

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Japans zweiter Frühling - Immer noch Einstiegskurse?

**US-IMMOBILIEN-
MARKT:**

Wann platzt die Blase?

**DAS RICHTIGE
ORDERN:**

Tips für den Börsenhandel

**NASDAQ-
RENAISSANCE:**

Comeback der Tech-Titel



Mitten im Mainstream

Smart Investor ist seit seiner Gründung Mitte 2003 bullish für den japanischen Aktienmarkt – also ziemlich genau seit dem Tief, als kein Mensch davon etwas wissen wollte. Immer wieder hatten wir seither den japanischen Markt behandelt und waren auch in unserem Musterdepot regelmäßig dort investiert – und verdienten damit prächtig.

Vor etwa zwei Monaten entschlossen wir uns, dem japanischen Aktienmarkt in unserer Ausgabe 12/2005 angesichts dieser Erfolgsstory erstmals eine Titelgeschichte zu widmen. Wir planten dementsprechend unsere Ressourcen und vereinbarten Interviewtermine. Und der Nikkei stieg und stieg. Im selben Maße wie die Rally immer deutlichere Kursgewinne brachte, wurden auch weitere Publikationen wie z. B. die Wirtschaftswoche (sh. unten) auf das Land der aufgehenden Sonne aufmerksam.

Nun halten Sie die Ausgabe 12/2005 in Ihren Händen und können unsere seit langem geplante Japan-Geschichte lesen. Da der Nikkei inzwischen einen phänomenalen Sprint hinlegte, möchte man meinen: Lief ja alles nach Plan! Die Macher eines jeden anderen Magazins hätten sich wahrscheinlich ob dieses gelungenen Timings gefreut. Nicht so die Redaktion des Smart Investor. Immerhin ist es unser Ziel, antizyklisch zu berichten und zu empfehlen, also zu einem Zeitpunkt, an dem die Masse der Börsenmagazine noch mit ganz anderen Themen beschäftigt ist. Nun aber ist Smart Investor das x-te Blatt, welches mit dem Thema Japan titelt. Und damit liegen wir mitten im Mainstream.



Aber was hätten wir tun sollen? Die ganze Geschichte „abblenden“? Nein, denn dann hätten wir uns nach dem Rauschen im Blätterwald gerichtet, und das kann nun wirklich nicht unsere Intention sein. Viel mehr paßten wir die Geschichte an die ak-



Ralf Flierl,
Chefredakteur

tuellen Gegebenheiten – also die inzwischen deutlich gestiegenen Kurse – an und betrachteten den Aktienmarkt eben unter kürzerfristigen Gesichtspunkten auch durch die Brille eines „Contrarian“, was natürlich nichts an unserer positiven Langfrist-Einschätzung ändert. Was dabei herauskam, lesen Sie auf S. 6 ff.

Falls Sie sich fragen, ob denn seit dem Erscheinen der letzten Smart Investor-Ausgabe schon wieder vier Wochen vergangen sind, so kann ich Sie beruhigen: Ihr Zeitgefühl trügt Sie nicht. Zwischen der 11/2005 und der 12/2005 liegen diesmal nur drei Wochen. Die Gründe dafür sind technischer Natur, weshalb dieser verkürzte Abstand auch eine Ausnahme bleiben wird. Ich hoffe, wir haben Ihnen durch den um eine Woche nach vorne gezogenen Erscheinungstermin keinen Strich durch Ihre Zeitplanung gemacht und wünsche

viel Spaß bei der Lektüre

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB
Herterichstraße 101
81477 München

Telefon 0 89 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de





*Titelstory:
Japans zweiter Frühling*

Die „Nippon AG“ meldet sich zurück. Zu diesem Schluß muß man kommen, wenn man die zuletzt haussierende Börse in Tokio betrachtet. Wie der Kabutocho tatsächlich tickt, versuchen wir in unserer Titelstory ab Seite 6 sowie im Interview mit Fondsmanager Hideo Shiozumi zu ergründen.



*US-Immobilienmarkt:
Wankt aber fällt (noch) nicht*

In den USA ist die Immobilienspekulation praktisch zum Volkssport geworden. Reichlich spät erhob der oberste Notenbanker der USA, Alan Greenspan, jüngst warnend den Zeigefinger. Ob dem US-Häusermarkt wirklich der Kollaps bevorsteht, erfahren Sie in unserer Analyse ab Seite 17.



*Nasdaq:
High-Tech gleich High-Potential?*

An der Nasdaq war trotz zuletzt besserer Unternehmenszahlen kaum ein Cent zu verdienen. Demzufolge liegt eine Schlußfolgerung nahe: Technologieaktien sind out. Warum wir anderer Meinung sind, lesen Sie im „großen Bild“ ab Seite 27 sowie in der Kolumne auf Seite 35.

Märkte

- 6** **Titelstory:**
Japans zweiter Frühling – Immer noch Einstiegskurse?
- 10** **Titelstory:**
„Noch jede Menge Luft“, Interview mit Asienexperte Dr. Karl Pilny, Partner der britischen Anwaltskanzlei Travers Smith
- 12** David(s) gegen Google – Gegen das Phänomen Google wirken viele ehemalige IT-Größen auf einmal ganz klein
- 14** Photonics – Performance mit Licht
- 17** Angezählt – US-Immobilien wackeln zwar, fallen aber (noch) nicht

Hintergrund

- 20** Gut zu wissen – Was es beim Börsenhandel zu beachten gilt
- 21** Gesucht und gefunden – Liquidität beim Börsenhandel
- 24** **Nachhaltiges Investieren:**
Die Mischung macht's – Mit ERIX sauber verdienen
- 25** **Derivate:**
Für jeden Geschmack etwas dabei – Japan-Derivate für Strategen
- 26** **Prinzipien des Marktes**
Demut vor dem Markt

Research – Märkte

- 28** **Das große Bild:**
Die Renaissance der Nasdaq
- 32** **Sentimenttechnik:**
Investor Confidence Index – Kein Appetit auf Risiko
- 33** **Edelmetalle:**
Silber – Rückfall in das Konsolidierungsdreieck
- 34** **Commitment of Traders (CoT):**
US-Aktienmarkt: Die Lokomotive zieht wieder
- 35** **Kolumne:**
Zugpferd Nasdaq 100

Research – Aktien

- 36** **Aktie im Blickpunkt:**
H&R Wasag – explosive Mischung
- 38** **Gastanalyse:**
NTT DoCoMo: japanischer Mobilfunkriese in Lauerstellung, von Thomas Germann, Aktienanalyst bei der Züricher Kantonalbank
- 40** **MoneyTalk I:**
„Da ist noch einiges herauszuholen“ – Interview mit Adi Drotleff, CEO der Mensch und Maschine AG
- 41** **MoneyTalk II:**
„Sehr rasante Wachstumsraten“, Interview mit Dr. Simon Moroney, CEO der Morphosys AG

- 42** **Buy or Good Bye:**
Stada Arzneimittel und Triplan
- 43** **Emerging Markets-Aktie:**
Norilsk Nickel (Rußland)
- 44** **Perlentaucher:**
MDB AG – Alles rund ums Haus
- 45** **Turnaround:**
Level 3 Communications – Vernetzt in die Zukunft
- 46** **Musterdepot:**
Wieder angeknüpft

Potpourri

- 49** **Buchbesprechung:**
„Das asiatische Jahrhundert – China und Japan auf dem Weg zur neuen Weltmacht“, von Dr. Karl Pilny
- 50** **Interview mit einem Investor:**
„In einem strukturellen Bullenmarkt“ – Interview mit Fondsmanager Hideo Shiozumi
- 52** **Leserbriefe:**
Fehlender Weit- bzw. Durchblick?
- 54** **Zu guter Letzt:**
Der Hype

- 53** **Unternehmensindex/Impressum und Vorschau bis Smart Investor 3/2006**



Quelle: Japan National Tourist Organization

TITELSTORY

Japans zweiter Frühling

Eine erste Phase des Comebacks

Mit dem japanischen Aktienmarkt ging es zuletzt steil bergauf. Startschuß der Rally waren die Wiederwahl der Regierung Koizumi sowie der Sprung über die 12.000er Marke beim Nikkei. Der um sich greifende Optimismus artet aber bisweilen schon wieder aus und mahnt daher kurzfristig eher zur Vorsicht.

Japans Volkswirtschaft: eine Bestandsaufnahme

Im ersten Halbjahr wuchs die japanische Wirtschaft annualisiert mit 4,6 %. Dies war die stärkste konjunkturelle Expansion seit gut 15 Jahren. Auch die (zumindest offizielle) Arbeitslosenquote von nunmehr gut 4 % zeugt von der tatsächlichen Besserung der Lage. Indes steigen erstmals seit 20 Jahren Immobilien- und Aktienmärkte synchron nach oben. Gemäß dem neuesten ZEW-Bericht rechnen inzwischen zwei Drittel der Befragten sogar mit wieder steigenden Zinsen und einer Rückkehr der Inflation. Japan stünde demnach an der Schwelle, sich aus der langjährigen Deflationszange zu befreien und das kontraktive Muster wie eine Schlange ihre alte Haut abzustreifen. Mit der Wiederwahl von Ministerpräsident Junichiro Koizumi ging ferner ein richtiger Ruck durch Japan. Endlich dürften bisher verschleppte strukturelle Reformen wie die Privatisierung der Post anlaufen. Die Mammutbehörde mit ihren 400.000 Angestellten

Ob auf Tokios Einkaufsmeile Nummer 1, der Ginza (rechts)...



oder in anderen japanischen Metropolen wie Yokohama (links): Japans Verbraucher bestürmen wieder die Konsumtempel des Landes

Quelle: Japan National Tourist Organization



steht für das alte Japan mit seinem Geflecht aus gegenseitigen Abhängigkeiten und Loyalitäten, das schmerzhaft Einschnitte in die bürokratischen Strukturen bisher erfolgreich zu verhindern wußte.

Im Glauben an die Nippon AG

Mit viel Bullengetöse getreu dem Motto „Nippon! Nippon! Nippon!“ stürzt sich daher die geballte Anlegerschaft gegenwärtig auf Japan. Dennoch ist etwas anders als früher. Japans Verbraucher haben ihr Kaufverhalten sanft geändert und weiten ihre Konsumausgaben auch getrieben durch Steuervergünstigungen aus. (siehe hierzu auch Interview mit Dr. Karl Pilny) Jetzt wird einfach das nachgeholt, was über viele Jahre zurückgestellt worden war. Auch die Tatsache, daß Koizumi mit der keynesianischen Tradition immer neuer Konjunkturprogramme gebrochen hat, offenbart einen Unterschied zu früheren, immer wieder recht schnell implodierenden Boom-

phasen. Der Premier will sein Land endlich mit der Realität konfrontieren und strukturelle Reformen auf den Weg bringen. Optimistisch bezüglich des ganzheitlichen Aufschwungs zeigen sich auch ausländische Investoren, haben sie sich doch zuletzt massiv japanische Vermögenswerte zugelegt. Nicht nur Aktien, auch Immobilien gelten derzeit als attraktive Anlagechance. Bei den Aktien treibt vor allem die Hoffnung auf substantielle Ertragsverbesserungen aus dem operativen Geschäft heraus die Kurse; bisher beruhten Gewinnsteigerungen rein auf der Säuberung der Bilanzen durch die Bereinigung von Altlasten.

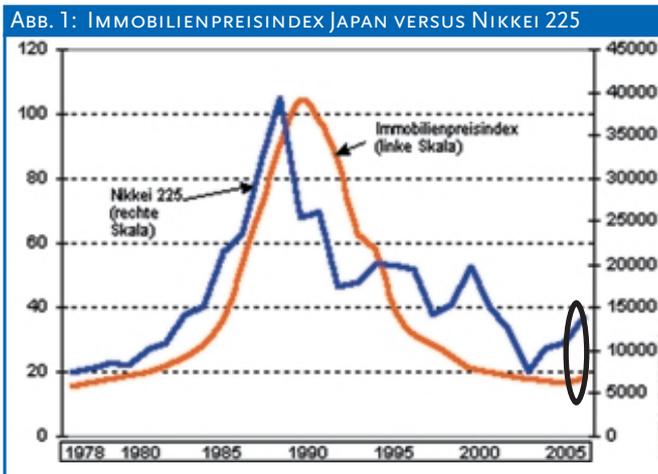
Nach der Diät

Hiervon sollten die Großbanken partizipieren. Deren allergrößte Altlasten sind beseitigt. Kreditrahmen werden heute viel öfter nach Aspekten der Profitabilität als nach langjährigen geschäftlichen Banden vergeben. Sogar erste Expansionsgedanken hegen die Tokioter Riesen. Das ist nun wirklich mal eine Neuigkeit, ging es den Mizuhos, UFJs und Sumitomos doch bis vor zwei Jahren nur ums nackte Überleben. Hierzu haben auch zahlreiche „echte“ Strukturreformen beigetragen – etwa die Schaffung einer der deutschen Bundesaufsicht für Finanz-

vestieren. Wer jetzt noch einsteigt, sollte schon einen längeren Atem mitbringen. Rekordhohe Mittelzuflüsse in den Aktienmarkt sind ein weiteres Indiz für das „schnelle Geld“, das sich neuerdings in Tokio tummelt. Smart Investor hatte die jetzt laufende Hausse bereits frühzeitig in Juni-Ausgabe 2003 umrissen und sich im Musterdepot über Nikkei-Zertifikate (siehe bitte auch Rubrik „Derivate“ auf Seite 25) entsprechend positioniert. Überrascht hat uns die schwungvolle Aufwärtsphase demnach nicht, auch ein kurzfristiger Rückgang käme nicht von ungefähr.



Jetzt gilt es, erneut einen Blick über den Tellerrand zu wagen und die mittelfristige Entwicklung der japanischen Kapitalmärkte zu antizipieren. Kurzfristig sollte man auf der Hut sein, überbordender Optimismus hat noch seltenst einen guten Kaufzeitpunkt markiert. Zudem verhält sich der japanische Aktienmarkt konträr zur Wall Street und den europäischen Börsenplätzen. Beenden diese ihre aktuelle Korrektur, kann ein Luftholen in Tokio nicht ausgeschlossen werden. Smart Investor erwägt demzufolge den Verkauf der im Musterdepot enthaltenen Nikkei-Hebel-Zertifikate. Weiter in der Zukunft, also in einem heute bereits gut abschätzbaren Zeitraum von gut fünf Jahren, treffen jedoch die bereits oben skizzierten positiven Impulse aufeinander, so daß sich die Aufwärtsbewegung aus mehreren Quellen speisen wird. Japans Aktienmarkt steht also vor einer Aufholjagd gegenüber anderen etablierten Börsenplätzen. Irgendwann jedoch wird auch diese ausgereizt sein.



Der Kreis markiert einen Wendepunkt: Erstmals seit gut 15 Jahren steigen sowohl Immobilien- als auch Aktienpreise
Quelle: Datastream

dienstleistungen (BaFin) ähnlichen Aufsichtsbehörde oder konkrete Abschreibungsrichtlinien im Bankensektor. Damit wurde die bis vor fünf Jahren nahezu grenzenlose Narrenfreiheit der Banken endlich beschnitten. Verwiesen sei an dieser Stelle auf die immer noch existierenden faulen Kredite bei den kleineren Banken, deren Bereinigung den Staat nochmals bis zu 400 Mrd. Euro kosten könnte. Mit dem massiven Engagement der Ausländer am japanischen Aktienmarkt, gleichfalls den Bankaktien, verbinden viele Reformer zudem den finalen Aufbruch. Noch vorhandene Verkrustungen sollen zerbersten und das Finanzsystem sich endlich dem globalen Wettbewerb stellen.

Über den Tellerrand geblickt

Trotz dieser unverkennbaren Fortschritte erscheint der Tokioter Aktienmarkt auf kurze Sicht bereits wieder leicht überhitzt zu sein. Wenn bereits wieder einige Börsenmagazine Japan eine Titelstory widmen und Nikkei-Kursziele von weit über 20.000 Punkten herungereicht werden, kann es sich rächen, blindlings zu in-

Eben nur eine Phase

Dann treten die Probleme in den Vordergrund, die Japan trotz aller Fortschritte vor sich herschiebt. In den 90ern galt jegliche Aufmerksamkeit der Wiederbelebung der Wirtschaft, für die Vermeidung der Systemkrise zahlte Japan einen hohen Preis: die lange Stagnation in dieser Dekade. So gesehen sind die 90er tatsächlich das verlorene Jahrzehnt. An die dringend notwendige Reform der Sozialsysteme traute sich selbst Koizumi bis-

Anzeige

WIRTSCHAFT aktuell
 Analysen und Empfehlungen für kritisch Denkende
www.walterhirt.ch

JAPAN-FONDS FÜR STANDARDWERTE

FONDS	WKN	FONDSMANAGER	VOLUMEN*	PERF. 1 JAHR**	PERF. 3 JAHRE**	MORNINGSTAR***
HANSAASIA	979 973	HANSAINVEST TEAM	22,0	29,3	72,2	5
INVESCO GT NIPPON GROWTH	973 794	KIYOHIDE NAGATA	197,2	48,5	63,7	4
METZLER JAPANESE EQUITY	989 437	T&D ASSET MANAGEMENT	74,3	44,1	-	-
TEMPLETON JAPAN A	663 275	TORU OHARA	37,0	21,9	11,2	1
VITRUVIUS JAPANESE EQUITY	798 387	BELGRAVE CAPITAL MANAGEMENT	413,3	41,0	119,1	5

JAPAN-FONDS FÜR NEBENWERTE

AXA ROSENBERG JAPAN SMALL CAP	692 194	AXA ROSENBERG TEAM	780,6	50,2	129,4	5
GS JAPAN SMALL CAP	766 542	GOLDMAN SACHS TEAM	215,1	48,4	93,1	4
M&G JAPAN SMALLER	797 749	KENICHI URA	121,5	32,4	115,5	4
PARVEST JAPAN SMALL CAP	986 476	SHUNSUKE MATSUSHIMA	506,2	35,8	126,7	4

* in Mio. Euro

** in % auf Euro-Basis; Stichtag: 11.11.2005

*** in das Morningstar-Rating fließen Kriterien ein wie die 3-Jahresperformance, das Risiko, die Kosten, der Portfolioinhalt, der europaweite Peer Group-Vergleich; ein Stern wird für die 10 % schlechtesten Fonds vergeben, fünf Sterne für die 10 % besten Fonds; weitere Informationen unter www.morningstar.de



Tokios Finanzdistrikt Shinjuku feiert derzeit ein Comeback
Quelle: Japan National Tourist Organization



her nicht heran. Mit der kürzlichen Kabinettsumbildung signalisierte er jedoch Gegenteiliges. Nachdem er den Stab Ende 2006 an die jüngere Garde übergeben haben wird, werden diese die Erneuerung des Landes effektiv fortsetzen. Eine Herkulesaufgabe. Erstens hat sich der japanische Staat, indem er die Bereinigung der Kreditportfolios auf seine Bücher genommen hat, mit inzwischen 150 % des BIP verschuldet. Noch Anfang der 90er galt Japan in diesem Punkt mit einer Verschuldungsquote von gut 20 % als Musterknabe unter den Industriestaaten. Zweitens dürfte für weitreichende Reformen die Zeit fehlen, da drittens die nächste Alterungswelle ab zirka 2010 auf das Land zurollt. Gerade die doppelt so schnell wie in anderen Industriestaaten alternde Gesellschaft stellt Japan langfristig vor immense Probleme. Vor allem



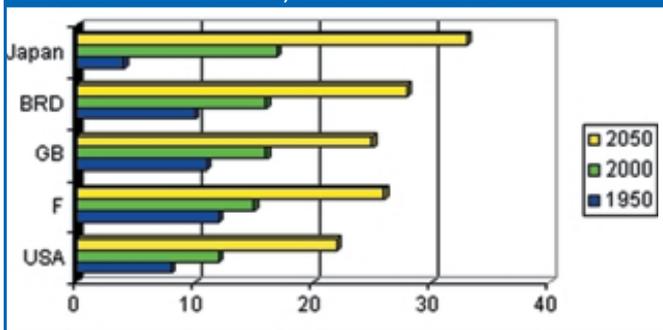
weil wahrscheinliche Steuererhöhungen sowie die Belastbarkeit der Altersversorgungssysteme das künftige Konsumverhalten maßgeblich beeinflussen werden.

Auf den Zins kommt es an

Eine Komponente wird gern außen vor gelassen: das japanische Zinsniveau. Mit 1,5 % ist es im Vergleich zu vielen Industrienationen immer noch außerordentlich niedrig. Ihre bisher verfolgte Null-

Noch ist der Yen schwach auf der Brust; mit steigenden Zinsen dürfte sich dies im kommenden Jahr ändern

ABB. 2: ANTEIL DER ÜBER 65JÄHRIGEN AN DER BEVÖLKERUNG



Japans demographische Zeitbombe: Die Bevölkerung altert doppelt so schnell wie in anderen Industrienationen
Quelle: DB Research, Nat. Inst. of Population and Soc. Security Res.

BESONDERHEIT
FOCUS AUF NIKKEI 225
FINANZTITEL UNTERGEWICHTET
TOPIX-AFFINE TITELAUSWAHL
HOHE KONSUMGÜTERGEWICHTUNG
MULTIMANAGER-ANSATZ

KONSEQUENTER STOCKPICKER
MAX. MCAP 100 MRD YEN
HOHE INDUSTRIEWERTEGEWICHTUNG
SEHR KLEINE WERTE BEVORZUGT

zinspolitik will die Bank of Japan noch nicht beenden, allenfalls über die Mindestreserve soll zunächst nachjustiert werden. Demzufolge bleibt der Yen die nach wie vor beliebteste Verschuldungswährung. Steigen nun die Zinsen in der Hoffnung auf eine Beendigung des deflationären Szenarios, wäre dies eine echte Bewährungsprobe für die japanische Volkswirtschaft. Nicht nur weil der Yen dann unter Aufwertungsdruck käme, dem er sich zuletzt trotz eines aufgewerteten chinesischen Renmimbi entziehen konnte. Für eine Branche wären anziehende Zinsen jedenfalls Gift: den Immobiliensektor. Die Aktienkurse

der börsennotierten, japanischen Immobilienunternehmen, J-REITs genannt, sind jüngst massiv gestiegen. Gleichzeitig sind die eingepreisten Renditen nicht durch entsprechende Mietrenditen unterfüttert. Kletternde Zinsen würden einigen „Luftschlössern“ schnell ihr Fundament entziehen. Ob die teilweise für japanische Verhältnisse üppige Dividendenrendite der J-REITs als Kaufargument ausreichen wird, bleibt abzuwarten.

ABB. 3: MITTELZUFLÜSSE IN AKTIENFONDS IM JAHR 2005 IN MIO. US-\$



Quelle: EmergingPortfolio.com, FAZ

Kein Fonds für alle Fälle

In Japan anlegende Aktienfonds sind derzeit en vogue und verzeichnen immense Mittelzuflüsse. Dies deckt sich mit der Beurteilung des japanischen Aktienmarktes, den mittlerweile gut die Hälfte der befragten Fondsmanager positiv beurteilt. Vor einem halben Jahr sah dies nur knapp ein Fünftel so. Natürlich mahnt ein solch hohes Maß an Optimismus zur Vorsicht. Bei der Einzelbetrachtung der Fonds fällt indes auf, daß vor allem

Anzeige

Umsatz: 53,3 Mio. €, +18 %
 EBIT: 43,5 Mio. €, +32 %
 Periodenüberschuss: 14,2 Mio. €, +41 %

Der aktuelle Quartalsbericht der Deutsche EuroShop ist abrufbar unter www.deutsche-euroshop.de/ir

* bereinigt
 ISIN: DE0007480204
 Telefon: 0 40-41 35 79 20



+++ Die Shoppingcenter-AG +++

„Noch jede Menge Luft“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Karl Pilny, Buchautor („Das Asiatische Jahrhundert“ – siehe hierzu auch Buchbesprechung auf Seite 49), Asienexperte und Partner der britischen Anwaltskanzlei Travers Smith, über Japans Aufbruch, das knifflige Verhältnis zu China und das Aufholpotential des Nikkei

Smart Investor: Herr Dr. Pilny, Japan stand jahrelang für Deflation, eine marode Bankenlandschaft und eine grottenschlechte demographische Struktur. Trifft dies heute noch so zu?

Pilny: Nein! Die zahlreichen Reformprogramme, die in den 90ern angeleiert wurden, zum Beispiel die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes oder auch die Pakete zur Finanzmarktgesetzgebung, bringen die Wirtschaft richtig in Gang. Der Aufschwung, bei dem man vor einem Jahr noch nicht wußte, ob er verpufft, hat mittlerweile doch einen nachhaltigen Charakter. Dazu hat Koizumi vom Wähler ein Mandat für Reformen bekommen.

Smart Investor: Woran würden Sie dies festmachen?

Pilny: Allein für dieses und auch für das nächste Jahr werden unter anderem von der Weltbank Wachstumsraten von über 2 % prognostiziert. Daneben springt die Binnenkonjunktur endlich an, das war bisher die große Unsicherheit. Nicht nur die Unternehmer, auch die privaten Verbraucher sind dem Tankan-Konjunkturbericht der Notenbank zufolge optimistisch. Ferner verdienen die aus Fusionen hervorgegangenen schlagkräftigen Großbanken operativ Geld, ihre Berge an notleidenden Krediten haben sie abgebaut.

Smart Investor: Heißt das, daß der kapitalistische Kreislauf aus Kreditvergabe und Investitionen wieder in Gang gekommen ist?

Pilny: Genau so ist es. In den 90ern bauten die Unternehmen vor allem Schulden ab. Mittlerweile ist das vollzogen, es wird wieder mehr investiert. Aber auch aus dem Privatsektor ist eine gestiegene Kreditnachfrage zu verzeichnen, vor allem weil sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt stabilisiert hat. Japan hat ja mit 4,4 % Arbeitslosen die geringste Quote seit 1997. Ich finde es bemerkenswert, daß in einem Land, wo das Prinzip der lebenslangen Anstellung so hoch gehalten wird, inzwischen knapp 30 % flexible Arbeitsverhältnisse bestehen und die private Arbeitsvermittlung erfolgreich praktiziert wird.

Smart Investor: Aber tauchen denn am Horizont nicht bereits wieder dunkle Wolken auf?

Pilny: Auf Sicht von fünf Jahren läuft die zweifelsohne dramatische demographische Veränderung nicht unbemerkt ab. Die Regierung unternimmt vieles zur Umsteuerung. Beispielsweise ließen sich volkswirtschaftliche Potentiale heben, wenn die Frau mehr in das Arbeitsleben integriert, die Altersgrenze nach oben angepaßt würde. Schließlich ist die Quote des Roboterein-

satzes, auch zu Hause, weltweit unerreichbar. Aber auch bei der Verschuldung gäbe es noch Handlungsspielraum. Beispielsweise liegt die japanische Mehrwertsteuer bei 5 %. Da ist noch jede Menge Luft. Zudem ließe sich basierend auf den gestiegenen Gewinnen der Unternehmen reichlich Ausgleichsmasse finden.



Dr. Karl Pilny

Smart Investor: Ein Anstieg des Aktienmarktes wäre somit gut untermauert?

Pilny: Ja, absolut. Das Schlagwort, was ich hier verwenden würde, wäre das des Aufholpotentials. Ich will nicht ausschließen, daß der Nikkei auf Sicht von fünf Jahren Stände erreicht wird, die mit einer 2 anfangen. Beginnen zudem die Japaner zu glauben, am Aktienmarkt mehr Rendite zu erwirtschaften, dann dürften die auf den niedrig verzinsten Sparbüchern geparkten Milliarden in den Aktienmarkt fließen. Vor allem dann, wenn die Privatisierung der japanischen Post tatsächlich umgesetzt wird.

Smart Investor: Weniger gut untermauert scheint das Verhältnis zu China zu sein?

Pilny: Die beiden sehr komplementären Volkswirtschaften arbeiten gut zusammen, die japanische Wirtschaft hat hieran ein vitales Interesse. Politisch ist die Annäherung jedoch auf der Strecke geblieben. Die wiederholten Besuche des Yasukuni-Schreins durch Koizumi, dessen Umbesetzungen des Kabinetts sowie die Schulbuchpolitik Japans sind überflüssige Provokationen. Es ist schwer einzuschätzen, wohin das führt: Konfrontation oder Kooperation. Vor allem vor dem Hintergrund der natürlichen Rivalität um Rohstoffe zusammen mit dem Thema unbewältigte Vergangenheit ist das heute kaum absehbar. Das ist ein exogener Risikofaktor.

jene hervorragend performten, die sich auf kleine und mittlere Werte konzentriert haben. Wenn diese unterbewertet sind, die Börse ihren wahren Wert noch nicht erkannt hat, um so besser. Die Auswahl scheint größer den je. Offenbar stehen diese Unter-

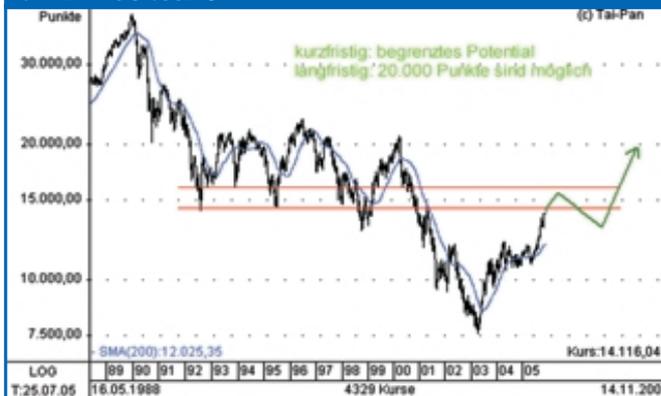
nehmen für das neue Japan, dessen Vorzüge unter anderem die hohe Innovationskraft und flexibles Personal sind. In den Augen der Anleger, vor allem der ausländischen, ist das „sexy“. Standardtitel (siehe hierzu auch Gastanalyse zu NTT DoCoMo auf S.

