

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Dollar / Euro

Ein Blick hinter die Kulissen



FAVORITENWECHSEL:
Technologietitel wieder
auf dem Vormarsch

AKTIENANALYSEN:
u.a. Bor. Dortmund, Rambus,
Singulus, Solartron, Yanzhou

AUTOBAHNBETREIBER:
Mehr Verkehr, mehr Privatisierung
– das Geld liegt auf der Straße



EDITORIAL

Schreck, laß nach!

Es ist eigentlich nicht meine Art, in einer bereits schon seit vielen Wochen laufenden Debatte noch meinen Senf dazuzugeben. Andererseits erscheint mir die Diskussion um Heuschrecken, Hedgefonds und Raubtierkapitalismus viel zu essentiell und tiefgreifend, als daß ich sie nun kommentarlos an mir vorüberziehen lassen könnte.

Zunächst: Es ist wahrlich kein deutsches Phänomen, sich über den Ausverkauf seiner Industrie durch ausländische Finanzinvestoren aufzuregen. Den gleichen Aufschrei wie heute bei uns gab es bereits Ende der 80er Jahre in Amerika, als dort die im Geld fast ersauenden Japaner alles wegkauften, was nicht niet- und nagelfest war. Ende der 90er Jahre war es dann wiederum das inzwischen kriselnde Japan, welches von ausländischen Heuschrecken, vor allem amerikanischen, heimgesucht wurde. In beiden Ländern ging es anschließend wieder aufwärts.

Es gehört nun einmal zu den Spielregeln einer globalisierten Welt, daß jeder überall agieren kann. Tatsächlich aber wird auch mir beim Gedanken, daß 23 unserer 30 Dax-Unternehmen bereits schon nicht mehr mehrheitlich in deutscher Hand sind, irgendwie flau im Magen, zugegeben. Aber deswegen auf diejenigen einzudreschen, die einfach nur versuchen, in diesem Spiel unter Einhaltung der Regeln und mit dem Ziel zu gewinnen mitzumachen, das ist der falsche Weg. Und noch falscher ist der Weg, diese Spielregeln nun auch noch ändern zu wollen. Leider ist genau dies der Weg, den Deutschland schon seit den 70er Jahren beschreitet: Immer erst überall dabei sein wollen und den Wohltäter spielen, und wenn's an die Substanz geht, dann wird nach neuen Regeln geschrien. Das beste Beispiel dafür ist die deutsche Rolle in der Europäischen Union. Daß die Heuschrecken nun vermehrt hierzulande grasen, ist nicht die Ursache des Übels, sondern vielmehr das Symptom einer jahrzehntelang verfehlten, weil gängelnden Wirtschaftspolitik.

Deutschland, und im übrigen auch Frankreich, sind auf dem besten Wege, ihr Schlußlicht-Dasein innerhalb Europas auf Dauer zu zementieren, unseren unflexiblen scheuklappentragenden Politikern sei Dank. Wachstum und Dynamik dagegen gibt es im Süden und im Osten Europas, dort wird künftig die Musik spielen. Apropos Musik: Die Länder-Plazie-



Ralf Flierl,
Chefredakteur

PLAZIERUNGEN BEIM EUROVISION SONG CONTEST IN KIEW

RANG	LAND	PUNKTE
1	GRIECHENLAND	230
2	MALTA	192
3	RUMÄNIEN	158
4	ISRAEL	154
5	LETTLAND	153
6	MOLDAU	148
7	SERBIEN-MONTE.	137
8	SCHWEIZ	128
9	NORWEGEN	125
...
19	SCHWEDEN	30
20	UKRAINE	30
21	SPANIEN	28
22	GROSSBRITANNIEN	18
23	FRANKREICH	11
24	DEUTSCHLAND	4

Auf den ersten 7 Plätzen rangieren ausschließlich Länder aus dem Süden und Osten Europas; Deutschland und Frankreich bilden die Schlußlichter.

rungen beim Eurovision Song Contest am 21. Mai in Kiew (sh. Tabelle) sieht der „inoffiziellen Dynamik-Rangliste Europas“ verdammt ähnlich. Die Lage hierzulande scheint allerdings so desolat, daß es, analog zu den oben beschriebenen Entwicklungen in USA und Japan, eigentlich fast nur mehr aufwärts gehen kann. Auf daß der-(Heu-)Schrecken endlich aufgehört!

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.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

HIER IST MEHR FÜR SIE DRIN!

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

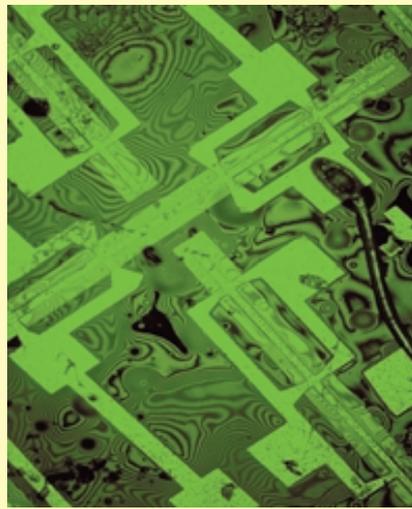
Telefon 0 89 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de





*Titelstory:
Die Auferstehung des Greenback?*

Derzeit wird kontrovers diskutiert, ob sich der Höhenflug des Euro fortsetzt oder ob es eine Trendumkehr zugunsten des stark gebeutelten Dollar gibt – die Titelstory beleuchtet Pro und Contra aus fundamentalen und sentimenttechnischen Gesichtspunkten, ergänzt durch die charttechnischen in „Das große Bild“: Seiten 6-8 sowie 21-24.



*Technologieaktien:
Rückkehr auf die Überholspur*

Totgesagte leben bekanntlich länger: Warum es ein Fehler sein könnte, die dominierenden Hochtechnologieaktien ihrer Branche wie z.B. Microsoft, eBay oder Adobe abzuschreiben, lesen Sie auf den Seiten 12-14 sowie auch im „Großen Bild“, Seite 21-24. Weitere Technologietitel in dieser Ausgabe: Solartron (S. 20), Rambus (S. 32) und Singulus (S. 39).



*Interview:
Fondsmanager Peter Dreide*

Peter Dreide, Fondsmanager des Quartus-Value Fonds Universal, hält die Aktienmärkte derzeit für deutlich unterbewertet, allen voran die Nasdaq. Aus seiner Sicht sind vor allem die Technologie-Unternehmen aussichtsreich, die die Branchenkonsolidierung zum Aufbau einer monopolartigen Marktstellung genutzt haben. Seiten 40/41.

Märkte

- 6** **Titelstory:**
Die Auferstehung des Greenback – Die Zukunft des Euro/Dollar-Verhältnisses aus einem alternativen Blickwinkel; von Dennis Metz
- 10** **Moderne Wegzöllner –** Für Europas Autobahnbetreiber liegt das Geld auf der Straße
- 12** **Cash-Bringer statt Cash-Burner –** Im TMT-Sektor werden mitunter Monopolgewinne verdient
- 15** **Eine Fundgrube für Gold Bugs? –** Ein Bericht vom Stockday Mining & Exploration 2005; von Oliver Frank, Chefredakteur von „Der Goldreport“

Hintergrund

- 16** **Prinzipien des Marktes:**
Saisonalitäten
- 18** **Derivate:**
Auf Bulle komm raus – Derivate für Optimisten
- 19** **Derivate:**
„Individuelle Anlageziele und Markterwartungen in Einklang bringen“; Interview mit Dr. Wolfgang Gerhardt von Sal. Oppenheim

- 20** **Nachhaltiges Investieren:**
Solartron – Thailändischer Solarmodulhersteller

Research – Märkte

- 21** **Das große Bild:**
Up, up and away!
- 24** **„Konstruktiv vorsichtig“;**
Interview mit Markttechniker Alfons Cortés
- 25** **Sentimenttechnik:**
NYSE-Börsensitz-Indikator
- 26** **Relative Stärke:**
Verzagtheit auf hohem Niveau
- 27** **Commitment of Traders (CoT)**
US-Dollar: schrittweise Befestigung
- 28** **Edelmetalle:**
Gold: Noch im Aufwärtstrend

Research – Aktien

- 29** **Buy & Good Bye:**
Bayer und Transocean Offshore
- 30** **Gastanalyse:**
cash.life; von Peter Klostermeyer, Adiuventa
- 32** **Aktie im Blickpunkt:**
Rambus – Gehypt und gerichtet
- 34** **Turnaround:**
Borussia Dortmund – Bald vor der finalen Wahl?

- 36** **Musterdepot:**
Frisches Blut
- 38** **Emerging Markets-Aktie:**
Yanzhou Coal Mining – China ist auf Koks(kohle)
- 39** **MoneyTalk:**
Stefan Baustert, Singulus Technologies

Potpourri

- 40** **Interview mit einem Investor:**
„Die Nasdaq ist deutlich unterbewertet“; Peter Dreide, Fondsmanager
 - 42** **Buchbesprechung:**
„Brot und Spiele“, von Andreas Popp
 - 43** **Kolumne:**
Gefallene Engel – Rückkehr der Technologiewerte?; von Reinhard Schliker
 - 44** **Leserbriefe:**
Feedback auf den *Smart Investor Weekly*
 - 46** **Zitate:**
Ausgewogene Verhältnisse
-
- 45** **Unternehmensindex/Impressum und Vorschau auf Smart Investor 7-9/2005**



TITELSTORY

Die Auferstehung des Greenback

Die Zukunft des Euro/Dollar-Verhältnisses aus einem alternativen Blickwinkel

Von Dennis Metz

In der Presse wird momentan kontrovers diskutiert, ob der Höhenflug des Euro noch weiter andauern oder ob es eine Trendumkehr zugunsten des stark „gebeutelten“ Dollars geben wird. Die Ergebnisse sind – je nach Gewichtung der einzelnen Argumente und der persönlichen Einschätzung des Analysten – bekanntermaßen äußerst unterschiedlich. Eine Vielzahl von Faktoren hat auf die Entwicklung von Wechselkursen Einfluß. Um eine aussagekräftige Analyse zu erstellen, sollte daher stets die gesamte „Großwetterlage“ in einem Währungsraum betrachtet werden. Diese läßt sich jedoch nicht nur in Zahlen fassen, sondern besteht immer auch aus qualitativen Faktoren. Trotz ihrer Bedeutung bleiben diese in den meisten Prognosen weitgehend unberücksichtigt.

Dieser Artikel versucht, das Spektrum der betrachteten Daten zur Bewertung des Wechselkursverhältnisses Euro/US-\$ zu erweitern und einen Blick über den „Tellerrand“ der herkömmlichen Ansätze zu ermöglichen. Im folgenden wird eine Reihe an Faktoren vorgestellt, die eine wichtige Rolle in der Entwicklung des Euroraums spielen.

Ratifizierung EU-Verfassung

Nachdem die europäische Verfassung inzwischen vollständig ausgearbeitet wurde, bleibt fraglich, ob sie auch von allen Mitgliedsstaaten der EU angenommen wird. Sie soll der Europäischen Union eine einheitliche Struktur geben. Scheitert das sogenannte Ratifikationsverfahren, stehen der EU „stürmische Zeiten“ bevor. Sogar von einer Spaltung der EU wird in diesem Zusammenhang gesprochen. Ein Plan B – eine Art Ausweichplan – wurde nie angedacht, und daher gibt es ihn auch nicht. Dabei sind die Meinungsumfragen in einigen Ländern äußerst knapp. Ein Scheitern der Abstimmungen würde verhindern,

daß die EU handlungsfähiger werden würde. Die wirtschaftliche Konsequenz wäre eine Verlangsamung des Reformprozesses Europas und eine Schwächung der Mitgliedsstaaten im globalen Wettbewerb. In der Folge würde der Euro gegenüber dem US-Dollar mit großer Sicherheit geschwächt werden.

Reform des Euro-Stabilitätspaktes

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist eine Vereinbarung zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten der europäischen Gemeinschaft mit dem Ziel, die Neuverschuldung zu begrenzen. Der Pakt fordert von den Eurländern einen möglichst ausgeglichenen Staatshaushalt; die Neuverschuldung darf



Dennis Metz fand bereits in seiner frühen Jugend zu den Finanzmärkten. Nachdem er sich mit den Aktien- und Futures-Märkten beschäftigt hatte, wandte er sich schließlich dem Devisenmarkt zu und handelt an diesem nun seit mehreren Jahren erfolgreich. Dennis Metz ist Autor des Buches „Devisenhandel – Profitieren von Dollar, Euro und Co.“, welches im FinanzBuch Verlag erschienen ist.

maximal 3 % des Bruttoinlandsprodukts betragen. Der Sinn und die Kriterien des EU-Stabilitätspakts sind allerdings inzwischen heftig umstritten. Daher hat es in den letzten Jahren eine Reihe an Reformvorschlägen gegeben. Diese zielen vor allem auf eine Lockerung der Neuverschuldung ab. Die 3 %-Regel soll durch weniger restriktive Grenzen ersetzt werden. Dies könnte schnell zu einer steigenden Inflation im Euroraum, allerdings eben auch zu einer Belebung des Wirtschaftswachstums führen. Die daraus folgenden Auswirkungen auf den Euro lassen sich somit nicht eindeutig definieren.

Bankengeheimnis

Mit der Auflösung des Bankgeheimnisses in Deutschland zum 1. April 2005 haben Behörden vollständigen Zugang zu den Konto- und Depotinformationen von allen deutschen Steuerzahlern – ohne Anfangsverdacht und ohne richterliche Erlaubnis. Das „Gesetz zur Förderung der Steuerehrlichkeit“ zielt entsprechend seinem Namen vor allem auf die Vermeidung von Steuerhinterziehung ab. Davon profitieren bisher jedoch vor allem die Nachbarländer: Banken in Belgien und Österreich berichten über ein florierendes Neukundengeschäft. In diesen Staaten werden momentan noch die Bankgeheimnisse gewahrt. Ab dem 1. Juli allerdings wollen die EU-Staaten Daten über die Kapitalerträge von Ausländern austauschen. Sollten die Proteste und Klagen von Genossenschaften, Banken und Strafrechtlern keinen Erfolg haben, scheint auch eine weitere Aufweichung des Bankengeheimnisses in Europa nicht unwahrscheinlich. Die Folge wäre vermutlich eine Transferierung der Gelder in das EU-Ausland – und somit häufig auch aus dem Euro in andere Währungen. Dies würde zu einer Schwächung des Euro auf breiter Front führen.

Freigabe Yuan

Die mögliche Freigabe der Volkswährung Chinas sorgt momentan unter Devisenhändlern immer wieder für Kopfzerbrechen. Sowohl der Zeitpunkt, der Umfang als auch die daraus resultierenden Auswirkungen sind unklar und werden kontrovers diskutiert. Momentan wird der Wechselkurs durch Eingriffe der chinesischen Zentralbank künstlich bei einem Kurs von etwa

8,27 Yuan je US-Dollar gehalten. Die USA drängen Peking aber schon lange, die feste Bindung des Yuan an den US-Dollar aufzugeben oder zumindest zu lockern. Auch die Signale aus China deuten inzwischen auf eine Änderung der Wechselkurspolitik hin. Marktbeobachter rechnen mit einem ersten Schritt in diesem Jahr. Wahrscheinlich ist eine Anbindung des Yuan an einen Währungskorb sowie eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar von maximal 10 %.

Die möglichen Auswirkungen auf das Wechselkursverhältnis des Euro gegenüber dem US-Dollar werden dabei auch von Experten unterschiedlich gesehen. Die meisten Marktteilnehmer rechnen aber mit einem schwächeren Euro/US-\$-Kurs, da hiermit die Hoffnung auf eine Verringerung des US-Handelsbilanzdefizits verbunden wäre. Mit großer Sicherheit dagegen wird es zu einer breiten Aufwertung der asiatischen Währungen, somit auch des japanischen Yen, kommen.

Sentiment

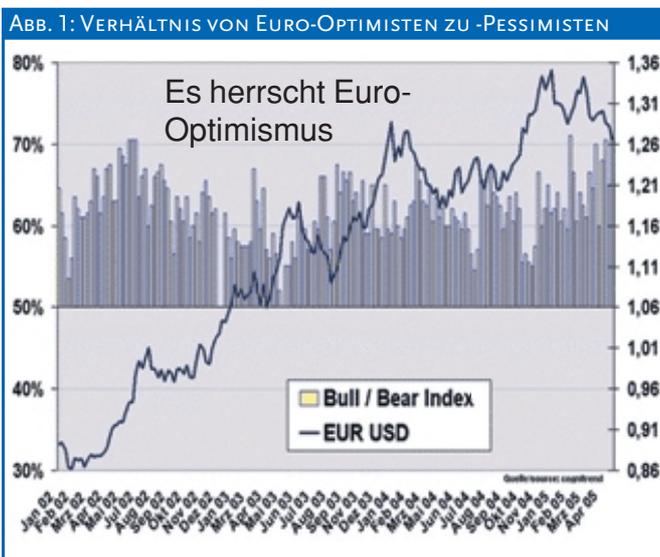
Trotz der in den letzten Wochen stagnierenden beziehungsweise zeitweise sogar nachgebenden Notierungen herrscht ein weiterhin hoher Optimismus für den Euro/US-\$-Wechselkurs, wobei viele Investoren auch langfristig sehr bullish für den Euro sind. Daß zuviel Optimismus tendenziell ein gefährliches Zeichen ist, wissen auch private Anleger spätestens seit dem Börsenboom und dem sich anschließenden Kursverfall ab dem Jahr 2000. Der hohe Grad an Dollar-Pessimismus kann bei steigenden Dollar-Notierungen schnell dazu führen, daß shortpositionierte Anleger Dollar zurückkaufen müssen und so weiteren Verkaufsdruck auf die europäische Gemeinschaftswährung erzeugen. Abb. 1 zeigt neben dem historischen Euro/Dollar-Wechselkurs den von Cognitrend ermittelten Bull/Bear-Index. Er spiegelt das Verhältnis von Optimisten zu Pessimisten wider. Hohe Balken, wie sie derzeit zu beobachten sind, stehen dementsprechend für einen Überhang an Euro-Optimisten. Aus Sicht des Investoren-Sentiments wäre unter Contrary Opinion-Gesichtspunkten also zukünftig ein steigender Dollar zu erwarten.

Im folgenden werden noch drei weitere Fakten dargestellt, die weder eine „fundamentale“ Aussagekraft besitzen noch als tatsächliche Argumente wahrgenommen werden können. Sie stellen vielmehr eine Ergänzung zu den bereits vorgestellten Argumenten dar.

Markttechnische Betrachtung

Markttechnische Ansätze basieren auf historischen Daten. Diese Aussage erweist sich bei der technischen Bewertung des Euros als kritischer „Stolperstein“. Den Euro gibt es de facto erst seit 1999. Weiter zurückreichende Zeitreihen basieren auf synthetischen Berechnungen wie beispielsweise dem ECU oder Währungskörben. Langfristige Betrachtungen über diesen Zeitpunkt hinaus sollten also mit Vorsicht zur Kenntnis genommen werden.

Auch werden Devisen „over the counter“ gehandelt – es gibt also nicht den einen richtigen Devisenkurs. Der häufig diskutierte langfristige Trendlinie des Euros sollte daher nicht zu viel Bedeutung geschenkt werden. Durch Verschiebung der Tief-



Quelle: www.cognitrend.de



punkte, welche die Trendlinie definieren, um einige Hundertstel Cents wird diese „unscharf“ und verliert deutlich an Aussagekraft. Des weiteren belegen neuere „Behavioral Finance“-Untersuchungen, daß Trendlinien und Unterstützungen bzw. Widerstände über so lange Zeiträume nicht mehr im Gedächtnis haften und daher auch nur noch von technisch orientierten Marktteilnehmern wahrgenommen werden. Kritiker der Chartanalyse sprechen in diesem Zusammenhang von der „Self-fulfilling Prophecy“, der sich selbst erfüllenden Prognose. Ob man auf die Prognosefähigkeit der technischen Analyse vertraut, ist eine Glaubensfrage – wie jedoch fast alles an der Börse.

In diesem Zusammenhang soll aber nicht unerwähnt bleiben, daß der Euro/US-\$-Wechselkurs vor einer schwierigen Situation steht. Ein nachhaltiges Unterschreiten der Trendlinie (vgl. Abb. 2) würde mit hoher Sicherheit das Ende des langfristigen Aufwärtstrends bedeuten. Diese hatte sich bereits in den letzten Monaten immer weiter verlangsamt, zuletzt bildete der Wechselkurs ein niedrigeres Hoch aus. Dies ist laut der technischen Analyse ein gewichtiges Warnzeichen für eine potentielle Trendumkehr. Auch unterschritt der Wechselkurs kürzlich seinen 200-Tage-Durchschnitt (blaue Linie). Dies ist vor allem unter langfristig orientierten Marktteilnehmern ein häufig beachtetes Signal zur Trendbestimmung. Die Anzeichen, daß zumindest der Aufwärtstrend des Euros vorüber ist, mehren sich also.

