare und Research weder eine Anlageberatung darstellt noch als solche verstanden werden kann. Anlageberatung erfordert eine individuelle Beurteilung Ihrer persönlichen Umstände.

Minerva Investments Taurus AG ist ein VVG-konzessionierter Finanzdienstleister mit Tätigkeit im Fürstentum Liechtenstein, Österreich, Deutschland, Tschechien, Italien dem Vereinigten Königreich von Großbritannien und Nordirland, sowie Irland.

Zuständige Aufsichtsbehörde: FMA Liechtenstein www.fma-li.li