38) dagegen scheinen noch unter dem in den 90ern geschwundenen Vertrauen zu leiden. Auch wird das Potential für Enttäuschungen offenbar bei den Small Caps weit aus geringer eingeschätzt. Die Frage ist jetzt, welches Marktsegment in Tokio besser abschneidet, wenn die Inländer an den Aktienmarkt zurückkehren. Bemerkenswert ist zudem, daß fast alle erfolgreichen Japan-Fonds mit einheimischen Kapazitäten vor Ort agieren. Europäer tun sich mit einer Expertise nach wie vor schwer.

CHARTTECHNIK NIKKEI 225 MIT PROGNOSE

Mit dem Bruch der 12.000er Marke hat der Nikkei 225 ein starkes Kaufsignal geliefert. Unter zunehmendem Momentum strebt der Index nun nach oben, in der Zone zwischen 14.500 und 16.000 Punkten warten jedoch hartnäckige Widerstände. Eine dort einsetzende und womöglich mehrere Monate dauernde Korrektur dürfte das „schnelle Geld“ aus dem Markt schütteln. Hat das japanische Kursbarometer den ersten Kursanstieg verdaut und neue Kraft gesammelt, könnte eine dritte Phase der Aufwärtsbewegung bis weit über diese erste Zone hinaus führen. Smart Investor kann sich einen Anstieg bis in die Region um 20.000 Punkte vorstellen. (siehe hierzu auch Nikkei-Prognose-Chart)

NIKKEI-PROGNOSE-CHART



Auf jedes Feuerwerk...

Fazit

Auf dem Parkett der Tokioter Börse stehen die Zeichen auf Hausse. Nicht unbedingt kurzfristig, da eine sogar heftige Korrektur das schnelle Geld aus dem Markt treiben könnte, besser: müßte. Für die nächste Aufwärtsbewegung muß der Kabutocho-Taifun erst noch einmal Kraft sammeln. Auf Sicht von fünf Jahren aber wird der Aufholbedarf der Investoren, Anleger und Konsumenten den Markt gegen fast jeden fiskalischen und monetären Widerstand (zum Beispiel mögliche Steuer- und Zinserhöhungen) immer wieder auf Neue antreiben. Indexhochs innerhalb der nächsten fünf Jahre, auch über 20.000 Punkten, sollten demnach keine Illusion sein. Vielleicht erleben in dieser Phase sogar die glorreichen, bisweilen sogar zügellosen ein kleines Comeback. Was jedoch danach kommt, steht auf einem anderen Blatt.

Tobias Karow



...folgt die Ernüchterung
Quelle: Japan National Tourist Organization.

Prinzip: Ertragsorientiertes Wachstum

Und wann beteiligen Sie sich an unserem Erfolg?

Wir wachsen weiter.

Kennzahlen	01. 01. – 30. 09. 2005	Vorjahres- vergleich*
Umsatz	33.945 T €	+ 21,1 %
EBITDA	5.330 T €	+ 34,8 %
EBIT	4.602 T €	+ 41,9 %
Gewinn nach Steuern	2.894 T €	+ 51,5 %
Gewinn je Aktie	0,87 €	+ 50,0 %

* Prozentuale Veränderung gegenüber Vorjahreszeitraum

strattec®
biomedical systems

Telefon +49 (0) 7082 7916-190
www.strattec-biomedical.de
ir@strattec-biomedical.de
ISIN DE0007289001
WKN 728 900

David(s) gegen Google

Gegen das Phänomen Google wirken viele ehemalige IT-Größen auf einmal ganz klein

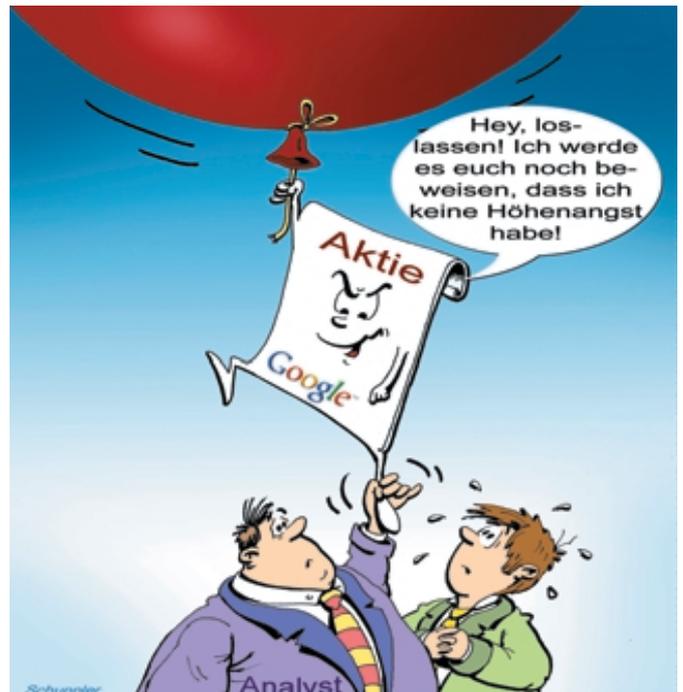
„Viel Feind, viel Ehr“, so lautet ein altes deutsches Sprichwort. Vor diesem Hintergrund mag die „Auszeichnung“ der New York Times, Google sei auf dem besten Weg, Microsoft als meistgehaßtes Unternehmen der IT-Branche abzulösen, für Google durchaus seinen positiven Aspekt haben. Tatsächlich brummt derzeit das Geschäft des neuen IT-Primus aus dem Silicon Valley in allen Bereichen. Ständig neue Initiativen tragen dazu bei, etablierte Konzerne wie Microsoft oder Yahoo in nervöse Unruhe zu versetzen. Die Analysten schrauben parallel dazu ihre Kursziele immer weiter nach oben. Derzeit liegt der Konsens an der Wall Street für die Google-Aktie auf Sicht von 12 Monaten bei 400 US-\$. Kurzfristig ist nicht auszuschließen, daß der Kurs weit darüber landet. Langfristig wäre Google allerdings das erste Unternehmen, dem es gelingen würde, das Gesetz der Schwerkraft an der Börse ad absurdum zu führen.

Parole: Attacke

Keine Frage, Google kann es sich derzeit leisten, an allen Fronten anzugreifen. Eine prall gefüllte Kriegskasse (derzeit rund 7 Mrd. US-\$), die unangefochtene Spitzenposition im Bereich Suchmaschinen und die vorhandene Datenbasis von über 8 Mrd. indexierter Websites bieten dazu die allerbeste Basis. Schon heute wird übrigens jede zweite Internetseite über Google aufgerufen. Kein Wunder daher, daß Google versucht, diese Monopolstellung auch in andere Bereiche zu exportieren.

Beispiele gefällig?

So greift Google beispielsweise mit dem eMail-Dienst G-Mail seit längerem Yahoo an, mit Google Print, der Idee, zunächst die Literaturbestände der wichtigsten US-Bibliotheken einzuscannen und online verfügbar zu machen, stößt man auf massiven Widerstand der Verlage und mit Google Base, so der Arbeitstitel einer neuen Google-Anwendung, dürfte eBay in der nächsten Zeit unliebsame Konkurrenz entstehen. Damit nicht ge-



nug: Auch Microsoft, ebenfalls beileibe kein Darling in der IT-Branche, bekommt durch Google sein Fett ab. Jüngst wurde mit Sun Microsystems eine Kooperation zum Vertrieb von Bürosoftware verkündet. Der Schock bei Bill Gates & Co. saß offenbar tief. Schnell wurde von der Microsoft-Zentrale die Einführung einer kostenlosen und durch Werbung finanzierten Online-Version von MS Office im nächsten Jahr lautstark kommuniziert. Angesichts des überstürzten Handelns durchaus ein Ritterschlag für das Konkurrenzangebot.

Widerstand formiert sich

Daß sich durch solch ein aggressives Verhalten am Markt durchaus auch Widerstand formiert, ist kein Wunder. Zudem läßt Googles Firmenpolitik, z.B. beim Datenschutz, durchaus auch dazu ein. So hinterläßt die Google-Suchmaschine bei jedem Benutzer ein sogenanntes Cookie, das es dem Unternehmen ermöglicht, ihn jederzeit zu identifizieren. Jede Google-Suche eines Nutzers wird mit den entsprechenden Schlagwörtern registriert. „Google baut über Jahre hinweg ein detailliertes Profil der Suchergebnisse auf. Google weiß, wann du das letzte Mal dachtest, schwanger zu sein, welche Krankheiten deine Kinder hatten und wer dein Scheidungsanwalt ist“, so der Technik-Journalist Bill Thompson von der britischen BBC zum Stichwort Informationssammlung à la Google. Das Cookie verfällt – im Gegensatz zu denen vieler anderer Unternehmen – übrigens erst nach 35 Jahren.



Die Börse ist beigeistert

An der Börse läßt man sich derzeit von solchen Diskussionen nicht aus der Ruhe bringen, untermauern sie doch nur die Spitzenposition von Google im IT-Sektor. Im Gegenteil, der Vorstoß von Google in neue Bereiche sei dringend notwendig, da sich das hohe Wachstumstempo im Kernbereich Suchmaschinen durch bezahlte Werbung nicht auf ewig fortschreiben lasse, so die Analysten. Kein Wunder daher, daß die deutliche Mehrheit der Gilde weiterhin auf steigende Kurse beim Unternehmen setzt. 26 von 37 Analysten, die Google derzeit in den USA covern, sehen weiteres Kurspotential, ganze zwei sehen die Aktie in der nächsten Zeit als Underperformer. Angesichts einer derzeitigen Bewertung des Unternehmens von über 100 Mrd. US-\$ und einer Gewinnerwartung für das laufende Geschäftsjahr von knapp 1 Mrd. US-\$ ist man geneigt zu sagen: Der Wahnsinn geht noch weiter!

Kurzfristig gute Gründe

Dabei sind kurzfristig gute Gründe verfügbar, die Anleger weiterhin zum Kauf animieren dürften. So verspricht die bereits beschriebene Strategie des weiteren Ausbaus des Geschäftsmodells Phantasie nach oben. Analysten loben bereits die

Langfristig???

Die Frage, die sich angesichts der bereits skizzierten Bewertung des Unternehmens stellt, ist die Nachhaltigkeit des Wachstums in den kommenden Jahren. So lange die Gewinne deutlich unter der Milliardenmarke liegen, sind Wachstumsraten wie von Google dargelegt durchaus machbar. Das haben auch bereits andere IT-Unternehmen vorexerziert, gerade wenn sie über einen ähnlichen Hebel im Geschäftsmodell verfügten wie Google. Weit schwieriger dürfte es nun werden, die Umsatz- und Ertragssteigerungen der Vergangenheit, gepaart mit den hohen Erwartungen von Anlegern und Analysten, in der Zukunft fortzuschreiben.

Ein Rechenexempel: Gelingt es Google, den im Jahr 2005 erwarteten Gewinn von gut 1 Mrd. US-\$ in den kommenden Jahren um jeweils 50 % zu steigern, was angesichts der mittlerweile recht hohen Basis und der steigenden Aufwendungen für den Eintritt in neue (regionale und produkttechnische) Märkte kein einfaches Unterfangen sein dürfte, käme die Google-Aktie noch immer auf ein 2008er KGV von rund 30, was immer noch an der Obergrenze wachstumsstarker IT-Werte liegt. Dies allerdings unter der Prämisse eines seitwärts tendierenden Aktienkurses.

Unterstellt man weitere Kurssteigerungen, so sieht die Rechnung völlig anders aus. Woher die langfristige Phantasie der Aktien kommen soll, erschließt sich daher auch nicht auf den zweiten Blick.

So bleibt die Feststellung, daß das Thema High-Tech-Bubbles mehr denn je aktuell ist. Der einzige Unterschied zum Überschwang am Markt in den Jahren 1999 und 2000 ist, daß nicht mehr die „Breite“, sondern nur noch die „Spitze“ gekauft wird. Google bringt dabei mit seinem Geschäftsmodell alle Vorzüge mit, diese Vorreiterrolle weiter zu besetzen und die irrationalen Phantasien der Anleger zu befriedigen.

Fazit

Google zählt derzeit unter den großen Titeln zu den heißesten Investments in der IT-Branche. Die Stärke im Kerngeschäft und genügend Möglichkeiten und Mittel, das Unternehmenskonzept auch auf andere Bereiche zu übertragen, sind die Treiber, die kurzfristig auch Kurse der Google-Aktie von 600, 700 oder gar 1.000 US-\$ nicht unmöglich

erscheinen lassen. Langfristig ist der Titel aber auch heiß genug, um sich die Finger damit sauber zu verbrennen. Aber Beruhigungsmittel sind ja mit Sicherheit auch über die Google-Suchmaschine ausfindig zu machen.

Frank Schnattinger



Mit der Suche im Internet ist das heutige Nasdaq-Schwergewicht Google groß geworden – jetzt soll der „Rubel“ in anderen Bereichen rollen

Wandlung vom Suchmaschinenbetreiber zum Anbieter verschiedenster IT-, Internet- und Telekommunikationsdienstleistungen. Auch die genannten finanziellen Reserven des Unternehmens schüren Phantasie und Spekulationen, obwohl – bzw. gerade weil – Google bislang kein klares Ziel definiert hat. Im Rahmen der letzten Kapitalbeschaffung wurden nur „allgemeine Geschäftszwecke“ genannt, so mancher rechnet allerdings mit einer massiven Expansion des Unternehmens im Ausland, vorwiegend in Rußland und China. So hält Google beispielsweise bereits 2 % an der führenden chinesischen Suchmaschine Baidu. Auch ist Google bereits in über einhundert Sprachen verfügbar, was die Mobilisierung neuer User deutlich vereinfachen dürfte. Solange es Google darüber hinaus noch gelingt, die Erwartungen der Analysten in jedem Quartal zu übertreffen, wie seit dem Börsengang praktiziert, dürften die Börsenampeeln weiterhin auf Grün stehen.



Photonics – Performance mit Licht

Von Hilmar Platz, Analyst bei der Kayenburg AG

Die optischen Technologien bestimmen zunehmend die Wachstumsgeschwindigkeit moderner Industrien und Volkswirtschaften. Investoren bietet diese innovative Industrie herausragende Wachstumsperspektiven. Mit LINOS und Rofin-Sinar verfügt der Anleger über zwei Systemanbieter und Technologieführer mit internationaler Präsenz und langfristigen Perspektiven.

Schrittmacher Optische Technologien

Optische Technologien zählen zu den Schrittmachertechnologien für eine Vielzahl an Hochtechnologieanwendungen. So stellen optische Datenspeicher ungeheure Mengen an Informationen zur Verfügung und ermöglichen einen schnellen Zugriff darauf. Weitere Anwendungsgebiete der Photonics sind mikroelektronische Schaltkreise, die Digitalphotographie, Scanner, die berührungslose Meßtechnik in der industriellen Produktion und Laser für die Materialbearbeitung oder für die Mikrostrukturierung. Optische Anwendungen nehmen in der Biotechnologie in Form optischer Biochip-Lesegeräte oder in der Medizintechnologie, sei es in den Segmenten der Ophthalmologie, der Röntgentechnologie oder im Bereich der photodynamischen Therapie, eine zentrale Rolle ein. Die Liste intelligenter und innovativer Anwendungsmöglichkeiten von Licht ließe sich beliebig fortsetzen.

Photonics-Standort Deutschland

Gemessen an ihren wirtschaftlichen Kennzahlen zählt die Photonics-Industrie zur Gruppe der wichtigsten wachstumsgetriebenen Industriezweige in Deutschland. So verzeichneten die im Industrieverband Spectaris (www.spectaris.de) repräsentierten Unternehmen 2004 einen Gesamtumsatz von 37,5 Mrd. Euro. Hiervon wurden 21 Mrd. Euro im Ausland und 16,5 Mrd. Euro im Inland generiert. Für 2005 geht der Industrieverband von einem Umsatz von knapp 40 Mrd. Euro aus.

Umsatzstarke Marktsegmente

Wichtige Teilmärkte für die deutsche Photonics-Industrie stellen bspw. die Medizintechnologie mit einem Umsatz von 13,6 Mrd. Euro (+8,1 %), der Markt für Laser und für Analyse-, Bio- und Laborgeräte dar. Auch die Kennzahlen können sich sehen lassen. Der Umsatz deutscher Laserunternehmen mit Systemen und Komponenten verzeichnete 2004 mit 4,49 Mrd. Euro eine außerordentlich erfolgreiche Entwicklung. Hierbei konnte im Inland ein Umsatz von 1,49 Mrd. Euro (+7,0 %) und im Ausland ein Laser-Umsatz von 3,0 Mrd. Euro (+15,0 %) erzielt werden. Auch die Analyse-, Bio- und Laborgerätebranche – hier spielen optische Systeme und Komponenten eine zentrale Rolle – verzeichnete zufriedenstellende Zuwächse auf 4,3 Mrd. Euro (+6 %). Auch 2005 dürfte die Photonics-Industrie spürbar wachsen.

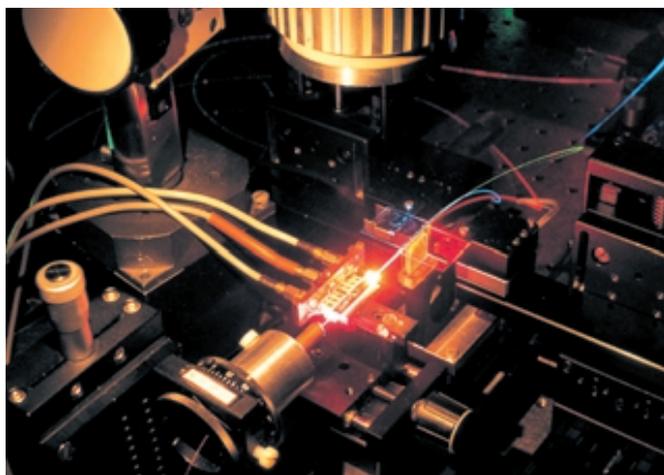
Photonics-Industrie ist mittelständisch

Im Vergleich zu anderen Kernindustrien weist die Photonics-Industrie in Deutschland einen ausgeprägten mittelständischen Charakter auf. Ca. 88 % aller Unternehmen dieses Segments erzielen weniger als 50 Mio. Euro an Umsatz. Der Weltmarkt für Laser und optische Komponenten ist ca. 100 Mrd. Euro groß. Die jährlichen Wachstumsraten für Photonics-Anwendungen liegen mit ca. 10 % p.a. (5-Jahressicht) oberhalb des durchschnittlichen industriellen Wachstums von 2 % bis 3 %. Damit wächst diese innovative Industrie mindestens um den Faktor 3 bis 4 stärker als klassische Industrien. Für flexible Unternehmen bieten sich damit die entsprechenden Potentiale für ein überdurchschnittliches Wachstum.

Börsennotierte Photonics-Unternehmen

LINOS als Photonics-Systemanbieter

Die LINOS AG ist ein hochspezialisiertes Technologieunternehmen mit branchenübergreifenden Plattformtechnologien für Photonics-Anwendungen. LINOS konzentriert sich hierbei auf langfristig wachstumsstarke Anwendungsgebiete, in denen das Licht als Werkzeug eine zentrale Rolle spielt. Die Kernaktivitäten von LINOS liegen in den strategischen Geschäftsbereichen Information Technology & Communications, Health Care & Life Sciences und Industrial Manufacturing. Diese sind wiederum in Marktsegmente untergliedert. Der strategische Geschäftsbereich IT & Communications setzt sich aus den Marktsegmenten Printing Industry, Security, Defense, Lab Technology und Photography zusammen. Die Marktsegmente X-Ray-Imaging, Dental Technology, Molecular Diagnostics und Bio-Research bilden den Geschäftsbereich Health Care & Life Sciences. Der Geschäftsbereich Industrial Manufacturing besteht aus den



Faserlaser; Quelle: LINOS AG



Marktsegmenten Laser Technology, Research & Labs, Optical Metrology & Inspection, Machine Vision sowie Semiconductor.

LINOS mit klarer Strategie

Der Photonics-Spezialist nutzt die technologischen Kernkompetenzen gezielt für die Konzeption, Entwicklung und Realisierung anspruchsvoller Systemlösungen. Hierbei hat sich LINOS nach einer Portfolio-Bereinigung konsequent auf Anwendungen konzentriert, in denen das Unternehmen seine technologische Führung kommerziell erfolgreich umsetzen kann. LINOS ist ein Partner für unternehmenskritische und kundenspezifische Projekte. Aufgrund der frühzeitigen Einbindung von LINOS in Entwicklungsprojekte bis hin zum industriellen Scale-up verfügt LINOS über langjährige Kundenbeziehungen. Dank einer konsequenten Portfoliooptimierung konnte das Management den Break Even-Punkt im Konzern auf ein Umsatzniveau von 70 bis 73 Mio. Euro senken.

LINOS mit starker Margenverbesserung

Im Geschäftsjahr 2004 erzielte das Photonics-Unternehmen einen Konzernumsatz von 88,08 Mio. Euro. Die strategischen Geschäftsbereiche lieferten folgende Beiträge: IT & Communications steuerten 26,8 Mio. Euro (Umsatzanteil 30,4 %) bei, Health Care & Life Sciences 27,8 Mio. Euro (24,5 %) und Industrial Manufacturing 36,8 Mio. Euro (41,8 %). LINOS erwirtschaftete 2004 ein EBITDA von 16,9 Mio. Euro, was einer EBITDA-Marge von 19,2 % entspricht. Das EBIT und das EBT beliefen sich 2004 auf 9,73 Mio. Euro (Marge 11,4 %) und 6,72 Mio. Euro (Marge 7,62 %).

Perspektiven 2005 bis 2007

Im Vergleich zu 2004 wird sich im laufenden Geschäftsjahr das Umsatzniveau reduzieren bei einer gleichzeitig erhöhten Er-

tragsqualität. Verantwortlich hierfür ist der Ausfall eines Großkunden. Die Gewinnung neuer Großaufträge in Q III/2005 zeigt die Effizienz des Unternehmens. Für 2005 rechnen wir mit einem Umsatz von 84 Mio. Euro (88,1 Mio. Euro). In den Folgejahren dürfte das Unternehmen dank neuer Kontrakte Umsätze von 91,6 Mio. Euro (2006e) und 96,6 Mio. Euro (2007e) erzielen. Beim EBITDA erwarten wir einen Anstieg von 14,5 Mio. Euro auf knapp 21 Mio. Euro (20 % p.a.). Das EBIT prognostizieren wir mit 9,3 Mio. Euro (2005e), 11,6 Mio. Euro (2006e) und 13,4 Mio. Euro (2007e). Im Analysezeitraum gehen wir von einem Ergebnisanstieg von 0,91 Euro (2005e) auf 1,37 Euro (2007e) aus. Die bisherige Entwicklung des Geschäftsjahres 2005 signalisiert, daß es LINOS durch die Optimierung der betrieblichen Logistik und der Kostenstrukturen gelungen ist, überdurchschnittliche operative Renditen zu erzielen. Verbesserungen beim Produktmix in Kombination mit einem konsequenten Kostenmanagement sollten zu einer weiteren Stärkung der Ertragskraft führen.

LINOS-Aktie analytisch preiswert

Im internationalen Vergleich ist die LINOS-Aktie nach wie vor erheblich unterbewertet. Das Unternehmen verfügt u.E. über erhebliche Wertsteigerungspotentiale. Beim Kurs/Umsatz-Verhältnis, Enterprise Value (EV) /Umsatz bzw. EV/EBITDA weist LINOS Bewertungsabschläge zwischen 20 % bis 60 % zur Konkurrenz auf. Diese sind analytisch nicht nachvollziehbar. Die Aktie verfügt damit noch über erhebliche Kurspotentiale.



Remote-Laserschweißen von Automobilkomponenten
Quelle: Rofin-Sinar

Rofin-Sinar – Performance by Laser

Rofin-Sinar positioniert sich als weltweit führender Laserkonzern mit den Schwerpunkten Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von Laserstrahlquellen und laserbasierten Systemen. Das international agierende Unternehmen hat die Hauptsitze in Plymouth, Michigan, und Hamburg. Rofin-Sinar hat mittlerweile weltweit mehr als 20.000 Lasereinheiten plaziert und verfügt als Systemanbieter im Laserbereich sowohl über CO₂-Laser als auch Festkörper- und Diodenlaser. Die Applikationsbandbreite dieser Laser umfaßt sowohl Schneiden und Schweißen als auch Markieren, Perforieren, Löten und Härten. Adressierte Märkte sind Automobilbau, Maschinenbau, Halbleiter & Elektronik, Medizin/Dental, Schmuckindustrie u.a.

LINOS AG	2004	2005E	2006E	2007E
UMSATZ (MIO. EURO)	88,08	83,99	91,58	96,62
EBITDA (MIO. EURO)	16,91	14,51	17,98	21,00
EBIT (MIO. EURO)	9,73	9,30	11,57	13,35
JAHRESÜBERS. (MIO. EURO)	5,43	4,53	6,11	6,83
ERG. JE AKTIE	1,09	0,91	1,23	1,37
DIVIDENDE	0,00	0,00	0,00	0,00
KGV	9,0	10,8	8,0	7,2

Daten in Euro; Prognosen: Kayenburg AG

ROFIN-SINAR TECHNOLOGIES INC.				
	2003/04	2004/05E	2005/06E	2006/07E
UMSATZ (MIO. US-\$)	323,00	374,00	415,00	450,00
BRUTTOERGBNIS (MIO. US-\$)	132,16	153,00	168,00	184,50
EBIT (MIO. US-\$)	55,35	58,70	66,32	71,90
JAHRESÜBERS. (MIO. US-\$)	32,43	37,81	43,99	47,25
ERG. JE AKTIE	2,31	2,43	2,83	3,04
DIVIDENDE	0,00	0,00	0,00	0,00
KGV	15,96	15,11	13,03	12,13

Daten in US-\$; Prognosen: Kayenburg AG

Erfolgreiche Langfristentwicklung

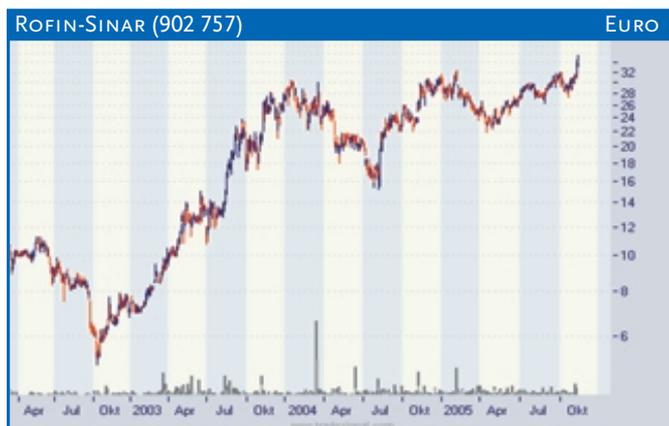
Rofin-Sinar (ein Spin-off der Siemens AG) konnte seit dem Börsengang 1996 an der Nasdaq einen Umsatzanstieg – unter Berücksichtigung von Übernahmen – von 129 Mio. US-\$ auf 323 Mio. US-\$ erzielen (16,7 % p.a.). 2004 leisteten die Bereiche Machine Tool mit 106,5 Mio. US-\$ (33 %) und die Bereiche Halbleiter & Elektronik 51,6 Mio. US-\$ (16 %) wesentliche Beiträge. Die restlichen Umsätze von 119,4 Mio. US-\$ wurden u.a. mit Aktivitäten für die Dentaltechnik, Optoelektronik und Photovoltaik erzielt.

Rofin-Sinar mit hoher Profitabilität

Dem industriellen Laserspezialisten ist es seit 2000 gelungen, das Bruttoergebnis von 109,7 Mio. US-\$ auf 190,5 Mio. US-\$ zu steigern. Hieraus resultierte eine Verbesserung der Bruttomarge von 35,9 % (2000) auf 41,0 % (2004). Das operative Ergebnis (EBIT) konnte im selben Zeitraum absolut von 17,2 Mio. US-\$ auf 50,9 Mio. US-\$ vervielfacht werden. Die EBIT-Marge lag zuletzt bei 15,8 %.

Perspektiven 2005 bis 2007

Auf Basis der 9-Monatsdaten rechnen wir mit einem Umsatz 2004/2005 (Geschäftsjahresende 30.9.) von 375 Mio. US-\$. Für die Jahre 2005/06 und 2006/07 erwarten wir Konzernumsätze von 415 Mio. US-\$ (+12,5 %) und 451 Mio. US-\$ (+8,7 %). Rofin-Sinar sollte es 2004/05 gelingen, eine Bruttoergebnismarge von 40,5 % zu erzielen. Für diesen Zeitraum prognostizieren wir ein operatives Ergebnis (EBIT) von 58,7 Mio. US-\$ (2004/05e), 66,3 Mio. US-\$ (2005/06e) und 71,9 Mio. US-\$ (2006/07e). Beim Ergebnis je Aktie rechnen wir für 2004/05 mit 2,43 US-\$ (bei 15,5 Mio. Aktien). Für 2005/06e und 2006/07e erwarten wir ein EPA von 2,83 US-\$ bzw. 3,04 US-\$.