Bill Gates, Warren Buffett & George Soros sind Dollar-short

Microsoft-Gründer Bill Gates und Investorenlegende Warren Buffett spekulieren beide im großen Stil gegen den Dollar. Buffett ist mit seiner Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway einer der bekanntesten und erfolgreichsten Investoren. Die langfristige Anlagestrategie sorgte in den vergangenen Jahrzehnten für ein durchschnittliches Jahresplus von mehr als 20 %. Buffett, mit einem geschätzten Privatvermögen von 44 Mrd. US-\$ nach Bill Gates (46,5 Mrd. \$) zweitreichster Mensch der Welt, hat Gerüchten zufolge schon vor längerer Zeit eine auf 20 Mrd. US-\$ geschätzte Position gegen den Greenback aufgebaut. Auch Gates spekuliert im großen Stil gegen den Dollar, wie er auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos bekannt gab: „I'm short the dollar“, „The ol' dollar, it's gonna go down“. Als Begründung führen beide vor allem das Leistungsbilanzdefizit und die Außenhandelspolitik Washingtons auf. George Soros, bekannt

durch seine erfolgreiche Spekulation gegen die englische Zentralbank, hält eigenen Aussagen zufolge momentan ebenfalls eine Short-Position im US-Dollar.

Es wäre allerdings auch nicht das erste Mal, daß ein Großinvestor Stimmung in seinem Sinne macht, um einen besseren Ausstiegskurs zu realisieren. Und auch bisher sehr erfolgreiche Investoren liegen mit ihren Prognosen zuweilen daneben, so daß man diese Aussagen mit Vorsicht wahrnehmen sollte.

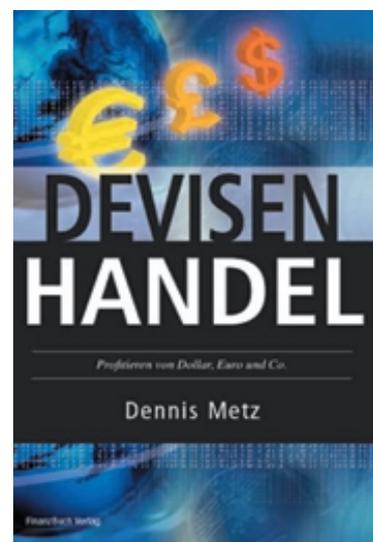
Big Mac und Tall Latte

Der Big Mac-Index, veröffentlicht vom Wirtschaftsmagazin „The Economist“, vergleicht die Kaufkraft in unterschiedlichen Ländern. Als Basis dient der „Big Mac“, ein Hamburger der Fast Food-Kette McDonald's. Demnach ist der US-Dollar bei einem Stand von 1,28 um knapp 20 % unterbewertet. Der faire Wert des Euro gegenüber dem US-Dollar läge laut dem Big Mac-Index nahe der Parität (= 1 US-\$ je 1 Euro). Auch der Tall Latte-Index der Kaffeehaus-Kette Starbucks weist auf eine Überbewertung des Euros gegenüber dem Dollar hin. Als Vergleichsreferenz wird hier statt einem Big Mac ein ebenfalls beinahe weltweit verfügbarer, standardisierter Kaffee genutzt.

Auch wenn beide Indices mit einem Augenzwinkern zu verstehen sind, erklären sie das Prinzip der Kaufkraftparität auf anschauliche Weise. Bei dieser einfachen Betrachtung sollte aber nicht vergessen werden, daß die Preispolitik von McDonald's beziehungsweise Starbucks großen Einfluß auf die Aussage hat und sich damit diese Indices nicht aus dem reinen Marktgeschehen ergeben.

Fazit

Bei reiner Betrachtung der hier vorgestellten Daten gelangt man schnell zu der Ansicht, daß der US-Dollar momentan „das bessere Bild“ abgibt. Auch wenn die meisten Ausführungen keine eindeutigen Schlüsse zulassen, bestehen für den Euro in nächster Zeit doch vermutlich einige Risiken. In diesem Artikel wurden Faktoren vorgestellt, die in herkömmlichen Betrachtungsansätzen in der Regel nicht berücksichtigt werden. Die vorliegenden Ausführungen reichen aber für eine vollständige Analyse und eine sich daraus ergebende Prognose des Euro/US-\$-Wechselkurses natürlich nicht aus. Um eine erschöpfende Aussage zu erzielen, sollten die vorliegenden Argumente in eine übergeordnete Betrachtung eingehen. Hier sollten sie im Zusammenhang mit den „Standard“-Argumenten wie beispielsweise der Inflation analysiert werden, um ein vollständiges Bild zu erhalten und darauf eine aussagekräftige Prognose aufzubauen.



Das Buch „Devisenhandel – Profitieren von Dollar, Euro und Co.“ erschien im FinanzBuch Verlag

Moderne Wegzöllner

Für Europas Autobahnbetreiber liegt das Geld auf der Straße

Unternehmen mit einem leicht verständlichen Geschäftsmodell, deren Einnahmen nahezu problemlos in die Zukunft projizierbar sind und die in einem stetig wachsenden Branchenumfeld operieren, sind schwer zu finden. Europäische Autobahnbetreiber lassen sich in genau diese Kategorien einordnen.

Verkehrswachstum: eine Konstante

In den letzten 30 Jahren nahm der Personenverkehr um gut das Doppelte, der Schwerlastverkehr um das Dreifache zu. Hierin spiegelt sich einerseits die gesteigerte Mobilität der Menschen und Güter wider, andererseits zeugen verstopfte Autobahnen von einem vor allem im europäischen Kontext immer noch wenig koordinierten Verkehrskonzept. Hieraus ergeben sich neue Handlungsspielräume für die börsennotierten Autobahnbetreiber. Deren Wachstumspotential speist sich somit aus dem sehr wahrscheinlich noch zunehmenden Verkehrsaufkommen und der Möglichkeit, immer neue Strecken zu bauen, zu betreiben und instand zu halten. Immense Investitionen und daraus resultierende hohe Verschuldungsquoten sind folglich ebenso ein Kennzeichen der Branche wie die monopolartige Stellung der Anbieter. Und schließlich darf man die Mautbetreiber dank der enorm hohen operativen Margen zu Recht als „Cash-Kühe“ bezeichnen.

Deutsches Dilemma

Dem Anspruch, das Autofahrerland schlechthin zu sein, wird die deutsche Verkehrspolitik nicht gerecht, denn Länder wie Italien oder Frankreich lassen ihre Autobahnnetze seit jeher privatwirtschaftlich betreiben und haben sich so einen qualitativen Vorsprung bei der infrastrukturellen Versorgung gesichert. Dieser Erfolg ist auch der hiesigen Administration nicht verborgen geblieben, hat doch der deutsche Wirtschaftsminister vor einiger Zeit festgestellt, daß es kein Naturgesetz ist, Straßen auf ewig öffentlich zu betreiben und zu finanzieren. Wie Worten Taten folgen können, zeigen die Franzosen seit gut drei Jahren. Die zu stattlichen Preisen durchgeführten Börsengänge der drei Autobahnbetreiber Autoroutes du Sud de la France (ASF) im Jahr 2002, Société d'Autoroutes Paris Rhine Rhône (SAPRR) im vergangenen November und Société d'Autoroutes du Nord et de l'Est de la France (SANEF) im März dieses Jahres bereicherten den Kurszettel der Pariser Börse.

Laisser-faire – nicht ganz

Natürlich spricht die Privatisierungswut der französischen Regierung eine eindeutige Sprache: Der Staat zieht sich aus dem Autobahngeschäft zurück. Dabei übersieht man aber schnell, daß dieser noch 72 % an SAPRR bzw. 74 % an SANEF

hält. Auch an der ASF hält er noch 50,3 % der Anteile. Weitere Privatisierungsschritte sind demnach beim Blick auf leere Staatskassen die logische Konsequenz. Zur bereits erwähnten hohen Verschuldung haben vor allem der Ausbau der Netze, die Verbesserung der Fahrbahnbeläge oder der Lärmschutzvorrichtungen beigetragen. So verschlingt der Schuldendienst bei den drei „Franzosen“ zwischen 20 und 30 % der Umsätze und macht die Unternehmen anfällig für einen auf dem aktuell ex-



Grünes Licht für Maut-Monopolisten

trem niedrigen Niveau immer möglichen Zinsanstieg.

Defensiv-Charakter zahlt sich aus

Vor allem die Aktie des Erstlings ASF, der Nummer eins in Frankreich und Nummer zwei in Europa, hat seit ihrem Börsengang (erster Kurs 25 Euro) deutlich zulegen können. Geschuldet ist die vor allem stetige Kursentwicklung den Zuwächsen beim Verkehr und den mit der Inflation gekoppelten Nutzungsgebühren. Beides summierte sich in den vergangenen Jahren auf eine jährliche Wachstumsrate

von etwa 5 %, und auch die Prognosen für die kommenden Dekaden sprechen für eine Fortschreibung dieses Trends. Ähnliches gilt für die Wettbewerber. Einziger Malus des im abgelaufenen Geschäftsjahr netto 402 Mio. Euro verdienenden Unternehmens (plus 20 % gegenüber Vorjahr) ist die hohe Nettoverschuldung von knapp 7,9 Mrd. Euro, die den operativen Gewinn vor Sonderaufwendungen um den Faktor 5 übersteigt. Allerdings ist diese Relation bei den inländischen Pendanten noch unausgewogener (siehe Tabelle). Leider waren die Emissionen der „Nachzügler“ zeitlich wenig glücklich angesetzt, liefen sich doch die Kurse der Branchenvertreter um den Jahreswechsel herum heiß und bedeuteten so eine negative Wertentwicklung in den ersten Monaten nach der Börsennotiz.

Italien – Ungewohnte Vorreiterrolle

Europas Branchenprimus heißt Autostrade. Der auf eine 50jährige Geschichte zurückblickende Konzern, an dem das Modeimperium Benetton 30 % hält, verfügt über ein Autobahnnetz von gut 3.400 Kilometern inklusive knapp 250 Raststätten. Er erlöste damit im vergangenen Jahr 2,88 Mrd. Euro (plus 12 % gegenüber Vorjahr). Getrieben wurde dies von zur Jahresmitte erhöhten Gebühren und einem nach wie vor intakten Verkehrswachstum von knapp 5 %. Die Planung für die nächsten drei Jahre sieht eine Ausweitung des Umsatzes auf gut 3,5 Mrd. Euro vor. Gleichzeitig soll die für die Branche relevante EBITDA-Marge mittels Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen auf über 70 % (aktuell: 62 %) angehoben werden. Parallel hierzu wird die Niedrigzinsphase ausgenutzt und ein milliardenschweres Investitionsprogramm aufgelegt. Dessen bisher zu langsame Umsetzung hatte kürzlich zur Umbesetzung der Unternehmensspitze geführt und den Aktienkurs in Mitleidenschaft gezogen.

Spanisches Infrastruktur-El Dorado: Abertis

Mit über 30 Jahren Erfahrung im Betrieb von Autobahnen ist auch die spanische Abertis ein alter Hase. Zahlreiche Strecken vor allem an der Ostküste Spaniens und im Großraum Madrid führen dazu, daß der Konzern 85 % der in Spanien insgesamt erzielten Mautumsätze aus sich vereint. Daneben ist Abertis mit 10 % an der portugiesischen BRISA und 7 % an Autostrade beteiligt. In den Jahren 1994 bzw. 1997 stieg die Gesellschaft zudem in das Geschäft mit Parkhäusern respektive Flughäfen ein. Seit Beginn dieses Jahres hält Abertis 90 % der Anteile an der

AUSGEWÄHLTE EUROPÄISCHE AUTOBAHNBETREIBER

UNTERNEHMEN	ASF	SAPRR	SANEF	AUTOSTRADE	ABERTIS	BRISA
LAND	FRANKREICH	FRANKREICH	FRANKREICH	ITALIEN	SPANIEN	PORTUGAL
WKN	552 829	A0D M67	A0D 9DL	913 220	872 392	910 450
KURS (20.05.05)	42,07	45,10	40,71	20,55	18,15	6,41
UMSATZ 04 (MIO.)	2.390	1.510	1.056	2.882	1.530	600
NETTOGEWINN 04 (MIO.)	402	148	97	429	361	184
VERSCHULDUNG/EBITDA	5,2	5,6	6,7	4,8	3,4	5,1
MCAP (MIO.)	9.717,2	5.050,3	3.736,8	11.748,7	10.182,2	3.846,0
ERG. JE AKTIE 04	1,74	1,32	1,06	0,75	0,87	0,31
KGV 04	24,2	34,2	38,4	27,4	20,9	20,7
DIV. JE AKTIE 04	0,86	0,92	0,57	0,51	0,47	0,24
DIV-RENDITE (%)	2,0	2,0	1,4	2,5	2,6	3,7
LÄNGE STRECKENNETZ (KM)	3.124	2.260	1.743	3.400	1.550	1.050

Alle Angaben in Euro

britischen TBI, die insgesamt acht Flughäfen betreibt, und hier unter anderem London Luton, dem mit 6,8 Mio. Passagieren größten Hub für das schnell wachsende Segment der Billigflieger. Positiv für die Aktie wirkte vor allem die Anhebung der Dividende auf 0,48 Euro je Anteilsschein, wodurch die Rendite auf fast 3 % gehievt und das fundamental solide Bild der Aktie noch untermauert wurde.

BRISA: die iberische Alternative aus Portugal

Beinahe ebenso alt wie Abertis, gehört Brisa mit seinen 1.056 Autobahnkilometern zu den kleineren europäischen Anbietern. Das Unternehmen betreibt insgesamt 11 Autobahnen mit 40 Raststätten und besitzt darüber hinaus mit Wachstumspotential geeignete Beteiligungen, so an den vor allem im Sommer rege genutzten Atlantikrouten Portugals und der stark wachsenden CCR aus Brasilien. Somit kann das Umsatzwachstum auf lange Frist über dem des europäischen Durchschnitts gehalten werden. Insgesamt rechnet Brisa mit Verkehrszuwächsen von gut 4 % per anno, beim Schwerlastverkehr mit deutlich mehr. In Sachen EBITDA-Marge aber hat der Konzern mit 72,9 % die von der Konkurrenz kommunizierte Zielgröße von 70 % bereits überschritten. Aus dieser Konstellation ergibt sich nach dem überhitzungsbedingten Ausatmen des Aktienkurses auf Basis des Kurses von aktuell 6 Euro wieder Kurspotential nach oben.

Fazit

Mauthäuschen, Raststätten und vier Fahrspuren – mehr braucht ein auf stetige Expansion ausgelegtes Geschäftsmodell nicht. Etablierte und vor allem in der technischen Durchführung erfahrene Anbieter wie die oben skizzierten verfügen zudem über die Möglichkeit, sich neue Märkte etwa in Osteuropa oder auch Deutschland durch die Realisierung neuer, bisher nicht finanzierbarer Projekte zu erschließen. Grundlegend werden die Anbieter durch ihre Schuldenberge und große Infrastrukturprogramme herausgefordert. Gleichzeitig dürfte ein langfristig hoher Ölpreis das künftige Verkehrswachstum determinieren, auch wenn es zum Auto als Transportmittel Nummer Eins derzeit keine Alternative gibt. Es spricht also vieles für eine zwar positive, aber weitaus gemächlichere Aktienkursentwicklung als zuletzt.

Tobias Karow

Cash-Bringer statt Cash-Burner

Im TMT-Sektor werden mitunter Monopolgewinne verdient – eine interessante Chance für Anleger

Früher war es die Arbeit in der Fabrik, heute sieht der Tag eines Angestellten eher folgendermaßen aus: Im Büro am Computer (Hersteller: Dell; Prozessor: Intel, Betriebssystem: Microsoft) arbeiten. Die Standleitung ins Internet wird von der Deutschen Telekom bereitgestellt, die Infrastruktur dahinter von Cisco Systems. In der Mittagspause noch schnell bei eBay etwas ersteigert und bei Yahoo eMails gecheckt. Am Nachmittag verschiedene Geschäftsdokumente (PDFs) mit dem Acrobat von Adobe gelesen und bearbeitet.

Monopolgewinne im Technologiesektor

Was hier nur beispielhaft herausgegriffen wurde, kann – so zeigen es zumindest die Geschäftsentwicklung und die Marktanteile vieler der aufgeführten Unternehmen – weltweit als durchaus repräsentativ bezeichnet werden. Die ehemals als Growth-Werte titulierten Unternehmen wie Microsoft, Cisco oder Intel lassen sich nicht mehr nur über ihre Wachstumsraten festmachen. Vielmehr sind sie zu echten „Platzhirschen“ in ihren Märkten geworden und zeigen klare Charakteristika, die nach alter Definition – um im Jargon zu bleiben – nur für etablierte Value-Titel verwendet wurden. Eine Cash-Quote von einem Fünftel der Marktkapitalisierung, eine operative Marge von über 20 % und ein Free Cash Flow (FCF) von über 30 % des Umsatzes, dazu stabile Dividendenausschüttungen und Aktienrückkaufprogramme. Das sind eher Zahlen und Fakten, die lange von etablierten Unternehmen aus dem Dax- oder EuroStoxx-Bereich erwartet wurden, aber nicht aus dem Technologiesektor.

Marktposition entscheidet

Keine Frage also, die Technologiebörsen haben nach den harten Jahren der Vergangenheit einen genaueren Blick verdient. Dabei soll es im folgenden allerdings weniger um Unternehmen gehen, die noch einen starken Venture Capital-Charakter besitzen. Vielmehr sollen die Schwergewichte von Nasdaq und Co. genauer unter die Lupe genommen werden. In diesem Bereich haben sich viele in den vergangenen Jahren eine exzellente Marktposition erarbeiten können und sind nun besser im Geschäft als jemals zuvor.

Der Blick zurück

Um die Quasi-Monopolstellung mancher Technologiewerte zu verstehen, muß zunächst ein Blick zurück ins „Jahrzehnt der TMT-Industrie“ (TMT = Telekom, Medien und Technologie) geworfen werden. In den 1990ern, als die Felder in den Technologiebereichen abgesteckt wurden, gab es einen unglaublichen Verdrängungskampf mit einer Vielzahl von Wettbewerbern. Dies führte, fast wie im Lehrbuch der VWL beschrieben, zu vielen In-



Wer dachte, die High Techs seien auf ewig im Untergrund verschwunden, dürfte sich 2005 eines Besseren belehren lassen müssen

novationen und günstigen Preisen für die angebotenen Produkte und Dienstleistungen. Was von den Kunden als Paradies angesehen wurde, war für viele Anbieter das Ende. Geschäftsmodelle konnten nicht in schwarze Zahlen umgemünzt werden, die Second- and Third-Mover blieben (meist) auf der Strecke, was auf Internetseiten wie www.dotcomtod.com und anderen ausgiebig nachzulesen ist. Inzwischen sind die Märkte bereinigt. Wer übrig geblieben ist, sieht sich in vielen Bereichen kaum noch ernsthafter Konkurrenz entgegen. Was nunmehr für Kunden äußerst unbefriedigend sein mag – mangelnde Konkurrenzangebote und mitunter horrend Preise –, stellt für den Aktionär ein durchaus interessantes Investitionsumfeld dar.

Billig ist relativ

Kritiker mögen dabei zu Recht anmerken, daß an der Nasdaq, gemessen an traditionellen Bewertungskennziffern wie KGV, kaum ein Titel als billig angesehen werden kann. Bezieht man allerdings die nachhaltigen Wachstumsraten, die Cash-Positionen sowie die Marktstellung vieler Titel in die Bewertung mit ein, so können im Technologiebereich einige interessante Werte identifiziert werden. Folgende Titel, die bereits in der Einleitung eine Rolle gespielt haben, sollen dabei genauer analysiert werden.

eBay – die Auktionsplattform

Zum Geschäftsmodell von eBay muß wohl nur noch wenig hinzugefügt werden. Schließlich machen nach jüngsten Zahlen



beispielsweise 16 Mio. Deutsche beim Prinzip „3...2...1... meins“ mit. Ebenfalls signifikant hohe Marktanteile erreicht eBay in anderen Ländern. Unter den virtuellen Hammer kommt, angefangen vom „Papst-Golf“ über gebrauchte Backöfen bis zu Immobilien, (fast) alles. Bei eBay gilt: Das Geschäft brummt, Konkurrenz, wie ehemals ricardo.de in Deutschland, ist nicht in Sicht.