Investmentstrategie

Die Rofin-Sinar-Aktie zählt im Bereich der Laserspezialisten zu den langfristig aussichtsreichen Investments. Die Aktie ist mindestens haltenswert.

Photonics-Branche – Bewertung

Die Vergleichsgruppe börsennotierter Photonics-Unternehmen ist vor allem nordamerikanisch. Diese setzt sich aus folgenden Unternehmen zusammen: Coherent (USA), Cymer (USA), Exel Technology Inc. (USA), Electro Science Industries (USA), GSI (USA) und Newport Corp. (USA). Gemessen an den fundamentalen Vergleichsdaten sind LINOS und Rofin-Sinar nach wie vor attraktiv bewertet. Dies gilt insbesondere für die LINOS-Aktie.

Mit einer Umsatzbewertung von 0,54 ist LINOS signifikant preiswerter als der Durchschnitt aller Photonics-Unternehmen mit einem Multiple von 1,75. Dies gilt auch für die Ratio Enterprise Value (EV)/Umsatz. Hier weist LINOS ein Multiple von 1,14 (Peer Group 1,41) auf. Auch beim EV/EBITDA ist der Göttinger Photonics-Spezialist mit einem Multiple von 6,6 (2005e) gegenüber 13,1 der Peer Group spürbar unterbewertet. Dies ist u.E. in diesem Ausmaß nicht gerechtfertigt, da



Hochgeschwindigkeitsschneiden mit CO₂-Laser; Quelle: Rofin Sinar

sich das Unternehmen mittlerweile grundlegend repositioniert und die Kostenstrukturen optimiert hat. Unser rechnerisches Kursziel für die LINOS-Aktie liegt in einer Bandbreite von 11,30 bis 12,65 Euro. Dies entspricht einer Kurschance von knapp 15 % bis 30 %. Das besondere an LINOS ist sicherlich die Systemkompetenz für industrielle und wissenschaftliche Anwendungen von Licht mit branchenübergreifenden Einsatzmöglichkeiten.

Für die Rofin-Sinar-Aktie erachten wir Kurspotentiale von knapp 10 % auf 34,50 Euro je Aktie als angemessen. Rofin-Sinar ist als Laserspezialist stärker auf industrielle Anwendungen ausgerichtet. Das vorhandene Kunden- und Produktportfolio bietet eine spürbare Abkopplung von zyklischen Entwicklungen. Auf Basis der gegebenen (Kosten-)Strukturen erachten wir jedoch eine weitere überproportionale Steigerung des Ertrags eher als begrenzt.



Angezählt

US-Immobilien wackeln zwar, fallen aber (noch) nicht

Die vermeintliche oder tatsächliche Immobilienblase in den USA besteht nicht erst seit gestern, und doch ist dort allen Unkenrufen zum Trotz noch nichts geplatzt. Die Erklärung ist so einfach wie naheliegend: Zum einen liegt die Betonung auf dem Wort „noch“, zum anderen darf man nicht vergessen, daß man von einem Land spricht, das flächenmäßig rund 30 mal so groß ist wie Deutschland. Genau wie man die Immobilienpreisentwicklungen in Frankfurt/Oder nicht mit denen des Namensvetters am Main vergleichen kann, sollte man sich hüten, von DER Immobilienblase in den USA zu sprechen.

Die eine geht, die andere kommt

Es läßt sich unschwer leugnen, daß der amerikanische Immobilienmarkt in vielen Regionen längst in das Stadium der Spekulation eingetreten ist. Die amerikanischen Bestimmungen machen es einem leicht bzw. animieren dazu: Als Anzahlung für ein Haus sind oftmals nicht mehr als 5 % der Gesamtsumme aufzubringen, der Rest läuft auf Pump. Immobilienmakler kann sich in den Vereinigten Staaten so ziemlich jeder nennen, ohne Ausbildung. Und die Hypothekenzinsen erreichten 2003/04 ein derart tiefes Niveau, daß es zum Eigenheimkauf ebenfalls för-



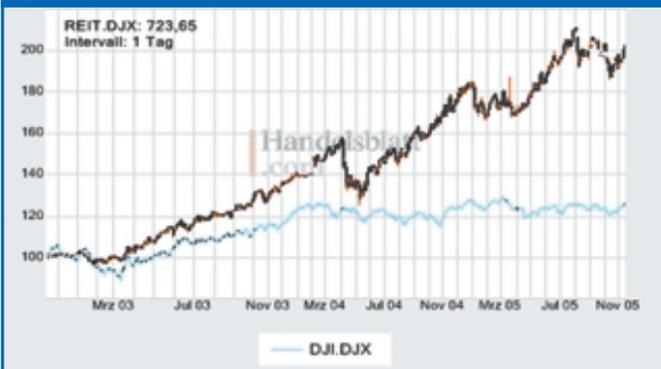
Anders dagegen der Housing Sector Index, der Unternehmen wie Home Depot enthält. Hier sind erste Zeichen einer Top-Bildung kaum zu leugnen.

lich anstiftete. Wer sein eigenes Heim & Garten haben wollte, nutzte die Gunst der Stunde. Wer zusätzlich noch sah, daß die Preise in vielen Bundesstaaten daraufhin exorbitante Knappheitspreise annahmen, tat mehr als das, indem er sich nämlich als Spekulationsobjekt eine Zweitimmobilie zulegte – zur Erinnerung: Der Aktienmarkt war bis ins Jahr 2003 hinein gerade erst zusammengebrochen, folglich suchte das Geld (das bekanntlich sehr scheu ist) bereits seit 2001 das Weite. Im Immobiliensektor fand es eine Bleibe. Die eine Blase (Aktien) wurde abgebaut, die andere (Immobilien) im Gegenzug mit Luft gefüllt. Erst unmerklich, dann immer schneller.

Dem Verführer gefolgt

Kombiniert man diese Einzelfakten, so wird schnell klar, daß es vor allem einmal mehr der Privatanleger ist, der sich – nach der Aktienblase Ende der 90er bis Anfang 2000 – auf gefährliches Glatteis hat leiten lassen. Zugegeben, „Maestro“ Alan Greenspan (der Verführer) hat mit seiner Zinssenkungspolitik genau dieses Szenario befördert. Wenn er so wie jüngst die Situation am Immobilienmarkt als gefährlich brandmarkte, so erinnert dies an seine berühmte Bemerkung vom Dezember 1996 zum

ABB. 1: US-REIT-INDEX



Auch in den letzten drei Jahren lief der REIT-Subindex dem Dow Jones Industrials meilenweit davon. Von Top-Bildung ist hier noch nichts zu erkennen. Quelle: Handelsblatt

NOCH EIN PAAR NÜTZLICHE RAHMENDATEN:

- ◆ Auf das gesamte Land gerechnet haben Immobilienpreise den höchsten Stand seit 13 Jahren erreicht, während gleichzeitig die Nettoverschuldung der privaten Haushalte einen absoluten Rekordstand erklomm. Kann man angesichts dessen tatsächlich von „Hausbesitzern“ sprechen?
- ◆ Ein Drittel der privaten Haushalte reserviert 30 % seines Einkommens für Hypothekenzahlungen, 12 % der Haushalte sogar mehr als die Hälfte(!)
- ◆ Zwei Drittel der Immobilienkäufer finanzierten den Gesamtkaufpreis ihres Objekts mit einem Kredit von 80 % oder mehr (Daten von Anfang 2005), 17 % sogar mit einem Kredit von 95 % oder darüber.
- ◆ Mehr als 40 % der Erstkäufer haben bei ihrem Erwerb niemanden konsultiert, sondern sind den Kauf auf eigene Faust angegangen.
- ◆ Hausbesitzer beliehen im letzten Jahr ihre Immobilien mit der fantastischen Summe von 600 Mrd. US-\$ für weitere Wohnungskäufe zwecks Spekulation – oder einfach für den zeitnahen Konsum. Diese Summe entspricht rund 7 % des verfügbaren Nettoeinkommens und erklärt, weshalb Amerikaner trotz negativer Sparrate bis dato weiter lustig konsumieren konnten.

Aktienmarkt: „Irrational Exuberance“. Heute wie damals folgte ein kurzer Durchhänger – bevor man wieder zur Tagesordnung überging.

Turnaround-Niveau bereits erreicht

Gefahr droht in der Tat von mehreren Fronten. Zunächst einmal ist zu beobachten, daß die Hauspreise bereits langsamer klettern oder in bis zuletzt noch gut gelaufenen Regionen gar nicht mehr. Bei Aktien würde man wohl von einer Topbildung sprechen. Wenn die Zinsen steigen, was sie derzeit tun, wird nicht nur die Nachfrage nach Hypothekendarlehen unweigerlich nachlassen, auch werden die Immobilienbesitzer mit einem variablen Zins bei ihren Krediten (wozu Greenspan 2002 im Zinssenkungszyklus ausdrücklich geraten hatte!) ein Problem be-



kommen. Über einen längeren Zeitraum steigende Zinsen haben bislang noch immer zum Platzen irgendeiner Blase geführt: Wenn man irgend etwas als ihr Grundcharakteristikum festmachen möchte, dann sicherlich dies. In den USA hob der jetzt aus dem Amt scheidende Notenbankchef die Leitzinsen in 12 Schritten von 1 auf nunmehr 4 % an. Anleihe-Guru Bill Gross analysierte, daß dies in den letzten drei bis vier Jahrzehnten ziemlich genau das Turnaround-Niveau für den Immobilienmarkt darstellte.

Brancheninsider bereits nervös

Auch bei Gewerbeimmobilien zeichnet sich die besagte Topbildung ab. Investoren, die sich heute in Gewerbeimmobilien engagieren, müssen ihre Objekte bereits deutlich länger halten als noch vor kurzem geplant. In den vergangenen Jahren fiel die durchschnittliche Haltedauer von Seiten der Pensionsfonds oder REITs (Real Estate Investment Trusts) auf ca. zwei Jahre, während früher fünf, zehn oder noch mehr Jahre üblich waren.

Auch hier zeigen sich nicht zu leugnende Spekulationstendenzen. Wie neuere Studien zeigen, bekommen Brancheninsider angesichts der Diskrepanz zwischen den erzielbaren Nettobetriebserträgen und den zu erzielenden Verkaufspreisen bereits kalte Füße und beginnen, ihre Immobilien weit früher als geplant wieder abzustoßen nach dem Motto: besser noch in einen halbwegs stabilen Markt hinein verkaufen als bei fallenden Preisen.

Gab es bislang zunächst nur vereinzelte Hinweise auf ein „Aus-Toppen“ bei der US-Immobilien-Spekulation, so sollte man folgende Kriterien nunmehr verstärkt im Auge behalten:

- ◆ Sind die Kreditzinsen schon so hoch, daß der Kauf eines neuen Hauses inzwischen eher eine Belastung als ein vielversprechendes Projekt darstellt? Als Ausländer wird man diesen Indikator jedoch leider kaum verfolgen können.



In Manhattan (New York) wachsen nicht nur die Hochhäuser gen Himmel...

- ◆ Verschärfen regulatorische Maßnahmen die allzu leichte Kreditaufnahme bzw. generell den Immobilienhandel? Dieselbe Frage stellte sich übrigens im Jahr 2000 in Bezug auf den Aktienhandel. Bislang ist so etwas nur in einzelnen Bundesstaaten angedacht, aber nicht sonderlich akut.
- ◆ Was tun Brancheninsider – steigen sie bereits aus oder drehen sie noch weiter am Rad? Auch hier die übliche Parallele. Diese Frage läßt sich nicht pauschal beantworten, aber es gibt wie angedeutet schon einzelne Warnzeichen.

Fazit

Normalerweise kauft man sich die eigenen vier Wände, um nicht lebenslang Miete zu zahlen. In den USA wurde diese Zielsetzung in den letzten vier Jahren gründlich pervertiert: Die meisten „Hauskäufer“ werden angesichts dermaßen niedriger Eigenkapitalquoten lebenslang Kredite an Finanzinstitute zurückzahlen haben statt Mieten an einen Vermieter – das kann eigentlich nur schief gehen. Die Frage ist nicht ob, sondern nur wann. Bei einem möglichen Rückgang der Hauspreise – wann auch immer – in den am stärksten überteuerten Gegenden (Ostküste, Nord- und Südwesten der USA) werden auch die weniger gut gelaufenen Regionen Federn lassen, prozentual eben etwas weniger. Nichtsdestotrotz wird es sich dann um ein landesweites Problem mit Flächenbrandcharakter handeln, mit all seinen Konsequenzen. Dies weiß natürlich auch Notenbankchef Alan Greenspan. Um ein solches Szenario auf keinen Fall noch in der finalen Phase sei-



...und dieser Chart sieht nun alles andere als beruhigend aus: Beim größten Hypothekenfinanzierer der USA wittern Branchenkenner den nächsten größeren Unternehmensskandal à la Enron oder WorldCom

ner rund 18jährigen Regentschaft zu erleiden, hat er seinen Teil dazu beigetragen, das Spekulationsverhalten (in seinem Verständnis: das Konsumverhalten) der Amerikaner aufrecht zu halten. Bis jetzt ist es jedenfalls gelungen, und man kann keineswegs ausschließen, daß es noch eine Weile weiter funktioniert. Nicht vergessen: Man hat als „Immo-Shortie“ im Zweifelsfall die US-Notenbank gegen sich, und die hat sich in den letzten Jahren als sehr erfindungsreich erwiesen.

Falko Bozicevic

Anzeige

21. Internationale Kapitalanleger-Tagung 2006

Analysen – Prognosen – Investmentstrategien



Prof. Dr. Kenneth Rogoff
Harvard University



Prof. Dr. Kenneth S. Deffeyes
Princeton University



Stephen S. Roach
Morgan Stanley



Ralph J. Acampora
Prudential Equity Group, LLC



Marc Faber
Marc Faber Ltd., Hongkong



Felix W. Zulauf
Zulauf Asset Management AG

24. – 25. Januar 2006, Mövenpick Hotel, Zürich-Regensdorf

Spezialpreis für Smart Investor-Abonnenten: CHF 2770.–/EUR 1850.– statt CHF 2980.–/EUR 1990.–

Weitere Informationen unter: www.zfu.ch/pdf/kap6.pdf

Coupon ausfüllen und/oder mit Ihrer Visitenkarte faxen an +41 1 722 85 86

JA, ich melde mich an zur
21. Internationalen Kapitalanleger-Tagung 2006 vom 24. bis 25.01.2006

Bitte senden Sie mir das Detailprogramm

Name

Firma

Strasse

Tel. (G)

Datum/Unterschrift

Vorname

Funktion

PLZ/Ort

Fax

9934

ZFU ■ International Business School

Im Park 4 ■ CH-8800 Thalwil ■ Tel. +41 1 722 85 85 ■ Fax +41 1 722 85 86 ■ www.zfu.ch ■ info@zfu.ch

International Business School



Gut zu wissen

Was es beim Börsenhandel zu beachten gilt

Immer wieder kommt es zu langen Gesichtern bei Privatanlegern, wenn Börsenaufträge nicht wie gewünscht umgesetzt werden (können). Dabei sind die Probleme oftmals hausgemacht.

I) Hausbanken versus Online Broking

Zu Anfang etwas Prinzipielles: Es dürfte sich herumgesprochen haben, daß Hausbanken im Internetzeitalter an Bedeutung eingebüßt haben. Die vor Ort angestellten Mitarbeiter muß sich die Bank nun mal bezahlen lassen, was sich nicht zuletzt in den Gebühren für Wertpapierorders niederschlägt. Der Kostenvorteil, den Online-Banken zwangsläufig bieten können, liegt auf der Hand. Zweitens ist es die Unpersönlichkeit, die eine Internetorder bietet: Man muß niemandem seine Kauf- oder Verkaufsentscheidung erklären, auch ist es nicht peinlich, wenn man eine Position mal schon nach kurzer Zeit mit Verlust verkaufen möchte. Wer hingegen die Diskussion, Beratung oder auch höhere Sicherheit sucht, dürfte bei Wertpapierorders bei seiner Filialbank besser aufgehoben sein.

II) Ordertechniken

Mit einer Limit-Order kauft man bekanntermaßen zu einem Kurs, der höchstens dem angegebenen Limit entspricht, und verkauft zu einem Kurs, der mindestens dieser Marke entspricht. Eine vergleichbare Sicherheit gibt es bei der Stop-Order nicht. Hier wird mit dem Erreichen der fixierten Marke in der Regel eine unlimitierte Kauf- bzw. Verkauforder ausgelöst, deren tatsächlicher Ausführungskurs vollkommen offen ist. Während bei marktbreiten Werten in normalen Zeiten die Gefahren aus dieser Konstellation überschaubar sein sollten, sind bei marktengen Titeln, oder aber in Zeiten heftiger Kursbewegungen, die tatsächlich realisierten Kurse solcher Orders für den Anleger oft eine herbe Enttäuschung. Dies gilt vor allem dann, wenn sich eine genügend große Zahl derartiger Orders an markanten Chartpunkten zusammengeballt hat und diese sich dann in einer regelrechten Kauf- oder Verkaufslawine entlädt.

Rein theoretisch...

Ein genereller Nachteil beider Ordertypen ist, daß sie offen zu Tage liegen, daß also für jedermann sichtbar ist, in welchen Regionen sich wieviel Angebot bzw. Nachfrage aufgestaut hat. Da mag der eine oder andere große Spieler nicht widerstehen können, insbesondere den Lawineneffekt der Stop-Orders durch gezielte Käufe oder Verkäufe selbst auszulösen, um sich auf diese Weise für eigene Dispositionen einen kurzfristig hochliqui-



Hier geht's rein - aber wie weiter?

den Markt zu schaffen. Angenommen, Sie müßten einige tausend Stück eines mäßig liquiden Titels kaufen und wüßten, daß bereits wenige Cents unter dem aktuellen Kurs diese Menge nach dem Auslösen der Stop-Marke in Form unlimitierter Verkaufsaufträge darauf wartet, „abgeholt“ zu werden. Auf welche Idee kämen Sie da wohl? Der Treppenwitz ist, daß ausgerechnet die weithin zu hörende und seriös klingende Empfehlung, sich durch Stops abzusichern, bei massenhafter Anwendung gerade jene Verkaufswellen auslösen kann, vor denen man sich zu schützen trachtet.

Marktwirkung...

Während also Stop-Orders die bei Erreichen der Marke vorherrschende Tendenz eher noch beschleunigen, fehlt es bei Limit-Orders an einer vergleichbaren Dynamik. Im Gegenteil, sobald ein Titel hier die entsprechende Marke erreicht, wird eine gegenläufige Order wirksam – in einem fallenden Markt also eine Kauforder und bei steigenden Kursen eine Verkauforder. Limit-Orders führen daher tendenziell eher zu einer Verstetigung des Marktgeschehens.

...und individuelle Überlegungen

Aus Sicht des Anlegers stellt das Kurslimit einen Wunschkurs dar, zu dem er gerne in einen Titel ein- oder aussteigen würde. Gegen die Verwendung solcher Wunschkurse ist im Prinzip auch nichts einzuwenden, solange die Wünsche auf realistischen Erwartungen beruhen. Wer sich unter dieser Voraussetzung mit einer Limit-Order auf die Lauer legt, wird dabei häufig das bessere Ende für sich haben. Leider aber entwickeln sich Märkte phasenweise vollkommen anders als erwartet oder re-

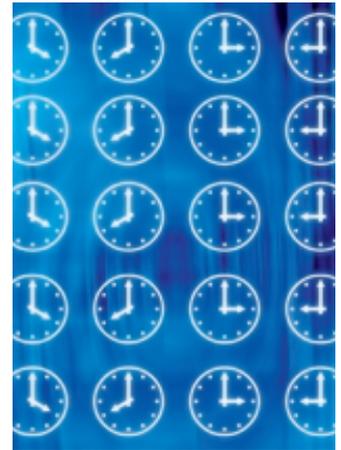
gelrecht chaotisch. Selbst wenn diese Vorkommnisse selten bleiben, werden die Verluste daraus die vielen kleinen Vorteile der Limit-Orders mitunter kompensieren. „Verlust“ aus der Sicht der Limit-Order ist regelmäßig die verpaßte Chance. Die Klagen derjenigen, die durch ein zu weit gesetztes Limit die Chance ihres Lebens verpaßt haben, sind Legion. Häufig werden dann noch die Limits nachgezogen, also Kauf-Limits erhöht und Verkaufs-Limits gesenkt, was aber dann so zaghaft geschieht, daß die Limits wiederum nicht erreicht werden. Die Stop-Order ist dagegen aus der Not geboren, hier geht es nicht mehr um die Realisierung eines Wunschurses, sondern darum, „koste es, was es wolle“ in einen Titel/Markt hinein- oder aber herauszukommen.

III) Auf der Suche nach der „Tagesform“

Beim Börsenhandel existiert definitiv eine „falsche Uhrzeit“. Dies ist vor allem die erste Viertelstunde nach hiesiger Handelseröffnung um 9 Uhr. Zu dieser Zeit sind noch kaum Professionals am Werk, weil die Problematik bekannt ist: Handelsaufträge werden zunächst gesammelt und dann in einer Eröffnungsauktion unter einen Hut gebracht – die Chancen stehen gut, hierbei gerade einen denkbar schlechten Kurs zu bekommen. Auch die letzten Handelsminuten des Tages sind undankbar, da die Liquidität dann ebenfalls fehlt. Und schließlich: Wer meint, einen US-Nebenwert vor 15.30 Uhr (Handelseröffnung in den USA) ordern zu müssen, wird den Risikoaufschlag kennenlernen, den der Makler naturgemäß draufsattelt (siehe auch nachfolgenden Beitrag). Genauso sollten asiatische Titel am besten vormittags gehandelt werden, während die dortigen Börsen parallel zu unserer (noch) geöffnet haben.

IV) Timing versus Investment

Es gibt einen fundamentalen Unterschied zwischen Trading bzw. Spekulation und Investieren. Bei den allermeisten unserer eigenen Musterdepot-Dispositionen verfolgen wir keine Timing-, sondern eben Investment-Ansätze. Dies drückt sich darin aus, daß wir Orders in aller Regel zum Schlußkurs des nächsten Handelstages ankündigen. Des öfteren hätten wir zwischenzeitlich bessere Kurse (günstigerer Einstieg, höherer Ausstieg) erhalten können. Da sich die meisten Aktienmärkte seit dem zweiten Quartal 2003 in einem übergeordneten Aufwärtstrend befinden, kam es hier nicht auf den richtigen Tag, sondern die Positionierung an sich an.



Zur richtigen Zeit am richtigen Ort

Fazit

Sowohl die Ordertechniken als auch das Wann und Wo der Börsenorder werden von den persönlichen Zielsetzungen des Anlegers bestimmt. Wer die aufgezeigten Punkte beachtet und die typischen Kardinalfehler vermeidet, wird schon bald Fortschritte in seiner Anlage beobachten können. Was in punkto „Liquidität“ an den Börsen noch wichtig zu wissen ist, lesen Sie im nachfolgenden Beitrag.

Falko Bozicevic, Ralph Malisch

Gesucht und gefunden

Liquidität beim Börsenhandel

Viele Anleger scheuen davor zurück, an hiesigen Börsen weniger gängige Titel zu ordern. Dabei hat sich in den letzten Jahren bereits viel getan: Die Sorge ist eigentlich unbegründet.

Xetra (fast) nur für die 1. Garde

Ein vollautomatisches Handelssystem wie Xetra ist nur bei großen, gängigen Titeln sinnvoll: Diese Computersysteme sind für hocheffiziente „Marktplätze“ geschaffen, auf denen Angebots- und Nachfrageseite dermaßen gut vertreten sind, daß der Handel quasi wie von selbst läuft. Nicht umsonst mußte man Xetra Volatilitätsalarmlen einprogrammieren, um Kursausreißer herauszufiltern. Von allein kann Xetra oder ein anderes Computersystem Fehlerkurse, wie sie bei wenig liquiden Titeln vorkommen können, nicht als falsch erkennen. Inländische Blue Chips (Dax auf jeden Fall und teilweise noch MDax und TecDax-30) sind auf Xetra am liquiden, in den für Privatanleger typischen Stück-

zahlen aber sicher auch an den wichtigsten deutschen regionalen Börsenplätzen Frankfurt, München und Stuttgart. Bei Xetra ist noch wichtig zu wissen, daß zwar die Maklercourtage entfällt, die Order also eine Nuance günstiger ist, es dafür aber ab und an zu Teilausführungen kommt, für die Sie Ihre Bank zur Kasse beten wird.

Inländische Nebenwerte

Bei inländischen Nebenwerten ist man an den vorgenannten größeren Regionalbörsen besser aufgehoben. Doch auch hier

WICHTIGE BEGRIFFE BEIM BÖRSENHANDEL

Spread	Differenz zwischen An- und Verkaufskurs
Referenzmarkt	Bei ausländischen Titeln i.d.R. die Heimatbörse
Taxe	Kursindikation, die nicht verbindlich ist
Quote	Handelbarer Kurs

ÜBERSICHT DER WICHTIGSTEN DEUTSCHEN BÖRSENPLÄTZE

	FRANKFURT	MÜNCHEN	STUTTGART	XETRA
AUSFÜHRUNGS- GESCHWINDIGKEIT	o	o	o	++
VOLLAUSFÜHRUNGS- GEWÄHRLEISTUNG	o	++	o	--
VERLÄSSLICHKEIT DER KURSE	o	+	o	+
LIQUIDITÄT IN BLUE CHIPS (DAX ETC.)	o	o	o	++
LIQUIDITÄT IN DEUTSCHEN NEBENWERTEN UND AUSLAND	+	+*	o	-
PRODUKTPALETTE	+	o	++	-
ZUSATZINFOS (Z.B. ORDERBUCH, REALTIMEKURSE)	o	+	++	+

-- nicht vorhanden oder nicht möglich; stark verbesserungsfähig
 - steigerungsfähig
 o neutral; teils/teils oder auch Beurteilung nicht sinnvoll
 + gut, empfehlenswert
 ++ sehr gut bzw. Maßstäbe setzend

*) Aufgrund der Liquiditätsgarantie der Börse München

Anmerkung: Da sich selbst Händler bei der Beurteilung der Wahl ihrer Börsenplätze und Handelsplattformen untereinander nicht einig sind, erhebt die Bewertung keinen Anspruch auf Allgemeingültigkeit.

existieren wichtige Unterschiede. München startete mit der Einführung des halbautomatischen Handelssystems MaxOne eine Privatanlegeroffensive. Allerdings kennen erst wenige das

Anzeige

Argumente von Baader, Blankertz, Doering, Habermann, Hoppe, Maxeiner, Miersch und vielen mehr jeden Monat in:

eigentümlich frei
INDIVIDUALISTISCH KAPITALISTISCH LIBERTÄR

Nichts für die Masse!

Capital!sta
 Bücher von Erhard, Friedman, Hayek, Mises, Popper, Rand, Rothbard und vielen anderen mehr!

Libertäre Zeitschrift: www.cf-magazin.de
 Liberaler Literaturladen: www.capitalista.de

Angebot. Aus Gesprächen mit Händlern ging hervor, daß der Börsenplatz Frankfurt in deren Handelssystem vielfach einfach voreingestellt ist, mit der Folge, daß sich das größte Handelsvolumen in Nebenwerten weiterhin in Frankfurt tummelt. Die Rahmenbedingungen in Stuttgart (hinsichtlich Ausführungsgeschwindigkeit, Taxen etc.) sind denen Frankfurts vergleichbar. Spezialtitel wie Ölmühle Hamburg sind Ausnahmen und verfügen oft über eine besondere Affinität zur „Heimatsbörse“, in diesem Fall zur Regionalbörse Hamburg – die ansonsten nicht gerade im Rampenlicht steht.

Ausländische Nebenwerte

Die Münchner Börse versuchte sich mit Einführung von MaxOne daher vor allem in der Nische ausländischer Titel, speziell derjenigen der zweiten Reihe und darunter, stark zu machen. So existiert eine Vollaufführungsgarantie bis zu einer vorab definierten maximalen Stückzahl sowie eine Liquiditätsgarantie. Vereinfacht ausgedrückt bedeutet dies, daß hinter den z.B. auf Finanzseiten (OnVista etc.) angezeigten An- und Verkaufspreisen handelbare Kurse, sogenannte Quotes, stehen (sollen), der Makler also bei fehlender Gegenseite im Kauf oder Verkauf per Eigenhandel einspringt und das Risiko auf seine eigene Kappe nimmt. Im Gegensatz dazu bieten die anderen Regionalbörsen stets nur Taxen, also Kursindikationen, die nicht verbindlich sind. Bei ausländischen Titeln ist noch wesentlich, daß sich die Makler logischerweise an den Heimatbörsen dieser Unternehmen orientieren, den Referenzmärkten, und dann den dort erhältlichen Kurs um ihren eigenen „Risikozuschlag“ erweitern, der sich im Spread niederschlägt. Dieser hängt nicht zuletzt von der Liquidität an der Heimatbörse ab sowie davon, ob diese eventuell gerade geschlossen hat (z.B. Australien) und der Makler daher ein erhöhtes Risiko eingehen müßte. Solange der Auslandstitel an seinem Heimatmarkt nicht illiquide ist, kann er auch an den wichtigsten hiesigen regionalen Börsenplätzen (F, M, S) in für Privatanleger ausreichendem Umfang gehandelt werden.