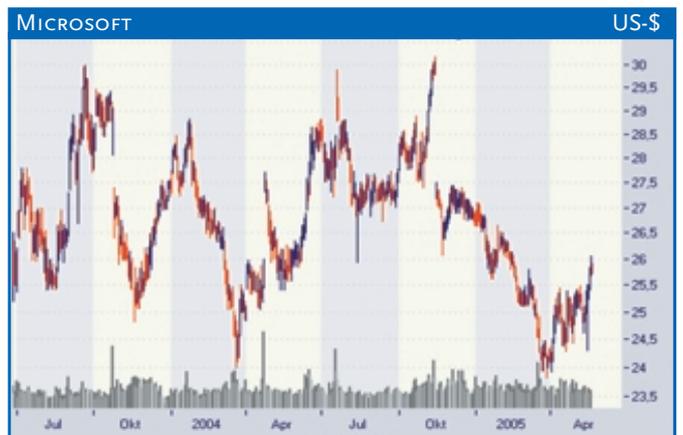
CEO Meg Whitman vor der Hauptzentrale im kalifornischen San José

Daß diese Monopol-Stellung für den Kunden keinesfalls befriedigend ist, zeigt sowohl die Preispolitik des Unternehmens als auch die Sicherheit der eBay-Site, die von Experten vorsichtig als veraltet und nicht up-to-date umschrieben wird. Was den Kunden ärgert, freut den Aktionär. So erreicht das 1995 gegründete Unternehmen dank äußerst geringer Fixkosten wie für Personal oder Material aktuell eine Nettomarge von rund 25 % (Q1/2005). Nachdem die eBay-Aktie in der Spitze bei rund 60 US-\$ notierte, ist sie nach der Korrektur aktuell bei rund 35 US-\$ zu haben. Gemessen an den Margen und Gewinnen des Quasi-Monopolisten im Online-Auktionsbereich, die im laufenden Geschäftsjahr 2005 bei rund 0,80 US-\$ bzw. 2006 bei rund 1,00 US-\$ je Aktie erwartet werden, ist die Aktie aktuell günstig bewertet.

Microsoft – Monopolist im Bereich Systemsoftware

Die Marktstellung, in die eBay mittlerweile hineinwächst, hat Microsoft im Software-Sektor mit Produkten wie Windows oder Office bereits vor vielen Jahren erreicht. Auch hier fällt es nicht schwer, von einem abgeschotteten Markt zu sprechen. Es gibt nur wenige Unternehmen weltweit, die bei einem Quartalsumsatz von 10 Mrd. US-\$ einen Nettogewinn von rund 2,5 Mrd. US-\$

ausweisen können. So erklärt sich, warum Microsoft trotz eines stattlichen Börsenwertes von knapp 275 Mrd. US-\$ „nur“ auf ein KGV von 25 kommt. Stattlich ist zudem die Cash-Position des Konzerns. Als schuldenfreies Unternehmen verfügt Microsoft über eine Liquiditätsreserve von aktuell 38 Mrd. US-\$. Zum Vergleich: Die deutsche Software-Ikone SAP wird derzeit mit 41 Mrd. Euro bewertet. So dürfte sich letztlich trotz aller Anti-Trust-Bemühungen die Aussage eines US-Analysten bewahrheiten, der sagte: „Wenn ein Unternehmen im Software-Bereich das Wort Microsoft nur annähernd richtig buchstabiert, wird es sicherheitshalber übernommen.“ Der aktuelle Kursrückgang auf rund 25 US-\$ eröffnet daher eine gute Kaufgelegenheit.



Microsoft goes China
Quelle: Pierre Equoy

Adobe Systems – ohne PDFs geht nichts mehr

Nicht nur Microsoft zählt zu den Quasi-Monopolisten im Software-Bereich, auch Adobe ist es mit seiner Acrobat-Familie gelungen, einen Standard zu setzen, der von der Konkurrenz kaum mehr zu verrücken ist. Das PDF-Format (Portable Document Format) wird mittlerweile von fast allen Computernutzern zum elektronischen Austausch von Dokumenten verwendet, und auch im Bereich Design- und Publishing-Software zählt Adobe zu den Branchengrößen. Nicht zuletzt die im April angekündigte Übernahme von Macromedia im Gesamtwert von 3,4 Mrd. US-\$ dürfte diesen Geschäftsbereich bei Adobe weiter stärken und zeigt zudem par excellence das bereits umrissene Bild einer weiteren



Marktbereinigung im Technologiesektor, die von den Branchen-
größen bestimmt wird. Gemessen am Umsatz im vergangenen
Geschäftsjahr (Ende 30. November 2004) von rund 1,7 Mrd. US-\$
erscheint die Marktkapitalisierung von knapp 15 Mrd. US-\$ sehr
hoch. Betrachtet man jedoch die aktuelle Nettomarge des Un-
ternehmens von fast 30 %, ist die Aktie aufgrund der deutlichen
Wachstumsmöglichkeiten, sowohl des Marktwachstums als
auch der Produktneuheiten von Adobe, in der aktuellen Korrektur-
phase ein Kauf.



Konzernzentrale der Deutschen
Telekom in Bonn

**Deutsche Telekom – Stabile
Cash Flows**

Nicht nur an der Nasdaq wird
man bei der Suche nach starken
TMT-Titeln fündig, auch
vor der eigenen Haustür gibt es
interessante Werte, bei denen
viele der geforderten Merkmale
(vgl. auch Tabelle 2) wie eine
hohe operative Marge, eine
starke Stellung am Markt sowie
eine vernünftige Dividenden-
politik zutreffen. Manch einen
mag gerade das ehemalige
deutsche Staatsunternehmen
in dieser Liste verwundern,
doch bei genauerer Betrachtung
fügt sich die Telekom
sehr gut in die Liste ein.

Schließlich präsentiert sich der Telekommunikations-Wert
aktuell in den Bereichen Festnetz/Breitband, Mobilfunk und Internet
(hier steht die Rückintegration von T-Online in den Konzern
an) in insgesamt guter Verfassung. Im Bereich Mobilfunk telefo-
nieren beispielsweise weltweit rund 80 Mio. Teilnehmer über

TAB. 2: ERFOLGSFAKTOREN FÜR TMT-WERTE

- *HOHER CASH-BESTAND
- *HOHE TECHNOLOGISCHE INNOVATIONSKRAFT
- *HOHE OPERATIVE MARGE
- *STARKER FREE CASH FLOW
- *STARKE STELLUNG AM MARKT
- *DIVIDENDE UND/ODER AKTIENRÜCKKAUF

QUELLE: QUARTUS / 4Q

Netze der Deutschen Telekom. Im wichtigen Zukunftsmarkt
Breitband kann die Telekom mittlerweile auf fast 7 Mio. instal-
lierte Anschlüsse verweisen. Aufgrund der hohen Investitionen
stehen dafür noch immer fast 50 Mrd. Euro Schulden (Brutto-Fi-
nanzverbindlichkeiten) in den Büchern der Telekom. Das Un-
ternehmen ist damit das einzige in dieser Liste, das noch Schul-
den ausweist. Das aktuell ausgewogene Produktportfolio und
die entsprechend hohen Cash Flows werden über die nächsten
Jahre allerdings dafür sorgen, daß diese weiter zurückgeführt
werden können. So lag beispielsweise der Cash Flow aus der
Geschäftstätigkeit im vergangenen Jahr bei über 16 Mrd. Euro.
Die EBIT-Marge im ersten Quartal 2005, in dem netto rund 1
Mrd. Euro verdient wurde, erreichte fast 17 %. Gemessen am Er-
gebnis je Aktie, das 2005 bei rund 1,40 Euro und 2006 bei knapp
2 Euro liegen sollte, ist die Deutsche Telekom bei einem Kurs
von rund 14 Euro aktuell sehr interessant.



Fazit:

All die vorgestellten Unternehmen dominieren in ihren Märkten,
bei einigen kann sogar von einer Art Monopol gesprochen werden.
Entsprechend hoch sind die Margen, die erzielt werden können.
Durch die hohen Cash-Positionen sind die Unternehmen in der Lage,
aktiv den weiteren Konsolidierungsprozeß in der Technologiebranche
zu bestimmen. Selbst eine deutliche Eintrübung an den Renten-
märkten, mit entsprechend steigenden Renditen, sollte dabei kaum
einer guten Performance der Werte schaden. Schließlich werden die
Gewinne der Unternehmen aufgrund der dadurch steigenden Zinseinnahmen
weiter nach oben zeigen.

Frank Schnattinger

TAB.1: KENNZAHLEN IM ÜBERBLICK
(WERTE, WENN NICHT ANDERS ANGEZEIGT, IN US-\$)

	AKT. KURS	52-WOCHEN-H/T	MARKETCAP.	CASH-POSITION*	NETTO-MARGE
MICROSOFT	25	30/24	275 MRD.	70 MRD.	22%
EBAY	35	59/31	47 MRD.	2,9 MRD.	24%
ADOBE	60	69/39	15 MRD.	1,5 MRD.	28%
DT. TELEKOM	14 EURO	17/13 EURO	60 MRD. EURO	19 MRD. EURO	8%

*hier inkl. kurzfristiger Anlagen und Forderungen
Quelle: Nasdaq, Deutsche Börse, Geschäftsberichte der Unternehmen

Eine Fundgrube für Gold Bugs?

Ein Bericht vom Stockday Mining & Exploration 2005

Von Oliver Frank, Chefredakteur von „Der Goldreport“ (www.goldreport.ch)

Die insgesamt dreitägige Veranstaltung hat in punkto Vielfalt der sich präsentierenden Unternehmen einen neuen Rekord für interessierte Anleger im Bereich der Junior Explorer in Deutschland gesetzt. Insgesamt 14 Gesellschaften aus Australien und Kanada hatten die Gelegenheit erhalten, sich jeweils 25 Minuten lang einem breiten Publikum in Kurzpräsentationen vorzustellen. Mit deutlich über 70 Besuchern dürfte das Event in Frankfurt als voller Erfolg für den Veranstalter, aber auch für die beteiligten Unternehmen gewertet werden. Abschließend sollte noch erwähnt werden, daß sich ein großer Teil der Gesellschaften zwei Tage später im imageträchtigen Hotel Baur au Lac in Zürich präsentierte. Leider konnte das Schweizer Publikum die hohen Erwartungen der Veranstalter und Teilnehmer kaum erfüllen, was vor allem auf ein relativ geringes Interesse der institutionellen Anleger am Züricher Finanzplatz für die gebotenen Explorationsstories zurückzuführen sein dürfte.



Voller Seminarsaal beim Stockday Mining & Exploration 2005

Sabina mit hohem Cashbestand und Panoro mit österreichischem Management

Bei der Vielzahl der vor allem kanadischen Goldexplorer kristallisierten sich schnell einige Favoriten bei den Besuchern heraus. So wurde die kanadische Sabina Resources wegen ihres relativ hohen Bargeldbestandes favorisiert, und der Track Record des Managements läßt zumindest mittelfristig einen positiven Aktienkursverlauf erwarten. Mehrere Goldexplorer zogen durch relativ exotische Länder ihrer Bemühungen der Goldsuche das Interesse auf sich. So ist die kanadische Panoro mit ihrem Joint Venture Partner Mindoro, die unter Leitung der Österreicher Helmut Wöber und Gerhard Kirchner steht, auf den Philippinen bereits auf Gold und Kupfer gestoßen. In den kommenden Monaten soll sich durch weitere Explorationsstätigkeiten zeigen, wie ergiebig die Vorkommen sein könnten.

Eaglecrest mit 45 Mio. Can-\$ MCap und Sub-Sahara, der Afrika-Player

Mit knapp 45 Mio. Can-\$ brachte es die kanadische Goldgesellschaft Eaglecrest Explorations eindeutig auf die höchste Marktkapitalisierung der präsentierenden Firmen. Nach den aktuell vorliegenden Angaben plant das Unternehmen, bereits in den nächsten sechs Monaten eine Goldproduktion von 15.000 bis 30.000 Unzen Gold in Bolivien in Gang bringen zu können. Die interessanteste Kombination in Bezug auf die Länderaufteilung ihrer Aktivitäten dürfte eindeutig der australische Goldexplorer Sub-Sahara Resources mit sich bringen. Leider mußten die

Anleger dieses Unternehmens Ende letzten Jahres einen herben Kurseinbruch hinnehmen, als die Regierung des afrikanischen Landes Eritrea praktisch über Nacht ohne irgendeine Erklärung einen Explorationsstop verhängte. Jedoch konnte sich Sub-Sahara selbst aus dieser sehr prekären Situation herausretten, indem sich der aufstrebende Goldexplorer auf seine weiteren interessanten Projekte in Tansania focussierte.

Norwest Energy und Alexandria Minerals

Als zweites australisches Unternehmen, das den langen Weg nach Europa gemacht hatte, präsentierte sich der Öl-/Gasexplorer Norwest Energy mit einer sehr vielversprechenden Zukunftsstory. Mit Projekten in Australien, der Nordsee, den USA und höchstwahrscheinlich zusätzlich auch in Kürze noch in Indien dürfte das Wort „Global Player“ durchaus angebracht sein. Eine Sonderstellung unter den 14 Gesellschaften hatte die kanadische Alexandria Minerals, die aktuell noch im Pre-IPO-Stadium ist, aber innerhalb der nächsten zwei bis drei Wochen eine Börsennotiz in Toronto und Frankfurt erhalten sollte.

Fazit

Abschließend sollte erwähnt werden, daß die Veranstaltung auch in diesem Jahr einige kaum nennenswerte beziehungsweise sogar ansatzweise unseriöse Stories zu bieten hatte. Insgesamt hat sich aber die Qualität gegenüber den Vorjahren deutlicher verbessert, und wir können uns mit dem Schlußkommentar verabschieden: Auf ein Neues im nächsten Jahr!

PRINZIPIEN DES MARKTES

Saisonalitäten

Börsenbonmots wie beispielsweise „Sell in may – and go away“ sind derzeit in aller Munde. Nicht umsonst setzen die Derivate-Emittenten hier an, um den Anleger mit Saisonalitätskonzepten zu begeistern.

Saisonale Muster

Ein saisonaler Chart macht saisonale Muster respektive saisonale Kursverläufe greifbar, indem er den typischen Verlauf zu einer bestimmten Jahreszeit beschreibt. Nur ist ein Chart allein praktisch überhaupt nicht aussagefähig. Was es braucht, sind statistische Auswertungen von Saisonalitäten aus der Vergangenheit, je mehr Jahre erfaßt werden, desto besser. Aus diesen Daten kann dann geschlossen werden, ob es sich tatsächlich um eine Saisonalität handelt oder nicht. Ist sie vorhanden, läßt sich durch diese Ex-Post-Betrachtung über den durchschnittlichen Kursverlauf lediglich eine Wahrscheinlichkeitsaussage treffen. Eine konkrete Prognose einer künftigen Kursentwicklung erlaubt sie jedoch nicht.

Nicht auf ewig stabil

Zudem ist zu beachten, daß Saisonalitäten nicht auf ewig stabil sind, sondern sich je nach Börsenphase ändern können. So hat es sich während der langen Seitwärtsbewegung der Aktienmärkte in den Jahren 1954 bis 1984 im Dow Jones als richtig erwiesen, seine Aktienpositionen im Mai zu verkaufen. Andersherum war dies im Mitte der 80er Jahre beginnenden Bullenmarkt ein Fehler, denn ab sofort waren die Monate Mai bis Juli noch außerordentlich gute Börsenmonate. Einzig die Jahresend rally hat sich über die letzten 50 Jahre als stabiles saisonales Muster bewährt, denn sie fand sowohl in der Seitwärtsphase als auch in der Hausse statt.

Es funktioniert und ist einleuchtend

Die Börsenweisheit „Sell in may – and go away“ kann als Saisonalität identifiziert werden. Da der Anleger somit aus der Vergangenheit heraus gute und schlechte Börsenmonate voneinander trennen kann, hat er ein erklärliches und auch noch funktionierendes Instrument der strategischen Investmentsteuerung

ABB. 1: DER TYPISCHE JAHRESVERLAUF DES DAX



Quelle: www.seasonalcharts.com; Abgesehen vom Monat Juni und den ersten beiden Wochen des Juli zeigt der saisonale Verlauf des Dax über 30 Jahre, daß sich die Börsenweisheit „Sell in may...“ im Betrachtungszeitraum bestens bewährt hat.

bei der Hand. Erklärlich einfach deshalb, weil die guten Monate, also November bis April, von Phänomenen wie der Jahresend rally und den zu Jahresbeginn frisch in die Märkte fließenden Anlagegeldern getrieben werden. Die schlechteren Monate, also Mai bis Oktober, sind beispielsweise durch das Sommerloch gekennzeichnet. Handelte der Anleger nach diesem Muster und fuhr seinen Investitionsgrad von Mai bis Oktober auf null herunter, so konnte er seit 1960, zieht man etwa den Dax als Referenzindex heran, dessen Wertentwicklung glatt um das Doppelte übertreffen.

ABN Best Seasons: der Vorreiter

Die niederländische ABN Amro hat bereits im Februar 2001 ein Index-Zertifikat auf den ABN Amro Dax-Best-Seasons-Index (WKN: 559 282) emittiert. Hinter dem Papier steckt die Idee, die

SAISONALITÄTS - ZERTIFIKATE

ZERTIFIKAT	ABN DAX BEST SEASONS	SAISON STRATEGIE 2011	SAISON STRATEGIE 2011	HVB SAISON BONUS
WKN	559 282	LBB 0WV	LBB 0WN	HVO EEL
EMITTENT	ABN AMRO	BANKGESELLSCHAFT BERLIN	BANKGESELLSCHAFT BERLIN	HYPOVEREINSBANK
TYP	INDEX-ZERTIFIKAT	AIRBAG-ZERTIFIKAT	GARANTIE-ZERTIFIKAT	BONUS-ZERTIFIKAT
DESINVESTITIONSZEITSRAUM	AUGUST BIS OKTOBER	MAI BIS OKTOBER	MAI BIS OKTOBER	AUGUST UND SEPTEMBER
VORTEIL	EINFACHE KONSTRUKTION	RISIKOPUFFER	KAPITALGARANTIE	BONUSZAHLUNG
NACHTEIL	DESINVESTITION UNVERZINST	DESINVESTITION UNVERZINST	STEUERLICH BENACHTEILIGT	KEINE ZINSEN / DIVIDENDEN

besonders schwachen Börsenmonate August bis Oktober auszusparen und in dieser Zeit nicht im Dax investiert zu sein. Damit wird jegliches Verlustrisiko ausgeschlossen, allerdings wird das Kapital unverzinslich geparkt. In den anderen neun, statisch betrachtet guten Monaten verläuft die Wertentwicklung parallel zum Dax. Aber natürlich partizipiert der Anleger auch nicht an einer möglichen Aufwärtsbewegung des Dax, sollte das bisher so zuverlässig funktionierende Saisonmuster einmal nicht so stabil sein wie in den vergangenen Jahrzehnten. Insgesamt gilt es zu konstatieren, daß die ABN bereits frühzeitig den richtigen Riecher gehabt hat. Die relative Wertentwicklung des Zertifikates (-3,5 %) seit der Emission liegt im Vergleich deutlich über der des Dax (-33,5 %), Kursverluste konnten aber auch hier nicht vermieden werden.

Mit Voll- und Teilkasko

Konsequent geht die Bankgesellschaft Berlin bei ihren Saison-Strategie-Zertifikaten auf den EuroStoxx 50 vor: Hier werden die der Börsenregel nach schwachen Monate Mai bis Oktober komplett ausgeklammert. Damit die Renditemöglichkeiten in diesem Zeitraum nicht gänzlich brach liegen, unterlegen die Berliner die Dürrezeit mit einem üppigen Sicherheitsmechanismus. Entweder ist die mit einer sechsjährigen Laufzeit versehene Offerte mit einem Risikopuffer ausgestattet, oder aber mit einer vollständigen Kapitalgarantie. Erstere (WKN: LBB 0WV) fängt eine negative Wertentwicklung des Index von bis zu 30 % auf, darüber hinaus gehende Verluste vermindern den Rückzahlungsbetrag. Die Vollschutzvariante ist sicherlich für jene Anleger mit einem sehr hohen Sicherheitsbedürfnis konzipiert worden. Ein Haken an diesem Produkt ist aber dessen steuerliche Behandlung, denn durch die Einstufung als Finanzinnovation langt der Fiskus auf bei außerhalb der Spekulationsfrist erzielte Erträge zu.

Saison-Bonus von der HypoVereinsbank

Sicherlich mit viel Appeal ausgestattet ist das Bonus-Zertifikat (WKN: HV0 EEL) auf den HVB Europa Saison Index, entwickelt aus dem EuroStoxx 50. Einerseits spart das Zertifikat die statistisch schwärzesten Monate August und September aus, andererseits gewährt es dem Anleger für die Zeit der Enthaltbarkeit einen

Bonus. Und genau hierdurch hebt sich das Papier von der Konkurrenz ab. Finanziert wird der Bonus aus Zinsgewinnen und Dividendenzahlungen, an denen der Investor jedoch nicht beteiligt ist. Zum Fälligkeitstermin am 25. Mai 2011 wird, insofern der

HVB Saison Index während der Laufzeit im Vergleich zum Ausgangsniveau nicht um 30 % oder mehr gefallen ist, das Papier zu 140 % zurückgezahlt. Damit läge die jährliche Rendite, keine weiteren Kurszuwächse vorausgesetzt, bei 5,77 %. Für den Fall von Kursgewinnen wären die Investoren voll an diesen beteiligt. Im Chart erkennt man eine Out-performance des saison-optimierten EuroStoxx sowohl in den Haussezeiten bis zum Jahr 2000 als auch in den Baissejahren bis 2003.

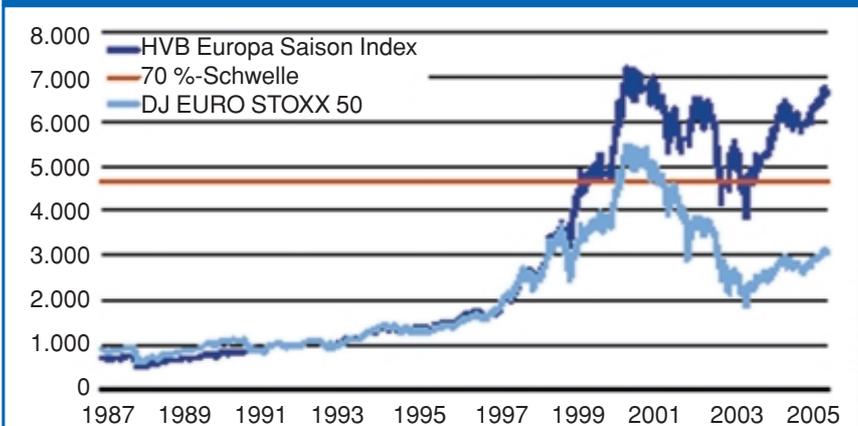
Fazit

Der Gedanke, in jeder Börsenphase besser abzuschneiden als der Gesamtmarkt, wird von allen drei Produkten angegangen. Für den Anleger gibt es folglich Möglichkeiten, jenseits aller steuerlichen Bedenken die in der Vergangenheit sehr erfolgreiche Saisonalitätsstrategie in die Realität umzusetzen. Aber Vorsicht: Smart Investor rechnet mit einer bald beginnenden Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte, weshalb die Sell in may-Zyklus für dieses Jahr außer Kraft gesetzt sein könnte. Es dürfte sich also erweisen, daß es sich rächen kann, Saisonalitäten blind zu folgen.

Tobias Karow



Abb. 3: HVB Europa Saison Index gegenüber Euro Stoxx 50



Betrachteter Zeitraum: 1. Januar 1987 bis 1. April 2005.

Bitte berücksichtigen Sie, daß historische Betrachtungen keine Garantie für zukünftige Entwicklungen darstellen. Stand 1. April 2005.

Quelle: HypoVereinsbank

DERIVATE

Auf Bulle komm raus

Derivate für Optimisten

Emittenten haben zwar Recht, wenn sie damit werben, daß Anleger praktisch in jeder Marktphase Gewinne erzielen können. Jede Derivateauswahl muß jedoch mit einer wohlüberlegten Markteinschätzung beginnen. In dieser Ausgabe beleuchten wir Derivate für einen steigenden Markt, auch „Bullen-“ oder „Hausse-Derivate“ genannt.

Rendite in allen Lebenslagen?

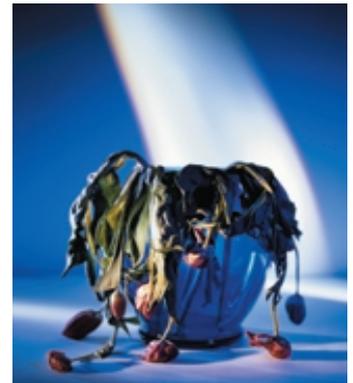
Als (Normal-)Anleger kann man mit Aktien nur Geld verdienen, wenn die Kurse steigen. Da ist es logisch, wenn man statt die Nadel im Heuhaufen zu suchen auf Derivate auszuweichen trachtet, die auch bei einer mehr oder minder gravierenden Abweichung der Marktentwicklung von der eigenen Einschätzung noch eine auskömmliche Performance erzielen können. Obwohl es einem die Emittenten mit ihren Fantasienamenkreationen nicht gerade einfach machen, den Durchblick zu behalten, so kann doch festgehalten werden, daß die Derivate-Basistypen bei allen Emittenten mehr oder weniger gleich sind. Die unten stehende Übersicht vermittelt Ihnen einen ersten Eindruck von den zur Verfügung stehenden Abbildungsmöglichkeiten.

Spiel mit dem Feuer...

Wer auf Turbo-Bull-Zertifikate oder Optionsscheine (OS) zurückgreift, muß eine wirklich sehr fundierte Einschätzung zum Markt haben und sich vor allem über den Zeithorizont im klaren sein. Optionsscheine büßen praktisch täglich einen Teil ihres Zeitwertes ein: Der Faktor Zeit spielt gegen den Anleger, auch bei den Turbos. Bei Knock-outs muß man sich dagegen mit dem Totalverlustrisiko auseinandersetzen, sollte die gefaßte Marktmeinung unerwartet danebenliegen – was ja mal vorkommen soll. Kurzum: Mit diesen Produkten befassen sich in aller Regel nicht Derivate-Einsteiger, sondern -Fortgeschrittene. Kein Wunder, spricht man hier doch auch oftmals davon, daß man in diesen Produktkategorien nur „Spielgeld“ einsetzt, also Geld, dessen Verlust man notfalls verkraften könnte.

...oder dem Feuerlöscher in der Hinterhand

Wer es risikoärmer mag, weil er sich bezüglich Zeiträumen oder Stärke des Kursanstiegs unsicher ist, kann auf Discount-, Bonus-, Garantie-, Protect- oder Strategiezertifikate zurückgreifen. Detaillierte Beschreibungen der Funktionsweisen finden Sie in unserer Sonderausgabe „Derivate 2004“, die ja auch als Kompendium und Nachschlagewerk konzipiert war – die dort beschriebenen Strategien haben nichts an Gültigkeit eingebüßt. Zum anderen variieren die Ausstattungen der Zertifikate zu sehr von Emittent zu Emittent, als sie hier pauschal darstellen zu können. Im Zweifel ist ein Blick auf die Homepage des Emittenten oder in den Emissionsprospekt unerlässlich, ganz wie bei einer Anlage in Aktien eben.



Damit so etwas nicht mit Derivaten passiert, sollte man sie stets im Auge behalten

Interessant: der Kurzstrecken-SPRINT

Ein relativ junges Gebilde ist dagegen das Sprint-Zertifikat, auch als „Double Chance“ bekannt. Der Anleger partizipiert bei einem Kursanstieg des Basiswerts in der Regel mit einem Hebel von 2 an der Aufwärtsentwicklung, ab einem bestimmten Kursniveau ist jedoch bereits Schluß – das sogenannte Cap, die Höchstgrenze, ist erreicht. Je weiter dieses Cap entfernt ist, desto attraktiver natürlich das Sprint-Zertifikat. Unterhalb des sogenannten Basispreises bildet es 1 zu 1 die Aktienkursentwicklung ab, ferner erhält der Investor am Ende der Laufzeit i.d.R. keinen Barausgleich, sondern die physische Lieferung der Aktie. Angesichts dieser Rahmendaten ist eine ziemlich konkrete Vorstellung der weiteren Kursentwicklung des Basiswerts unabdingbar.

Falko Bozicevic

ERWARTUNGSHALTUNG FÜR STEIGENDE KURSE UND MÖGLICHE DERIVATE

MARKTERWARTUNG	„SEKUNDÄRERWARTUNG“	MÖGLICHES DERIVAT
ANSTIEG DES BASISWERT-KURSES	INNERHALB KURZER ZEIT	TURBO-BULL, KNOCK-OUT, OPTIONSSCHEINE
ANSTIEG DES BASISWERT-KURSES	INNERHALB VON WENIGEN WOCHEN	OPTIONSSCHEINE
ANSTIEG DES BASISWERT-KURSES	ANSTIEG JA, ABER NICHT ÜBER X EURO	SPRINT-ZERTIFIKAT
MODERATER ANSTIEG DES BASISWERTES	RISIKOSTREUUNG, DIVERSIFIZIERUNG	INDEX-, STRATEGIEZERTIFIKAT
MODERATER ANSTIEG DES BASISWERTES	EVENTUELL NUR SEITWÄRTSENTWICKLUNG	DISCOUNT-ZERT., AKTIENANLEIHE
ANSTIEG, ABER LÄNGERFRISTIG	RISIKOPUFFER, MINDESTRENDITE	BONUS-ZERTIFIKAT
ANSTIEG, ABER LÄNGERFRISTIG	KAPITALSICHERUNG	GARANTIE-ZERTIFIKAT

„Individuelle Anlageziele und Markterwartung in Einklang bringen“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Wolfgang Gerhardt, Direktor im Marketing für derivative Wertpapiere beim Bankhaus Sal. Oppenheim jr. & Cie., über Bullenmarkt-Strategien und neue Produkte

Smart Investor: Dr. Gerhardt, die Derivatevielfalt wird zunehmend unübersichtlicher, zumal die Emittenten untereinander nicht viel von Abstimmung bei der Namensgebung zu halten scheinen. Wie können Anleger trotzdem den Überblick behalten?

Gerhardt: Sofern man über eine bestimmte Marktmeinung verfügt, wird das Derivateangebot sehr schnell überschaubar. Stets geht es bei der Entscheidung für ein Derivat darum, die individuellen Anlageziele mit den Markterwartungen in Einklang zu bringen. Der Derivateinsteiger sollte sich konzentrieren auf die Grundtypen, also Bonus-, Index-, Discount- und vielleicht noch Outperformance-Zertifikate. Und die heißen auch bei allen Emittenten mehr oder weniger gleich. Diejenigen Produkte, bei denen wir die von Ihnen angesprochene Flut von Namenskreationen vorfinden, eignen sich für spezifische Marktbedingungen. Damit sind sie optimal für Anleger, die sich ausführlicher mit dem Markt beschäftigt haben. Vor diesem Hintergrund möchte ich von einem „Markt der zwei Geschwindigkeiten“ sprechen: einen für Einsteiger und einen für Anleger, die individuelle Markterwartungen umsetzen wollen.

Smart Investor: Mal angenommen, ich gehe als Anleger von steigenden Aktienmärkten aus, bin mir aber über Intensität und Zeitrahmen nicht ganz im klaren. Was würden Sie hier raten?

Gerhardt: Da sehe ich zwei Möglichkeiten: das Bonus- und das Outperformance-Zertifikat. Wer letztlich unsicher ist, aber nach oben hin doch dabei sein möchte, wird zu einem Bonuszertifikat greifen. Das Outperformance-Zertifikat ist genau genommen nur eine Weiterentwicklung – nur ist man hier deutlich optimistischer bezüglich seiner Markterwartung und partizipiert an einer Aufwärtsentwicklung mit einem Hebel. Als Zwischenstufe gäbe es noch das Protect Outperformance-Zertifikat, das bis zu einem bestimmten Level zusätzlich noch eine Mindestrückzahlung garantiert.

Smart Investor: Gibt es noch andere Outperformance-Strategien für mehr oder minder stark steigende Märkte – wie sehen diese aus?

Gerhardt: Da wären Sprint-Zertifikate zu nennen. Hierbei haben Sie nach oben einen mindestens zweifachen Hebel, wobei der Ertrag aber ab einem bestimmten Level „gedeckt“ ist, im Unterschied also zu den zuvor genannten Outperformance-Zertifi-

katen, wo man unbegrenzt mit von der Partie ist. Optionsscheine, bei denen Sie ja auch an einer Aufwärtsentwicklung teilhaben, tragen demgegenüber das Totalverlustrisiko, genauso natürlich Korridor-Optionsscheine, die in seitwärts gerichteten Märkten profitieren. Die Käufer von Zertifikaten sind dagegen gerade aus der Sicht des Risikos im Vorteil: Sie sind dabei so gestellt, als hätten sie direkt in die Aktie oder den Basiswert selbst investiert.



Dr. Wolfgang Gerhardt

Smart Investor: Wie sollte sich also jemand verhalten, der zwar von steigenden Aktienmärkten ausgeht, aber doch eher risikoavers ist?

Gerhardt: Auf jeden Fall: Finger weg von Options- oder Turbo-Scheinen! Meine Präferenz wären dann Protect Outperformance-Zertifikate. Sie hätten dabei die Aussicht auf eine Mindestrückzahlung, den Kapitalerhalt Ihrer eingesetzten Investitionssumme, solange der Basiswert nicht stark fällt, während Sie an steigenden Märkten entsprechend Ihrer Marktmeinung mit einem Faktor von mehr als 1, also einem Hebel, überproportional partizipieren.

Smart Investor: Auch die Produktpalette auf das Währungsverhältnis Euro/US-\$ ist schier unüberblickbar geworden. Welche Produkte könnten Sie aufgrund der doch etwas reichlich unentwickelten Entwicklung beim Euro/US-\$ empfehlen?

Gerhardt: Unser Haus bietet nunmehr auch Währungsoptionsscheine auf den Euro/US-\$ an. Wir wollen künftig aber an die Tradition einiger innovativer Produkte, wie man sie aus den 90er Jahren kannte, z.B. Hit- oder „Take-10“-Scheine, anknüpfen. Mehr möchte ich noch nicht verraten.

Smart Investor: Dr. Gerhardt, vielen Dank für das Interview.

Interview: Falko Bozicevic

NACHHALTIGES INVESTIEREN

Solartron Co., Ltd.

Thailändischer Solarmodulhersteller

Am 30. März 2005 kam die erste thailändische Solaraktie an die Börse in Bangkok: Solartron Co., Ltd. emittierte 80 Mio. Stücke zu 8 Baht (Bht), wovon drei Viertel aus einer Kapitalerhöhung stammten. Der Börsenstart wurde zu einem vollen Erfolg. Angesichts des anhaltenden Booms in der Solarindustrie können Anleger durchaus einen Blick über den Tellerrand hinaus nach Übersee werfen.

Staat bislang Hauptauftraggeber

Solartron, nicht zu verwechseln mit einem Unternehmen der Meß- und Regeltechnik gleichen Namens, wurde 1986 in Thailand gegründet. Es ist heute das mit Abstand größte Solarunternehmen im Land mit einem Marktanteil installierter Photovoltaik-Fläche von 70 %. Das Unternehmen unterhält als einziger Wettbewerber eine kleine Fabrik im Land, in der selbstentwickelte Zellen produziert werden. Neben den eigentlichen Paneelen bietet Solartron auch Peripheriegeräte wie Wasserpumpen und Batterieladestationen an. Daneben ist Solartron autorisierter Händler für Sonnenenergieprodukte von Siemens und Shell.

In der Vergangenheit waren Staat und Kommunen die ganz überwiegenden Auftraggeber. Solartron profilierte sich dabei als Systemlieferant für verschiedenste Anwendungen. So wurden bislang mehr als 600 Telekommunikationsanlagen in ländlichen Gebieten installiert, die mit Sonnenenergie gespeist werden. Dabei gehören große Akku-Anlagen und deren Ladetechnik zum Lieferumfang. In 500 Fällen wurden dörfliche Wasserversorgung und/oder Bewässerungsanlagen für Plantagen über Solarstrom realisiert, in einigen Fällen auch die gesamte Stromversorgung abgelegener Dörfer sowie öffentliche Beleuchtungen. Solartron unterhält ein Zentrum, in dem Kunden Mitarbeiter für Betrieb und Wartung ausbilden lassen können. Private Kunden sind bislang in der Minderheit. Aus diesem Bereich erhofft sich das Unternehmen aufgrund von Preissteigerungen bei anderen Energieformen künftig noch eine höhere Nachfrage.

Große Fabrik für Solarzellen im Bau

Mit dem Emissionserlös finanziert Solartron aktuell den Bau einer großen Fabrik in Thailand. Ab Mitte 2007 sollen dort Kollektoren mit einer Gesamtleistung von 250 MW hergestellt werden. Das wäre in etwa die Verachtfachung der jetzigen Kapazitäten. Durch die Produktion im Land anstatt teurer Importe eröffnet



Solarpanel

SOLARTRON CO., LTD.			
BRANCHE	SOLARMODULE		
WKN	A0D 9V8	AKTIENZAHL (MIO.)	300,00
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 20.05.2005 (EURO)	0,32
		MCAP (MIO. EURO)	96,0

	2004	2005 E	2006 E
UMSATZ (MIO. EURO)	20,2	43,1	17,4
% GGÜ. VJ.	+724,0 %	+113,4 %	-59,6 %
EPS (EURO)	0,016	0,021	0,009
% GGÜ. VJ.	+310,0 %	+31,3 %	-57,1 %
KUV	4,75	2,23	5,52
KGV	20,0	15,2	35,6

sich die Chance, mit niedrigeren Preisen der Solarenergie in Thailand weiter zum Durchbruch zu verhelfen, ohne daß die Ertragskraft leiden müßte. Entscheidender Faktor für den Erfolg des Unternehmens bleibt aber letztlich die Politik: Nur wenn die staatliche Förderung beibehalten oder ausgebaut wird, läßt sich die ab 2007 verfügbare Kapazität optimal vermarkten. Solartron ist zwar auch mit ersten Projekten in Kambodscha und Laos vertreten, doch in der Region steht die Sonnenenergie ganz am Anfang, und ein zeitnaher Boom ist aktuell nicht auszumachen.

Fazit

Das thailändische Researchhaus Saemico Securities sieht Solartron als klaren Marktführer in der Region gut aufgestellt. Der Emissionspreis von 8 Bht entsprach einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 8, der faire

Wert wird von Saemico bei 11 Bht gesehen. Bewegung dürfte erst 2007 in die Aktie kommen, so die Fabrik planmäßig ihre Produktion aufnehmen kann. Für diesen Fall prognostiziert Saemico ein durchschnittliches jährliches Gewinnwachstum von 20 % bis mindestens 2010. Die spannende Frage besteht nun darin, ob die Aktie, die am ersten Handelstag gleich um 45 % auf 11,60 Baht stieg, nach Abebben der ersten IPO-Euphorie nochmals zurückkommt. Für Interessierte bleibt zu hoffen, daß die englische Website des Unternehmens noch ausgebaut wird, denn derzeit sind Infos fast ausschließlich in Thai verfügbar. Seit Mitte April wird Solartron auch an den deutschen Regionalbörsen Frankfurt, Berlin-Bremen und München gehandelt. Der hiesige Kurs von 0,32 Euro entspricht umgerechnet knapp 17 Bht.

Stefan Preuß

DAS GROSSE BILD

Up, up and away!

Vieles spricht für dramatisch steigende Aktienkurse im zweiten Halbjahr, vor allem im Technologie-Bereich.

In der letzten Ausgabe des Smart Investor prophezeiten wir, daß sich die Kurseinbrüche an den Aktienmärkten Mitte April als Bärenfalle herausstellen werden. Die massiven Kurssteigerungen der letzten Tage bestätigen uns in dieser Vermutung eines zeitlich begrenzten Ausrutschers.

Alles im grünen Bereich

Die April-Kursrückgänge waren mit -6 % im Dax bezogen auf den gesamten Anstieg seit dem März 2003 (+102 %) vergleichsweise mickrig. Abb. 1 zeigt sowohl unser heimisches Aktienbarometer als auch den europäischen Index Stoxx 50. Beides Mal stoppten die Kursrückgänge an wichtigen Unterstützungen, welche aus den Hochs in den Anfangsmonaten des Jahres 2004 abgeleitet werden können. Unter charttechnischen Gesichtspunkten wie auch im Hinblick auf das Ausmaß der Kursrückgänge spielten sich also zuletzt völlig normale Korrekturen ab.



Quelle: BHF-Bank

Es riecht nach Kursexplosion

Trotzdem schnellte die Skepsis unter den Anlegern raketenhafte nach oben. Im Nu war die Rede von einem neuerlichen Crash, der sich da anbahnen würde, kurzum: Es wurde mal wieder aus einer Mücke ein Elefant gemacht. Dabei ist der momentan vorherrschende Pessimismus kein rein deutsches Phänomen. Die Put/Call-Ratio, als Gradmesser für die Angst unter den Anlegern, sprang in den USA in den letzten Wochen gar auf ein neues Rekordhoch, und zwar selbst auf Basis einer 50-Tage-Glättung (Abb. 2). Es herrschen also heute mehr Bedenken unter den Anlegern als am Tiefpunkt der Aktienbaisse Ende 2002/Anfang 2003. Auf der einen Seite erscheint diese Verhaltensweise einfach nur übertrieben, auf der anderen Seite können wir als Börsianer aber etwas daraus ableiten: So viel



Pessimismus riecht geradezu nach einer Kursexplosion in den kommenden Monaten, womit wir wieder bei unserer Eingangsthese wären.