Fazit

Die Sorge einiger Anleger, bei weniger gängigen Titeln über den Tisch gezogen zu werden, ist unbegründet, sofern man einfachste Regeln beachtet. Im Normalfall wird diejenige Börse für Ihre Order die richtige sein, die den geringsten Spread zwischen An- und Verkauf bietet, was bei den einzelnen Aktientypen von den regionalen Charakteristika abhängt. Es geht daher kein Weg daran vorbei, sich vor einem Auftrag eine Übersicht über die Orderlage an den verschiedenen Handelsplätzen zu verschaffen, was heutzutage via Internet kein Problem mehr darstellen sollte.

Falko Bozicevic

NACHHALTIGES INVESTIEREN

Die Mischung macht's

Mit „ERIX“ sauber verdienen

In Zeiten eines sich ständig verringernden Angebotes an nicht erneuerbaren Energiequellen rückt das Thema regenerative Energien zunehmend in den Focus der Anleger. Mit dem erst kürzlich aufgelegten ERIX (European Renewable Energy Index) – dem ersten Index für erneuerbare Energien – können Anleger mit entsprechenden Investments an der Renaissance der ökologischen Anlage partizipieren.

Die Welt ist im Umbruch – und das nicht erst, als allmählich bekannt wurde, daß natürliche Energieressourcen wie Erdöl, Erdgas oder Kohle ihrem Peak näherkommen. Die beschränkten Förder- und Verarbeitungskapazitäten fossiler Brennstoffe in den Industriestaaten, der steigende Energiehunger in den asiatischen Wachstumsregionen sowie die zunehmende Verschlechterung des internationalen Dialogs zwischen den Golfstaaten und der westlichen Welt führten zu massiven Preissteigerungen bei fossilen Energieträgern.

Viele sind dabei – doch nicht alle dürfen rein

Vor dem Hintergrund der brisanten Lage auf den etablierten Energiemärkten steigt das Interesse an einer kommerziellen Nutzung erneuerbarer Energiequellen. Die Kapitalmärkte hingegen antizipieren mit der Konzentration auf alternative Energieressourcen schon längst einen neuen Trend. Um der wachsenden Bedeutung dieser noch relativ jungen Branche adäquat Rechnung zu tragen, kreierte die Société Générale (SG) zusammen mit der renommierten SAM Group (Sustainable Asset Management) – eine unabhängige Vermögensverwaltung mit Focus auf Nachhaltigkeit – und dem Indexanbieter Stoxx den European Renewable Energy Index, kurz: ERIX. Diese als Performance-Index

konzipierte Benchmark enthält die zehn größten europäischen Unternehmen nach Marktkapitalisierung des Streubesitzes aus dem Bereich Sonnen-, Wasser-, Wind- und Meeresenergie, Geothermie und Biomasse-Energie. Der Index spiegelt dabei die Entwicklung diverser Unternehmen wider, die in verschiedenen Segmenten der erneuerbaren Energien agieren. Für den neuen Branchenindex qualifizieren sich indes lediglich Unternehmen, die ihren größten Umsatzanteil im Bereich der erneuerbaren Energien generieren und deren Aktien über ausreichend Liquidität verfügen. Innovativ erscheint ebenfalls der Umstand, daß Firmen bei Erfüllung der Aufnahmekriterien auch zwischen der halbjährlich stattfindenden Adjustierung in den Index aufgenommen werden können.



Mit Aktien oder lieber ein Zertifikat?

Bisher gibt es weltweit nur wenige Indices, die den Bereich der regenerativen Energiequellen in einem akribischen Verhältnis abbilden. Der PHOTON Photovoltaik-Aktien Index (PPVX) setzt beispielsweise ausschließlich auf Solarwerte (siehe auch SI 10/04), während der Dow Jones Sustainability Index (DJSI) primär auf das Thema Nachhaltigkeit fixiert ist. Der ERIX hingegen deckt den gesamten Bereich der erneuerbaren Energien ab und verbindet somit alle Vorteile der Branche. Ob er in nächster Zeit ähnlich performen wird wie PPVX und Co., bleibt allerdings abzuwarten. Anleger, die ferner weniger ambitioniert sind, jede einzelne Gesellschaft in ihr Portfolio aufzunehmen, haben die Möglichkeit, mit dem von Société Générale emittierten Open End-Indexzertifikat (ISIN: DE000SG1ERX7) die Entwicklung des ERIX nachzubilden.

Fazit

Mit der Indexberechnung zum 13. Oktober dieses Jahres wird die hiesige Indexlandschaft bunter und vor allem abwechslungsreicher. Da Investmentmöglichkeiten in Produkte, die allgemein auf Umwelt, Nachhaltigkeit oder erneuerbare Energienressourcen setzen, eher spärlich am Kapitalmarkt vertreten sind, gibt es allein hier einiges an Potential aufzuholen. Eine Orientierung am ERIX, in welcher Form auch immer, bleibt allemal eine Überlegung wert, dem neuen Trend erneuerbare Energien nachhaltig zu folgen und von einem weiteren wirtschaftlichen Höhenflug der Branche zu profitieren.

ERIX-KOMPONENTEN				
UNTERNEHMEN	SEKTOR	LAND	GEWICHTUNG	MARKTKAP.*
VESTAS WIND SYSTEMS	WIND	DÄNEMARK	22,7 %	3.422,0
VERBUND	WASSER	ÖSTERREICH	14,6 %	7.849,2
GAMESA CORP.	WIND	SPANIEN	12,4 %	2.812,6
SOLARWORLD	SOLAR	DEUTSCHLAND	10,3 %	1.466,0
Q.CELLS	SOLAR	DEUTSCHLAND	9,1 %	1.620,5
CONERGY	SOLAR	DEUTSCHLAND	7,7 %	822,0
ERSOL SOLAR ENERGY	SOLAR	DEUTSCHLAND	6,2 %	386,9
THEOLIA	WIND	FRANKREICH	5,8 %	153,4
D1 OILS	BIOMASSE	UK	5,8 %	164,7
REPOWER SYSTEMS	WIND	DEUTSCHLAND	5,5 %	170,5

*) Daten in Mio. Euro; Quelle: Société Générale - European Renewable Energy Index

Michael Fuchs

DERIVATE

Für jeden Geschmack etwas dabei

Japan-Derivate für Strategen

Ganz klassisch, strategisch oder mit ausgeklügelten Sicherheitsnetzen – ganz gleich welche Präferenz der Anleger hat, die Offerten der Zertifikate-Emittenten für den japanischen Aktienmarkt halten wirklich für jeden Geschmack etwas bereit.

Fast wie beim Dax

Eine Spekulation auf den Nikkei 225 oder Topix? Kein Problem. Normale Indexzertifikate gibt es unzählige, auch mit Hebel. Sogar einzelne Branchen sind handelbar. Ergänzt wird dieses „Basismaterial“ etwa um Bonus-Zertifikate, bei denen der Index während der Laufzeit nicht unter eine Barriere rutschen darf. Ansonsten wird's nix mit dem Bonus. Die untere Verlustschwelle beim Papier der Société Générale (WKN: SG2 3RD) liegt bei 9.453 Punkten. Taucht der Index unter diese Marke, dürfte sich aber ohnehin das positive Japan-Bild verflüchtigt haben. Einen Pferdefuß hat die Sache aber doch: Obwohl der Topix mit 1.500 Werten der marktbreitere Index ist, wird von den Zertifikate-Emittenten meist der Nikkei bevorzugt.

Nur für den Fall der Fälle

Ebenso auf dem Nikkei basiert das Twin Win-Zertifikat (WKN: SBL 1TW) von Sal. Oppenheim. Das Papier lässt den Anleger zunächst an jedem Kursanstieg des Nikkei oberhalb des Emissionsniveaus zu 133 % partizipieren. Bis zu einem Verlust von 30 %, ausgehend vom Emissionsniveau, wird jeder Verlustpunkt eins zu eins als Gewinn ausbezahlt. Darunter wird das Zertifikat zum normalen Indexpapier. Jedoch bleibt die Chance auf die 133 % erhalten, sollte der Index wieder über das Emissionsniveau steigen. Das auch in Zusammenarbeit mit unserem Interviewpartner Dr. Karl Pilny entwickelte Produkt richtet sich an jene Anleger, die an eine langfristige Hausse in Tokio glauben, bei einer nicht auszuschließenden kurzfristigen Korrektur dennoch investiert bleiben wollen. Bezahlt wird die ausgeklügelte Struktur einerseits über einbehaltene Dividenden. Andererseits wird das Papier währungsgesichert angeboten, so daß über die Zinsunterschiede Erträge generiert werden.

Weg von der Indexebene

Abseits der Indexsphäre hat die Deutsche Bank mit ihrem CROCI-Zertifikat (WKN: DB0 91Y) einen hauseigenen Analyseansatz

handelbar gemacht. Aus dem Topix-Universum werden 30 Unternehmen herausgefiltert, deren ökonomisches KGV sich im Branchenvergleich als übergreifend günstig herausgestellt hat. Hierzu werden die Bilanzen miteinander verglichen und verschiedene Bilanzpositionen einer Neubewertung unterzogen. Das CROCI-Modell erweitert die bisher eindimensionale KGV-Analyse und erleichtert folglich die Gegenüberstellung einzelner Titel aus den drei Analyseräumen USA, Europa und Japan. Finanztitel werden im übrigen aussortiert, da die weltweit unterschiedlichen Bilanzierungsrichtlinien im Finanzsektor kaum die Vergleichbarkeit fördern.



Mit Strategie durch den Tokioter Dschungel
Quelle: Japan National Tourist Organization

Fonds für Derivatisten

Mit einzelnen Japan-Fonds ist es unter Umständen wie mit Aktien: Obwohl der Markt läuft, dümpelt das Investment im Nirvana herum. Die Idee von ABN Amro ist es jetzt, fünf Japan-Fonds in ein Papier (WKN: ABN 5BF) zu packen und den Anleger währungsgesichert an deren Kursentwicklung teilhaben zu lassen. Dabei orientiert sich die halbjährlich überprüfte Zusammensetzung am Best of Funds-Basket der Fondsanalysten von Feri Trust. Im gleichen Turnus werden die Fonds ex post neu gewichtet. Der beste erhält mehr Gewicht, der schlechteste weniger. Auf diese Weise wird die Wertentwicklung des Zertifikates im Nachhinein optimiert. Umsonst gibt es dieses aktive Umschichten nicht: Mit Managementgebühren für Zertifikat und Fonds wird der Anleger zur Kasse gebeten.

Fazit

Mit einzelnen Strategien läßt sich am japanischen Aktienmarkt unter Umständen noch etwas mehr herausholen als mit einem Direktinvestment in eine Aktie oder einen Index. Denn eines sollten sich Investoren vor Augen führen: Der Kabutocho tickt anders als hiesige Aktienmärkte und ist analytisch schwerer zu greifen. Ein Rückgriff auf das Know-how der Banken könnte sich demzufolge als Glücksgriff erweisen.

Tobias Karow

JAPAN-DERIVATE				
EMITTENT	WKN	TYP	LAUFZEIT	BESONDERHEIT
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	SG2 3RD	BONUS-ZERTIFIKAT	23.11.2009	BONUSLEVEL: 9.453
SAL. OPPENHEIM	SBL 1TW	2-WEGE-ZERTIFIKAT	18.11.2011	EMISSIONSNIVEAU: 14.155
DEUTSCHE BANK	DB0 91Y	STRATEGIE-ZERTIFIKAT	OPEN END	SPEZIELLER ANALYSEANSATZ
ABN AMRO	ABN 5BF	BASKET-ZERTIFIKAT	OPEN END	HALBJÄHRLICHE ANPASSUNG

PRINZIPIEN DES MARKTES

Demut vor dem Markt

Vollkommen quer zur zeitgeistig plakativen Selbstüberschätzung, die selbst Teilnehmer eines höchst durchschnittlichen Nachwuchswettbewerbs zu „Superstars“ stilisiert, liegt das Prinzip der Demut.

Religiöse Wurzeln

Nun ist die Börse nicht gerade als Hort des reinen Glaubens bekannt, dennoch scheint es genau hier mit dem Begriff der Demut, der in vielen Religionen tief verwurzelt ist, eine besondere Bewandnis für den (Börsen-)Erfolg zu haben. Demut bezieht sich ursprünglich auf das Erkennen und die bewußte, d.h. freiwillige Akzeptanz der eigenen Begrenztheit. Weder ist damit das vordergründige Kokettieren mit Bescheidenheit noch ein Mangel an Mut gemeint, negativ formuliert ist Demut das Gegenteil von Hochmut. Hochmut aber, und damit wollen wir es mit dem Religiösen bewenden lassen, zählt nicht von ungefähr auch außerhalb der Börse zu den Todsünden, mal ganz abgesehen davon, daß hochmütige Menschen in aller Regel nur schwer zu ertragen sind.

Hochmut kommt vor dem Fall

Man mag noch mit Belustigung zur Kenntnis nehmen, daß sich regelmäßig weit mehr Autofahrer für überdurchschnittlich begabt und umsichtig halten, als dies mathematisch tatsächlich möglich sein kann. Wenn diese Form der Selbstüberschätzung aber auf die Börse trifft, kann dies ein ziemlich kostspieliges Gemenge werden. Ob man sich an der Börse richtig verhält, kann man prinzipiell recht einfach an der Entwicklung des Depotwertes ablesen. Wessen Depot sich schlechter entwickelt

als der Markt oder wer gar Geld verliert, macht vermutlich etwas falsch. Dieses „Schuldeingeständnis“ fällt vielen von uns jedoch unglaublich schwer. Wir ziehen es vor, mit wehenden Fahnen unterzugehen, bevor wir den Glauben an die eigene Überlegenheit in Frage stellen oder gewillt sind, von einer liebgewonnenen, womöglich selbst entwickelten Theorie zu lassen. Besonders auffällig ist dies bei Börsengurus, die – unter öffentlicher Beobachtung stehend – mitunter einen Großteil ihrer Kreativität auf die Vertuschung der eigenen Fehlprognosen verwenden. Zum Teil ist da auch nicht mehr die ursprüngliche Selbstüberschätzung am Werk, sondern lediglich ein demoliertes Ego, das auch vor fadenscheinigen Schutzbehauptungen nicht zurückschreckt. Dabei hätten wir allen Grund, auch gelegentliche Niederlagen gelassen und demütig anzunehmen, bewegen wir uns doch in einer der intensivsten Wettbewerbssituationen gegen einige der besten Köpfe.

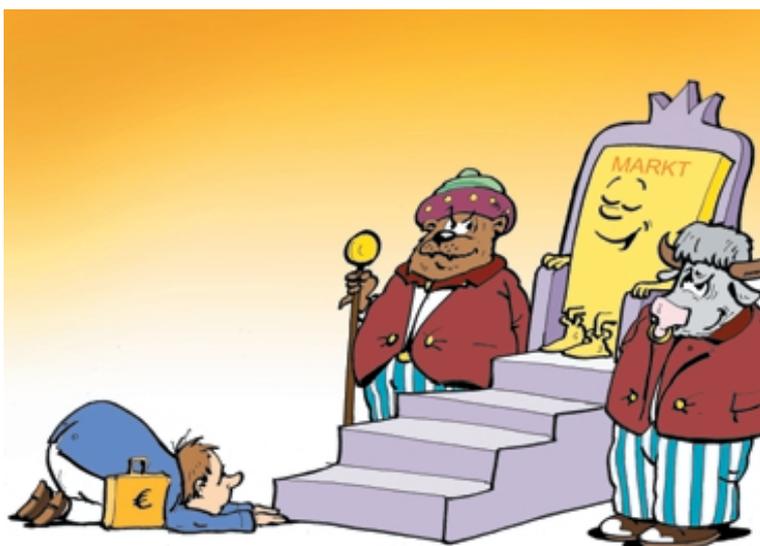
Verhaltensweisen der Selbstüberschätzung

Als wäre die bloße Uneinsichtigkeit in Schieflagen nicht schon kostspielig genug – begünstigt es doch den Kardinalfehler unzureichender Verlustbegrenzung –, wird diese durch andere Verhaltensweisen, die für mangelnde Demut geradezu exemplarisch sind, noch potenziert. Rechthaberei ist in der Regel ein sicherer Hinweis auf mangelnde Demut. Rechthaber mögen vielleicht das letzte Wort in der Diskussion behalten, richtig (erfolg)reich sind diese Leute merkwürdigerweise aber nur selten. Ein weiterer Kardinalfehler, der auf Selbstüberschätzung und damit mangelnder Demut beruht, ist das sogenannte Overtrading: Das muß noch nicht mal der unverbesserliche Spieler sein, der alles auf eine Karte setzt, häufig genug ergeben sich solche Riesenpositionen durch ständiges Verbilligen, weil der Anleger vermeintlich ja so viel besser weiß, was gespielt wird, als der Markt selbst. In aller Regel weiß er es natürlich nicht.

Fazit

Üben Sie sich in Demut! An der Börse gibt es meistens einen „Dummen“, und solange der Zuwachs Ihres Depots nicht das Gegenteil nahelegt, sollten Sie annehmen, daß Sie es selbst sind. Vor allem sollten Sie niemals davon ausgehen, den Markt im Griff zu haben, seine Zukunft zu kennen, oder irgendeine Form von todsicherem Gewinnsystem zu besitzen, denn in diesem Spiel warten einige sehr intelligente Gegner auf Sie und Ihr Geld...

Ralph Malisch



DEMUT VOR DEM MARKT

DAS GROSSE BILD

Die Renaissance der Nasdaq

Warum US-Technologie-Werte auf absehbare Zeit eine gute Anlage sein dürften

Unseren Erfahrungen nach halten sich die Anleger aktuell mit Börsenengagements vor allem wegen zwei Entwicklungen zurück. Dies ist einerseits die mehr oder weniger verfahrenere Situation in der deutschen Politik nach der Bundestagswahl und zweitens die in den Medien oftmals beschriebene Gefahr des Platzens der amerikanischen Immobilienblase.

Zur deutschen Politik

Als Deutscher ist man derzeit gut beraten, keine Zeitung mehr zu lesen. Denn was sich da an Neuigkeiten aus der Bundeshauptstadt über die Republik ergießt, ist fast nur noch destruktiv und frustrierend. Die neue Regierung und mit ihr die neue Kanzlerin Angela Merkel macht aufgrund der ewigen Personalquerele, -rückzüge und -tritte und Umbesetzungen inzwischen einen derart geschwächten und handlungsunfähigen Eindruck, daß einem angst und bange werden könnte. Die Zugeständnisse, die sich nun das Unions- wie auch das SPD-Lager gegenseitig machen müssen, um überhaupt irgendwann regierungsfähig zu werden, belegen schon jetzt, daß der Großen Koalition kein nachhaltiger politischer Erfolg beschert sein dürfte. Zugegeben, wir hatten uns vor der Wahl – verleitet von den Ergebnissen der Umfrageinstitute – eine handlungsfähige Mehrheit vorgaukeln lassen. Die voraussichtliche Regierung jedoch erweckt nun alles andere als diesen Eindruck. Und damit dürfte Deutschland auf absehbare Zeit weiter in den Schlamassel geraten: Wir werden mehr Staat und mehr Steuern bekommen, genau das Gegenteil von dem also, was eigentlich notwendig wäre und was uns auch von den beiden großen Parteien vor der Wahl versprochen wurde.

Deutschland hat ein Problem

Wer allerdings meint, die politische Entwicklung könne auf die Börse übertragen werden, der dürfte sich unseres Erachtens massiv täuschen. Denn die börsennotierten Gesellschaften haben sich größtenteils längst international aufgestellt und können



Der Blasenbildung mangelt es nicht an Nachschub...

sich damit den Mißständen und Fehlentwicklungen hierzulande (allen voran der Konsumunlust) entziehen. Die Dax-Unternehmen verdienen im Mittel so gut wie noch nie. Und gleichzeitig scheuen sie sich inzwischen nicht mehr, groß angelegte Freisetzungen von Mitarbeitern anzukündigen, wie dies zuletzt z.B. bei Siemens, Allianz oder der Deutschen Telekom geschah. Dabei ist es in der Regel nicht so, daß die betreffenden Unternehmen weniger Personal benötigen würden, das Personal wird nur anderswo auf dem Globus benötigt – nicht zuletzt deshalb, weil es dort zu deutlich geringeren Kosten beschäftigt werden kann. Zusammengefaßt läßt sich daher konstatieren: Deutschland hat ein riesiges Problem, seine (börsennotierten) Unternehmen florieren jedoch.

US-Immobilienblase

Unter Börsianern ist es mittlerweile Allgemeinwissen geworden, daß in Teilen dieser Welt die Preise für Immobilien abnorme Höhen erreicht haben. Insbesondere in den USA zahlt man für seine vier Wände in einigen Boomstädten Preise, als gäbe es ab morgen keinen Wohnraum mehr. So liegen in New York oder Los Angeles Wohnungs- und Hauspreise um den Faktor 2 bis 4 über denen von München, der teuersten Großstadt Deutschlands. Wie im Artikel auf Seite 17 dargestellt, muß man sich natürlich erstens fragen, ob eine in einigen wenigen (allerdings sehr wichtigen) Regionen stark überzogene Preisentwicklung nun schon als Blase für die gesamten USA bezeichnet werden kann. Und wenn nun in den letzten Monaten die Preise insbesondere für einige Luxuswohnungen um fast ein Drittel zurückgingen, so muß man sich weiterhin fragen, ob damit diese

Anzeige

Der Wellenreiter

Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de

Historische Wertpapiere

Bubble – so es denn eine ist – nun definitiv geplatzt ist. Wir wollen dieses Problem hier nicht verharmlosen. Die Tatsache aber, daß mittlerweile überall von dieser Blase gesprochen wird, sollte uns als „Contrarian“ zumindest dazu anregen, die Sache auch einmal von einer anderen Seite zu betrachten.

Alan ändert seine Meinung

Vermutlich dürfte vielen unserer Leser nicht bekannt sein, daß Alan Greenspan vor seiner Fed-Präsidentschaft ein glühender Verfechter der Geldwertstabilität und sogar des Goldstandards war. Allerdings drehte er sich während seiner Präsidentschaft um 180 Grad. Sei es der Aktiencrash von 1987, die LTCM-Krise in Jahre 1998 oder das Platzen der Technologieblase von 2000 bis 2002, immer reagierte Greenspan gleich, nämlich mit dem Aufdrehen der Geldschleusen in geradezu abenteuerlicher Weise. Zwar hat er damit die akuten Auswirkungen der jeweiligen Krise deutlich gemildert, aber eben um den Preis, daß sich aufgrund des überschüssigen und umhervagabundierenden Geldes immer neue Blasen in immer kürzeren Abständen entwickelten.

Helikopter-Ben

Der ab Februar 2006 amtierende Fed-Chef Ben Bernanke hat dagegen anders als Greenspan niemals einen Hehl aus seiner inflationistischen Haltung gemacht. So gibt es einige Aussprüche von ihm, welche erahnen lassen, daß irgend-



Nasdaq Firmensitz in New York

wann einmal und im Nachhinein betrachtet die alte Geldpolitik unter Greenspan als geradezu restriktiv im Vergleich zur neuen Geldpolitik unter Bernanke bezeichnet werden wird. Schon heute hat er daher den Spitznamen „Helikopter-Ben“, weil er – gemäß seinen eigenen Aussagen – im Notfall das Geld sogar mit dem Helikopter über den US-Städten abwerfen würde. Konkret: Bernanke wird schon beim leisensten Hauch einer Krise in hemmungsloser Weise mit Geldmengensteigerungen bzw. Zinssenkungen reagieren. Er ist also als eine Steigerung von Greenspan zu verstehen. Langfristig können wir uns gut vorstellen, daß es Bernanke sein

wird, der irgendwann das US- und damit Weltfinanzsystem an den Rand des Abgrunds bringen wird. Solange er aber noch genügend Handlungsspielraum hat, und das ist augenblicklich der Fall, wird er den Ofen am Glühen halten. Also: Es bestehen Gefahren im Immobiliensektor, denen die Fed allerdings mit ihrem „Allheilmittel“ begegnen



B313: Terraingesellschaft Neu-Westend, München, April 1902, 1.000 Mark, 59 Euro



B081: Daimler-Benz AG, Stuttgart, Juni 1942, Stammaktie über 1.000 Reichsmark, 49 Euro



B272: Rheinisch-Westfälische-Boden-Credit-Bank, Köln, 10.01.1933, 1.000 Mark, 49 Euro



B058: Bibliographisches Institut, Leipzig, 21.04.1915, Aktie über 1.000 Mark, 20 Euro

Ordern Sie jetzt Ihr Original-Wertpapier:
 Tel.: 08106 / 24 61 86
 Fax 08106 / 24 61 88
 Email: auktion@hwph.de

wird. Die Inflationierung der Welt mit Dollars wird sich dann eben an anderen Stellen auswirken. Und hierfür sehen wir den US-Aktienmarkt und insbesondere die Nasdaq geradezu prädestiniert.

Die nächste Welle kommt bestimmt

Börsentrends entstehen immer im Verborgenen. Wenn ein Trend von der Allgemeinheit als solcher erst einmal identifiziert wurde, läuft er meist nicht mehr lange und mündet schließlich in eine Korrektur. Erst wenn die Aufmerksamkeit wieder abklingt, startet der Trend dann zu seiner Fortsetzung. Wie in unserer Titelstory dargelegt, wird der Japan-Trend momentan von der Presse sowie der Zertifikate- und Fondsindustrie mächtig befeuert. Die jeweiligen Anlageprodukte verkaufen sich daher wie geschmiert. Als smarter Investor sollte man sich also einen jetzigen Anstieg zweimal überlegen. Sicher, auch wir sind sehr bullish für Japan – allerdings schon seit zwei Jahren –, was die langfristige Entwicklung (5 Jahre) angeht. Kurzfristig, also auf Sicht der kommenden drei bis zwölf Monate, halten wir allerdings das weitere Potential in Japan für begrenzt.

Geheimtip Nasdaq

Kurzfristig interessanter, weil noch „im Verborgenen“, erscheinen uns große amerikanische Wachstumswerte wie Microsoft, Google, Cisco oder eBay, oder der auf S. 45 vorgestellte potentielle Turnaround-Wert Level 3 Communications. Denn der Nasdaq 100 Index (umfaßt die 100 größten US-High-Tech-Titel) konnte zuletzt aus einer viele Monate dauernden Seitwärtsrange nach oben ausbrechen (Abb. 1). Dies werten wir als untrügliches Zeichen dafür, daß sich hier eine weitere und nachhaltige Aufwärtsbewegung ergibt. Smart Investor weist ja schon seit geraumer Zeit auf die analytisch interessanten Konstellationen bei vielen Nasdaq-Titeln hin, als da wären: wieder hohe Wachstumsraten bei Umsatz und Gewinn, in Relation dazu niedrige Bewertung, Unterinvestierung der institutionellen Investoren und eben nun auch die konstruktive Charttechnik.

Apropos Bewertung

Sicherlich ist die Bewertung eines durchschnittlichen großen Nasdaq-Titels (etwa KGV 24) nicht gerade das, was ein eingefleischter Fundamentalanalyst als billig bezeichnen würde (das



gilt aber auch für die meisten großen Goldminen). Entscheidend erscheint uns daher vielmehr die Relation zum erzielbaren Wachstum (deutlich zweistellig) der betreffenden Unternehmen bzw. zum momentanen Zinsniveau (Rentenmarkt-KGV: 22). In beiderlei Hinsicht und unter Berücksichtigung der oftmals vorhandenen hohen Substanz (Cash-Reserven) sind Nasdaq-Titel unserer Ansicht nach augenblicklich nicht so teuer, als daß man ihnen keine Rally zutrauen könnte.

Wechsel bei den Favoriten?

Der in Abb. 1 unten abgebildete Indikator gibt die Relative Stärke des Nasdaq 100 zum Nikkei 225 wieder. Seit etwa drei Jahren oszilliert dieser Indikator zwischen den beiden eingezeichneten blauen Linien. Verursacht durch den jüngsten starken Anstieg des japanischen Aktienmarktes, notiert dieser Indikator wieder am unteren Rand der Bandbreite. Es steht unserer Ansicht nach zur Vermutung, daß von hier aus wieder ein Dreh nach oben erfolgt; daß also der Nasdaq 100 wieder stärker prozentual zulegen wird als der Nikkei-Index.

Akute Chancen am US-Markt

Wie wir weiter oben bereits angedeutet haben, könnte aus der Immobilienblase etwas Luft entweichen. Solange dies kontrolliert und nicht in einem Crash passiert, wäre es gut vorstellbar, daß dann ein Teil des dort abgezogenen Kapitals wieder zurück in den Aktienmarkt strömt. Die Immobilienblase könnte also mittelfristig von einer Aktien- bzw. Nasdaq-Blase abgelöst werden. Daß sogar ganz kurzfristig mit einem Wiedererstarken des US-Aktienmarktes und insbesondere der dortigen Wachstumskräfte zu rechnen ist, verdeutlichen die beiden Gastbeiträge von Alexander Hirsekorn (CoT-Daten) und Robert Rethfeld (Saisonalität) von unserem Research-Partner Wellenreiter-Invest auf den Seiten 34 und 35.

Aktienrückkäufe

Ein weiteres Argument, welches hierzulande kaum vorgebracht wird, aber unserer Ansicht nach von enormer Bedeutung ist, spricht ganz klar für einen deutlich anziehenden US-Markt und insbesondere eine stark anziehende Nasdaq: die stark zunehmenden Aktienrückkauf-Programme. In Summe dürften alleine in diesem Jahr für etwa 300 Mrd. US-\$ von den US-Gesellschaften eigene Aktien zurückgekauft werden, was etwa 2 % der ge-

Anzeige

Lust auf Börse?