Die Plansecur-Umfrage

Interessant in diesem Zusammenhang erscheint auch die Frühjahrsumfrage der Finanzberatungsgesellschaft Plansecur zum Verhalten deutscher Anleger. Demnach ist zwar einer großer Teil der Finanzexperten optimistisch für Aktien eingestellt, allerdings hören die Anleger momentan nicht auf diese Ratschläge und halten sich von Aktien fern. Auf der anderen Seite sind die Finanzexperten nur neutral zu Anleihen eingestellt, dagegen werden diese von den Anlegern wie wild nachgefragt. Dies belegt zum einen den von uns oben festgestellten Pessimismus bezüglich der Aktienmärkte. Zum anderen zeigen diese Umfrageergebnisse, daß zwischen dem, was man in der Presse so liest, und dem, was dann wirklich davon umgesetzt wird, bisweilen ein himmelweiter Unterschied bestehen kann.

Divergenz von Börse und Wirtschaft

Nun fallen die volkswirtschaftlichen Daten derzeit in der Tat nicht so berauschend aus, daß man daraus unbedingt auf eine großartige Aktienmarkt-Rally schließen müßte, so wie wir es tun. Und dennoch halten wir unsere Prognose (z.B. Dax > 5.000

ABB. 3: NASDAQ (OBEN) UND NASDAQ / CRB-RATIO (UNTEN)



Punkte bis Ende 2005) für absolut erreichbar bzw. sogar deutlich übertreffbar, weil wir schlicht und ergreifend von einer Entkoppelung der großen Unternehmen von den Volkswirtschaften ausgehen. Während also die Arbeitslosenzahl, Staatsverschuldung, die Pleiten von kleinen und mittelständischen Unternehmen und die Inflation weiter steigen werden, dürften sich von alledem unbeschadet die großen multinationalen Konzerne weiter positiv entwickeln, ja sogar von der Misere der Volkswirtschaften noch profitieren können. Und das dürfte dann eben zu dem von uns prognostizierten Anstieg bei den Aktienkursen führen.

High Tech wieder auf dem Vormarsch

Der von uns hochgeschätzte Markttechniker Alfons Cortés weist bei aller angebrachten Vorsicht im nebenstehenden Interview auf S. 24 darauf hin, daß in nächster Zeit die Börsenampeln auf grün stehen. Und dabei sieht er ebenso wie der Fondsmanager Peter Dreide (sh. Interview auf S. 40) die Haupttriebkkräfte für eine solche Rally im Technologiesektor. Mittlerweile sind diese Titel ja börsentechnisch aus der Mode gekommen. Das macht sie aus unserer Sicht jedoch nun um so interessanter, da der Verdrängungskampf der letzten Jahre zu relativ übersichtlichen Wettbewerbssituationen geführt hat. Die meisten der übriggebliebenen Unternehmen haben nun dominante bis teilweise sogar monopolartige Marktstellungen und können diese nun im Sinne von Preiserhöhungen in satte Cash Flows ummünzen.

Rohstoff ist out, „stofflos“ ist in

Technologietitel (Chips, Software, Biotech) zeichnen sich in der Regel durch die Beschäftigung mit hochaggregierten Stoffen oder gar mit stoffloser Information aus. Insofern ließe sich thematisch folgende Börsentendenz ausmachen: Weg vom Rohstoff und hin zum Stofflosen. Genau diese Überlegung ist der Hintergrund für den unteren Chart in Abb. 3, welcher den Quotienten (= Ratio) aus Nasdaq Composite und CRB-Rohstoffindex wiedergibt. Diese Ratio bildete während der letzten 16 Monate eine klassische Korrektur in Form einer „Flagge“ aus (Bewegung zwischen blauen parallelen Linien). Deren Charakter wird in den charttechnischen Lehrbüchern mit „trendbestätigend“ beschrieben, weshalb unsere Prognose sowohl für

die Ratio als auch für die Nasdaq selbst (oberer Chart in Abb.3) ganz klar nach oben zeigt.

Dollar-Wende nach oben

Die Tatsache, daß die Nasdaq, die mit Abstand größte Börse für Technologie- bzw. Growth-Aktien, in den USA beheimatet ist, unterstreicht in gewisser Weise unsere Bullishness für den US-Dollar. Wie bereits im letzten Smart Investor 5/2005 auf S. 22 abgebildet, vermuten wir bei der US-Währung (gegen den Euro) eine langfristige untere Wendeformation. Unser Gastautor Dennis Metz hat bereits in seinem Beitrag auf S. 6 eine Reihe von Gründen genannt, welche für eine nachhaltige Umkehr des dreijährigen Abwärtstrends beim Dollar sprechen. Hinzuzufügen wäre noch die positive Zinsdifferenz

VERANSTALTUNGSKALENDER

Vom **9. bis 11. Juni 2005** richtet TerminTrader.com nun schon zum sechsten Mal in Folge die **Futures Expo 2005** im Kongreßzentrum der Stadt Aschaffenburg aus. Den Auftakt bildet am Donnerstag, 9. Juni 2005, die Finalrunde des Top-TraderCups. An den beiden folgenden Tagen erwarten die Besucher zahlreiche Vorträge hochkarätiger Referenten wie etwa Werner Brockmann, Thomas Theuerzeit und Dr. Rolf Wetzer. Nähere Infos unter www.Futures-Expo.de

Am **18. Juni 2005**, von 10 bis 17 Uhr, findet der **Nürnberger Börsentag** auf der CCN Messe Nürnberg statt. Dabei handelt es sich um eine Gemeinschaftsveranstaltung der Börse München, der GfK AG und dem Münchner Investment Club. Weitere Informationen unter www.nuernberger-boersentag.de oder direkt bei den Veranstaltern.

Erstmals veranstaltet der Finanzbuchverlag am **18. Juni 2005** in Frankfurt den **Technische Analyse Kongreß 2005**. Technische Analysten aus Deutschland, Österreich und der Schweiz tauschen Erfahrungen aus und beschäftigen sich einen ganzen Tag lang mit ihrem Lieblingsthema: Der technischen Analyse. Anmeldung auf: www.finanzbuchverlag.de/seminare

Am **21. Juni 2005** findet in Unterschleißheim bei München die **8. Baader Small- und Mid-Cap-Konferenz** mit dem Themenschwerpunkt „Medienaktien“ statt. Unter anderem werden sich präsentieren: Highlight Communications AG, Constantin Film AG, e-m-s new media AG, Neue Sentimental Film AG; Kontakt: Jörn Ligges, Tel.: 0231/93 69 68 40; joern.ligges@baaderbank.de

Zwischen dem **5. und 7. Juli 2005** veranstaltet IFF (International Faculty of Finance) das **Investment Forum 2005, Rohstoff/Commodity Assets**, unter dem diesjährigen Motto „Portfolio Diversifikation durch Investment in Rohstoffe/Commodities“. Kongreßort: Steigenberger Frankfurter Hof in Frankfurt am Main.



Der Dollar ist wieder am Kommen!

zwischen den USA und Euroland (sh. Chart auf S. 27) sowie das langfristige Investoren-Sentiment, welches klar für ein Wiedererstarken des Dollars spricht. Verursacht durch den langen Kursverfall der US-Währung haben sich die Anleger mittlerweile an einen schwachen Dollar gewöhnt. Sie können sich zwar eine Gegenbewegung in gewissem Rahmen vorstellen, eine nachhaltige Wende ziehen aber die meisten Investoren nicht ins Kalckül. Dies geht auch aus dem April-Titelbild des amerikanischen Monatsmagazins „Futures“ hervor, welches den früheren US-Präsidenten George Washington in lachender Pose zeigt, mit folgender Headline: „Warum lacht dieser Mann? – Vielleicht

weil er im Dollar short ist“ (Abb. 4). Es würde uns überhaupt nicht wundern, wenn der Titelbild-Indikator hier wieder einmal hervorragend im Sinne der Contrary Opinion-Theorie funktionierte.

Belastung für Rohstoffpreise

Nahezu alle Rohstoffe sind in US-\$ notiert. Folglich wird ein steigender Dollar, so wie wir ihn prognostizieren, tendenziell mit fallenden Rohstoffpreisen einherge-

hen, wie wir das seit einigen Wochen ja auch prognostizieren. Aus Sicht eines Europäers könnte damit der Nettoeffekt bei null liegen. Aus Sicht der Rohstoffproduzenten aber dürften sich Gewinnrückgänge abzeichnen, weil deren Einnahmen bei rückläufigen Rohstoffpreisen fallen. Daher ist bei den Aktien von Rohstoffproduzenten Vorsicht angebracht. Hier könnten sich zukünftig überproportional starke Rückschläge ergeben. Neben einer möglichen Dollarstärke könnten aber auch Überangebote bei einigen Rohstoffen wie Öl und Stahl, wie sie zuletzt von einigen Herstellern gemeldet wurden, zu nachlassenden Notierungen führen.

Wer austeilt, muß auch einstecken können

Seit sich Smart Investor kritisch zu den Rohstoffen äußert, also seit etwa zwei Monaten, erreichen uns laufend Leserbriefe, in welchen wir auf teilweise recht ruppige und aggressive Art und Weise darauf hingewiesen werden, daß wir uns in diesem Falle täuschen. Nun braucht man sich um uns keine Sorgen zu machen, wir haben ein dickes Fell. Und schließlich sind wir selbst auch im Austeilen manchmal nicht zimperlich und wenden z.B. Sentimentanalyse häufig sehr zynisch an, indem wir z.B. Titelblätter anderer Zeitschriften als Kontra-Indikator heranziehen, wie hier beim Magazin „Futures“ geschehen. Da sollte man dann auch gut einstecken können. Als typischen Ausdruck des Unmutes, welcher uns momentan im Hinblick auf unsere Bearishness für Rohstoffe entgegenschlägt, ist daher auch die Anzeige rechts unten zu werten. Wir nehmen’s mit einem Augenzwinkern hin.

Fazit

Auch wenn eine der bekanntesten Börsenweisheiten dazu rät, im Mai zu verkaufen (sh. auch S. 16), so sind wir uns aufgrund unserer Analysen und Beobachtungen doch ziemlich sicher, daß „Sell in may and go away“ im Jahr 2005 genau die falsche Devise sein wird. Wir gehen vielmehr für den Rest des Jahres von einer Rally aus, die sich gewaschen haben wird. Begleitet wird diese Kaufpanik unserer Einschätzung nach vermutlich von einem per Saldo anziehenden Dollar sowie von tendenziell schwächeren bis seitwärts laufenden Rohstoffpreisen.

Ralf Flierl

Anzeige

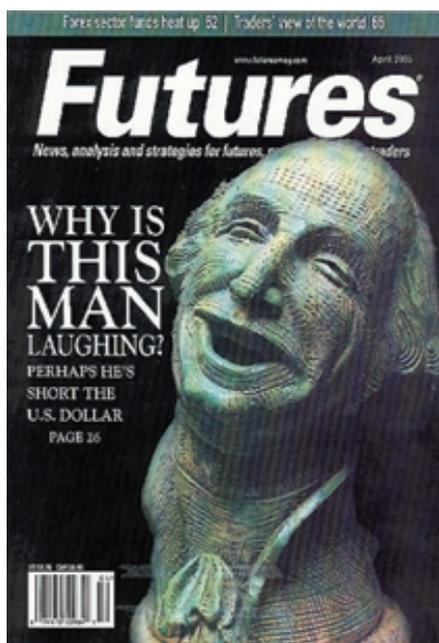


Abb. 4: Titelbild des amerikanischen Magazins „Futures“ vom April 2005

„Konstruktiv vorsichtig“

Interview mit dem renommierten Schweizer Markttechniker Alfons Cortés, dessen systemtheoretisch begründete Finanzmarktanalyse auf der Vernetzung von Preis-, Momentum-, Volatilitäts-, Relative-Stärke-Daten und Stimmungsindikatoren basiert (siehe auch www.alfonscortes.com)

Smart Investor: Herr Cortés, wie stellt sich für Sie als Markttechniker die momentane Situation an den Aktienmärkten dar?

Cortés: Aus meiner Sicht fand an den Aktienmärkten während der letzten Wochen eine Konsolidierung statt, die bisher ganz normal abgelaufen ist. Vom momentanen Niveau aus (ca. 4.300 Punkte im Dax am 18. Mai; Anm. d. Red.) erwarte ich eine Erholung der Märkte.

Smart Investor: Befinden sich die Aktien bereits in einem Bullenmarkt?

Cortés: Sie befinden sich nicht in einem Bullenmarkt, wie wir ihn aus den 90er Jahren kennen. Damals gab es ein klares Paradigma. Heute dagegen entwickeln sich die einzelnen Sektoren sehr unterschiedlich. Die ganze Sache ist ziemlich heterogen.

Smart Investor: Spricht das nun eher für einen Bullen- oder einen Bärenmarkt?

Cortés: Weder noch. Auf Sicht der kommenden Monate spricht zwar deutlich mehr für steigende Kurse. Von einem übergeordneten Bullenmarkt kann man aber meiner Meinung nach jetzt nicht ausgehen.

Smart Investor: Die Rohstoffmärkte entwickeln sich ja schon seit einigen Jahren deutlich besser als die Aktienmärkte. Wie schätzen Sie hier die Zukunft ein?

Cortés: So wie die letzten Monate abgelaufen sind, scheint es mir, als müßten wir hier in nächster Zeit mit deutlichen Rückschlägen rechnen, oder nicht ganz so hart formuliert: Die Risiken dürften hier höher sein als die Chancen.

Smart Investor: Welche Sektoren machen dann einen positiven Eindruck auf Sie?

Cortés: Die Technologiebranche im allgemeinen. Nach einem Bearmarket während der letzten Jahre sieht es nun so aus, als ob sich hier einiges zum Besseren gewendet hat. Auch unter fundamentalen Gesichtspunkten gibt es immer mehr Gründe, Aktien aus diesem Bereich zu kaufen. Allerdings sieht es mir nicht so aus, als ob es hier eine lange Aufwärtsbewegung geben wird, vielmehr muß man Investments aus diesem Bereich laufend überprüfen. Nach der Devise „Kaufen und Liegenlassen“ sollte man hierbei nicht vorgehen.

Smart Investor: Ich merke schon, Sie sind doch vorsichtig.

Cortés: Ja, aber konstruktiv vorsichtig. Das ist meines Erachtens die richtige Beschreibung für die aktuell angebrachte Verhaltensweise. Wenn ich bullish wäre, dann würde ich raten: „Kaufen Sie Aktien, und gehen Sie anschließend in Urlaub!“ Das konnte man 1995 oder 1996 raten, jetzt kann man das nicht.

Smart Investor: Sie beschäftigen sich in Ihrer täglichen Arbeit auch mit dem Investorensentiment.

Was gibt es hierzu zu berichten?

Cortés: Ich bemerke derzeit, daß sich sehr viele Pessimisten zu Wort melden und alle möglichen Probleme sehen. Demnach ist es unwahrscheinlich, daß die Aktienmärkte bei einer solchen Stimmungslage nach unten kippen. Vielmehr ist zu erwarten, daß der Markt an einer solchen Wand der Sorgen entlang nach oben klettern kann.

Smart Investor: Wie verhält sich momentan die Marktbreite?

Cortés: Die Advance/Decline-Linie der New Yorker Börse steigt stark an. Dies ist sehr positiv zu werten, da damit der seit Mitte vergangenen Jahres beobachtbare Aufschwung als gesund bezeichnet werden kann.

Smart Investor: Sie beobachten auch die Reaktionen der Marktteilnehmer auf gewisse Ereignisse. Gibt es hier Auffälliges zu berichten?

Cortés: Nehmen Sie als Beispiel die Rating-Abstufung bei General Motors. Der Kurs ging daraufhin fast nicht mehr nach unten, offensichtlich war dieses Ereignis schon in den Kursen eingepreist. Wenn ein Markt mit schlechten Nachrichten so umgeht, dann dürften die Chancen deutlich höher sein als die Risiken.



Alfons Cortés

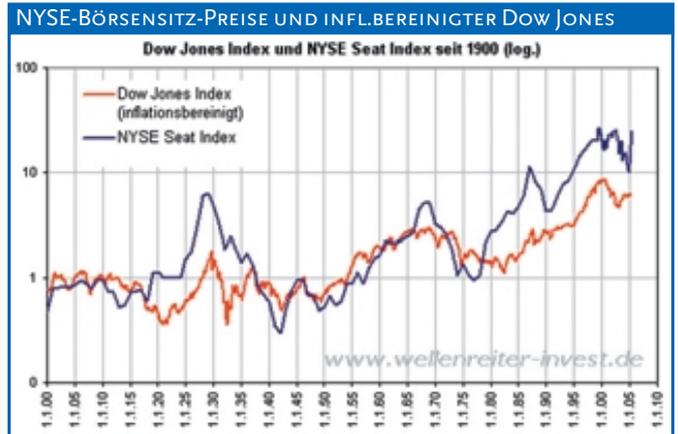
Interview: Ralf Flierl

SENTIMENTTECHNIK

NYSE-Börsensitz-Indikator

Intakter Bullenmarkt

Bekanntermaßen haben die Amerikaner ein Faible für Statistiken, weithergeholte Vergleiche und Analogien. Deshalb verwundert es auch nicht, daß es für die Preisentwicklung der Börsensitze an der New York Stock Exchange (NYSE) eine Zeitreihe gibt, welche bis Anfang des letzten Jahrhunderts reicht (sh. Abb.). Aber was hat das mit dem Anlegersentiment zu tun? Wie aus der Graphik hervorgeht, besteht doch ein gewisser Gleichlauf zwischen den Börsensitz-Preisen und dem inflationsbereinigten Dow Jones Index. Allerdings ist dies auch nicht weiter verwunderlich. Wenn die Börse steigt, dann geht dies auch mit einer verstärkten Umsatztätigkeit am Parkett einher, damit verdienen die Börsenmakler mehr Geld, und in der Folge wird damit auch die Bereitschaft da sein, höhere Preise für einen Sitz an der Börse zu bezahlen (welcher die Bedingung dafür ist, dort als Makler tätig zu sein).



Beim genauen Vergleich zwischen den beiden Kurven in der Graphik fällt auf, daß der Börsensitz-Indikator dem Dow Jones in der Regel sogar vorausläuft, so wie es sich eben für einen guten Sentiment-Indikator gehört. Und damit stellt er ein interessantes Prognose-Instrument dar, welches man durchaus in seine Überlegungen mit einbeziehen könnte. Aktuell befindet sich der Börsensitz-Indikator nahezu auf Allzeithoch-Niveau und signalisiert damit, daß die Aktienhaussa immer noch intakt sein dürfte – trotz des massiven Rückschlags in den Jahren 2000 bis 2002.

Anzeige



Profitabilität und Wachstum.

► Eine höhere Profitabilität und nachhaltige Wertsteigerung unseres Unternehmens betrachten wir als unsere Aufgabe. Dazu haben wir mit einem klaren Schnitt unser Beteiligungsportfolio um nicht profitable Aktivitäten bereinigt und unser Geschäft fokussiert. Gleichzeitig senken wir systematisch unsere Kosten.

► Zukünftiges Wachstum erreichen wir mit weiteren Stadtwerkebeteiligungen, mit Energiedienstleistungen und im Geschäftsfeld Umwelt. Davon profitieren unsere Aktionäre mit einer soliden Kursentwicklung und einer attraktiven Dividende.

Erfahren Sie mehr unter **06 21/2 90-37 08** oder

www.mvv-investor.de

Energie erfolgreich **machen.**

 **MVV** Energie

RELATIVE STÄRKE

Verzagtheit auf hohem Niveau

Sell in may and...buy again! So könnte man in Abwandlung einer altgedienten Börsenweisheit das Geschehen des Berichtsmonats zusammenfassen.

Während sich das Publikum noch zu Beginn der Berichtsperiode in einem klassischen „...go away!“ bestätigt fühlen konnte – schlichen sich die Märkte in der Folge bereits wieder nach oben. Es wäre nicht das erste Mal, daß sich ein derartiger „Betriebsunfall“ als Beginn eines neuen und – im Nachhinein – auch fundamental bestens begründbaren Aufwärtstrends erweist, der allerdings ohne nennenswerte Beteiligung des Publikums stattfindet – auch dies, allen altgedienten Börsenweisheiten zum Trotz, eher die Regel denn die Ausnahme.

Alte Haudegen als neue Favoriten?