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

sucht

börsenbegeisterte Praktikanten/innen und Werkstudenten/innen zur Mitarbeit im Research, der Online-Redaktion und Redaktion

Interesse?

Dann melden Sie sich bitte bei:
Herrn Falko Bozicevic, Tel.: 08171-41 96 320

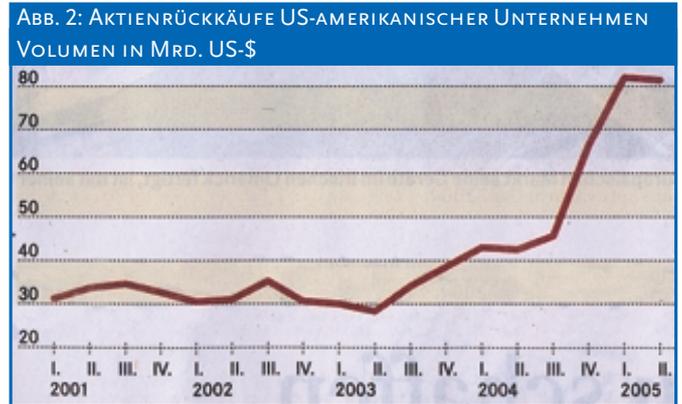
www.smartinvestor.de



samen US-Marktkapitalisierung entspricht. An der Spitze der Rangliste stehen dabei Microsoft und Intel, welche in den nächsten Jahren Aktien im Wert von 30 bzw. 25 Mrd. US-\$ vom Markt kaufen wollen. Abb. 2 verdeutlicht den rasanten Zuwachs in den letzten beiden

Jahren sehr deutlich. Aber welcher Grund steckt dahinter? Wie wir an dieser Stelle schon des öfteren andeuteten, verfügen die großen Technologiekonzerne in der Regel über sehr beherrschende Marktstellungen und erzielen dementsprechend hohe Gewinnmargen und folglich hohe Cash Flows. Woran es jedoch in der Regel fehlt, sind geeignete Investitionsmöglichkeiten für diese riesigen Kapitalsummen. Und so kommt der Rückkauf der eigenen Aktien immer mehr in Mode, denn dadurch wird letztendlich der Unternehmenswert pro Aktie erhöht (durch die Verknappung der ausstehenden Aktien). Smart Investor hält diese Praxis zwar für recht fragwürdig. Denn dieselben Unternehmen emittieren jedes Jahr Un-

mengen neuer Aktien für Manager-Optionsprogramme. Mit den Rückkäufen versucht man also, diese laufende Verwässerung der Aktienbasis in Zaum zu halten. Aber selbst unter Berücksichtigung des Verwässerungseffektes stellen die Rückkäufe zusätzliche Nachfrage nach Aktien dar, womit sie auch einen kurs-treibenden Charakter haben.



Quelle: Handelsblatt

Fazit

Nachdem die Aktienmärkte im September/Oktober eine kleine Verschnaufpause eingelegt haben, dürften sie nun wieder ihren Aufwärtstrend aufnehmen. Dies gilt für unsere Favoritenmärkte Deutschland und Japan (wobei wir bei letzterem kurzfristig Gewinnmitnahmen empfehlen) wie vermutlich auch bald für den bislang eher lethargischen US-Aktienmarkt. Insbesondere die Nasdaq gefällt uns hier unter chart- und sentimenttechnischen Überlegungen sehr gut. Die Tatsache, daß so viele Anleger unterinvestiert den laufenden Gipfelstürmen der Aktien tatenlos und verduzt zusehen, ist ein Garant dafür, daß der Bullenmarkt noch lange nicht zu Ende ist. Und vergessen wir schließlich nicht, daß jetzt auch der Saisonalitätsfaktor ganz klar für einen Auftrieb an den Börsen spricht. Denn die Monate November bis April unterstehen statistisch gesehen dem Bullen, wohingegen der Bär oftmals die Herrschaft über die Monate Mai bis Oktober inne hat.

Ralf Flierl

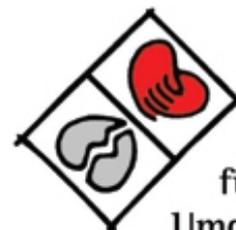
Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors

Index	Land	RS 11.11.	RS 21.10.	RS 23.09.	RS 19.08.	RS 22.07.	RS 17.06.
RTX	Rus	1	1	1	3	4	8
KOSPI	Korea	2	4	5	4	2	2
HUI *	USA	3	3	3	9	16	13
Nikkei 225	J	4	8	8	12	23	22
SMI	CH	5	10	16	11	15	12
Sensex	Indien	6	7	4	2	1	3
PTX	Polen	7	2	2	8	17	15
Silber		8	5	18	25	20	5
NASDAQ 100	USA	9	14	21	13	8	11
Gold		10	6	9	17	21	10
MDAX	D	11	16	10	7	6	7
S&P 500	USA	12	23	24	20	13	9
DJIA 30	USA	13	22	26	22	19	16
DAX	D	14	15	20	10	11	18
FTSE 100	GB	15	26	19	19	22	17
Hang Seng	HK	16	19	12	6	7	14
All Ord.	Aus	17	17	11	14	12	6
S.E.T.	Thai	18	18	15	26	25	25
IBEX 35	E	19	13	14	21	18	21
H Shares	China	20	20	22	5	5	19
Shenzhen A	China	21	11	17	24	26	26
CAC 40	F	22	21	23	16	14	20
Merval	Arg	23	12	7	18	9	4
TecDAX	D	24	24	13	15	10	24
Rohöl		25	9	6	1	3	1
REXP 10 *	D	26	25	25	23	24	23

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert
* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

Der Einführungsartikel „Prinzipien des Marktes - Relative Stärke“ zu dieser Tabelle kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen werden (vom 4.6.03)

Anzeige



FORUM
für gewaltfreien
Umgang mit Konflikten

Konfliktberatung -
Vorträge - workshops

pfarramt@hutschdorf.de

Kontakt

SENTIMENTTECHNIK

Investor Confidence Index

Kein Appetit auf Risiko

Einen interessanten Ansatz, um die Stimmung unter den großen Investoren zu messen, verfolgt das US-Finanzhaus State Street. Dabei werden regelmäßig die Portfolios von institutionellen Anlegern wie z.B. Fonds oder Pensionskassen nach folgendem Kriterium untersucht: Zu welchem Anteil wird in risikanten (z.B. High-Tech-Aktien) und zu welchem Anteil wird in eher nicht-riskanten Investments (z.B. Anleihen, Value-Aktien) angelegt? Die entsprechenden Werte werden dann in einem Indikatorwert ausgedrückt, dem sogenannten Investor Confidence Index.

Die dahinterstehende Idee ist dabei leicht ersichtlich. Je mehr Zutrauen die Portfoliomanager in die Wirtschaft und die Börse haben, desto eher werden sie zu risikobehafteten Anlagen tendieren. Wie die Graphik zeigt, war dies beispielsweise über einen längeren Zeitraum während der Hochphase Ende 1999/Anfang 2000 der Fall. Umgekehrt werden tendenziell mehr sichere



Quelle: State Street

Anlagen bevorzugt, wenn die Zeiten unsicher sind, also z.B. nach Crashes. Aufgrund dieser Konstruktion sollte sich der Indikator natürlich hervorragend als Sentiment-Gradmesser eignen, und in der Tat: Hohe Werte des Investor Confidence Index gehen mit hohen Werten des Aktienmarktes einher. Notiert dieser Index jedoch auf sehr tiefem Niveau, wie dies derzeit der Fall ist, so ist das in gewisser Weise Ausdruck von Furcht unter den Investoren. Letztere jedoch ist gemäß dem Contrary Opinion-Ansatz positiv für die Aktienmärkte im allgemeinen und sehr positiv für risikobehaftete Anlagen (wie z.B. Tech-Aktien) im speziellen zu werten.

Anzeige

„VTAD-Award 2006“



Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands e.V.
Berufsverband Technische Analyse

Jetzt bewerben!

Die Vereinigung Technischer Analysten Deutschlands (VTAD) schreibt erstmals einen Preis für die beste Technische Analyse aus. Die VTAD möchte mit dieser Auslobung Kreativität und analytisches Geschick im deutschsprachigen Raum auf diesem Gebiet fördern. Der sogenannte „VTAD-Award“ wird für eine Leistung vergeben, die neue Erkenntnisse auf dem Gebiet der Technischen Analyse vermittelt oder etablierte Techniken entscheidend weiterführt. Praxisbezogene Analysen, die auf einer soliden Recherche beruhen und mit einem Text versehen sind, der durch die Klarheit der Argumentation besticht, werden von der Jury bevorzugt.

Bewerben können sich all diejenigen, die an dem Thema „Technische Analyse“ interessiert sind. Die Entscheidung für den Siegerbeitrag trifft eine Jury, die sich aus dem Jury-Vorsitzenden, einem Mitglied des Vorstands der VTAD sowie weiteren berufenen Personen zusammensetzt. Die Preisvergabe erfolgt anlässlich der Vorstellung des VTAD-Frühjahrgutachtens im Frühjahr 2006. Es steht dem Preisträger selbstverständlich frei, mit dem VTAD-Award zu werben. Co-Sponsor ist das Magazin **Smart Investor**.

Die Richtlinien für die Vergabe können unter www.vtad.de abgerufen werden. Zusätzliche Fragen beantwortet der Jury-Vorsitzende Robert Rethfeld unter rrethfeld@wellenreiterinvest.de oder unter Tel.: 06171-623062. Arbeiten sollten möglichst im PDF-Format (notfalls in Word) per eMail an den Jury-Vorsitzenden eingereicht werden. Der Beitrag sollte nicht weniger als 1.500 und nicht mehr als 4.000 Wörter enthalten. Wir bitten dabei, unbedingt die Richtlinien zu beachten, da Beiträge sonst gegebenenfalls nicht akzeptiert werden können. Einsendeschluß ist Dienstag, der 31. Januar 2006.

Die VTAD e.V. ist der Berufsverband der Technischen Analysten in Deutschland und ist der autorisierte Landesverband des Weltverbandes IFTA. Der Verband bietet als einzige deutsche Organisation mit dem „Certified Financial Technician“ und „Master of Financial Technical Analysis“ international anerkannte Qualifikationsnachweise an. Ihren fast 600 Mitgliedern bietet die VTAD monatliche Regionaltreffen in Berlin, Chemnitz, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München, Stuttgart, Hannover und Nordbayern.

EDELMETALLE

Silber – Rückfall in das Konsolidierungsdreieck

Von Werner J. Ullmann, Euromerica Resource Advisors GmbH

In den vergangenen Tagen ist der Silberpreis aufgrund der Dollarstärke wieder in das seit 2003 bestehende Konsolidierungsdreieck zurückgefallen. Dabei ist die obere Begrenzungslinie bei 7,80 US-\$ nun zum Widerstand geworden. Sofern es dem Silber in den kommenden Wochen nicht gelingen sollte, könnte die Korrektur sogar bis auf 6,50 US-\$ bzw. im Extremfall bis auf 5,50 US-\$ gehen. Wir gehen aber eher davon aus, daß die aktuelle Korrektur bei Silber die „schwachen Hände“ schütteln soll und in der baldigen Überwindung der oberen Widerstandslinie münden wird – mit dem Ziel von zweistelligen Kursen.



Unsere positive Meinung zum Silber wird durch die nach wie vor feste Verfassung des Goldmarktes unterstützt. Zum einen bietet das Hoch aus dem November vergangenen Jahres bei 455 US-\$ eine gute Unterstützung. Zum anderen verläuft derzeit bei 440 US-\$ die mittelfristige Aufwärtstrendlinie. Dazu kommt, daß die 200-Tage-Durchschnittslinie bei 444 US-\$ einen weiteren Halt bietet. Auch in Euro gerechnet gehen wir von einem weiteren Kursanstieg beim Gold aus. Der Euro-Goldkurs bietet derzeit keinerlei Anzeichen einer Korrektur.

Positiv entwickeln sich die übrigen Weißmetalle Platin und Palladium. Während Palladium derzeit kurzfristig überkauft er-

TAB. 2: DIE EDELMETALLE IM DREIWOCHEN-VERGLEICH

	21.10.05	11.11.05	VERÄND.
GOLD (IN US-\$)	462,85	466,75	+0,84 %
SILBER (IN US-\$)	7,60	7,70	+1,32 %
PLATIN (IN US-\$)	925,50	955,55	+3,25 %
PALLADIUM (IN US-\$)	208,00	239,00	+14,90 %
XAU-GOLDMINENINDEX	104,93	111,29	+6,06 %

scheint, konnte Platin das Hoch vom April 2004 überwinden und einen neuen Höchstwert markieren.

Pan American Silver – günstig bewerteter Silber-Major

Unsere positive Kursprognose besonders für Silber sollte sich auch in einer guten Kursentwicklung von Silberproduzenten widerspiegeln. Unter den bedeutenden der Branche sehen wir in der kanadischen Pan American Silver das Silberminenunternehmen mit dem größten Potential. Silberminengesellschaften sind an der Börse sowieso Mangelware, als direkte Konkurrenten von Pan American Silver kommen lediglich Coeur d'Alène und Hecla Mining in Betracht.

Pan American Silver besitzt mit einer Gesamtressource von 647 Mio. Unzen Silber im Peer Group-Vergleich das größte Potential, besonders auch in Hinsicht auf das Minenleben. Da i.d.R. nur ein gewisser Teil der Ressourcen in abbaubare Reserven umgewandelt werden kann, dürfte das konservativ geschätzte Minenleben von Pan American Silver auf Basis der für dieses Jahr erwarteten Produktion bei rund 30 Jahren liegen. Die Zukunftsfähigkeit von Coeur d'Alène und Hecla ist mit einer Minenlebensdauer von 11,5 bzw. 9 Jahren dagegen kaum gewährleistet. Bezogen auf die Bewertung je Unze Silber im Boden ragt Pan American Silver zudem als sehr günstiges Unternehmen heraus.

HINWEIS: In dieser Rubrik kommt ein Gastautor zu Wort. Die vorgestellte Analyse stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

TAB. 1: SILBERMINENVERGLEICH

	MCAp	RESERVEN	RESSOURCEN	RESERVEN	PROD. 2005E	MCAp JE	MCAp JE	MINEN
	(VOLL	IN MIO.	IN MIO.	+ 0,5 *	IN MIO.	UNZE SILBER-	UNZE	LEBENSDAUER
	VERWÄSSERT)*	UNZEN SILBER	UNZEN SILBER	RESSOURCEN	UNZEN SILBER	RESSOURCEN*	JAHRES-PROD.*	IN JAHREN
PAN AMERICAN SILVER	1.126 Mio.	147,5	647,4	397,5	12,0	1,74	93,81	29,8
COEUR D'ALENE	950 Mio.	196,2	253,1	224,7	17,6	3,75	53,98	11,5
HECLA MINING	392 Mio.	44,0	81,5	62,8	6,3	4,80	62,18	9,0

*) in US-\$

COMMITMENT OF TRADERS (COT)

US-Aktienmarkt: Die Lokomotive zieht wieder

Von Alexander Hirsekorn (www.wellenreiter-invest.de)

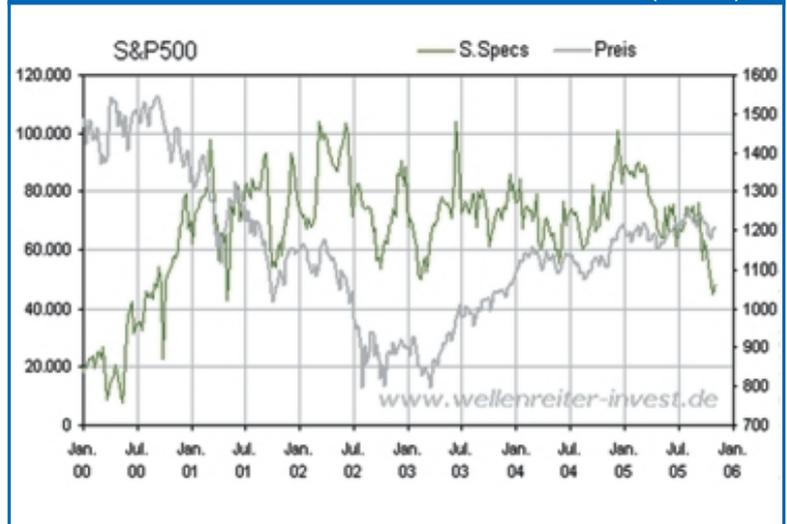
Die US-Aktienmärkte präsentieren sich bei einer nominalen Betrachtung ohne Währungseinflüsse in den ersten 10 Monaten des Jahres als deutlicher Underperformer gegenüber dem europäischen Aktienmarkt. Diese relative Schwäche führt mittlerweile zu einem bearishen Extrempunkt im Sentiment. Das Handelsblatt berichtete am 2. November, daß nach der jüngsten Umfrage der Investmentbank Merrill Lynch unter 311 Fondsmanagern mittlerweile jeder zweite Vermögensverwalter US-Aktien untergewichtet hat. Dies stellt die größte Zahl an Skeptikern seit 1999 dar. Dieser extreme Pessimismus dürfte ein Indiz sein, daß die relative Underperformance der US-Aktienmärkte zunächst beendet ist.

Der CoT-Report vom 1.11.2005 weist für den S&P 500 als breite Benchmark für den US-Aktienmarkt lediglich eine marginale Short-Positionierung der Commercials auf, nachdem sie in der Vorwoche erstmals seit März 2000 wieder per Saldo long positioniert waren.

Dies ist um so bemerkenswerter, da das Preistief im Oktober um 32 Punkte höher notierte als im Jahrestief im April und die Commercials im Oktober signifikant positiver positioniert waren. Das Verhalten der Commercials stellt eine bullische Divergenz dar und impliziert einen deutlich höheren Wert für den US-Aktienmarkt im Vergleich zum Frühjahr.

Das Verhalten der Kleinspekulanten (S.Specs) knüpft an die Einschätzung der Fondsmanager an, sie besaßen im Oktober die

ABB. 2: S&P 500 UND POSITIONIERUNG DER KLEINSPEKULANTEN (S.SPECS)

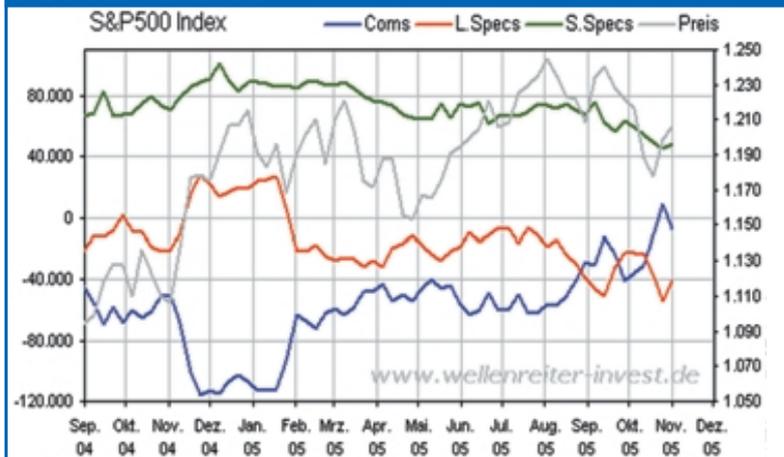


geringste Long-Positionierung seit September 2001, und eine ähnlich niedrige Long-Positionierung war seitdem immer mit einem mittelfristig wichtigen Preistief verbunden. Daher dürfte der Weg zu neuen Jahreshochs frei sein und der US-Aktienmarkt auch absolut über Potential verfügen.

Fazit

Der extreme Pessimismus gegenüber dem US-Aktienmarkt erscheint unangemessen und ist ein Indiz dafür, daß er wieder die historisch gewachsene Lokomotivfunktion für die globalen Aktienmärkte übernehmen dürfte.

ABB. 1: S&P 500 UND NETTOPOSITIONIERUNGEN DER COMMERCIALS, LARGE- UND SMALL SPECULATORS



HINWEIS: In dieser Rubrik kommt ein Gastautor zu Wort. Die vorgestellte Analyse stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag mittag kostenlos auf www.wellenreiter-invest.de/cot.html abgerufen werden.

Der Einführungsartikel zur CoT-Rubrik findet sich in Smart Investor 12/2004 bzw. unter www.smartinvestor.de (Rubrik „Hintergrund“: Beitrag „Den Insidern über die Schulter geschaut“ vom 28.12.2004)

KOLUMNE

Zugpferd Nasdaq 100

Von Robert Rethfeld (www.wellenreiter-invest.de)

Der Nasdaq 100 enthält die – basierend auf ihrer Marktkapitalisierung – einhundert größten an der Nasdaq gelisteten Unternehmen. Die Vergangenheit zeigt, daß das Indexverhalten des Nasdaq 100 immer wieder größere Umschwünge an den US-Märkten zuverlässig vorausgesagt hat. Am 13. Februar 2003 erzielte der Nasdaq 100 ein Tief, von dem zum damaligen Zeitpunkt kaum jemand glaubte, daß es als Jahrestief Bestand haben würde. Dax, Dow Jones Index, S&P 500 und der Nasdaq Composite Index rutschten schnell auf neue Tiefs und beendeten ihre Talfahrt erst einen Monat später. Genauso zuverlässig zeigte der Nasdaq 100 Ende vergangenen Jahres einen Hochpunkt an den US-Märkten an. Während der Index sein Jahreshoch bereits am 14.12.2004 auf Schlußstandbasis erzielte, stieg der S&P 500 noch bis zum vorletzten Handelstag des Jahres 2004.

Derzeit herrscht saisonal übliche relative Stärke

Gegenwärtig beweist der Nasdaq 100 gegenüber dem S&P 500 relative Stärke. Im Gegensatz zum S&P 500 hat der Nasdaq 100 sein Tief von Anfang Juli nicht unterschritten und bildet seit April eine Serie höherer Tiefs aus. Diese relative Stärke ist saisonal üblich, wie der folgende Chart zeigt. Im Zeitraum von Mitte Oktober bis Mitte Dezember ist die relative Stärke besonders ausgeprägt.

ABB. 1: SAISONALER VERLAUF DER RATIO NASDAQ 100 ZU S&P 500, BERECHNET SEIT 1995

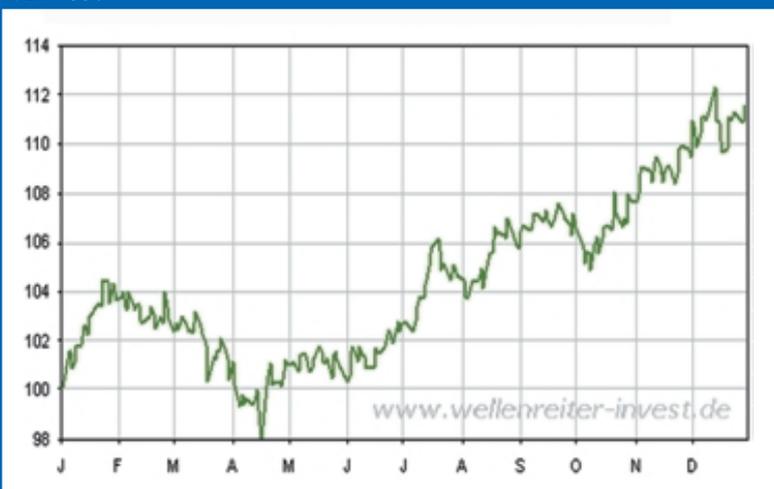
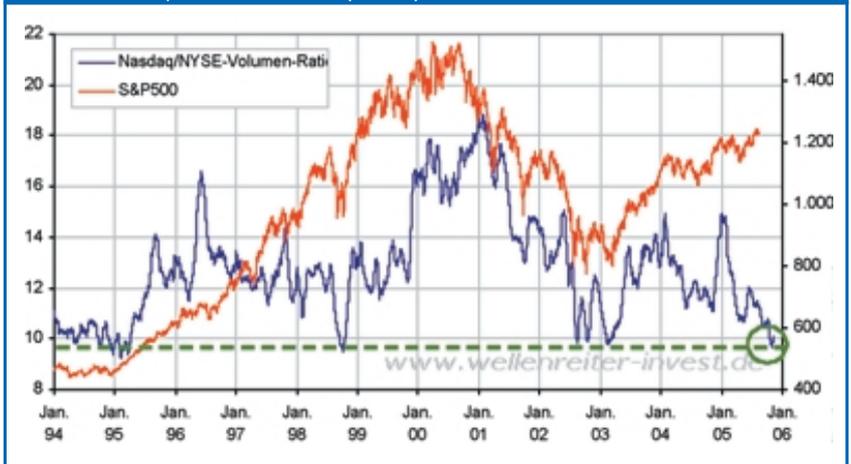


ABB. 2: NASDAQ/NYSE VOLUMEN (GD 21) vs. S&P 500



Volumenvergleich offenbart zusätzliche Informationen

Daneben offenbart ein Volumenvergleich zusätzliche Informationen. Dieser wird aufgrund der zur Verfügung stehenden Informationen zwischen dem Gesamthandelsvolumen an der Nasdaq und demjenigen an der New York Stock Exchange (NYSE) durchgeführt. Eine steigende Nasdaq/NYSE-Volumen-Ratio zeigt an, daß die Marktteilnehmer bereit sind, ihr Geld in Technologieaktien anzulegen und damit eine Aufwärtsphase an den Gesamtmärkten zu starten. Der Verlauf dieser Ratio seit 1994 zeigt, daß ein so niedriges Niveau wie gegenwärtig in den letzten zehn Jahren nur dreimal erreicht wurde. Anschließend wurden jeweils länger anhaltende Aufwärtsphasen gestartet.

Der aktuelle Wendepunkt ist dabei sich auszuprägen (grüner Kreis). Seit etwa zwei Wochen nimmt das Volumen an der Nasdaq im Vergleich zur NYSE stärker zu. Wir sehen diese Entwicklung als einen Anhaltspunkt für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung in den kommenden Wochen.

Fazit

Der vorauslaufende Charakter des Nasdaq 100 zeigt sich als stabiler Richtungsindikator. Die derzeitige – saisonal übliche – relative Stärke des Nasdaq 100 gegenüber dem S&P 500 sowie die wahrscheinliche Bodenbildung der Nasdaq/NYSE-Volumen Ratio sprechen dafür, daß der Nasdaq 100 seine Führungsrolle in der Aufwärtsbewegung beibehält und den Gesamtmarkt mitziehen wird.

AKTIE IM BLICKPUNKT

H&R Wasag – explosive Mischung

Mit Hilfe diverser weitreichender Akquisitionen hat sich das einstige Mauerblümchen zu einem Anlegerliebling gemausert. Die erfolgte SDax-Aufnahme sowie eine Ertragsverdopplung im laufenden Jahr entpuppten sich als überzeugende Argumente.

Nach der Übernahme der Spezialraffineriesparte von der britischen BP muß man zwangsläufig vom „neuen H&R Wasag“ sprechen. Diese Akquisition ist es, die das unscheinbare Unternehmen aus dem niedersächsischen Salzbergen auf einen Schlag zum weltweit größten Anbieter rohölbasierter Rohstoffe für Chemie und Pharmazie avancieren ließ. Mehr als 80 % seiner Umsätze (2004 gesamt: 497,1 Mio. Euro) erzielt H&R Wasag nunmehr in dieser Sparte. Deutlich weniger Anteile entfallen auf Präzisionskunststoffe (ca. 7 %) sowie Explosivstoffe (ca. 11 %). In letztem Bereich wurde H&R Wasag durch den jüngst getätigten Kauf der Westspreg-Gruppe zum Marktführer in Deutschland.

Kein einfacher Gang

Doch wer bei H&R nun eine stetige Aufwärtsentwicklung erwartete, der sah sich getäuscht. Mitte dieses Jahres brach der Aktienkurs um rund ein Drittel ein, nachdem die Anlegerschaft die Einhaltung der bisherigen Prognosen kurzfristig in Frage stellte: Der volatile Ölpreis macht Vorhersagen in der Geschäftsentwicklung überaus schwierig. Zudem monierten Anleger, daß die Einkaufstour der Gesellschaft nicht ohne Nebenwirkungen blieb. So fielen allein 2004 Einmalbelastungen von 4 Mio. Euro für die Integration der ehemaligen BP-Standorte und -vertriebseinheiten an. Die höhere Verschuldung – eben zur Finanzierung der Akquisitionen, der erworbenen Vorräte und nicht zuletzt Forderungsübernahmen – schlug im letzten Jahr mit 6,6 Mio. Euro zu Buche, nach lediglich 2,2 Mio. Euro ein Jahr zuvor. Die Bankverbindlichkeiten, um die BP-Spartenübernahme zu finanzieren, versechsfachten sich auf



knapp 118 Mio. Euro, umgekehrt sank der Eigenkapitalanteil an der Bilanzsumme von fast 50 % auf rund 25 %. Aufgrund einer Sperrklausel nach der Fusion zu H&R Wasag konnte das Unternehmen nicht den üblichen Weg einer Kapitalerhöhung zur Stemmung eines Zukaufs dieser Größenordnung gehen. Ab 2006 wird dieses Hindernis jedenfalls nicht mehr bestehen.