Es war der US-Aktienmarkt (S&P 500: +12 Ränge, Nasdaq 100: +16 Ränge), der die größten Ranggewinne verzeichnete. Profitieren konnten die US-Aktien dabei in unserer Euro-basierten Darstellung vor allem durch den Umrechnungseffekt des wiedererstarkten US-Dollar. Trotz vieler überzeugender Argumente war es noch jedes Mal ein Fehler, den US-Dollar zu unterschätzen oder gar abzuschreiben. Der von hieraus favorisierte deutsche Aktienmarkt (vgl. Abb. Dax) konnte sich zwar in seiner Heimatwährung sogar besser entwickeln, blieb in der Rangliste jedoch unauffällig. Dennoch, der Inlandsmarkt ist ungleich preiswerter, und das Sentiment in Deutschland für einen Contrarian geradezu traumhaft: Wenn beispielsweise ausgerechnet ein aus dem Amt geflohener Frührentner mit staatlicher Vollversorgung gegen „kapitalistische Heuschrecken“ stänkert, und dies angesichts eines ausufernden Staatsanteils nicht zu spontanem Gelächter, sondern zu bemüht ernsthafter Diskussion führt, dann kann von überschäumender Stimmung im Lande keine Rede sein. Da ist der letzte Platz, den unser heimisches Gewächs beim Europäischen Sängerstreit erzielte, nur noch das Sahnehäubchen auf die allzeit verzagt lamentierende Volksseele. Fazit: Kaufen!

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 20.05.	RS 22.04.	RS 11.03.	RS 18.02.	RS 21.01.
Merval	Arg	1	9	4	2	3
KOSPI	Korea	2	2	2	3	2
Sensex	Indien	3	13	3	7	6
SMI	CH	4	3	11	13	14
MDAX	D	5	4	7	8	8
Silber		6	6	17	15	24
S&P 500	USA	7	19	21	19	17
NASDAQ 100	USA	8	24	25	23	18
CAC 40	F	9	8	10	11	12
DJIA 30	USA	10	21	20	20	20
REXP 10 *	D	11	5	19	17	11
Hang Seng	HK	12	17	24	18	19
IBEX 35	E	13	15	8	5	7
FTSE 100	GB	14	11	16	9	13
DAX	D	15	16	12	10	9
Gold		16	12	22	24	21
RTX	Rus	17	10	14	21	25
H Shares	China	18	20	18	14	22
All Ord.	Aus	19	14	6	6	5
S.E.T.	Thai	20	18	9	4	4
TecDAX	D	21	22	13	12	10
Rohöl		22	1	5	22	16
Nikkei 225	J	23	23	15	16	15
PTX	Polen	24	7	1	1	1
Shenzhen A	China	25	25	26	26	26
HUI *	USA	26	26	23	25	23

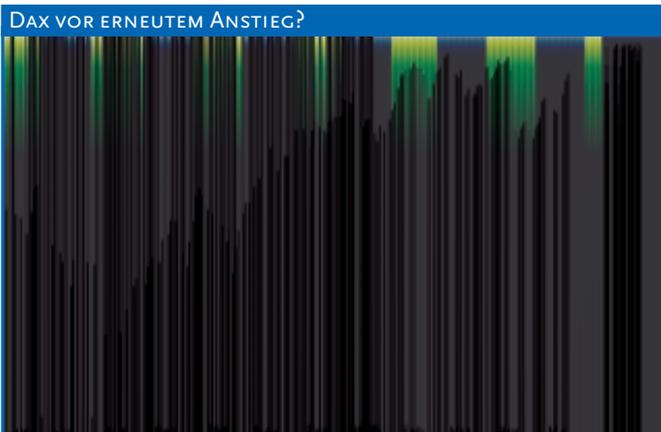
grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert
 * REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

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

Erneute Kapriolen

Polen fiel um weitere 17 Ränge und wurde damit in nur zwei Monaten von Rang 1 bis in den Keller durchgereicht. Der Fall Polen(s) zeigt zweierlei: Erstens ist die Relative Stärke kein ewiges, sondern ein zwar mitunter ausgedehntes, jedoch stets endliches Phänomen. Zweitens, je länger sich ein Markt am eigenen Momentum – nichts anderes mißt die Relative Stärke – berauscht, um so wahrscheinlicher wird danach ein ordentlicher Kater; fast wie im richtigen Leben. Die Achterbahnfahrt des Rohöls – in nur vier Monaten ging es hier von Rang 22 auf Rang 1 und wieder zurück – hat dagegen ihre Ursache in der Konstruktion unseres Universums. Öl bewegt sich nicht im „Geleitzug“ der internationalen Aktienmärkte, sondern wurde in der Wahrnehmung immer mehr zum Gegenspieler dieser Asset-Klasse, nach dem Motto: Öl runter, Aktien rauf!

Ralph Malisch



Verzagtheit auf hohem Niveau – ein Klassiker!

COMMITMENT OF TRADERS (COT)

US-Dollar: schrittweise Befestigung

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

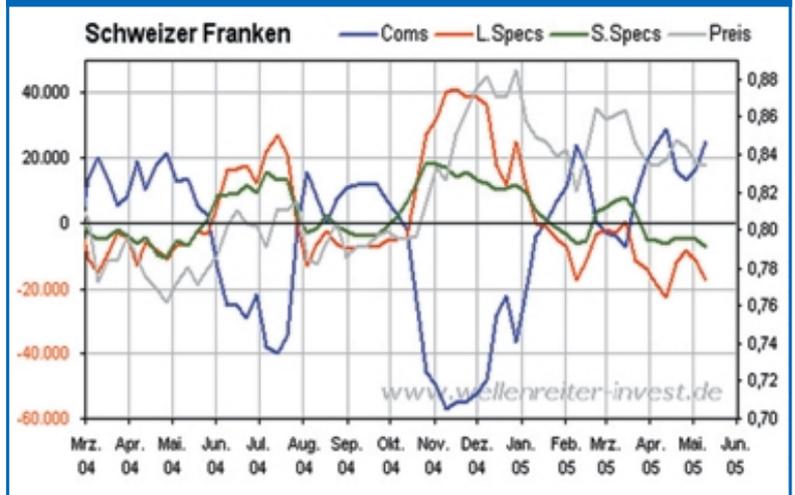
Titelblatt-Indikator

Die Aprilausgabe des amerikanischen „Futures“-Magazins (sh. S. 23) hatte das Thema US-Dollarentwicklung als Titelblatt mit einer eindeutigen Botschaft versehen. Wer Dollar-short ist (auf fallende Kurse setzt), hat etwas zu lachen. Bei all den genannten Argumenten für eine Fortsetzung des bereits drei Jahre andauernden Trends wurde aber übersehen, daß der US-Dollar-Index bereits ein Doppeltief auf seinem langfristigen Unterstützungsniveau bei 80 Punkten und einen höheren Tiefpunkt ausgebildet hatte, so daß ein Trendwechsel zu diesem Zeitpunkt von der Masse der Investoren noch nicht erkannt wurde. Dieser Trendwechsel hat vor allem fundamentale Gründe.

Zinsdifferenz: der wichtigste fundamentale Aspekt

Die nominalen Zinsdifferenzen spielen am Währungsmarkt eine wichtige Rolle. Abb. 1 zeigt an, daß eine enge Korrelation zwischen der Richtung der Währungsentwicklung und dem Zinsspread besteht. Kommt es zu einem Schnitt der Nulllinie und besitzt somit eine der beiden Währungen einen höheren Leitzins, dann entwickelt sich die Währung mit dem höheren Leitzins in der Folgezeit positiv. Der US-Leitzins notierte in diesem Jahrzehnt erstmals im Dezember 2001 unterhalb und erst im Dezember 2004 wieder oberhalb des EZB-Leitzinssatzes. Die jüngste Baisse des US-Dollar begann nahezu parallel zu dieser Entwicklung Anfang 2002 und dauerte bis Dezember 2004. Da der Zinsspread mittlerweile auf 1 % zugunsten der

ABB. 2: NETTO - POSITIONEN FÜR SCHWEIZER FRANKEN GEGEN US-\$



USA angewachsen ist, wirkt dieser fundamentale Faktor in 2005 positiv für den US-Dollar.

Commercials signalisieren nur noch begrenztes Potential

Die CoT-Daten vom 17.5.2005 geben im US-Dollar-Bereich ein gemischtes Bild ab, als zuverlässigster Indikator kann aber der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar angesehen werden. Die Commercials sind hier bereits deutlich auf der Long-Seite positioniert, die aktuelle Positionierung erreicht beinahe das Niveau von Anfang August 2003. Daher dürfte das weitere Erholungspotential für den US-Dollar zunächst limitiert sein.

Fazit

Nominale und nicht reale Zinsdifferenzen sind für die Währungsentwicklung entscheidend. Der US-Dollar profitiert von dem positiven Zinsspread zum Euro in diesem Jahr. Die Erholung der US-Währung geht schrittweise vonstatten und dürfte im US-Dollar-Index im Bereich von ca. 87/88 Punkten zunächst stoppen, da sich die Erwartungen an die weiteren Zinserhöhungsschritte der FED in den nächsten Monaten als zu hoch erweisen dürften.

Die neuesten CoT-Daten können wöchentlich ab Samstag mit tag 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)

ABB. 1: SPANNE LEITZINS EUROPA ZU USA



EDELMETALLE

Gold: Noch im Aufwärtstrend

Von Werner Ullmann, Euromerica Resource Advisors GmbH

Der Goldpreis gab aufgrund des festeren Dollars deutlich nach und um so mehr die Goldaktien, aber: Einige Indikatoren deuten auf eine sehr positive Ausgangsbasis für Goldminentitel hin. Die Gold/XAU-Ratio (Goldpreis im Verhältnis zum Philadelphia Gold & Silver Sector Index) war seit 1974 in 15 % des Zeitraumes größer als 5, derzeit liegt sie sogar bei 5,3. Ratios über 5 folgte anschließend ein durchschnittlicher, auf das Gesamtjahr gerechneter Anstieg beim XAU von 89,6 %, bei einem Quotienten von 4 waren es immer noch 27,4 %, dagegen ergab sich bei einer Ratio von unter 3 ein annualisierter Rückgang von im Schnitt 36,6 %. Gold sollte sich noch immer im Aufwärtstrend befinden, da der für den Trend maßgebliche 65-Wochendurchschnitt bei 415 US-\$ verläuft und erst ein nachhaltiger Bruch einen Trendwechsel anzeigen würde. Der Euro wie auch der US-\$-Index testen momentan ebenfalls ihre jeweiligen 65-Wochendurchschnitte.



DRDGold – Prügelknabe der Goldminenindustrie

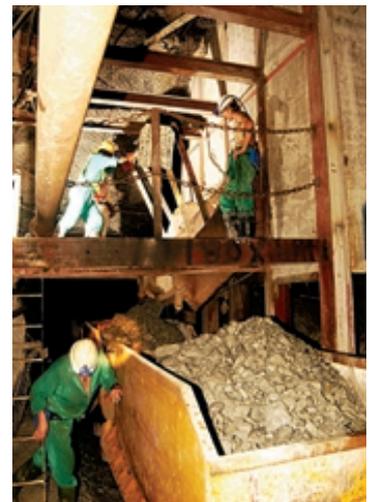
Ähnlich wie zu Zeiten des Neuen Marktes lagen auch bei DRD-Gold, ehemals Durban Roodepoort Deep, der Aufstieg und Fall sehr nah beieinander. Von rund 0,60 Euro im Jahr 2001 komend verzehnfachte sich der Kurs in nicht einmal eineinhalb Jahren, um dann wieder über 90 % abzugeben. Aktionäre spielen derzeit die Konkurskarte bei DRDGold.

Dies verwundert nicht, arbeitete DRD zuletzt teilweise zu operativen Produktionskosten von bis zu 684 US-\$/Goldunze! Diese als North West Operations (NWO) bezeichneten Goldaktivitäten will DRD aber konsequent auslaufen lassen. Produzierte DRD auf Basis des vergangenen Quartals mit durchschnittlichen operativen Produktionskosten von über 424 US-\$ je Unze Gold, sähe diese Betrachtung ohne die NWO-Aktivitäten mit durchschnittlich 336 US-\$/Unze schon wesentlich besser aus.

DIE EDELMETALLE IM VIERWOCHEN-VERGLEICH			
	22.04.05	20.05.05	VERÄND.
GOLD (IN US-\$)	434,60	418,00	-3,82 %
SILBER (IN US-\$)	7,24	7,10	-1,93 %
PLATIN (IN US-\$)	873,00	863,00	-1,15 %
PALLADIUM (IN US-\$)	201,00	187,00	-6,97 %
XAU-GOLDMINENINDEX	88,39	80,73	-8,67 %

Betrachtet man nur die australischen Aktivitäten, die mittlerweile rund 56 % der Gesamtumsätze von DRD ausmachen, sind diese mit 265 US-\$/Unze deutlich profitabler als die verbleibenden südafrikanischen Minen mit 430 US-\$/Unze operativen Kosten. Damit ist DRD allerdings noch immer vom Break Even entfernt.

Bilanziell hält sich DRD mit liquiden Mitteln von 23 Mio. US-\$ und einer Eigenkapitalquote von 27 % (gegenüber 48 % vor einem Jahr) zwar noch über Wasser, die im April angekündigte Kapitalerhöhung über 180 Mio. Rand (28,5 Mio. US-\$, bei derzeit knapp 190 Mio. US-\$ Börsenwert), wenn sie denn vom Markt aufgenommen wird, ist so notwendig, wie sie aber auch die Aktionäre verwässert.



Goldlerz-Verladung in einer DRD-Goldmine

Fazit

Trotz aller Produktionsverlagerung Richtung Australien bleibt DRD stark vom Rand abhängig, befinden sich doch weiterhin 86 % der Ressourcen in Südafrika. Der Rand gegenüber dem US-\$ verläuft jedenfalls in einem immer flacher werdenden Abwärtstrend, sprich: eine Bodenbildung könnte sich abzeichnen. Mit einem steigenden Rand würde sich der Wert der Goldressourcen sowie die Ertragssituation wieder verbessern. Derzeit jedoch erscheint DRDGold noch wenig Perspektive zu bieten. Das hochriskante Papier sollte weiter gemieden werden, auch wenn das Überleben der Gesellschaft kurzfristig nicht akut gefährdet erscheint.

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

BUY & GOOD BYE

Buy: Bayer



Von einem insgesamt sehr positiven Branchenumfeld kann der Leverkusener Chemieriese Bayer profitieren. Nicht nur, daß sich die Nachfrage nach Chemieprodukten auf dem sehr hohen Niveau stabilisiert, auch die am Markt durchsetzbaren Preise bedeuten für das Unternehmen eine im Vergleich zu den Vorjahren komfortable Situation. Dies äußert sich in einem besser als erwartet ausgefallenen Bericht für das erste Geschäftsquartal 2005, als Bayer mit Überschußzuwachsen von gut 50 % und Umsatzausweitungen von 15 % überraschen konnte. Zu diesem vor allem auch qualitativ verbesserten Ergebnis hat sicherlich die Abspaltung von Lanxess beigetragen. Bayer ist durch diesen Schritt immer noch ein Konzern, der sich mit der Zyklus des Chemiegewerks auseinandersetzen muß. Dennoch weckt die klare Focussierung auf die drei Teilbereiche Gesundheit, hochwertige Materialien und Pflanzenschutz neue Phantasien bei den Anlegern.

Gezeigt hat das vor allem die seit neun Monaten weitaus bessere Wertentwicklung im Vergleich zum Dax und die Tatsache, daß der Kurs mit aktuell knapp 26 Euro nur unwesentlich unter seinem im Februar erzielten Hoch bei 27 Euro notiert. Getragen wird der Optimismus neben dem offenbar erfolgreich abgeschlossenen Konzernumbau unter anderem auch von der positiven Entwicklung des Gesundheitsbereichs. So soll das Nieren-

krebspräparat Sorafenib von der US-Gesundheitsbehörde FDA in das Pilot-1-Programm zur schnelleren Markteinführung aufgenommen werden. Im Segment für Hochleistungskunststoffe sollen daneben die Produktionskapazitäten für die weltweit sehr stark nachgefragten Polycarbonate ausgebaut werden. Faßt man dies alles zusammen, spricht einiges für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends, zumal im internationalen Vergleich eine Bewertungslücke von 20 % für die mit einem KGV von 12 auf Basis der 2005er Gewinne bewertete Aktie spricht.



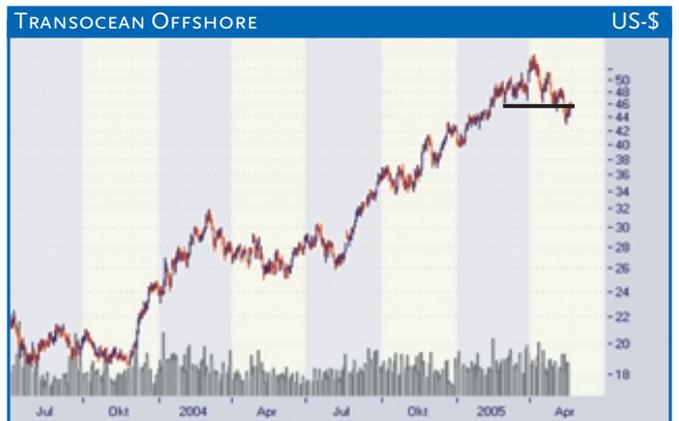
Good Bye: Transocean Offshore



Durch den hohen Ölpreis und der daraus resultierenden Auflösung des Investitionsstaus der großen Ölkonzerne erfreuten sich die Aktien von Ölservice-Gesellschaften in der jüngsten Vergangenheit enormer Beliebtheit bei den Anlegern. So konnte sich der Transocean-Kurs an der New Yorker Börse in den vergangenen 15 Monaten fast verdreifachen, wodurch die Marktkapitalisierung auf stattliche 14,4 Mrd. US-\$ answoll. Setzt man dies ins Verhältnis zum Umsatz von etwa 2,5 Mrd. US-\$, dann werden schnell Erinnerungen wach an die Zeiten, in denen an der Börse gezahlte Marktwerte und deren tatsächliche Unterlegung mit Umsätzen und Gewinnen nicht mehr korrespondierten. Natürlich konnte die Gesellschaft den Nettogewinn im ersten Quartal auf 91,8 Mio. nach 22,7 Mio. US-\$ im Vorjahreszeitraum steigern und die Verschuldung um 32 % auf 1,7 Mrd. US-\$ senken, aber aufgrund des Basiseffektes sind derlei forsche Verbesserungen der Bilanzkennzahlen für die Zukunft nicht mehr zu erwarten.

Nicht umsonst hat der Kurs auch schon begonnen, sich sukzessive von seiner Kursspitze bei knapp 55 US-\$ nach unten zu entfernen. Dies geschah vor dem Hintergrund eines zuletzt in seinem Aufwärtsdrang gebremsten Ölpreises. Da Smart Investor von einer weiteren Abkühlung der Rohstoffpreise ausgeht und mit den Sommermonaten nun traditionell die schlechtere Phase

für Energieinvestments ansteht, gehen wir von einer weiteren, aber temporär begrenzten Kurskorrektur im gesamten Sektor, vor allem aber bei den im Vergleich hoch bewerteten amerikanischen Branchenvertretern aus. Charttechnisch ist zudem eine obere Umkehrformation erkennbar, die durch den Bruch der Nackenlinie bei etwa 47 US-\$ abgeschlossen wurde. Hieraus lassen sich für die nächste Zeit deutlich tiefere Kurse ableiten, am langfristig bullischen Bild ändert sich freilich nichts.



GASTANALYSE

cash.life – Lebensversicherung einmal anders

von Peter Klostermeyer, Adiuventa GmbH

Keine amerikanischen Verhältnisse

In den USA ist das Phänomen schon länger bekannt. Wegen einer Änderung der persönlichen Verhältnisse wird eine Lebensversicherung nicht mehr benötigt, und der Versicherte entscheidet sich für den Verkauf. Im Gegensatz zu den USA hat der deutsche Lebensversicherungsmarkt jedoch eine andere Struktur. Der Großteil des Marktes in den USA besteht aus Risikolebensversicherungen, während die Versicherung als Anlage- und Altersvorsorge so gut wie keine Bedeutung hat. Anders als in den USA wird der deutsche Markt aber von der Anlageform „Kapitallebensversicherung“ geprägt. Gleichwohl ist auch in Deutschland eine Kündigung der Versicherung sehr ungünstig, da der sogenannte Rückkaufswert oft weit unter den eingezahlten Beiträgen liegt und der Versicherte dadurch einen erheblichen finanziellen Verlust erleidet, während die Versicherungen einen zusätzlichen Gewinn realisieren. Einen Ausweg aus dem Kündigungserfordernis versuchen die Gesellschaften mit der „Beleihung“ von Lebensversicherungen zu ermöglichen, allerdings ist auch hier in der Regel der Rückkaufswert der Versicherung für die Höhe des Darlehens maßgeblich. Zudem ist zu berücksichtigen, daß eine Beleihung Probleme nicht grundsätzlich löst, sondern durch den Kreditcharakter zusätzliche Schwierigkeiten entstehen können.

Eine Win-Win-Situation

Die cash.life AG hat dieses Problem aufgegriffen und daraus ein Geschäftsmodell konzipiert. Die Gesellschaft erwirbt Lebensversicherungspolice mit einem Wert über ihrem Rückkaufswert und setzt die Prämienzahlungen fort, so daß der Anspruch des Versicherten auf die Leistung erhalten bleibt, der dann auf die cash.life AG übergeht. Also haben sowohl der Versicherte als auch die cash.life AG einen Vorteil. Lediglich das Versicherungsunternehmen muß Abstriche bei seinen „Stor-

nogewinnen“ hinnehmen, andererseits wird dieser Nachteil über eine niedrigere Stornoquote ausgeglichen. Anschließend werden die Versicherungspolice an geschlossene Fonds veräußert, d.h. Fonds, die sich auf die Investition in deutsche Lebensversicherungspolice spezialisiert haben, z.B. solche von MPC Capital.

Informationsdefizite in Deutschland

Die 1999 in München gegründete cash.life AG konnte das verwaltete Policenvolumen von nur 14,3 Mio. Euro 1999 auf 757,8 Mio. Euro im Jahre 2004 steigern. Zwar wirkt diese Zahl imposant. Es ist aber zu berücksichtigen, daß nur bei circa jeder zweiten in Deutschland abgeschlossenen Lebensversicherung das Ende der Vertragslaufzeit erreicht wird. Allein die Beitragseinnahmen der deutschen Lebensversicherer betragen 2003 rund 67,7 Mrd. Euro bei 9,5 Mio. abgeschlossenen Verträgen. Das Marktpotential ist also noch enorm. Defizite bestehen aber noch beim Bekanntheitsgrad des Produkts. Laut Unternehmensangaben (Allensbach Umfrage) sind erst 7 % der deutschen Bevölkerung über die Existenz eines Sekundärmarkts für Lebensversicherungen informiert, während es in Großbritannien 85 % sein sollen. Ein stärkeres Marketing wäre daher u.E. angebracht.

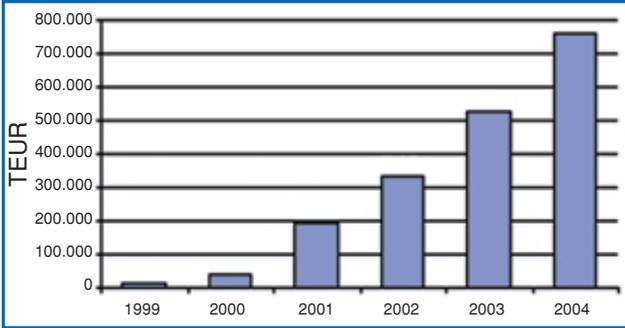


Peter Klostermeyer

2004 konnte die Gesellschaft trotz ihres Bekanntheitsdefizits Police in einem Gesamtvolumen von 225,7 Mio. Euro ankaufen, wobei Police in einem Gesamtwert von 296,6 Mio. Euro an geschlossene Fonds verkauft wurden. Im ersten Quartal 2005 kaufte das Unternehmen Police mit einem Volumen von über 81 Mio. Euro, während Police im Wert von 67 Mio. Euro an geschlossene Fonds verkauft werden konnten. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Fortführung des eingeschlagenen Kurses und einen Anstieg des Policenankaufs auf 250 Mio. Euro bis 350 Mio. Euro, so daß wir es – mit dem Management – für möglich halten, daß das Policenvolumen Ende 2005 bei über 1 Mrd. Euro liegen könnte.



ABB.: POLICENVOLUMEN DER CASH.LIFE AG



Quelle: cash.life AG

Ergebnisse und Bewertung – Premium gerechtfertigt

2004 konnte das Unternehmen ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in Höhe von 11,2 Mio. Euro erreichen. Nach verschmelzungsbedingten Sondereffekten stand unter dem Strich ein Bilanzgewinn von 7,85 Mio. Euro. Im ersten Quartal 2005 lag das operative Ergebnis bei 2,6 Mio. Euro (+22 % gegenüber dem Vorjahreswert), so daß wir für das Gesamtjahr 2005 ein Übertreffen des entsprechenden Vorjahreswerts für wahrscheinlich halten. Bei einer Marktkapitalisierung von 202,8 Mio. Euro dürfte die Aktie auch auf Basis dieses Jahres ein KGV von über 20 aufweisen. Damit ist die Aktie gegenwärtig kein Schnäppchen. Angesichts des geschilderten Marktvolumens und der Dynamik der Entwicklung halten wir aber einen Bewertungsaufschlag für angemessen. Anleger sollten gegenwärtig noch auf den geringen Streubesitz achten. Dieser lag Ende 2004 bei lediglich 1,5 %, so daß die Aktie als ausgesprochen markteng zu bezeichnen ist. Eine deutliche Erhöhung des Streubesitzes auf mehr als 30 % ist aber geplant, wobei eine vorübergehende Beeinträchtigung des Kurses nicht ausgeschlossen werden kann, wir dies aber als Gelegenheit zu einem Einstieg ansehen würden. Beispielhaft kann der Börsenerfolg von MPC Capital in den letzten Jahren sein. Zwar wurde dieser zuletzt etwas beschnitten, dies vor allem aber durch Probleme im Immobilienbereich, während der Lebensversicherungsbereich auch bei MPC stark wuchs.

Fazit: ein Wachstumsmarkt

Der Sekundärmarkt für Lebensversicherungen ist sicherlich ein Wachstumsmarkt, worauf nicht nur das steigende Policenvolumen bei cash.life, sondern auch hohe Stornoquoten in der Versicherungswirtschaft hindeuten. Ein höherer Bekanntheitsgrad des Sekundärmarktes für Lebensversicherungen wäre deshalb u.E. wünschenswert. Niedrige Renditen an den Bondmärkten und Probleme bei Immobilienfonds sollten bei sicherheitsbewußten Anlegern auch auf der Nachfrageseite andauerndes Interesse an Lebensversicherungsfonds generieren. Eine Alternative ist es, an dieser Entwicklung durch eine Direktinvestition zu partizipieren. Nach einer deutlichen Erhöhung des Streubesitzes ist die Aktie der cash.life AG hier sicher eine sehr interessante Anlageform.

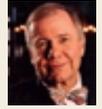
HINWEIS: In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

Portfolio Diversifikation durch Investment in Rohstoffe/Commodities

Top Keynote Speaker:

„Echte Investmentlegenden, deren Meinung über Jahrzehnte gefragt bleibt, gibt es an den Börsen nur relativ wenige. Zu ihnen zählt aber zweifellos Jim Rogers.“
(faznet.de, Februar 2005)

JIM ROGERS – Die Rohstoff-Legende



"How to Make Money in the Secular Commodity Bull Market"

Vorsitzender:

- Christian W. Röhl, Vorstand Content & Community, ZertifikateJournal AG



Vorträge von folgenden Unternehmen:

- ABN AMRO Bank N.V.
- BW Bank
- Cortal Consors S.A.
- Deutsche Bank AG
- Dresdner Kleinwort Wasserstein
- Energy & Commodity Services GmbH, Bayerische Landesbank
- Quadriga Group Monaco S.A.M.
- Refco Deutschland Ltd.
- Siegel Investments
- Société Générale London
- Sucden (UK) Ltd. Niederlassung Deutschland
- Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W.
- ZertifikateJournal AG



Partner:



Medienpartner:



Veranstalter:



International Faculty of Finance

AKTIE IM BLICKPUNKT

Rambus, Inc.

Gehypt und gerichtet

In der Speicherchipdesign-Schmiede Rambus arbeiten die wahrscheinlich fähigsten, kreativsten und visionärsten Köpfe, die es in der gesamten Chipindustrie gibt. Deren Anspruch, schnelle und konkurrenzlos leistungsfähige Chipdesigns zu entwerfen, ist für Rambus Fluch und Segen zugleich.

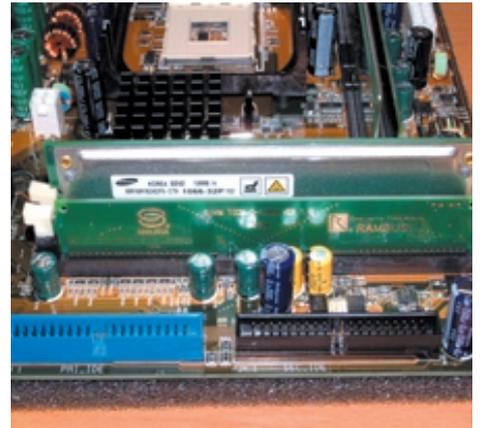
Geschäftsmodell für Fortgeschrittene

Im kalifornischen Los Altos ansässig, wurde Rambus durch die Entwicklung der Speichertechnologie RDRAM bekannt. Diese war zwar schneller als die bisher auf dem Markt erhältlichen Komponenten, dafür aber auch wesentlich teurer. Mit der Unterstützung durch den Halbleiterriesen Intel sollte nun praktisch ein neuer Standard gesetzt und Speicherchiphersteller zum Einbau der Rambus-Technologie gedrängt werden. Vor allem aber die Zahlung von Lizenzgebühren für die Verwendung des Rambus-Designs wirkte auf die Konkurrenz abschreckend. Dabei las sich die Liste potentieller Kunden wie das Who is Who der Chiphersteller: Samsung, Toshiba, Micron Technology, Infineon, Nvidia, um nur einige zu nennen. Ende der 90er Jahre entwickelten die quasi „Geknebelten“ deshalb mit dem DDR-RAM-Speicherbaustein ein Konkurrenzprodukt. Da dieses in den Augen von Rambus angemeldete Patente in großem Stil mißachtete, überzog die Gesellschaft die Branche mit Patentrechtsklagen. Einige davon laufen bis heute.

Nicht mehr viele offene Rechnungen

Mit dem koreanischen Speicherchiphersteller Samsung einigte sich Rambus bereits im November auf die Zahlung von Lizenzgebühren für die Speichertechnologien und die zugehörigen Controller. Auch mit Micron Technology kam es zu einer Übereinkunft, nachdem dieses Unternehmen seinerseits geklagt hatte, weil Rambus Patente nicht bei der Standardisierungskommission angemeldet habe. Vor gut zwei Monaten schließlich wurde ein Vergleich mit Infineon geschlossen. Durch die Vereinbarung

kann der deutsche Halbleiterproduzent bis November 2007 gegen eine vierteljährliche Lizenzgebühr von 5,85 Mio. US-\$ auf das gesamte Patentportfolio von Rambus zurückgreifen. Sollte Rambus mit anderen bestimmten, aber nicht genannten Speicher-



Hauptplatine mit Rambus-Speicherchips

produzenten weitere Abkommen abschließen, fallen weitere Zahlungen an. Damit geht ein jahrelanges Tauziehen zu Ende, mit dem für Rambus eigentlich enttäuschenden Ergebnis, die ursprünglich im Raum gestandenen Milliardenforderungen nicht durchgesetzt haben zu können. Dennoch gibt es noch offene Streitigkeiten, so unter anderem mit Hynix oder der malaysischen Nanya, die im Erfolgsfalle erheblich positive Effekte nach sich ziehen dürften.

Eine neue Baustelle

Die Hoffnung trägt einen Namen: Cell. Dieser von IBM, Sony und Toshiba entwickelte Prozessor wird seinen Durchbruch durch den Einbau in die nächste Generation der Spielkonsole PlayStation 3, schaffen, deren Marktstart von Sony für Anfang nächsten Jahres geplant ist. Der Cell-Chip unterstützt die neue XDR-Technologie von Rambus und dürfte seine Anwendung nicht nur in der Spielkonsole finden, sondern auch in anderen Anwendungen, wie etwa Personalcomputern oder auch Servern. Da zudem darüber spekuliert wird, ob Apple seinen G5-Prozessor gegen Cell austauscht, besteht auch für Rambus die Möglichkeit, sein neues Speicherdesign beispielsweise als PC-Hauptspeicher auf dem Massenmarkt zu etablieren. Und da Rambus sich auf die Vermarktung von geistigem Eigentum spezialisiert hat, spricht nichts dagegen, den Wettbewerb im Gerichtssaal nicht wieder aufzunehmen. Für die XDR-Technologie hat sich Rambus allerdings bereits mit einigen Unterhaltungselektronikerherstellern auf die Zahlung von Lizenzgebühren geeinigt. Vielleicht haben die potentiellen Verfahrensgegner aus der in der Vergangenheit aggressiven Vorgehensweise von Rambus gelernt und setzen statt dessen nicht länger auf teure und zeitraubende Gerichtsverfahren.

Anzeige

Der Wellenreiter

Wirtschaftsthemen der Zeit

Zyklen, Verlaufsvergleiche, Kommentare
Jeden Montag CoT-Auswertung

Schnupperabo 14 Tage kostenlos

www.wellenreiter-invest.de



Gespeichertes Kurspotential

Einen typischen Verlauf für eine in der Hochphase gepushte und anschließend fallen gelassene Aktie hat das Rambus-Papier hinter sich, dessen Phantasie sich eindeutig aus den noch ausstehenden oder womöglich noch startenden Patentrechtsprozessen speist. Allerdings lasteten dafür auch zuletzt stark steigende Prozeßkosten auf der Bilanz, allein im ersten Quartal stiegen sie von 4,2 Mio. US-\$ im Vorjahr auf 11,1 Mio. US-\$. Damit machten sie bereits 28 % der Umsätze aus, allerdings hätte man mit 460 Mio. US-\$ eine für weitere Prozesse prall gefüllte Kriegskasse. Insgesamt erzielte Rambus im Jahr 2004 Umsätze in Höhe von 145 Mio. US-\$, wovon

120 Mio. US-\$ auf Lizenzgebühren entfielen. An der Börse wird Rambus auf Basis des aktuellen Kurses von 14,80 US-\$ mit gut 1,5 Mrd. US-\$ bewertet. Sollten die Patentstreitereien für Rambus erfolgreich ausgehen, rechnet zum Beispiel der renommierte Technologie-Papst Fred Hager mit Kursen von annähernd 700 US-\$, hielte dann also eine Bewertung des Konzerns von über 70 Mrd. US-\$ für möglich. Bei einer Beibehaltung der Umsatzbewertung von etwa 10 entspräche dies einem Umsatz von 7 Mrd. US-\$, auf jeden der zur Zeit 230 Beschäftigten entfielen somit Erlöse in Höhe von gut 30 Mio. US-\$. Natürlich blicken Pápste gerne gen Himmel, aber in den Augen von Smart Investor kann die Wahrheit schwerlich außerhalb der Erdanziehung liegen.

Fazit

Rambus pocht nach wie vor auf seine Patente und auf das Recht, diese schützen zu dürfen. Die noch laufenden Prozesse oder aber neue Anstrengungen im Fall der XDR-Technologie eröffnen schon eine gewisse Phantasie bezüglich der möglichen zukünftigen Einnahmen. Leider fielen die bisherigen Vergleiche zwar zugunsten Rambus', aber eben nicht in der erhofften Größenordnung aus, so daß sich der Hagersche Optimismus, der auf einem vollständigen Sieg von Rambus beruht, nicht richtig teilen läßt. Rambus ist wohl eine Glaubenssache, bei der es sich aber unter Umständen als falsch erweisen könnte, zu den Atheisten zu gehören.

Tobias Karow

Anzeige

Some people watch things happen, while others wonder what has happened.

The e-m-s people make things happen.



Die e-m-s new media AG startet erfolgreich in das Jahr 2005

	31.03.2005 in Mio. Euro	31.03.2004 in Mio. Euro
Konzernumsatz	4,6	4,9
Bruttoergebnis vom Umsatz	3,7	3,3
EBITDA	2,0	2,0
EBIT	1,0	1,0
Konzernüberschuss	0,7	0,9

Ausblick:

Für das zweite Quartal 2005 erwarten wir ein Übertreffen des Umsatzes und des Periodenergebnisses des entsprechenden Vorjahreszeitraums.

Unser vollständiger Zwischenbericht für das erste Quartal 2005 steht Ihnen unter www.ems-newmedia.com zur Verfügung.

Mehr Informationen finden Sie unter www.e-m-s.de.

e-m-s new media AG
 Investor Relations / Sonja Norden
 Tel. 02 31/9 45 53 33 • Fax 02 31/9 45 53 39
 s.norden@ems-newmedia.com

WKN 521280
 ISIN DE0005212807

TURNAROUND

Borussia Dortmund (BVB)

Bald vor der finalen Wahl?

„Frauen, schnelle Autos, Parties – den Rest habe ich einfach so ausgegeben.“ Diese entwaffnende Antwort gab einst Kick-ent-fant-terrible George Best auf die Frage, was er mit seinem Geld eigentlich gemacht habe. Bei der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA war es zwar nicht die Best'sche Dreifaltigkeit des Geldausgebens, aber irgendwie scheint der etwas oberflächliche Umgang mit Kapital ein branchentypisches Phänomen zu sein.

Wert der Marke noch intakt

Der erste börsennotierte Fußballclub der Republik war angetreten, als Flutlicht der Branche Orientierung zu geben. Jetzt dümpelt der BVB als Glühwürmchen durch das Niemandsland der Tabelle. Doch selbst die im allerletzten Moment abgewendete Insolvenz im Frühjahr konnte der Marke BVB wenig anhaben. In einschlägigen Bewertungen werden den Revierkickern nach wie vor Höchstnoten verliehen. Hierin liegt die Phantasie, die der Ak-

tie trotz aller Kursdesaster weiterhin innewohnt: Die Faszination rund um das Westfalenstadion ist für Unternehmen oder auch vermögende Einzelpersonen ausgesprochen anziehend. Großaktionär Florian Homm (Fund Management Ltd., 25,97 %) hat in der Vergangenheit mehrfach angedeutet, mit zahlreichen Interessenten in Verbindung zu stehen. Was des Fondsmanagers Engagement zu kritischer Zeit erklärt.

Der Königsmacher wartet

Als Beispiel mag die Übernahme von Manchester United durch den US-Milliardär Malcolm Glazer gelten. Der Investor kaufte Anfang Mai 28,7 % des britischen Traditionsclubs dazu und hält nun 56,9 %. Verkäufer waren zwei irische Investoren, die für das Paket 330 Mio. Euro erhalten haben sollen und somit einen Gewinn von 100 Mio. Euro realisierten. Eine feindliche Übernahme in dieser Form ist durch die Rechtsform der KGaA beim BVB nicht möglich, als ultima ratio aber nicht auszuschließen. Die Faszination,

die Clubs wie der BVB auf die Berlusconi, Anschütz und Abramowitschs dieser Erde ausüben, ist unbestritten. Und ganz gewiß wird in vielen Vorstandsetagen darüber nachgedacht, statt immense Mittel für die Werbung (ohne Mitspracherecht) auszugeben, doch gleich den ganzen Werbeträger zu kaufen. Wenn er schon so billig zu haben ist.

Variante 1 für das weitere Geschehen

Für das weitere Geschehen beim BVB gibt es zwei Varianten. Die erste besteht darin, daß eine neu zu installierende Geschäfts-



Dortmunder Westfalenstadion

führung die Kosten in den Griff bekommt. Das Geschäftsjahr 2003/04 wurde mit einem Minus von 3,46 Euro pro Aktie abgeschlossen. Das ist beschämend und Ausweis niederschmetternder Managementqualität. Wie bei vielen Clubs waren zu viele Emotionen und zu wenig rationale Elemente in den Entscheidungen zu erkennen. Im Geschäftsbericht zum Beispiel wird als einzige Erklärung für das finanzielle Desaster die „beispiellose“ Verletztenmisere genannt. Manager Michael Meier scheidet zum 30. Juni aus, und weitere tiefgreifende Änderungen sind unvermeidlich.

Die Einnahmen aus Ticketing (20,3 Mio. Euro), Sponsoring (25,7), Merchandising + Catering (14,4) lassen sich nur langsam steigern, weil die Auslastung nahe 100 % liegt. Einzig die TV-Einnahmen (19,3) versprechen Potential, wenn denn wieder international gespielt wird im Westfalenstadion. Ein gutes Champions League-Jahr bis zum Achtelfinale bringt bis zu 30 Mio. Euro Mehreinnahmen. Zu vernachlässigen sind die weiteren Geschäftsbereiche des BVB: Die Tochter Gool.de weist bei 4,4 Mio. Euro Umsatz 300.000 Euro Verlust aus, die Sport&Bytes GmbH, der Anteil an der Orthomed GmbH, der Anteil am Reisebüro sowie das clubeigene Hotel Lennhof werfen marginale Gewinne ab. Dennoch: Mit drastisch vermindertem Kostenblock (Personalausgaben 03/04: 68 Mio. Euro) könnte der BVB theoretisch durchaus profitabel arbeiten und somit kontinuierlich den Wert des Unternehmens steigern. Voraussetzung dafür: Ein wirklich durchgreifendes Management, das zum Beispiel ein sportwissenschaftlich untermauertes Scoutingsystem oder auch die Einbeziehung externen Sachverständs durch Beratungsunternehmen, wie es in anderen Branchen üblich ist, durchsetzt.