Kehrseite der Medaille

Das sind nun mal die Kosten des Wachstumspfad, den H&R Wasag vor rund einem Jahr einleitete. Und er zeigt Wirkung, aber nicht nur in der Bilanz, sondern auch in der GuV. In den ersten neun Monaten legte der Umsatz um 27 % auf 463,3 Mio. Euro zu, während der operative Gewinn parallel dazu um 20 % auf 30,3 Mio. Euro kletterte. Ein höheres Ergebniswachstum wurde einzig durch die hohen Schwankungen am Rohölmarkt verhindert, während das Umsatzwachstum größtenteils auf getätigte (kleinere) Zukäufe zurückzuführen war. Nach den ersten drei Quartalen lag der Nettogewinn bei 0,33 Euro je Aktie ungefähr beim Doppelten des Vorjahresperiodenwertes von 0,17 Euro.

Weitreichende Projekte

Der Anteil der dominierenden „Chem-Pharm“-Sparte legte derweil sogar weiter auf 85 % zu. Die Produktionsaktivitäten der beiden Raffinerien in Salzbergen und Hamburg werden inzwischen durch einen steigenden Umsatzanteil an Handelstätigkeiten ergänzt, um sich noch etwas breiter aufzustellen und damit Ergebnisschwankungen die Spitze zu nehmen. Handelstätigkeiten in Großbritannien und Übersee sollen künftige Rohstoffpreisänderungen frühzeitig antizi-



Produktionsstätte von H&R Wasag in Salzbergen

H&R WASAG			
BRANCHE	CHEMISCHE PRODUKTE		
WKN	775 700	AKTIENZAHL (MIO.)	18,92
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 11.11.05 (EURO)	14,42
MITARBEITER	1.714	MCAP (MIO. EURO)	272,8

	2004	2005E	2006E
UMSATZ (MIO. EURO)	497,1	600,0	680,0
% GGÜ. VJ.	+135,5 %	+20,7 %	+13,3 %
EPS (EURO)	0,40	0,65	0,85
% GGÜ. VJ.	+29,9 %	+62,5 %	+30,8 %
KUV	0,55	0,45	0,40
KGV	36,1	22,2	17,0

pieren und durch höhere Verkaufspreise in der Lieferkette weitergegeben werden. Die Sparten Präzisionskunststoffe und Explosivstoffe komplettieren das Bild, indem sie eine Funktion als Lieferant stabiler Ergebnisbeiträge übernehmen und einen für H&R Wasag gewünschten Risikoausgleich darstellen. Angesichts kombinierter 15 %-Umsatzanteile ist dies zweifellos nur bedingt möglich. Um hier noch etwas mehr voranzukommen, soll dem Vernehmen nach in der Sparte Explosivstoffe der Ausbau der Gruppe in Richtung einer größeren Einheit („Eurosprenge“) mit Schwerpunkt Osteuropa betrieben werden.

Prognosen und Bewertung

Die Prognosen für das laufende Jahr sollte H&R Wasag indes erreichen. Der Umsatz dürfte rund 20 % auf ca. 600 Mio. Euro zulegen und der Nettogewinn überproportional auf 0,65 Euro je Aktie, da nicht wie 2004 noch Sonderfaktoren den Gewinn drücken. Angesichts des volatilen Ölpreises wachsen aber auch für H&R Wasag die Bäume nicht in den Himmel. Für 2006 ist mit einer Normalisierung sowohl des Umsatz- als auch Ertragswachstums (ex weitere Zukäufe) im Bereich von bis zu 20 % zu rechnen. Auf dieser Basis ergibt sich ein 2006er Kurs/Gewinn-Verhältnis von ca. 17, das jedoch auch bei nur 13 bis 15 liegen könnte, wenn man einen weniger volatilen Ölpreis und damit stabilere, letztlich höhere Erträge antizipiert.

Fazit

Die Papiere sind zwar aktuell nicht zu teuer, allerdings drängt sich auch kein sofortiger Einstieg auf. Wachstumspotential und damit Bewertungsspielraum ergeben sich jedoch, wenn es H&R Wasag gelingt, durch die eingeleiteten Handelsaktivitäten die Abhängigkeit von den Rohstoffpreisen abzuschwächen bzw. höhere Rohstoffpreise konstant an Abnehmer weiterzureichen. Unter diesem Aspekt steht wohl auch der Ausbau der Aktivitäten in den verschiedenen Sparten hin zum Marktführer – der erfahrungsgemäß eine dominanter Preisgestaltungspolitik betreiben kann.

Falko Bozicevic

Anzeige

arm + Bildung =
Zukunft

Mit Ihrer Hilfe – Educara e.V.
Konto 10526978 BLZ 70250150 Kreissparkasse München-Starnberg www.educara.de

GASTANALYSE

NTT DoCoMo: japanischer Mobilfunkriese in Lauerstellung

Von Thomas Germann, Aktienanalyst bei der Züricher Kantonalbank

Alles schlecht im Telekommunikationsmarkt Japan?

Der Mobilfunkmarkt Nippons ist gesättigt, die Durchdringungsrate hoch (rund 70 % der Bevölkerung haben ein Mobiltelefon), die durchschnittlichen Umsätze pro Kunde (ARPU = Average Revenue per User) sinken. Zudem wird die bereits knallharte Konkurrenz durch weitere Lizenzvergaben verstärkt. Man könnte fast meinen, in diesem Sektor gäbe es keine attraktiven Investitionsmöglichkeiten. Doch genau dieser übertriebene Pessimismus hat bei NTT DoCoMo zu interessanten Chancen geführt. Die genannten Faktoren sind bereits im Kurs eskomptiert, weshalb ja auch die Aktie in den letzten Monaten deutlich schlechter als der japanische Gesamtmarkt abgeschnitten hat. Daß sich jedoch die Aussichten allmählich aufhellen, hat der Markt noch nicht honoriert.

NTT DoCoMo: Vorreiter und Riese

NTT DoCoMo, die Mobilfunktochter von NTT, dominiert den japanischen Markt mit einem Marktanteil von 56 % und 49,4 Mio. Kunden. 1990 gegründet, profitierte sie in den 90er Jahren vom Mobilfunkboom und wurde 1998 an die Börse gebracht. Der technologische Vorreiter bei der dritten Generation der Mobilfunktechnologie, kurz: 3G, und mit i-mode beim mobilen Internetzugang hat jedoch den Wechsel zur neuen 3G-Technologie (W-CDMA, Wideband Code Division Multiple Access) schlecht gehandhabt. Dadurch konnte Konkurrent KDDI dem Mobilfunkriesen bei neuen Kunden den Rang ablaufen. Beide hatten anschließend mit Sätti-

gungstendenzen auf dem Markt und fallenden durchschnittlichen Einnahmen pro Kunde zu kämpfen. Da die Preise für Tonübertragung verglichen mit denen im Festnetz hoch sind, sank auch die durchschnittliche Verwendung („Minutes of Usage“, MOU). Aber für den Leader ist nicht alles verloren.

DoCoMo auf dem richtigen technologischen Pfad

Oft bestimmen Marktmacht und technologische Gegebenheiten die Margen von Mobilfunkanbieter. Betreiber, die parallel zwei Netzwerke (etwa 2G und 3G) aufrechterhalten müssen, haben deutlich höhere Kosten und entsprechend niedrigere Margen. Das gilt in den nächsten paar Jahren für die meisten europäischen und einige asiatische Unternehmen (z.B. China Mobile). DoCoMo hingegen hat bereits 28 % der Kundschaft auf das 3G-Netzwerk migriert, 2006 sollen es schon deutlich über 50 % sein. Damit werden nicht nur Kosten für Informationstechnologie und Ingenieure gespart, sondern auch die hohen Marketingaufwendungen für die Migration reduziert. Dies entlastet nicht nur die Kostenbasis, auch die operative Marge wird steigen. Gegenüber Hauptkonkurrent KDDI ist DoCoMo technologisch gesehen in einer vielversprechenden Lage: Der nächste Schritt zu „3.5G“ kann auf der W-CDMA-Nachfolgetechnologie HSPDA (High-Speed Downlink Packet Access) relativ einfach vollzogen werden. Die Technologie von KDDI dagegen ist HSPDA jedoch unterlegen und die Entwicklung einer Nachfolgetechnologie fraglich.



Thomas Germann

KENNZAHLEN NTT DoCoMo

KENNZAHLEN	2004	2005E	2006E	2007E	2010E
UMSATZ (MRD. JPY)**	4.844,6	4.850,0	4.900,0	5.050,00	5.800,00
- VERÄNDERUNG IN %	-4,0	0,1	1,0	3,1	3,6*
BETRIEBSGEWINN (MRD. JPY)**	784	980	1050	1150	1420
- VERÄNDERUNG IN %	-28,9	25,0	7,1	9,5	7,7*
- BETRIEBSGEWINNMARGE IN %	16,2	20,2	21,4	22,8	24,5
REINGEWINN (MRD. JPY)**	747	597	557	584	787
- VERÄNDERUNG IN %	13,7	-20,0	-6,7	4,8	5,7*
- UMSATZRENDITE IN %	15,4	12,3	11,4	11,6	13,6
- EIGENKAPITALRENDITE IN %	19,1	13,8	11,9	11,4	12,1
EIGENKAPITAL IN % DER BILANZSUMME	63,7	69,3	71,9	75,7	85,7

KENNZAHLEN PRO AKTIE

GEWINN PRO AKTIE IN JPY**	15.771	13.000	12.500	13.500	18.200
- VERÄNDERUNG IN %	20,4	-17,6	-3,8	8,0	7,0*
DIVIDENDE IN JPY**	2.000	4.000	4.000	4.000	6.000
- AUSSCHÜTTUNGSQUOTE IN %	12,7	30,8	32,0	29,6	33,0

* Durchschnittl. jährliches Wachstum über die letzten 5 Jahre

** Euro/Yen-Wechselkurs: 140,44

Aussichten: Handy statt Brieftasche?

In einem Land, für das der mobile Internetzugriff so selbstverständlich ist wie für uns der Internetzugang über den heimischen Computer, arbeitet NTT DoCoMo ganz konkret an Dienstleistungen, die bei uns noch Zukunftsmusik sind. Der gemeinsam mit Sony entwickelte FeliCa-Chip



verwandelt das Handy in ein „digitales Portemonnaie“, das für Zahlungen, Ticketing (Zug- oder Flugtickets, Eintritte) oder als Treuekarte (Bonuspunkte) dient. Dank der einfachen Handhabung dürfte der Service bei der japanischen Kundschaft großen Anklang finden. Der Mobilfunkriese profitiert dabei aber lediglich über die vermehrte Verwendung des Handys. Die Zusammenarbeit mit Sumitomo Mitsui Card, Kreditkartentochter der Sumitomo Mitsui Financial, wird es DoCoMo jedoch erlauben, bald eine eigene Kreditkarte an die Kunden mit FeliCa-Handys herauszugeben. Nebst zusätzlichen Umsätzen wird auch die Kundenbindung verstärkt, was bei der Einführung der Nummerportabilität von immenser Bedeutung ist. Auch das Herunterladen von Audiodateien und Videos sowie der Besuch von Internetseiten über das Handy haben kürzlich dank der höheren Übertragungsrate deutlich zugenommen. i-channel, ein in der Benutzung einzigartig einfaches Informationsportal, soll mit interessanten Dienstleistungen zu einem erhöhten Datentransfer und größerer Kundentreue animieren.

Anzeichen des Erfolgs im ersten Halbjahr

Das Ergebnis des ersten Halbjahres 2005 (per Juni) hat speziell bei den wichtigen Kennzahlen wie ARPU und der Abwanderungs-

rate positiv überrascht. Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer, aber diese Zahlen passen gar nicht zur üblichen Schwarzmalerei der Investoren. Die ARPU sind erstmals seit zwei Jahren wieder gestiegen, der Rückgang bei den MOU fiel so mild aus wie seit vier Jahren nicht mehr. Die Trends könnten sich durchaus fortsetzen, da die höhere Anzahl an 3G-Kunden die Mobiltelefone häufiger verwendet als die vorgängigen Mobiltelefone.



In der Mobilfunktechnologie sind die Japaner Europäern und Amerikanern mehr als nur eine Nasenlänge voraus

Fazit: Risiken vorhanden, aber ungleich verteilt

Wie eingangs erwähnt, hat der japanische Mobilfunkmarkt eine hohe Durchdringungsrate von 70 %. Die Zahl ist aber um schätzungsweise 15 % zu hoch, da viele Leute zwei oder mehr Mobiltelefone besitzen. Der Markt ist also noch nicht so ausgereizt, wie es auf den ersten Blick erscheint. Auch das Auftauchen neuer Konkurrenten wird zumindest kurz- bis mittelfristig keine großen Marktauswirkungen haben. Der Mobilfunkmarkt in Japan bleibt umkämpft, aber ARPU und MOU stabilisieren sich allmählich. Die übertriebenen Ängste der Marktteilnehmer führen zu einer attraktiven Chance: DoCoMo ist mit einem EV/EBITDA von 5,1 und einem KGV von 17,5 tiefer als der Gesamtmarkt bewertet, weist aber eine rund doppelt so hohe Dividendenrendite auf (rund 2 %). Einige Marktteilnehmer sind nach dem Ergebnis des ersten Halbjahres positiver auf DoCoMo eingestellt, die überwiegende Mehrheit ist aber weiterhin untergewichtet. Dies könnte sich bald ändern, und das Risiko, nicht dabei zu sein, ist groß!

HINWEIS: In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Anzeige

financial.de
Information you can trust

MONEYTALK I

„Da ist noch einiges herauszuholen“

Smart Investor im Gespräch mit Adi Drotleff, Gründer und Vorstandsvorsitzender der Mensch und Maschine AG (MuM), über die Krise seines Unternehmens und den inzwischen geschafften Turnaround

Smart Investor: Herr Drotleff, vor gut einem Jahr hatte Smart Investor die MuM AG als einen potentiellen Turnaround-Kandidaten besprochen (SI 11/2004). Ist der Turnaround inzwischen geglückt?

Drotleff: Ja, mit Sicherheit. Seit den letzten vier Quartalen sind wir wieder profitabel. Auch nahm die Verschuldung permanent ab, wobei wir unser Entschuldungsziel, das wir uns selbst bei 15 Mio. Euro gesetzt hatten, bereits schon im 3. Quartal um 1,2 Mio. Euro übertrafen. Zwei Faktoren waren dafür ursächlich: Zum einen konnten wir in diesem Jahr zwei Beteiligungen zu einem guten Preis veräußern. Zum anderen haben wir gerade im letzten Quartal einen hohen Cash Flow generiert.

Smart Investor: Was sind für Sie die Highlights Ihres soeben veröffentlichten Neunmonatsberichts?

Drotleff: Hauptsächlich natürlich der sich wesentlich besser als geplant entwickelnde Umsatz. So konnten wir im 3. Quartal eine Umsatzsteigerung von gut 24 % erzielen – ohne Berücksichtigung der Desinvestitionen. Folglich erwirtschafteten wir ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern von 0,7 Mio. Euro gegenüber geplanten 0,5 Mio. Euro. Letztendlich konnten wir auf Neunmonatsbasis einen Anstieg beim EBIT um 9,9 Mio. auf 8,8 Mio. Euro verbuchen.

Smart Investor: Welche Lehren ziehen Sie persönlich aus der Krise Ihres Unternehmens?

Drotleff: Zuallererst einmal habe ich sozusagen am eigenen Leib erfahren, was eine Risikoakkumulation ist: Neben einem gefährlich hohen Fremdkapitaleinsatz hatten wir parallel dazu einfach etwas überinvestiert. Der hohe Fremdkapitalanteil, die Überinvestition sowie der Einbruch im operativen Ertrag – der

an und für sich gesehen so schlimm nicht ausfiel – manövierten die Gesellschaft in eine gefährliche Situation. Diese konnte nur durch konsequente und schnelle Entschuldung abgewendet werden.

Smart Investor: Wo sehen Sie heute die Chancen für Ihr Unternehmen?

Drotleff: Wir haben noch viele Möglichkeiten, den Umsatz auszuweiten. Des Weiteren verfügen wir noch über erhebliche Reserven in der Profitabilitätssteigerung. Wenn wir unsere Planzahlen in diesem Jahr erreichen, so werden wir eine EBIT-Rendite von 3,5 % erzielen – unser Geschäftsmodell hingegen erlaubt EBIT-Renditen von 6 bis 9 %. Da ist also noch einiges herauszuholen. Der zweite Hebel liegt im Finanzergebnis, wo durch die zügige Entschuldung die Zinsbelastung rapide sinkt. Und schließlich werden uns die Verlustvorträge aus den Vorjahren auf Jahre hinaus eine geringe Konzernsteuerquote beschern.

Smart Investor: Sie haben als eines der ersten deutschen Unternehmen angekündigt, Ihre Rechtsform in eine „Europa AG“ umzuwandeln. Um was genau handelt es sich bei dieser Rechtsform und warum wollen Sie diesen Schritt vollziehen?

Drotleff: Die Europa AG – auch SE genannt – ist so eine Art übergeordnete europäische Rechtsform, welche die verschiedenen Aspekte europäischer Rechtsformen in sich vereint. Eine solche Rechtsform bietet sich geradezu bei Gesellschaften wie der unsrigen an, bei der der Vorstandsvorsitzende über eine Hauptversammlungsmehrheit verfügt. Andererseits spielte bei unseren Überlegungen auch eine gewisse psychologische Komponente mit hinein: Denn ein Unternehmen, das über 70 % seines Konzernumsatzes außerhalb Deutschlands erzielt, bringt sich mit diesem Schritt seinen europäischen Kunden etwas näher.

Smart Investor: Herr Drotleff, wir danken Ihnen für das interessante Gespräch.



Adi Drotleff

MENSCH UND MASCHINE AG (WKN 658 080)

Die Mensch und Maschine Software AG (MuM) ist einer der führenden europäischen Anbieter von computergestützter Konstruktionssoftware (CAD) mit einer Reihe von Standorten in Europa sowie in den USA, Japan und Singapur. Die Gesellschaft agiert dabei zum einen als Großhändler für die Produkte der beiden US-Softwarehersteller Autodesk sowie PTC. Zum anderen wird auch eigenentwickelte und auf Spezialanwendungen zugeschnittene Software vertrieben. Im Geschäftsjahr 2004 wurde bei einem Umsatz von 135,5 Mio. Euro ein Verlust von 9,3 Mio. Euro ausgewiesen, für 2005 plant die Gesellschaft 150 Mio. Euro Umsatz und 7,0 Mio. Euro Nettogewinn.

Interview: Ralf Flierl

MONEYTALK II

„Sehr rasante Wachstumsraten“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Simon Moroney, Gründer und Vorstandsvorsitzender der MorphoSys AG, über den Wachstumsmarkt der therapeutischen Antikörper, die Konkurrenz sowie das steigende Interesse der Pharmaindustrie

Smart Investor: Dr. Moroney, wie einige andere Biotechnologie-Unternehmen auch hatte MorphoSys vor einigen Jahren einen Strategiewechsel eingeleitet. Wieso?

Moroney: Vor etwa vier Jahren noch hatten wir ursprünglich beabsichtigt, mehr Geld in die Entwicklung unserer eigenen proprietären Medikamentenkandidaten zu investieren. Doch war dies genau der Zeitpunkt, als es plötzlich nicht mehr möglich war, den Kapitalmarkt zu bemühen, so daß wir diese Pläne nicht mehr umsetzen konnten. Anstatt also auf eigenes Risiko mit einem Medikamentenkandidaten durch die Prüfungsmodalitäten der klinischen Phase II zu gehen, suchen wir jetzt viel früher nach einem Partner.

Smart Investor: ...was in der Tat zu einem viel früheren Break Even geführt hat – denn MorphoSys liegt seit 2004 in der Gewinnzone.

Moroney: Das ist richtig, dieser leichte Strategiewechsel hat dazu geführt, daß wir uns wesentlich mehr auf das Kerngeschäft fokussiert haben, dadurch größere Umsatzerlöse erzielen und unter dem Strich früher Gewinne verzeichnen konnten.

Smart Investor: Zuletzt gab es News hinsichtlich Lizenzabkommen bzw. Partnerschaften z.B. mit dem US-Pharmakonzern Eli Lilly. Können Sie uns die Reichweite dieser neuen Projekte erläutern?

Moroney: Kein Deal ist wie ein anderer. Leider dürfen wir nicht alle Details bekanntgeben, was meistens ein Wunsch des Partnerunternehmens ist. Wie Sie wissen, führten wir einen Rechtsstreit mit Eli Lilly, der nun jedoch beigelegt ist. Darüber hinaus konnten wir das Unternehmen als unseren Partner gewinnen. Größter und wichtigster Partner ist und bleibt Novartis, andere sind Schering und Centocor.

Smart Investor: Antikörper-Dienstleister sahen zuletzt einen Boom, der sich aber in Kürze vielleicht in einer Sättigung niederschlagen könnte. Ihre Einschätzung des Marktes?

MORPHOSYS AG

MorphoSys bietet Dienstleistungen im Bereich der Herstellung bzw. Optimierung menschlicher Antikörper. Diese werden für therapeutische, diagnostische sowie Forschungszwecke eingesetzt. Zusätzlich stellen die Martinsrieder Antikörper für die präklinische Entwicklung her. In den ersten neun Monaten 2005 legte der Umsatz um 52 % auf 23,8 Mio. Euro zu, wobei ein Periodenüberschuß von 3,8 Mio. Euro erwirtschaftet wurde.

Moroney: Tatsache ist, daß die Wachstumsraten in den letzten drei Jahren sehr rasant waren und meiner Meinung nach der Antikörpermarkt auch künftig extrem interessant bleibt. Die Pharmaindustrie ist weiterhin stark interessiert an dieser Sorte von Medikamentenkandidaten.

Smart Investor: Wie sieht Ihre Konkurrenz, namentlich Medarex und Abgenix, denn den Markt? Teilen diese Ihre Einschätzung, daß in zehn Jahren nur noch humane Antikörper auf dem Markt sein werden?

Moroney: Abgenix hat über die letzten neun Monate seine Forschungsaufwendungen zurückgefahren. Sie investieren nicht mehr in die Weiterentwicklung ihrer Technologie, sondern lieber in Produktkandidaten. Das ist eine ganz andere Strategie und sicherlich kein gutes Signal dafür, daß Antikörper von Mäusen eine großartige Zukunft vor sich hätten. Auch Medarex geht einen ähnlichen Weg bei seinen therapeutischen Antikörpern, die ebenfalls auf transgenen Mäusen basiert. In der Grundauffassung stimmen inzwischen aber alle überein: Die Zukunft liegt bei vollständig menschlichen Antikörpern.

Smart Investor: MorphoSys ist wie gesagt bereits profitabel. Wie ist hier der Fortgang der Dinge?

Moroney: Es ist gar nicht unser primäres Ziel, nunmehr jedes Jahr steigende Gewinne präsentieren zu können. Für unsere Investoren ist es viel interessanter, diese Gewinne wieder in neue Technologien zu reinvestieren. Wichtig ist aber natürlich auch, nicht vom Kapitalmarkt abhängig zu sein.

Smart Investor: Wie sieht Ihre weitere Strategie aus – darf man gezielte Zukäufe erwarten oder resultieren weitere Umsatz- und Ertragssteigerungen aus den bisherigen Kooperationen?

Moroney: Für den Kauf von Biogenesis hatten wir 7 Mio. Euro Cash aufgewendet. Es ist durchaus möglich, daß eine weitere Akquisition mal 20 oder 25 Mio. Euro kosten könnte. Und genau dafür bräuchten wir dann auch unser komfortables Cash-Polster.



Dr. Simon Moroney

Interview: Falko Bozicevic

BUY OR GOOD BYE

Buy: Stada Arzneimittel



Mit überraschend positiven Zahlen brillierte Anfang November der Generikahersteller Stada. Der Arzneimittel-Konzern, der sich ausschließlich auf die Kernsegmente Nachahmerprodukte (Generika), Markenprodukte sowie Spezialpharmazeutika focussiert, verfolgt mit der Konzentration auf diese ausgewählten Segmente bereits seit Jahren eine klare Wachstums- und Ertragsstrategie. Insofern liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit auch weniger auf der Lancierung neuer pharmazeutischer Wirkstoffe, als vielmehr in der Vermarktung bewährter Medikamente ohne Beschränkung auf einzelne Indikationsbereiche.

Die Erfolgsgeschichte spiegelt sich ebenso in den jüngst veröffentlichten Zahlen wider. So stieg der Konzernumsatz auf 9-Monats-Basis um gut 25 % auf mehr als 739 Mio. Euro. Beim operativen Ergebnis konnte indes sogar ein überproportionaler Anstieg von über 55 % auf etwa 89 Mio. Euro generiert werden. Der Konzerngewinn lag dagegen mit etwa 33 Mio. Euro nur gering über dem des Vorjahres, und zwar aufgrund einer im 3. Quartal angefallenen Wertberichtigung bei der LipoNova GmbH, an der Stada zu 16 % beteiligt ist. Die Bewertung des MDax-Konzerns erscheint vor dem Hintergrund einer Marktkapitalisierung von derzeit 1,4 Mrd. Euro, einem KGV von rund 23 sowie einer Dividendenrendite von 1,5 % nicht ganz unam-

bitioniert. Dennoch dürften ein intaktes und starkes Marktwachstum innerhalb Europas sowie weitere Akquisitionen und mögliche neue Vertriebslizenzen auch künftig für Potential sorgen. Zusätzlich könnten sich die Pläne der deutschen Gesundheitspolitik zur Senkung der Arzneimittelkosten durchaus positiv für das Generikageschäft erweisen. Dies bestätigt letztlich auch der Aktienkurs, für den wir aufgrund des gesunden Marktumfeldes weiter optimistisch gestimmt sind.

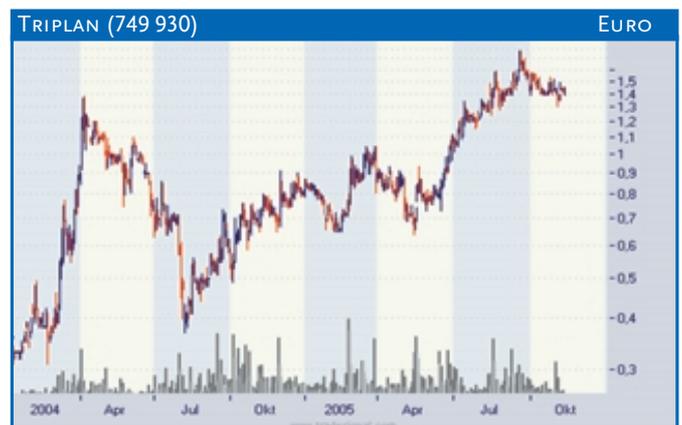


Good Bye: Triplan

Die primär auf die Optimierung betriebseigener Geschäftsprozesse bei Chemie- und Pharmaunternehmen focussierte Gesellschaft versucht über maßgeschneiderte technische Konzepte im Bereich Technology Services, Engineering Services, Montage- und Inbetriebnahmemanagement etc. die jeweilige Markt- bzw. Wettbewerbsposition ihrer Kunden qualitativ zu verbessern. Aufgrund eines breit diversifizierten Produktportfolios wird dabei ein erheblicher Teil der Wertschöpfungskette der Kundenunternehmen abgedeckt. Infolgedessen verstehen sich die Bad Sodener nicht zuletzt auch als Outsourcing-Partner von Nicht-Kernaktivitäten ihrer Kunden.

Ein Blick auf die Kennzahlen des Unternehmens wirkt jedoch wenig erfrischend. So nahm die Gesamtleistung auch im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres mit 10,9 Mio. Euro erneut um 10 % im Vergleich zum Vorjahr ab. Dennoch konnte das Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) im ersten Halbjahr 2005 vor allem aufgrund von Kosteneinsparungen und nicht mehr vorhandener Abschreibungen von -0,82 Mio. Euro im Vorjahreshalbjahr auf -0,32 Mio. Euro verbessert werden. Das Ergebnis pro Aktie wird indes auch in diesem Jahr nochmals im negativen Bereich ausfallen, wenn auch nur geringfügig. Nichtsdestotrotz prognostiziert die Geschäfts-

führung für 2006 den endgültigen Turnaround und verweist dabei auf die zahlreichen Akquisitionen zur Komplementierung der eigenen Wertschöpfungskette. Ebenso sollen durch weitere Kapitalmaßnahmen, neuerliche Kosteneinsparungen sowie die Verringerung der Abhängigkeit von Großkunden weitere Synergieeffekte realisiert werden. Wir bleiben jedoch skeptisch, ob der Turnaround diesmal endlich gelingt.



EMERGING MARKETS-AKTIE

Norilsk Nickel (Rußland)

Gold-Spin-off könnte Kursschub bewirken

Sehr volatil ging es in den vergangenen 18 Monaten bei den Aktien von Norilsk Nickel zu. Unter dem Strich haben die Anleger mit dem Titel seitdem aber nichts verdient. Doch bald könnten die Aktionäre für ihre Geduld mit dem weltgrößten Produzenten von Nickel und Palladium belohnt werden. Zumindest steht ein Ereignis an, welches das Potential für einen Kursschub hat. Gemeint ist damit die anvisierte Ausgliederung der Goldaktivitäten. Der unter dem Namen Polyus firmierende Bereich ist mit einem Anteil von 18 % an der heimischen Produktion das größte russische Goldunternehmen, der auch eine 20 %ige Beteiligung an dem südafrikanischen Goldriesen Gold Fields umfaßt.

Katalysator in Sicht

Interessant ist die geplante Abspaltung des Goldgeschäfts aus Bewertungsüberlegungen heraus. So begründet der russische Broker Aton die Kaufempfehlung für Norilsk mit einem nur knapp 9 betragenden KGV für den Gesamtkonzern. Reinen Goldkonzernen wird aber typischerweise ein deutlich höheres KGV von rund 40 zugebilligt. Gilt diese Richtschnur auf für Polyus, veranschlagt Aton hier den fairen Wert auf bis zu 5,1 Mrd. US-\$. Umgerechnet auf die derzeitige Marktkapitalisierung bei Norilsk Nickel von knapp 16 Mrd. US-\$ entspräche dies einem Anteil von fast 32 %. Doch da das Goldgeschäft im Vorjahr nur 6,3 % zum Konzernumsatz und 6,7 % zum Nettogewinn beitrug, wären im Umkehrschluß die restlichen Aktivitäten vergleichsweise niedrig bewertet. Auch die Analysten von Brunswick UBS verweisen in ihrer Kaufempfehlung für Norilsk auf den Umstand, daß der Titel unter Herausrechnung des Goldbereichs gegenüber dem kanadischen Konkurrenten Inco einen Bewertungsabschlag von 38 % aufweist.

Gerechtfertigt wäre laut Analyst Alex Brooks aber eher ein Bewertungsaufschlag. Schließlich handele es sich um den weltgrößten Nickel- (weltweiter Marktanteil: 20 %) und Palladiumproduzenten (über 50 %). Nicht zu verachten seien zudem die Aktivitäten in den Bereichen Platin (14 %), Kobalt (10 %) und Kupfer (3 %).

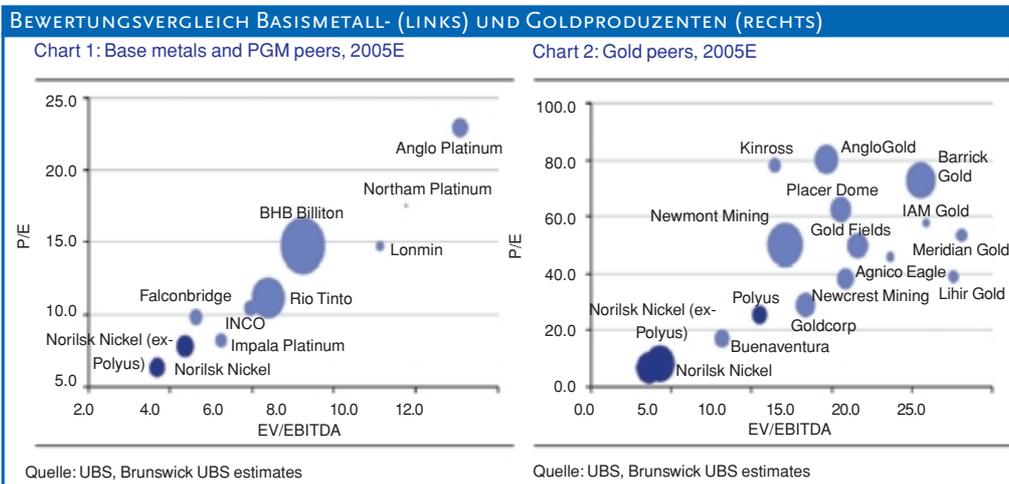
Fallender Nickelpreis belastet

Noch besser läßt sich die schiere Größe des Metallgiganten durch Zahlen vom heimischen Markt darstellen. So erwirtschaftet die Gesellschaft 4,3 % aller russischen Exporteinnahmen und 1,9 % des Bruttoinlandsproduktes. In der damit verbundenen Bedeutung für das Land liegt aber auch eine gewisse Gefahr. Nämlich die, daß der Staat versucht sein könnte, das Unternehmen unter seine Fittiche zu bekommen. Spekulationen um eine Sondersteuer für Norilsk Nickel oder um eine direkte Kaltstellung des Oligarchen Vladimir Potanin, der ebenso wie der Generaldirektor 25 % der Aktien hält, keimen jedenfalls immer wieder auf. Erst jüngst kursierten Gerüchte, diese Anteile könnten an den staatlichen Diamantenproduzenten Alrosa verkauft werden. Zu den Risiken zählen zudem die ganz normalen Schwankungen der Rohstoffpreise. In dieser Hinsicht hat sich der seit Monaten auf Talfahrt befindliche Nickelpreis zuletzt als Belastung erwiesen, während die derzeit hohen Kupfer- und Platinpreise, aber auch das neuerdings anziehende Palladium einen positiven Effekt hatten.

Fazit:

Unter dem Strich stehen die Aussichten für mittel- und langfristig weiter hohe Rohstoffpreise gut. Das sollte den Kurs von Norilsk Nickel ebenso stützen wie auch der anstehende Spin-off des Goldgeschäfts. Erkennen die Anleger durch diesen Schritt die bisherige Unterbewertung der restlichen Konzernteile, dann ist alleine dadurch ein Neubewertungsschub von rund 20 % möglich. Abschließend sei noch darauf hingewiesen, daß laut dem derzeitigen Fahrplan alle Aktionäre, die am 1. Januar 2006 Aktien von Norilsk Nickel halten, Ende März ein Recht auf eine Zuteilung der Polyus-Aktien haben, bevor diese dann im April an der russischen Börse eingeführt und im Mai als ADRs plaziert werden sollen.

Jürgen Büttner



Vertikale Achsen: Kurs/Gewinn-Verhältnisse, horizontale Achsen: Unternehmenswert/operativer Gewinn. Die günstigsten Unternehmen befinden sich folglich links unten.

PERLENTAUCHER

MDB AG

Alles rund ums Haus

Von Maximilian Brandl, CdC Capital AG

Unternehmensprofil

Die MDB AG ist eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft mit Sitz in München, der Name der Gesellschaft geht auf den Slogan „Through Manufacturing we Develop our Business“ zurück. Auf möglichst langfristiger Basis erwirbt das Unternehmen Mehrheitsanteile an etablierten Mittelstandsfirmen der Bauzubehör-Industrie in Deutschland und dem benachbarten Ausland. Dabei konzentriert sie sich derzeit auf zwei Zubehörbereiche, nämlich den Hoch- und den Innenausbau.

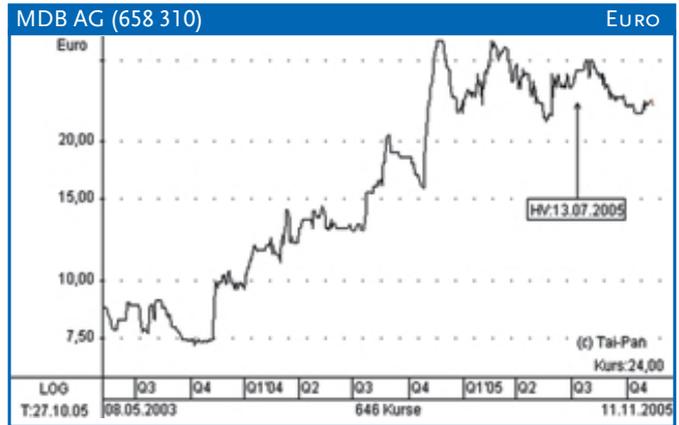
Bevorzugte Zielgruppen sind wachstums- und ertragsstarke Hersteller von Nischenprodukten und Spezialerzeugnissen mit guten Perspektiven. Auch bei 100 %iger Übernahme behalten die Beteiligungsfirmen ihr Management und ihre Eigenständigkeit sowie ihre Unternehmensstruktur und damit auch ihre unternehmerische Flexibilität, ihre Innovations- und Wettbewerbskraft bei. Die zu ihrer Wachstumsfinanzierung und zum Ausbau ihrer Ertragskraft erforderliche Finanzstärke erhalten die nicht börsennotierten Beteiligungsgesellschaften über die Holding, die ihnen – als börsennotiertes Unternehmen – indirekten Zugang zum Kapitalmarkt verschafft. Weiteres strategisches Ziel ist die intensive Nutzung von Synergievorteilen im Firmenverbund.

Die strategische Ausrichtung des Unternehmens soll sich in Zukunft auf die Aktivitäten „Rund ums Haus“ konzentrieren. Derzeit teilt sich das Geschäft in die drei Segmente Hausprofi-Gruppe (Dachausbau, Vollwärmeschutz, Befestigungstechnik) mit einem Umsatz von 45,5 (i.V. 45,1) Mio. Euro, DIMEX-Gruppe (PVC-Profilssysteme für Türen und Fenster) mit 41,7 (39,5) Mio. Euro und MDB France Gruppe (Parkettherstellung und Spanplatten) mit 36,2 (32,0) Mio. Euro auf.

MDB AG			
BRANCHE	BAUZUBEHÖR		
WKN	658 310	AKTIENZAHL (IN MIO.)	0,80
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 11.11 (EURO)	24,45
MITARBEITER	779	M CAP (MIO. EURO)	19,6

	2004	2005 E	2006 E
UMSATZ (MIO. EURO)	123,5	129,0	140,0
% GGÜ. Vj.	+5,8 %	+4,5 %	+8,5 %
EPS* (EURO)	4,40	3,50	5,10
% GGÜ. Vj.	+472,9 %	-20,5 %	+45,7 %
KUV	0,16	0,15	0,14
KGV	5,6	7,0	4,8

Schätzungen von CdC Capital



Geschäftsentwicklung

Die vergangenen Jahre standen im Zeichen der Restrukturierung der Hausprofi-Gruppe. Erstmals seit vier Jahren konnte die Gruppe im Geschäftsjahr 2004 mit 128.000 Euro einen positiven EBIT-Beitrag leisten. Ein weiterer wichtiger Schritt im vergangenen Jahr war die Kapitalerhöhung um 260.003 Aktien, wobei bei 165.871 Aktien auf die Sachkapitalerhöhung in Bezug auf die Gesellschaftsanteile der DIMEX-Gruppe entfielen. Dieser Vorgang hat wesentlich zur Entschuldung des Konzerns beigetragen. Die restlichen Aktien wurden in Form einer Barkapitalerhöhung ausgegeben, die der Gesellschaft liquide Mittel in Höhe von 2,17 Mio. Euro zuführte. Des Weiteren wurde aufgrund der hohen Kundennachfrage das Panaget-Werk der MDB France Group im letzten Jahr weit über die Kapazitätsgrenze betrieben. Die anhaltend gute Nachfragesituation führte zur Investitionsfreigabe eines weiteren Produktionsstandorts. Das neue Werk in Redon wurde Mitte des laufenden Jahres in Betrieb genommen. Das gesamte Investitionsvolumen betrug 4,5 Mio. Euro, wobei 1 Mio. Euro noch im vergangenen Geschäftsjahr wirksam wurden.

Durch den langen und schneereichen Winter wurde das Geschäft im Februar und März 2005 stark negativ beeinflusst. Somit wird zwar nach wie vor mit einer Umsatzsteigerung auf 130 Mio. Euro gerechnet, das Ergebnis aus dem Vorjahr wird durch die zusätzlichen Aufwendungen aber nicht gehalten werden können.

Fazit:

Die Ergebnisse der einzelnen Sparten konnten in den vergangenen Jahren nachhaltig verbessert werden, zudem werden die Kapazitätsausweitungen erst im kommenden Jahr voll zum Tragen kommen. Die derzeit laufende Kapitalerhöhung um 400.000 Aktien wird die Eigenkapitalsituation des Konzerns deutlich verbessern. Mit einem KGV 2006 (vor KE) von 4,8 sind die Valoren auch nach Ausgabe der neuen Aktien günstig.

Unser Research-Partner CdC Capital stellt monatlich an dieser Stelle einen interessanten Titel aus dem MicroCap-Bereich vor. Bitte beachten Sie, daß diese Titel markteng sind und teilweise nur sehr illiquide gehandelt werden.

TURNAROUND

Level 3 Communications

Vernetzt in die Zukunft

Wie für viele IT-Unternehmen galt bzw. gilt für die US-Gesellschaft Level 3 Communications: Dem Tal der Tränen folgt ein beachtlicher Aufschwung. Dieser ist jedoch bei weitem nicht so prognostizierbar sowie planbar, wie es die Führungsriege gerne hätte.

Groß im Geschäft

Level 3 Communications ist ein Schwergewicht seiner Branche und in den Segmenten Informationsdienste und Telekommunikation tätig. Die Gesellschaft bietet sich Kunden als Outsourcing-Partner für den Computerbereich sowie Systemintegrationsdienste an. Kernleistungen sind hochleistungsfähige Breitband- und entsprechende Backbone-Dienste. Die Kunden stammen aus den Branchen Kabelnetz, Mobilfunk oder auch Internet Service Providing. Die Deutsche Telekom AG ist einer der Kunden, wobei sich Level 3 auf bonitätsstarke Kunden fokussiert. Dies aus gutem Grund, denn das Unternehmen hat langfristige Verbindlichkeiten von mehr als 5 Mrd. US-\$. In diesem und im nächsten Jahr werden zusätzlich Verluste in dreistelliger Millionenhöhe ausgewiesen werden. Vor wenigen Jahren betrug die Marktkapitalisierung noch 44 Mrd. US-\$, heute liegt sie bei etwas über 2 Mrd. US-\$. Es kann nur noch besser werden?

Vor dem Markt

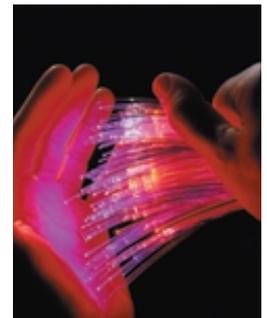
Level 3 Communications ist im Boomsegment Voice over Internet Protocol (VoIP) gut positioniert, das Telefonieren über das Internet gewinnt zusehends an Schwung, so daß die Datenleitungen enorme Datenmengen zu transportieren haben. Nur Glasfasernetze sind dafür langfristig bestens geeignet. Und eben das Glasfasernetz von Level 3 Communications zeichnet sich durch Einzigartigkeit aus: Level 3 verlegt immer zehn Rohre auf einmal. Sind Kapazitätsausweitungen notwendig, so wird lediglich ein neues Kabel in eines dieser Rohre geschoben. Le-



vel 3 weist unter anderem dadurch schon jetzt mit 70 % die höchste Bruttomarge aller Netzbetreiber auf. Konkurrenten wie Sprint und AT&T kommen lediglich auf Werte von 48 und 47 %. Unternehmen nutzen gerne die Dienste von Level 3, denn der Aufbau und die Finanzierung eines eigenen Netzes sind mit großem Aufwand verbunden, rechtliche Probleme können ein übriges tun.

Das liebe Geld

Die langfristigen Verbindlichkeiten betragen gut 5 Mrd. US-\$ und bestehen größtenteils aus Hochzinsanleihen. Davon werden alleine 3,6 Mrd. US-\$ im Jahr 2008 fällig. Viel Zeit, den Turnaround nachhaltig zu schaffen, bleibt also nicht. Das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres brachte einen Verlust von 188 Mio. US-\$ oder 27 Cents pro Aktie, nachdem sich das Minus im Vorjahr noch bei 63 Mio. US-\$ oder 9 Cents pro Aktie bewegt hatte. Restrukturierungskosten sind für die Verschlechterung ursächlich. Für das dritte Quartal mußte der Konzern ebenfalls seine Ziele revidieren: Statt eines niedrigen einstelligen prozentualen Rückgangs beträgt das Minus nun 4 bis 7 %.



Glasfasern sind das Level 3 Kerngeschäft

LEVEL 3 COMMUNICATIONS			
BRANCHE	NETZWERKBETREIBER		
WKN	912 667	AKTIENZAHL (MIO.)	688,8
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 11.11 (EURO)	2,65
MITARBEITER	4.500	M CAP (MIO. EURO)	1.825,3

	2004	2005E	2006E
UMSATZ (MIO. EURO)	3.712	3.500	3.400
% GGÜ. VJ.	-8,0%	-5,7%	-2,9%
EPS* (EURO)	-0,79	-0,31	-0,25
% GGÜ. VJ.	N.E.	N.E.	N.E.
KUV	0,49	0,52	0,54
KGV	N.E.	N.E.	N.E.

Schätzungen von Smart Investor

Fazit

Level 3 Communications ist ein janusköpfiger Wert: Wer dem Guten ins Gesicht blicken möchte, dem zeigt die Gesellschaft seine starke Marktstellung. Dem Bären hingegen zeigt Level 3 eine noch nicht gelungene Umstrukturierung sowie die starke Verschuldung.

Georg Baumfelder

MUSTERDEPOT

Wieder angeknüpft

Entpuppte sich der Oktober in der Tat als der erwartete kurzzeitliche Problemfall für die Börsen, so sieht die Lage Mitte November bereits gänzlich anders aus: Die Märkte laufen wieder.

Obwohl dieses Mal verlagsbedingt nur drei Wochen zwischen Smart Investor 11 und 12 lagen, katapultierte sich unser Musterdepot um stattliche 5,7 % nach vorne. Zweistellige Kurszuwächse erzielten einerseits die beiden Hebel-Zertifikate (auf Dax und Nikkei), andererseits aber z.B. auch der kanadische Erdöl- und Erdgasförderer Canadian Natural Resources. Und dies, obwohl der Ölpreis zuletzt auf den tiefsten Stand seit zwei Monaten zurücksank, was die Performance unseres langjährigen Depottitels in den letzten Wochen um so erstaunlicher erscheinen läßt. Auf diejenigen Länder, die wir im Musterdepot mit Zertifikaten abbilden, gehen wir weiter unten genauer ein, so daß zusammen mit der umfangreichen Bestandsaufnahme im letzten Smart Investor sämtliche De-

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE				
	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT
ADVA OPTICAL	510 300	5,80	1.000	5.800
GILEAD SCIENCES	885 823	42,95	150	6.443

Besprechungen/Analysen/Interviews: ADVA (9/2005), Gilead (8/2005)

potbestandteile nunmehr einmal komplett durchgesprochen sind – abgesehen von den beiden Neuzugängen ADVA und Gilead Sciences (siehe Transaktionsliste), die aber erst vor kurzer Zeit in zurückliegenden Smart Investor-Ausgaben analysiert worden waren. Unsere nun wieder auf 4 % abgesunkene Liquiditätsquote ließe indes vielleicht noch Spielraum für einen weiteren Zukauf.

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)											STICHTAG: 11.11.2005		
PERFORMANCE: +44,3 % SEIT JAHRESANFANG (DAX: +19,6 %); +5,7 % GG. VORMONAT (DAX: +5,2 %); +91,2 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +99,0 %)													
TITEL [LAND], (EMITTENT)	WKN	BRANCHE	SIP*	C/R*	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT-PERFORMANCE ANTEIL	VORMONAT	SEIT KAUF	
ARQUES INDUSTRIES [D]	515 600	BETEILIGUNGEN	A	9/5	140	27.10.2003	16,00	126,69	17.737	9,3 %	-4,7 %	+691,8 %	
CAN. NAT. RES. [CAN]	865 114	ÖL UND GAS	C	6/4	400	18.09.2003	8,50	39,36	15.744	8,2 %	+22,3 %	+363,1 %	
DAX HZ** LONG (CoBank)	CB5 YD8	-	D	9/7	1.000	22.02.2005	5,10	11,31	11.310	5,9 %	+28,4 %	+121,8 %	
NIKKEI HZ** LONG (ABN)	ABN 0AN	-	E	6/5	300	17.08.2005	16,72	29,82	8.946	4,7 %	+31,3 %	+78,3 %	
BAYWA [D]	519 406	AGRAR/BAUMÄRKTE	D	4/2	400	28.10.2003	9,50	15,82	6.328	3,3 %	-1,7 %	+66,5 %	
K+S [D]	716 200	DÜNGEMITTEL	C	5/2	150	01.09.2004	32,75	53,20	7.980	4,2 %	+1,7 %	+62,4 %	
INDIEN-ZERTIFIKAT (ABN)	256 685	-	B	6/4	250	19.05.2004	28,87	45,40	11.350	5,9 %	+6,3 %	+57,3 %	
FORTEC ELEKTRONIK [D]	577 410	ELEKTRONIK	C	7/3	150	27.04.2005	28,45	43,72	6.558	3,4 %	+4,2 %	+53,7 %	
UNITED INTERNET [D]	508 903	INTERNET SERVICES	C	7/5	300	27.04.2005	20,54	28,41	8.523	4,5 %	+5,1 %	+38,3 %	
CECE-ZERT. (RAIFF.CENTRO)	163 144	-	C	7/4	300	26.01.2005	15,47	20,65	6.195	3,2 %	+4,5 %	+33,5 %	
BB MEDTECH [CH]	898 194	MEDIZINTECHNIK	B	5/3	200	22.12.2004	28,90	37,55	7.510	3,9 %	+1,0 %	+29,9 %	
DR. HÖNLE [D]	515 710	UV-TECHNOLOGIE	D	6/4	700	09.06.2004	6,95	8,66	6.062	3,2 %	+3,7 %	+24,6 %	
NORILSK NICKEL [RUS]	676 683	ROHSTOFFE	B	6/4	100	13.07.2005	53,90	65,05	6.505	3,4 %	+13,0 %	+20,7 %	
BAADER [D]	508 810	WERTPAPIERHANDEL	C	7/4	1.000	13.04.2005	5,00	5,95	5.950	3,1 %	-0,8 %	+19,0 %	
ADVANCED MEDIEN [D]	126 218	MEDIEN	B	7/3	2.884	22.12.2004	1,685	1,99	5.739	3,0 %	-3,4 %	+18,1 %	
DOUGLAS HOLDING [D]	609 900	EINZELHANDEL	E	5/4	200	17.03.2005	27,91	32,00	6.400	3,3 %	+1,6 %	+14,7 %	
SILVER STAND. RES. [CAN]	858 840	SILBERMINEN	B	7/5	350	21.09.2005	10,85	11,83	4.141	2,2 %	+7,4 %	+9,0 %	
NEWCREST MINING [AUS]	873 365	GOLDMINEN	D	6/5	400	17.08.2005	11,04	11,98	4.792	2,5 %	+7,0 %	+8,5 %	
GILEAD SCIENCES [USA]	885 823	BIOTECHNOLOGIE	A	7/5	150	03.11.2005	42,95	45,79	6.869	3,6 %	-	+6,6 %	
CREATON VZ. [D]	548 303	BAUSTOFFE	E	5/3	300	16.02.2005	17,70	18,15	5.445	2,8 %	+3,2 %	+2,5 %	
ADVA OPTICAL [D]	510 300	NETZWERKTECHN.	A	8/5	1.000	03.11.2005	5,80	5,78	5.780	3,0 %	-	-0,3 %	
HUCKE [D]	609 510	BEKLEIDUNG	D	6/4	1.000	12.05.2005	3,30	3,24	3.240	1,7 %	-11,5 %	-1,8 %	
BALDA [D]	521 510	KUNSTSTOFFE	C	7/5	500	17.08.2005	10,01	9,55	4.775	2,5 %	-3,7 %	-4,6 %	
ALTANA [D]	760 080	PHARMA	E	4/3	200	25.02.2004	50,93	48,16	9.632	5,0 %	+6,1 %	-5,4 %	
									BESTAND	183.510	96,0 %		
									LIQUID.	7.676	4,0 %		
									GES.WERT	191.186	100,0 %		

* C/R: gibt Chance und Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch) an.
 * SIP: Das SI-Potentialometer zeigt an, in welcher Phase einer Kursbewegung sich eine Aktie befindet (von A="Einstieg jederzeit ratsam" bis E="Aktie wirkt angeschlagen" bzw. F="Verkauf") und welche Handlungsprämissen wir hieraus ableiten.
 Veränderungen beim C/R oder SIP gegenüber dem Vormonat werden wie bei farblich hervorgehoben.
 Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.

** HZ: Hebel-Zertifikat; OS: Optionsschein

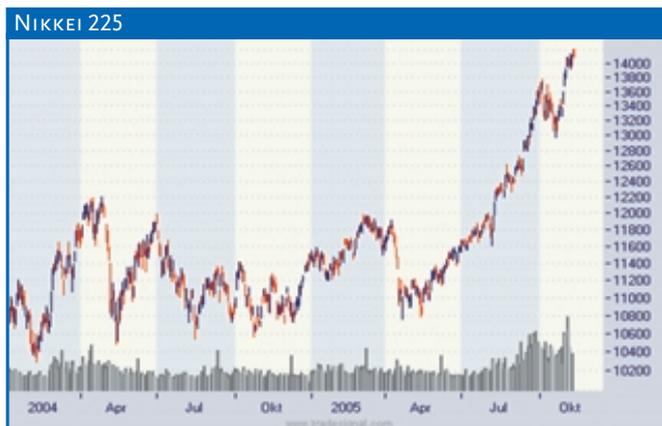
Länderengagements im Potentialometer-Check

Nachdem wir im letzten Smart Investor die Aktienpositionen unseres Musterdepots auf ihr Restpotential hin untersucht haben, kümmern wir uns jetzt um die Länderengagements. Allen vier Märkten billigen wir nach wie vor Kurspotential zu, da der langfristige fundamentale Trend in die richtige Richtung zeigt. Man darf sich nur von kurzfristigen Ungemütlichkeiten, wie sie eventuell beim Nikkei zu erwarten sind, nicht aus der Ruhe bringen lassen.

Japan:

In unserer Titelstory ab Seite 6 sagen wir eigentlich alles, was es zu Japan zu wissen gilt. Nach einem weiteren Anstieg dürfte der Aktienmarkt im Land der aufgehenden Sonne in eine ausgeprägte Korrekturphase eintreten, in der die stark überkaufte Lage abgebaut werden sollte. Das spekulative, „schnelle“ Kapital muß optimalerweise wieder aus dem Markt geschüttelt werden. Auch Smart Investor überlegt derweil, das Hebel-Zertifikat auf den Nikkei (ABN 0AN) daher zu verkaufen, ohne jedoch unsere langfristig positive Meinung zu Japan in Frage zu stellen. Wir können heute noch nicht abschätzen, wann die Korrektur beginnt und wie deutlich sie ausfallen wird. Allerdings dürfte der japanische Aktienmarkt das Tempo der vergangenen Monate nicht durchhalten.

SIP: E – Chance/Risiko: 5/5



Osteuropa:

Auch für Osteuropa, wo wir über den CECE-Index, der die drei Märkte Ungarn, Polen und Tschechien abbildet, investiert sind, bleiben wir optimistisch gestimmt. Die dortige Wachstumsstory steht zugegebenermaßen nicht mehr am Anfang, konditioniert sich aber im Zuge der in der EU vorherrschenden dynamischen Ungleichgewichte. Durch die Reformfreude der neuen EU-Mitglieder (eine „Flat Tax“ wird hier nicht erst diskutiert, sondern einfach eingeführt) hält sich das Wachstumstempo auf einem im Vergleich zum „alten“ Europa hohen Niveau. Dieser Mut der Politik schwappt auf die Unternehmen über und führt ihnen vor Au-

Anzeige



www.tradersjournal.de

TRADERS Journal

Mehr Wissen

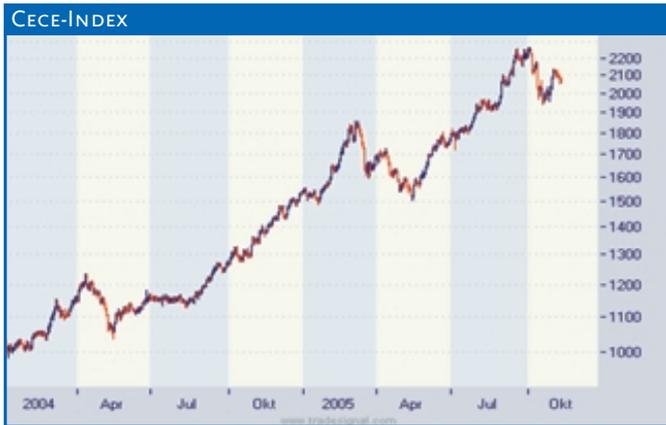
Besseres Training bedeutet besseres Trading!

Das erwartet Sie:

- Marktbeobachtungen und -analysen
- Newstrading mit Aktien
- Qualitativ hochwertige Infos rund um das Thema "Börse & Trading"
- Technische Analysen: Indizes, Sektoren, Aktien, Devisen, Commodities, Edelmetalle usw.
- Interviews mit Trading Profis
- Buchbesprechungen
- Weiterbildung durch persönliche Tipps nationaler und internationaler Trader
- Lehrgänge, Onlinekurse u.v.m.

Jetzt **kostenlos** anmelden!

www.TradersJournal.de



gen, wie konkurrenzfähig man sein kann, wenn man sich nur bewegt. Neue politische Konstellationen jedoch, wie seit kurzem in Polen durch die Machtübernahme durch die Kaczynski-Brüder, könnten kurzfristig für Korrekturen an den Aktienmärkten verantwortlich zeichnen. Gleiches gilt für steigende Zinsen oder die Angst vor einer abflachenden konjunkturellen Dynamik. Derlei Dips sind bislang aber immer beste Kaufgelegenheiten gewesen. Freilich ist die Volatilität weitaus höher als an etablierten Aktienmärkten, Vorsicht ist folglich geboten.

SIP: C – Chance/Risiko:6/5



Osteuropa ist - wie hier die estnische Hauptstadt Tallin - nach wie vor einen Blick wert, auch für den Anleger

Indien:

Noch etwas optimistischer bezüglich des Restpotentials sehen wir den indischen Aktienmarkt. Vor allem nachdem die kurze, aber heftige und für einen Emerging Market nicht untypische Korrektur die Phantasie der Anleger merklich zurechtgestutzt hat. Natürlich gibt es in Indien viele Dinge, die einen europäischen Investor verunsichern könnten: Die erneut aufgeschobene Veräußerung von 13 maroden Staatsfirmen etwa oder aber die zuletzt wieder aufgestockten Sozialprogramme, die den ohnehin schwer defizitären Haushalt in die Bredouille bringen. Oder die inzwischen wirklich teuren Treibstoffsubventionen, die dringend notwendige Mittel für Infrastrukturprojekte absaugen. Dies alles sind populistische Dreingaben, die sich das Land eigentlich nicht leisten kann. Dennoch wird dies überlagert vom Aufholprozeß, den sich das Land selbst und auch gezwungen durch den starken Nachbarn China verordnet hat. An den Wachstumsaussichten gibt es daher nichts zu rütteln, hierfür ist die demographische Struktur der Bevölkerung zu günstig und der Nachhol-

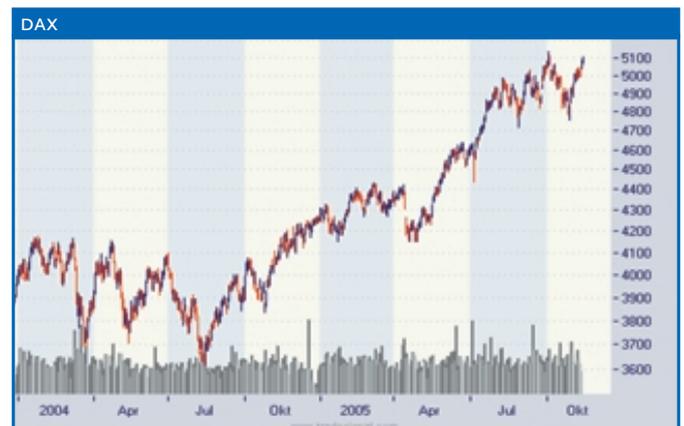
bedarf des Landes in allen Bereichen zu offenbar. Deshalb dürfte die Rally am indischen Börsenparkett weiterlaufen – und mit ihr unser Indien-Zertifikat (256 685), das wir bereits seit der Indien-Wahl im Mai 2004 halten.

SIP: B – Chance/Risiko: 7/5

Deutschland:

Ein Land nach der Wahl, die einen Regierungswechsel hervorgebracht hat, sollte eigentlich neue Dynamik entfalten und von so etwas wie einer Aufbruchstimmung übermannt werden. In Deutschland jedoch werden zunächst Posten verteilt und anschließend die Rezepte aus den 70ern mit halbherzigen Sparanstrengungen verquickt. Die noch laufende Quartalszahlensaison zeigt indes, wie stark sich die deutschen Unternehmen auf dem Weltmarkt positioniert haben, zumal die Dax-Konzerne ihre Gewinne vielfach mehrheitlich im Ausland einfahren und folglich von der noch wenig erbaulichen inländischen Situation daher kaum tangiert werden. Mit dem Dax dürfte es weiter, vielleicht sogar über den Winter wieder etwas nachhaltiger nach oben gehen. Hiervon sollte unser Hebel-Zertifikat (CB5 YD8) auf den deutschen Standardwerteindex überproportional profitieren. Der Zeitpunkt jedoch, an dem die Ampel kurzfristig mal auf Rot springt, rückt näher.

SIP: D – Chance/Risiko: 9/7



Ausblick & Fazit

Douglas dürfte, selbst wenn man die Expansion in die Auslandsmärkte forciert, die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 16 auf 19 % in Deutschland zu spüren bekommen. Bei Altana wiederum steht die Aufspaltung des Konzerns in den Pharma- und Chemiebereich in der Diskussion, eine eindeutige Perspektive fehlt daher momentan. Parallel zum Nikkei-Zertifikat überlegen wir auch hier, ob wir uns nicht besser von diesen Positionen trennen sollen. Umgekehrt sind wir positiv für die Nasdaq gestimmt, weshalb wir ernsthaft erwägen, einen weiteren Titel aus dem Technologiebereich aufzunehmen. Die Weichen, daß unser Musterdepot gut über den Winter kommt, wären damit gestellt.

Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir unsere Musterdepot-Transaktionen an. Die Anmeldung für den Newsletter sowie die Veröffentlichung des jeweils neuen Smart Investor Weekly (jeden Dienstag nachmittag) kann auf unserer Homepage www.smartinvestor.de vorgenommen werden.

BUCHBESPRECHUNG

„Das asiatische Jahrhundert“

Japan und China sind zwei Antipole, deren gemeinsame Anziehungskraft das Wirtschaftsgefüge der Welt neu zu bestimmen in der Lage sein wird. Zu diesem Schluß kommt Dr. Karl Pilny, der in seiner Analyse zunächst jedes Land für sich durchdekliniert und dessen jeweilige Schwächen und Stärken aufzeigt. Aufgrund der klaren Gliederung liest sich das Buch flüssig, man neigt gar zum Überfliegen, beispielsweise wenn es um das wirtschaftliche Erstarken Chinas geht. Pilny räumt zunächst mit der Mär auf, China

„China ist auf dem besten Weg, die Hysterie, die Japan Ende der 80er hervorrief, erneut auszulösen.“

sei nicht fähig, eigene Innovationen zu entwickeln. Im Gegenteil. So blickt China auf eine lange Tradition der Grundlagenforschung zurück. Dem Autor gelingt es ein ums andere Mal, geschichtliche Erklärungen für zahlreiche heute noch gültige Wirkungsketten heranzuziehen. Schnell wird klar, daß in China mehr heranreift als lediglich eine Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft. Pilny spielt hier gern mit Bildern und Szenarien, wie etwa jenem der Perfluß-Megacity, und exerziert das Kommende, manchmal vielleicht etwas flapsig, vor.

Für die einstmalige Wirtschaftssupermacht Japan wiederum entwirft Pilny ein zweigeteiltes Szenario. Mittelfristig dürfte das Land die Stagnation der 90er überwinden, als langfristige Problemlage werde sich jedoch vor allem die Demographie etablieren. Gleich-

falls bedenklich stimmt Pilny die Tatsache, daß Japan noch immer unter einem geringen Selbstwertgefühl leidet und daraus resultierend offensichtlich auch keine Verantwortung für sein Handeln in der Vergangenheit übernehmen will beziehungsweise kann. Hier fühlt der Leser Pilnys Nähe zu dem Land. Pilny arbeitet schließlich die kulturelle Nähe der beiden Kontrahenten als Ausgangspunkt einer exorbitanten Wirtschaftskraft heraus. Etwas epochal Neues wird hierdurch eingeläutet, eben das asiatische Jahrhundert. Mit der Schlußsequenz, in der Pilny die Frage „Kampf der Kulturen?“ stellt, extrapoliert er die Entwicklung auf ganz Asien. Leider trübt die hier gebotene Kürze den insgesamt positiven Gesamteindruck ein wenig.

Tobias Karow

„Das asiatische Jahrhundert – China und Japan auf dem Weg zur neuen Weltmacht“ von Dr. Karl Pilny; Campus-Verlag 2005; 340 Seiten; 24,90 Euro

Fünfseitige Zusammenfassungen zahlreicher Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie bei www.getabstract.com.

Anzeige



„You never have a second chance to make a first impression“

www.theinmedia.de

MEDIENTRAINING

DER COACH:

Uwe Nikolaus Thein, Regisseur

DER INHALT:

Es gibt wenige Regeln – aber viele Tricks!

DAS ZIEL:

Natürliche Präsenz vor Kamera und Publikum

in Kooperation mit
GoingPublicMedia
ARTIENGESELLSCHAFT

theinmedia 
FILM · TV · WEB-TV

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„In einem strukturellen Bullenmarkt“

Smart Investor im Gespräch mit dem Fondsmanager Hideo Shiozumi über den Zusammenbruch der japanischen „Bubble-Economy“, die Zurückhaltung inländischer Anleger sowie den schwachen Yen

Smart Investor: Herr Shiozumi, Sie blicken auf eine interessante Geschichte zurück. Wie wurde George Soros eigentlich auf Sie aufmerksam?

Hideo Shiozumi: George Soros kontaktierte mich 1983 und bat mich, nach New York zu kommen. Zu diesem Zeitpunkt wußte ich noch nicht, wer er war und was er tat. Wahrscheinlich kannte er meinen Namen daher, weil ich einer der wenigen japanischstämmigen Fondsmanager am japanischen Aktienmarkt in den 70ern und den frühen 80ern gewesen war.

Smart Investor: Zu welchem Typ Investor zählen Sie sich? Sind Sie ein Value- oder Growth-Investor und warum?

Shiozumi: Wir verfolgen zu 100 % einen Bottom-up-Ansatz, und das absolut diszipliniert. In den 35 Jahren, die ich jetzt für Portfolios verantwortlich bin, habe ich gelernt, wo der Schlüssel zum bestmöglichen Langfristinvestment liegt: Investiere in Unternehmen mit starken Fundamentaldaten und vermeide es, dich von den Trends der Märkte beeinflussen zu lassen.

Smart Investor: Auf welche Bewertungskennziffern schauen Sie folglich zuerst, wenn Sie sich ein Unternehmen näher betrachten?

Shiozumi: Für uns sind Unternehmen interessant, deren Gewinne innerhalb eines Zeitraums von drei bis vier Jahren um mindestens 20 % jährlich wachsen. In diesen vier Jahren sind die Gewinnentwicklungen der letzten ein bis zwei Jahre enthalten. Aber auch die Ertragsprognosen für die kommenden zwei Jahre finden Berücksichtigung. Darauf aufbauend prüfen wir die Bewertung der Unternehmen, indem wir das KGV mit den Wachstumsraten eines Unternehmens ins Verhältnis setzen (PEG-Ratio).

Smart Investor: Bezogen auf Ihr Gesamtportfolio würde uns interessieren, wie Sie Risiken kontrollieren?

Shiozumi: Königsdisziplin und zentraler Bestandteil innerhalb des Risikokontroll-Prozesses ist sicherlich das Verkaufen. Wir beurteilen unsere Aktien immer dann neu, wenn einer der folgenden drei Faktoren zutrifft: 1) Eine Aktie entfernt sich durch eine relativ sehr starke Entwicklung zu weit von ihrer fundamentalen Bewertung. 2) Das PEG steigt auf über 1. Die Gewichtung einer Aktie wird durch Verkäufe konstant gehalten. Steigt das PEG auf über 1,5, wird die Position reduziert oder gänzlich veräußert. 3) Innerhalb der fundamentalen Rahmendaten haben sich signifikante Änderungen ergeben.

Smart Investor: Gibt es derzeit bestimmte Sektoren, die Sie favorisieren?

Shiozumi: Wir legen unser Hauptaugenmerk nicht auf einzelne Sektoren. Für uns zählt nur, Aktien von Gesellschaften zu finden, deren Gewinne nachhaltig wachsen. In den letzten Jahren hat es sich fast schon zufällig ergeben, daß wir solche Unternehmen vor allem unter den binnenmarktorientierten Dienstleistungs- und Handelskonzernen in Japan gefunden haben. Derzeit stehen Aktien aus diesen beiden Sektoren für etwa 70 % der im Portfolio enthaltenen Werte.

Smart Investor: Vor einigen Monaten prognostizierten Sie einen Nikkei-Stand von 20.000 Punkten für die nächsten Jahre. Ist die nachhaltige Erholung der japanischen Wirtschaft Grund für Ihre Zuversicht?

Shiozumi: Als die Bubble-Economy im Jahr 1990 zusammenbrach, hatte Japan drei schwere Bürden zu schultern: Überkapazitäten in der Produktion, Arbeitskräfteüberhang und eine ausufernde, fast schon exzessive Verschuldung der Unternehmen. Diese Probleme liegen definitiv hinter uns. Die aktuelle, vor allem vom Binnenkonsum getriebene wirtschaftliche Erholung ist nichts anderes als ein Resultat der strukturellen Reformen. Eines wird doch immer deutlicher: Die Erholung der Konjunktur färbt langsam aber sicher vom Unternehmens- auf den Privatsektor ab. Indem der Konsum wieder kontinuierlich wächst, zeigt sich der eigentliche Unterschied zu den frühen Aufschwüngen, als jeweils der Export und der Staat ein kurzes Aufbäumen bewirkten.

Smart Investor: Sehen wir daher jetzt erst die erste Phase des Bullenmarktes?



*Der in den USA zum Betriebswirt ausgebildete **Hideo Shiozumi** (62) arbeitete in den 70er und 80er Jahren bei Robert Fleming in London, bevor er Shiozumi & Company gründete, um die Japan-Engagements von George Soros' Quantum-Fonds zu managen. Seit 1996 betreut er mit Shiozumi Asset Management u.a. den nur in Großbritannien zugelassenen Japan-Fonds der amerikanischen Fondsgesellschaft Legg Mason.*



Für Hideo Shiozumi hat sich das Hausse-Puzzle in Japan bereits größtenteils zusammengefügt
Quelle: Japan National Tourist Organization

Shiozumi: So würde ich das nicht sagen. In unseren Augen hat der japanische Aktienmarkt seinen 15jährigen Abwärtstrend gebrochen und einen strukturellen Bullenmarkt begonnen, der durchaus die nächsten drei bis fünf Jahre anhalten kann. Während dieser Phase dürfte sich der Kabutocho von der Wall Street abkoppeln und einer der besten Aktienmärkte der Welt sein. Wie kommen wir zu dieser Auffassung? Nun, zunächst haben die Banken ihre Verschuldung drastisch reduziert. Daneben steigen das erste Mal seit 15 Jahren die Immobilienpreise, die Deflation ist also wirklich auf dem Rückzug. Aber auch die Situation auf dem Arbeitsmarkt verbessert sich stetig, erkennbar ist dies an den wieder zunehmenden Löhnen. Wir erleben derzeit das erste Mal seit dem Zerfall des Kartenhauses eine solch breite Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmendaten.

Smart Investor: Ist es dann nicht überraschend, daß japanische Investoren selbst bisher kaum an der Aufwärtsbewegung teilgenommen haben?

Shiozumi: Inländer haben in diesem Jahr begonnen, sich stärker in ihrem Heimatmarkt zu engagieren. Dennoch agieren sie noch sehr zurückhaltend, weil sie sich während der Baisse schlicht die Finger zu oft verbrannt haben. Sie sind immer noch massiv, auch im Ausland, im Anleihenbereich investiert. Wir erwarten ein zunehmendes Umschichten in den Aktienmarkt für das nächste Jahr, wenn die japanischen Zinsen zu steigen beginnen.

Smart Investor: Steigende Zinsen sprächen auch für einen wieder stärkeren Yen.

Shiozumi: Ganz richtig. Wir erwarten gegenüber dem US-Dollar einen wieder stärkeren Yen irgendwann im zweiten Halbjahr 2006. Genau dann, wenn die Bank of Japan ihre Politik des ultrabiligen Geldes beendet und die Zinsen wieder zu steigen beginnen. Der Aktienmarkt dürfte wegen der nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung dennoch fester tendieren, wenngleich die großen Exporttitel unter einem wieder stärkeren Yen leiden dürften. Dagegen werden binnenmarktorientierte Werte überproportional von den strukturellen Veränderungen in Japan profitieren. Japans Wirtschaft entwickelt sich nämlich von einer stark regulierten zu einer stark deregulierten, von einer produktionsbasierten hin zu einer dienstleistungsorientierten Volkswirtschaft – eben dem neuen Japan.

Smart Investor: Aber wird Japan überhaupt genug Zeit haben, um sich wirklich zu erneuern? Die demographische Situation ließe ja Gegenteiliges erwarten.

Shiozumi: Die japanische Regierung unternimmt momentan alles, um durch geeignete Maßnahmen die Wirtschaft anzukurbeln. Gleichzeitig sollen öffentliche Ausgaben gekürzt und Steuererinnahmen maximiert werden, etwa über eine Erhöhung der Mehrwertsteuer. Demographische Überlegungen stehen da vorerst hinten an.

Smart Investor: Herr Shiozumi, wir danken Ihnen für die Einblicke in Ihre tägliche Arbeit.

Interview: Tobias Karow

Anzeige

DIE ZÜRICH AXIOME

Die wahren Gesetze der Geldanlage

Seit zwei Jahrzehnten verlassen sich Schweizer Banker bei ihren Risikogeschäften auf 12 goldene Regeln. Von der »vernünftigen Angst vor dem Risiko« bis zur »richtigen Einschätzung von Intuitionen« – diese Axiome müssen befolgt werden, um risikoreich und trotzdem erfolgreich zu investieren. Max Gunther hat diese Axiome in seinem Buch zusammengefasst und der Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Ein Muss für jeden, der risikoreich investieren will.



Gunther, Max
Die wahren Gesetze der Geldanlage
168 Seiten, Hardcover mit Schutzumschlag
19,90 € (D); 20,50 € (A); 34,90 CHF,
ISBN 3-89879-158-0, München 2005,
FinanzBuch Verlag

»Max Gunthers Buch, die Zürich-Axiome, ist mein absolutes Lieblingsbuch.«

Larry Williams



TOP-INHALTE

Biographien
Geschichte
Politik & Gesellschaft
Wirtschaft & Geld
Natur & Technik
Reise & Sport
Ratgeber



CD 29.90 EUR
MP3 23.90 EUR

„Bei weitem das Beste, was je über das Verhandeln geschrieben wurde.“

John K. Galbraith



CD 19.90 EUR
MP3 15.90 EUR

„No other management book will ever be needed!“
Warren E. Buffett



CD 19.90 EUR
MP3 15.90 EUR

„Durch den psychologischen Ansatz sticht Sprengers Buch aus der langen Reihe der Reformaufrufe heraus.“

Handelsblatt

Ihr Premium-Angebot:
3 Hörbücher
im MP3-Abo
für 16.99 EUR

70%
Ersparnis

LESERBRIEFE

Fehlender Weit- bzw. Durchblick?

? Anfang nächsten Jahres werde ich 87, habe also keine Zeit mehr für mittel- und langfristige Investments. So hatte ich mit Leasing99 schnell einen 20 %igen Kursgewinn gemacht, dann aber fiel die Aktie um die Hälfte. In Smart Investor 11/2005 lassen Sie kein gutes Haar an Leasing99. Ich glaube, daß für den Kurssturz von 80 auf 40 Euro keine Unternehmensmeldungen verantwortlich waren, das Unglück war von außen gemacht. Dem Börsenbrief Inside Guide zufolge werden noch in diesem Jahr Kurse von 80 Euro erwartet, dann soll es zügig auf 160 Euro gehen.

Werner Meier*, München

*) Name von der Redaktion geändert

SI Uns erscheint das ganze Unternehmen zu wenig transparent, von daher unsere – wohl auch angebrachte – Skepsis bei Leasing99. Ihr kurzfristig verzeichneter Buchgewinn zu Beginn Ihres Engagements hat Sie derweil die notwendige Vorsichtigkeit vergessen lassen, die auch für Spekulationen stets angesagt ist. Etwas „mittelfristiger“ dürfen Sie schon disponieren: Lieber mittelfristig einigermaßen im Plus als kurzfristig im Minus. Allein schon die Prognose des zitierten Börsenbriefs, daß sich der Kurs von den derzeitigen knapp 50 Euro aus mehr als verdreifachen soll, muß stutzig machen. Dies kann nur unseriös sein. Folgende Anmerkung sei erlaubt: Smart Investor empfiehlt nicht arg viele Titel pro Ausgabe, hat aber auch die ganze Zeit hindurch, von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen, keinen „Super-Flop“ zu beklagen. Und so soll es bleiben.

? Ich kann Ihre bullischen Prognosen für den Aktienmarkt gut nachvollziehen. Der für die US-Aktien zuständige Chef-Strategie der Citigroup, Tobias Levkovich, bediente sich eines Modells, in das



Smart Investor 11/2005

15 verschiedene Methoden zur Messung von Bewertungen, Gewinnen und Stimmungsfaktoren eingehen. Derzeit, so Levkovich, befinde sich der Aktienmarkt auf einem Bewertungsniveau, das in der Vergangenheit – hier wurden die Daten der letzten 45 Jahre analysiert – in 100 %(!) der Fälle zu deutlichen Kursgewinnen in den folgenden zwölf Monaten geführt hat.

Wilhelm Eberhardt, Huglfing

SI Mit unserer optimistischen Aktienmarkteinschätzung sind wir bei denjenigen Experten, denen wir den erforderlichen Durchblick bescheinigen, in guter Gesellschaft. Verwunderlich wäre indes, wenn sämtliche Analysten oder auch nur vermeintliche Experten bullish wären. Dies ist aktuell jedoch alles andere als der Fall: Statt dessen überwiegt die Skepsis wegen diesem oder jenem, was ohnedies gemeinhin bekannt ist, also auch eingepreist sein sollte. Es ist weniger die Zustimmung von Experten wie Levkovich als vielmehr genau diese weitverbreitete Skepsis, die uns ein ums andere Mal in unserer Einschätzung bestätigt.

Die Reaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, daß er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird.

Leserbriefe bitte an info@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ADVA OPTICAL NETWORKING	510 300	46
COEUR D' ALENE	868 071	33
CONERGY	604 002	24
D1 OILS	A0D NGZ	24
ER SOL	662 753	24
GAMESA CORP.	A0B 5Z8	24
GILEAD SCIENCES	885 823	46
GOOGLE	A0B 7FY	12
H&R WASAG	775 700	36
HECLA MINING	854 693	33
LEVEL 3 COMMUNICATIONS	912 667	45
LINOS	525 650	14
MDB	658 310	44
MENSCH UND MASCHINE	658 080	40
MORPHOSYS	663 200	41
NORILSK NICKEL	676 683	43
NTT DocCoMo	916 541	38
ÖSTERR. ELEKTRIZITÄTSWIRTSCHAFTS-AG	877 738	24
PAN AMERICAN SILVER	876 617	33
Q.CELLS	555 866	24
REPOWER SYSTEMS	617 703	24
ROFIN-SINAR	902 757	14
SOLARWORLD	510 840	24
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	42
THEOLIA	A0B 550	24
TRIPLAN	749 930	42
VESTAS WIND SYSTEMS	913 769	24

Themenvorschau bis Smart Investor 3/2006

Kapitalmarktausblick 2006

Thailand: Vor kurzem noch pfui, jetzt wieder hui!

Investieren in Kunst: Eine Kunst für sich

Sektor-Rotation: Wann Branchen in oder out sind

Öl und kein Ende: Wie geht's weiter?

Samba in Südamerika: Wie lange noch?

Anlegerpsychologie: Über mentale Fallstricke

Ein kritischer Blick auf den Zweitmarkt für LV-Policen

Staatsbankrott: Muß er kommen und wenn ja, wie?

Alan Greenspan: Was geschieht, wenn er abtritt?

Beteiligungsgesellschaften: Riesiges Spektrum

Nanotechnologie: Boom oder Bust?

Monopole und deren Auswirkung auf die Wirtschaft

Elliott-Wellen-Analyse: Von Impulsen und Korrekturen

Einer Teilaufgabe dieser Ausgabe liegt eine Beilage der FID Verlag GmbH bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

3. Jahrgang 2005, Nr. 12 (Dezember)

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),
Falko Bozicevic (stellv.),
Tobias Karow, Ralph Malisch

Freie Mitarbeiter:

Jürgen Büttner, Michael Fuchs,
Daniel Haase, Magdalena
Lammel, Frank Schnattinger

Gast-Autoren:

Maximilian Brandl, Thomas
Germann, Alexander Hirsekorn,
Hilmar Platz, Robert Rethfeld,
Werner Ullmann

Interviewpartner:

Adi Drotleff, Dr. Simon Moroney,
Dr. Karl Pilny, Hideo Shiozumi

Redaktionsanschrift:

sh. Verlag, Fax: 08171-419641,
eMail: redaktion@smartinvestor.de

Bildredaktion:

Michael Fuchs, Tobias Karow

Titelbild:

Japan National Tourist
Organization

Cartoons:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die
Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

Anzeigenleitung:

Janett Sander,
Tel.: 08171-4196347
Fax: 08171-419656

Erscheinungs- termine 2005:

18.12.04 (1/05), 29.1. (2/05),
26.2. (3/05), 19.3. (4/05),
30.4. (5/05), 28.5. (6/05),
25.6. (7/05), 30.7. (8/05),
27.8. (9/05), 30.9. (10/05),
29.10. (11/05), 26.11. (12/05),
17.12. (1/06)

Redaktionsschluß:

11. November 2005

Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,
Jahresabonnement: 48 Euro in
Deutschland, 60 Euro im europä-
ischen Ausland, 80 Euro im Rest
der Welt (Zustellung im Ausland
jeweils per Luftpost). Alle Preise
incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656
eMail: abo@smartinvestor.de

Research:

Kooperationspartner der
Smart Investor-Redaktion
ist „Der Wellenreiter“ (www.wel-
lenreiter-invest.de)

Charts

Die Charts wurden erstellt mit Tai-
Pan von Lenz + Partner AG sowie
TradeSignal von www.tradesi-
gnal.com.

Druck:

Joh. Walch GmbH & Co. KG,
Augsburg

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen zugrunde,
welche die Redaktion für verläß-
lich hält. Eine Garantie für die
Richtigkeit kann allerdings nicht
übernommen werden. Bei unauf-
gefordert eingesandten Beiträgen
behält sich die Redaktion Kürzun-
gen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

© 2005 Smart Investor Media
GmbH, Wolfratshausen. Alle
Rechte, insbesondere das der
Übersetzung in fremde Sprachen,
vorbehalten. Ohne schriftliche Ge-
nehmigung der Smart Investor
Media GmbH ist es nicht gestattet,
diese Zeitschrift oder Teile daraus
auf photomechanischem Wege
(Photokopie, Mikrokopie) zu ver-
vielfältigen. Unter dieses Verbot
fallen auch die Aufnahme in elek-
tronische Datenbanken, Internet
und die Vervielfältigung auf CD-
ROM.

ZKZ 61978, ISSN 1612-5479

ZU GUTER LETZT

Der Hype

Von Ralph Malisch, Redakteur des Smart Investor

Wir haben uns daran gewöhnt, Nachrichten vor allem unter dem Gesichtspunkt ihres Neuigkeitswerts wahrzunehmen. Etliche Tageszeitungen führen die Adjektive „Neu“ oder gar „Neueste“ – also noch neuer als neu – sogar in ihrem Titel, so als sei Aktualität alles, worum es in diesem Bereich ginge; ist tatsächlich nichts älter, als die Zeitung von gestern, wie ein Branchen-Bonmot behauptet?

Nachrichten am laufenden Band

Insbesondere der Boulevardbereich, der täglich um die Aufmerksamkeit der Käufer buhlt, befriedigt vor allem vermutete Bedürfnisse des Publikums nach Sensation und Anteilnahme. Neben den Klassikern „Sex and Crime“ sind dies Katastrophen und Skandale, die am laufenden Band präsentiert und im letzten Falle häufig genug auch selbst produziert werden. Angesichts des steten Nachschubs ist es nicht weiter verwunderlich, daß die Sensationen vergangener Tage und Wochen genauso schnell verpuffen oder aus dem Gedächtnis verschwinden, wie weiland die Gegenstände auf Rudi Carrells Laufband: Tsunami, Feinstaub, Hurrikan, Erdbeben, Vogelgrippe, Vorort-Randale, Steuerlügen etc. ...

Medienrummel

Wenn man ältere Zeitungen oder Fernsehbilder betrachtet, dann denkt man nicht nur unwillkürlich „Was ist eigentlich daraus geworden?“ Zudem erscheinen viele der Skandale jener Zeit vergleichsweise harmlos. Um in der Flut der Bilder und „Informationen“ überhaupt noch Aufmerksamkeit zu erregen, sind

künstliche Übertreibung und Skandalisierung, also der klassische Medienrummel, neudeutsch „Hype“, die Stilmittel der Wahl. Dennoch, oder gerade weil eine immer weiter beschleunigte Bilderflut im Videoclip-Format auf das Publikum niederprasselt, nimmt die Abstumpfung der Menschen gegenüber den Ereignissen tendenziell zu. Was gestern noch Sensation war, wird heute mit einem Schulterzucken quittiert. Die Reaktionen auf die Terroranschläge der vergangenen Jahre und auf die Naturkatastrophen der letzten Monate mögen dies veranschaulichen. Die Betroffenen aber sind nach kurzfristig überschäumender Aufmerksamkeit dem Vergessen anheim gegeben.



Scheinbar gut informiert

Wenn Nachrichten dann auch noch mit der Bugwelle „Breaking News“ über die Laufbänder huschen, mögen wir subjektiv schon den Eindruck bekommen, zu einer Art Informationselite zu gehören, die auf schnellstem Wege über alles Wichtige unterrichtet wird. Stürmt dieselbe Nachricht gleichzeitig über mehrere Medien auf uns ein – und das ist die Regel –, dann wird unsere ohnehin vorhandene Tendenz zur Überbewertung des Aktuellen noch verstärkt.

Den Hype nutzen

Grundsätzlich sollte man nicht davon ausgehen, daß man durch den Konsum von Massenmedien entscheidend anders denken wird, als es die Masse tut, oder daß man etwas schneller erfährt als die Masse oder gar der Markt. Gerade weil sich der Markt von den Schlagzeilen eines echten Hypes häufig nicht mehr beeindruckt läßt, gibt es im Publikum immer wieder große Verwirrung: Warum kann der Markt nicht akzeptieren, was doch „die Spatzen von den Dächern pfeifen“? Eben weil sie es inzwischen von den Dächern pfeifen! Denn wir können sicher sein: Kein Hype währt ewig. Genau deshalb sollten wir asiatische Aktien kaufen, wenn die Region als riesiges Vogelgrippe-Lazarett charakterisiert wird, und auf deutsche Aktien setzen, wenn das Land unrettbar verloren scheint.