Variante 2 für die Zukunft

Bei Redaktionsschluß stand der BVB zwei Punkte hinter der direkten UEFA-Cup-Qualifikation, und vieles deutete auf den UI-Cup hin. Ohne internationalen Fußball kommt der BVB schon im kommenden Jahr, spätestens im Frühjahr 2007 wie-



der in existentielle Liquiditätsprobleme. Rettung bietet nur die Finanzspritze durch einen Investor, der dafür die Mehrheit der Anteile verlangt. Vor diese Wahl gestellt dürfte die Generalversammlung des Vereins kaum ein Veto einlegen. Und Bedenken des Deutschen Fußball-Bundes dürften auch nur theoretischer Natur, weil vor ordentlichen Gerichten nicht haltbar sein. Bei einer aktuellen Marktkapitalisierung von etwa 68 Mio. Euro ist die Marke Borussia Dortmund derzeit ein Schnäppchen.

Fazit

Bei Kursen um 2,30 Euro scheint jeglicher Verkaufsdruck bei der Aktie gewichen zu sein. Gelänge dem BVB der wirtschaftliche Turnaround, ist ein kontinuierlicher Anstieg von diesem Niveau aus zu erwarten. Im Falle einer erneut drohenden Insolvenz dürfte ein Investor für den Umschwung sorgen. In dieser Spekulation liegt wahrscheinlich schon heute das noch überraschend hohe Kursniveau begründet. Die Stärke, man möchte fast sagen Unverwüstlichkeit der Marke ist deutlich mehr wert als 68 Mio. Euro. Homm spricht vom mindestens fünf- bis zehnfachen. Das ist vielleicht etwas überzogen. Aber ein Börsenwert von 200 Mio. Euro scheint für eine genesene Borussia nicht übertrieben.

Stefan Preuß

Anzeige



Nürnberger Börsentag

Am 18. Juni 2005 von 10.00 bis 17.00 Uhr
CongressCenter Nürnberg (Messe), Raum München

Auf dem Nürnberger Börsentag können Sie Börse und Finanzgeschehen aus nächster Nähe erleben. Aussteller und Vortragsprogramm unter: www.nuernberger-boersentag.de

Eintritt frei! Mit Liveschaltung zu Markus Koch!

MUSTERDEPOT

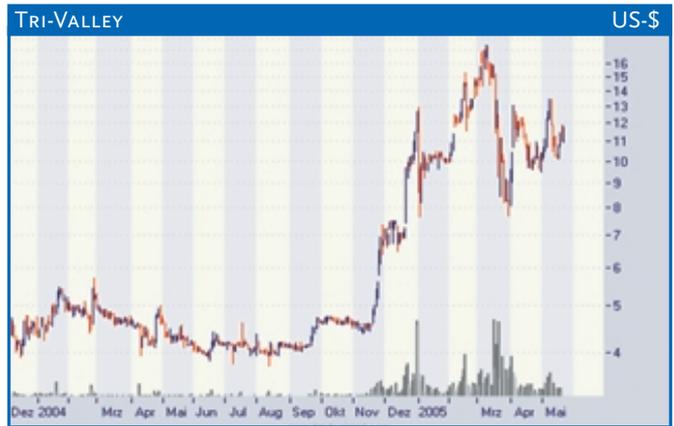
Frisches Blut

Unser Musterdepot verlangsamte im letzten Monat ein wenig seine Zuwachsrate – von den hohen Schwankungen an den weltweiten Aktienmärkten blieben wir aber verschont

Zwar legte der Wert unseres Musterdepots im Vormonat knapp 2 % zu, allerdings schaffte der Dax im gleichen Zeitraum ein Plus von rund 3,2 %. Nicht zu verachten ist allerdings die weit aus niedrigere Volatilität unseres Musterdepots: Einen zwischenzeitlichen Einbruch von 5 % „intramonthly“ wie beim Dax hatten wir derweil nicht zu beklagen. Hier macht sich jetzt positiv bemerkbar, daß das Depot mit 20 Bestandteilen aus verschiedenen Ländern, Branchen und sogar Anlageklassen (Derivate, Aktien) sehr ausgewogen bestückt ist und wir uns zudem rechtzeitig von den aktuell stark schwächelnden Rohstoff- und Edelmetalltiteln getrennt hatten.

Wer ist drinnen, wer draußen

Nach unserem Kehraus im Vormonat, dem sämtliche Edelmetallgesellschaften zum Opfer fielen, besaßen wir wieder ausreichend Liquidität für gezielte Zukäufe. Die in den vorhergehenden zwei Ausgaben analysierten bzw. besprochenen Titel Fortec Elektronik, United Internet und Hucke rückten auf diese Weise über Ankündigungen in unserem Online-Newsletter



Smart Investor Weekly (SIW) ins Musterdepot. Signifikante Kursveränderungen stellten sich derweil noch bei keinem der Neuzugänge ein. Ein Verkauf war ebenfalls zu verzeichnen. Unsere Restposition des US-amerikanischen Öl- und Gas-Explorationsunternehmens Tri Valley wurde zu 9,75 Euro verkauft. Diese

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO) STICHTAG: 20.5.2005

PERFORMANCE: +11,0 % SEIT JAHRESANFANG (DAX: +2,4 %); +1,9 % GG. VORMONAT (DAX: +3,2 %); +47,1 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +70,4 %)

TITEL (LAND)	WKN	BRANCHE	CHANCE/ RISIKO	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
ARQUES (D)	515 600	BETEILIGUNGEN	7/5	200	27.10.2003	16,00	82,20	16.440	11,2 %	+5,4 %	+413,8 %
CNR (CAN)	865 114	ÖL UND GAS	4/3	400	18.09.2003	8,50	21,21	8.484	5,8 %	+1,1 %	+149,5 %
ALSTOM (F)	915 183	INDUSTRIE	7/5	8.000	23.09.2004	0,45	0,66	5.280	3,6 %	+3,1 %	+46,7 %
BAYWA (D)	519 406	BAUMÄRKTE	4/2	400	28.10.2003	9,50	13,75	5.500	3,7 %	-2,5 %	+44,7 %
DR. HÖNLE (D)	515 710	UV-TECHNOLOGIE	6/4	700	09.06.2004	6,95	9,00	6.300	4,3 %	+3,6 %	+29,5 %
K+S (D)	716 200	DÜNGEMITTEL	4/1	150	01.09.2004	32,75	42,10	6.315	4,3 %	-1,1 %	+28,5 %
INDIEN-ZERT. VON ABN AMRO	256 685	-	6/4	250	19.05.2004	28,87	35,90	8.975	6,1 %	+5,0 %	+24,4 %
ADVANCED MEDIEN (D)***	126 218	MEDIEN	8/4	2.884	22.12.2004	1,685	1,99	5.739	3,9 %	-9,1 %	+18,1 %
BB MEDTECH (CH)	898 194	MEDIZINTECHNIK	5/3	200	22.12.2004	28,90	32,28	6.456	4,4 %	-5,7 %	+11,7 %
CREATON VZ. (D)	548 303	BAUSTOFFE	5/3	300	16.02.2005	17,70	19,48	5.844	4,0 %	+3,3 %	+10,1 %
UNITED INTERNET (D)	508 903	INTERNET SERVICES	7/5	300	27.04.2005	20,54	21,62	6.486	4,4 %	-	+5,3 %
CECE-ZERT. VON RAIFF.CENTRO	163 144	-	7/4	300	26.01.2005	15,47	15,95	4.785	3,3 %	-2,3 %	+3,1 %
FORTEC ELEKTR. (D)	577 410	ELEKTRONIK	7/4	150	27.04.2005	28,45	28,85	4.328	2,9 %	-	+1,4 %
DAX HZ** VON COM.BK.	CB5 YD8	-	9/6	1.000	22.02.2005	5,10	5,18	5.180	3,5 %	+51,5 %	+1,6 %
HUCKE (D)	609 510	BEKLEIDUNG	6/4	1.000	12.05.2005	3,30	3,29	3.290	2,2 %	-	-0,3 %
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	ERNÄHRUNG	5/2	90.000	24.03.2004	0,088	0,087	7.830	5,3 %	+4,8 %	-1,1 %
DOUGLAS HOLDING (D)	609 900	EINZELHANDEL	5/3	200	17.03.2005	27,91	27,59	5.518	3,8 %	+0,0 %	-1,1 %
NIKKEI HZ* VON ABN AMRO	327 073	-	8/6	300	26.05.2004	23,47	22,12	6.636	4,5 %	+1,9 %	-5,8 %
ALTANA (D)	760 080	PHARMA	5/3	200	25.02.2004	50,93	46,75	9.350	6,4 %	-7,3 %	-8,2 %
BAADER (D)	508 810	WERTPAPIERHANDEL	7/4	1.000	13.04.2005	5,00	4,30	4.300	2,9 %	-13,8 %	-14,0 %
Chance/Risiko jeweils auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 9 (hoch). Erhöhungen sind grün und Reduzierungen rot markiert.								AKTIENBESTAND	133.036	90,5 %	
								LIQUIDITÄT	14.043	9,5 %	
								GESAMTWERT	147.079	100,0 %	

* am 20.5.2005; in Euro **HZ: Hebel-Zertifikat *** Stückzahl und Kaufpreis nach Kapitalerhöhung angepaßt

Veräußerung ist genau wie der vor kurzem erfolgte Teilverkauf bei CNR unter dem Gesichtspunkt zu sehen, daß wir wie angekündigt unser Engagement im Rohstoff- und damit auch Ölsektor etwas reduzieren wollten. CNR hat Mitte Mai im übrigen einen weiteren Aktiensplit im Verhältnis 2 zu 1 durchgeführt, entsprechend verändern sich Stückzahl und Kaufkurs in unserem Depot.

Ergänzungen angestrebt

Des weiteren haben wir noch zwei Limits gesetzt, die weiterhin gültig sind: So stehen 60 unserer 200 Arques-Papiere für 86 Euro zum Verkauf (zu großer Depotanteil aufgrund des Kursanstiegs), während wir ein Abstauberlimit für 200 Stück Masterflex (interessanter Small Cap, siehe Smart Investor 5/2005) bei 26,10 Euro gelegt haben. Unsere in der letzten Ausgabe dargestellte Wunschliste von bei passender Gelegenheit aufzunehmenden Titeln ergänzen wir um einige der in der Technologiewerte-Story auf S. 12 genannten Unternehmen, so etwa eBay, Microsoft oder Adobe. Im Falle einer Depotaufnahme, die wir wie üblich über unseren kostenlosen wöchentlichen Newsletter (SIW) ankündigen, würden wir vorzugsweise mit einem „Hebel“ am Werk sein wollen, sprich: mit einem Optionsschein (aufgrund der derzeit niedrigen Volatilitäten) oder einem Zertifikat.

Dr. Hönle: weiterhin stark

Kurz nach unserem MoneyTalk in der letzten Ausgabe legte Dr. Hönle, Systemanbieter industrieller und medizinischer UV-Technologie, seine neuen Halbjahreszahlen für das laufende Geschäftsjahr (Gj.ende: 30.9.) vor. Demnach stieg der Umsatz um 7 % auf 11,1 Mio. Euro und das EBIT überproportional um 37 % auf 1,6 Mio. Euro. Positiv anzumerken war vor allem, daß der Auftragsbestand deutlich über dem Wert vom ersten Quartal 2004/05 lag, so daß Dr. Hönle nun auch mit einem erfreulichen dritten Quartal rechnen darf. Der Aktienkurs hat in den letzten Wochen wieder einen kleinen Aufwärtstrend Richtung 9 Euro etablieren können und erscheint weiterhin aussichtsreich.



K und S ergeben K+S

Positives auch von Düngemittelhersteller K+S. Im zweiten Quartal haben die Kasseler (Autokennzeichen = KS) dank höherer Kalipreise (= K) sowie des langen Winters (Salz = S) ihren Gewinn kräftig gesteigert. Während der Umsatz nur um 6 % auf 795,1 Mio. Euro zulegte, kletterte das EBIT erheblich stärker um fast ein

DURCHGEFÜHRTE KÄUFE UND VERKÄUFE					
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE	WKN	KURS	STÜCKZAHL	KAUFWERT	
FORTEC ELEKTRONIK	577 410	28,45	150	4.268	
UNITED INTERNET	508 903	20,54	300	6.162	
HUCKE	609 510	3,30	1.000	3.300	
DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				VERK.WERT	PERFORMANCE
TRI-VALLEY	911 919	9,75	400	3.900	+163,5 %

Besprechungen/Analysen/Interviews: Fortec (3/2005), United Internet (1/2004 und 4/2005), Hücke (4/2005)

Viertel auf 101 Mio. Euro. Die festen Kalipreise interpretiert das Unternehmen als Trend, der aussagefähig und vielversprechend aussehe. Kein Wunder also, wenn K+S-Chef Ralf Bethke aufgrund der weiterhin günstigen Nachfrage- und Preisentwicklung für das Gesamtjahr bei Umsatz und Ertrag kräftige Verbesserungen in Aussicht stellen konnte. Eine kleine Einschränkung: Beim Dollar-Wechselkurs dürfe es keinen wesentlichen Bedarf an neuen Sicherungsgeschäften geben – doch danach sieht es momentan angesichts des Dollar-Spurts eher nicht aus.



United Internet auf Weg zur Pole Position?

Und auch Depotneuzugang United Internet (UI) überzeugte mit seinem jüngsten Zahlenwerk. Dank seiner Kernmarken 1&1 und GMX hat UI Umsatz und Ertrag im ersten Quartal 2005 auf Rekordstände gehievt. Nach einem Umsatzplus von einem Drittel auf 158 Mio. Euro (EBITDA: +16 % auf 30,4 Mio. Euro) geht Unternehmenschef und Großaktionär Ralph Dommermuth auch für das Gesamtjahr von Steigerungen im Bereich 20 bis 30 % aus. Nach der Deutschen Telekom ist UI die Nummer 2 im stark wachsenden DSL-Markt. Angesichts des Umstands, daß High Tech-Land Deutschland in Bezug auf die Gesamtzahl der bereits vorhandenen DSL-Anschlüsse allenfalls Mittelmaß darstellt, kann man hier noch einiges erwarten. Mit dem Internetportal-Geschäft der übernommenen Web.de hat sich UI in diesem Segment bereits zur Nummer 1 aufgeschwungen.

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.

EMERGING MARKETS-AKTIE

Yanzhou Coal Mining (China)

China ist auf Koks(kohle)

Der Energiehunger des Reiches der Mitte ist beinahe unersättlich, und weite Teile der stark expandierenden Industrie sind von temporären Energieknappheiten betroffen. Für den Kohleförderer Yanzhou ist dies ein ideales Umfeld, könnte man meinen.

Groß, profitabel, günstig gelegen

Yanzhou ist einer der größten und profitabelsten chinesischen Kohleförderer, dessen regionale Ansiedlung im Osten des Riesenlandes den Vorteil hat, den boomenden Wirtschaftszentren an der Küste näher als die Konkurrenz zu sein. Dies vor allem deshalb, weil die Transportwege kürzer und damit weitaus weniger zeit- und kostenintensiv sind. Dennoch investiert das Unternehmen massiv in den Ausbau der Eisenbahn- und Hafeninfrastruktur, um den Abtransport des in China sehr knappen Gutes Kohle effizienter zu gestalten – und Effizienzreserven gibt es reichlich. Der Konzern betreibt fünf Kohleminen und profitiert von einer Verordnung der Regierung, die genau aus dem Effizienzgesichtspunkt heraus große Anbieter unterstützt und unrentable, kleinere Minen zwingt, ihren Betrieb aufzugeben.

Günstige Rahmenparameter?

Yanzhou (WKN: 913 195) profitiert sicherlich von dem Umstand, daß in China zwei Drittel der benötigten Energie aus Kohle gewonnen werden, denn Kohle ist für China die sicherste und billigste Energieform. Zudem will das Land den Großteil seines Energiehunger aus eigener Kraft stillen. Wie knapp Kohle in China ist, zeigte die zeitweilige Aussetzung der Belieferung wichtiger Kraftwerke vor gut 12 Monaten mit der Folge einer temporären Einstellung der Energieerzeugung.

Ferner gehen Studien von einer Verdoppelung des Kohlebedarfs in den nächsten 25 Jahren aus. Das ist die eine Seite der Medaille. Risikobehaftet ist das Geschäft sicherlich durch das auch die chinesische Umweltpolitik tangierende Kyoto-Protokoll sowie den Ausbau der Kohleproduktion. Die Zuwachsraten – allein 18 % im vergangenen Jahr – sind sicherlich nicht zu halten. Beispielsweise ist die Schließung von gut einem Drittel der chinesischen Zementfabriken ein Indiz für eine Zügelung der Nachfrage. Und schließlich spricht zwar vieles für eine Renaissance der Kohle als primärer Energieträger, dennoch erscheinen jährliche Preissteigerungen von annähernd 50 %, wie in den letzten 12 Monaten geschehen, unhaltbar.

Immense Steigerungen

Ein Blick auf die Zahlen wischt jeden Zweifel bezüglich der Dynamik der Geschäftsentwicklung beiseite. Allein im vergangenen Jahr betrug die Umsatzzuwächse 52 % auf 1 Mrd. Euro. Dennoch verringerte sich wegen technischer Schwierigkeiten die Kohleförderung um 10 % auf 39 Mio. Tonnen. Der Nettogewinn verbesserte sich um 127 % auf 297 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 2,30 Euro entspricht. Für das bereits laufende erste Halbjahr erwartet das Unternehmen selbst eine weitere Steigerung um 50 %. Für die Aktie von Belang dürfte ferner der Börsengang des größeren Konkurrenten Shenhua Energy sein, dessen Produktions- und Gewinnzahlen jene von Yanzhou um gut das Zweieinhalbfache übersteigen. Die 3 Mrd. US-\$ schwere Emission dürfte demnach für Aufmerksamkeit nicht nur in China, sondern auch in der gesamten Branche weltweit sorgen. Im Vergleich zu dieser ist die mit 2,8 Mrd. Euro bewertete Yanzhou mit einem KGV von 14 auf Basis der 2005er Gewinnschätzungen um gut ein Viertel unterbewertet. Dehnt man den Vergleichsmaßstab auf die Energieunternehmen aus, so dreht sich das Bild, und Yanzhou ist um 8 % teurer als der Durchschnitt.

Fazit

Der Anlegerschaft fehlt momentan offenbar das Vertrauen in die Fortsetzung des sehr vehementen Wachstumstrends der vergangenen Jahre. Anders ist die nun schon gut neun Monate dauernde Seitwärtsbewegung des Aktienkurses (aktuell: 52,19 Euro) nicht zu erklären. Wenn auch nicht die gleichen Himmelstürme wie in den letzten Jahren zu erwarten sind, so kann zukünftig doch von einer soliden Aufwärtsbewegung bei Yanzhou ausgegangen werden.

Tobias Karow



MONEYTALK

„Organisches Wachstum reicht uns nicht“

Smart Investor im Gespräch mit Stefan Baustert, Finanzvorstand des Spezialmaschinenbauers Singulus Technologies, über die nächste Speichermedien-Generation und die tückische Zyklik im Maschinenbausektor

Smart Investor: Herr Baustert, noch im November letzten Jahres zitierte Singulus eine Studie, wonach der Boom im Markt für vorbespielte DVDs noch bis mindestens 2007 anhalten würde – und jetzt dieser Einbruch bei Ihrem Auftragseingang und -bestand.

Baustert: Man muß unterscheiden zwischen dem Markt für vorbespielte Discs und dem für einmal oder mehrfach bespielbare Discs. Erstere erlebten im letzten Jahr einen ungeheuren Nachfragesog. So hat Singulus 2004 allein 255 DVD-Replikationslinien verkauft, während es in den Jahren zuvor rund 180 waren. Die Nachfrage im Endmarkt wächst zwar auch weiterhin, aber in diesem Jahr ist der Markt für Replikationslinien durch die hohen Bestellungen des Vorjahres zunächst gesättigt. Diese voraussehlende Nachfragesituation im DVD-Bereich und der anschließende Ordereinbruch bei Maschinen für einmal bespielbare Discs, vor allem in Asien, waren in dieser Form nicht absehbar, nicht mal im November vergangenen Jahres. Wenn ich den Trend der Vorjahre hochrechne und den 2004er Nachfrageschub wegglatte, so sollte meine Prognose von 130 bis 140 Maschinen für DVDs in diesem Jahr nicht ganz daneben liegen.

Smart Investor: 2005 und 2006 dürften also sogenannte Übergangsjahre werden, bis sich die 3. Generation der optischen Discs durchsetzt – doch die Hersteller haben sich noch nicht einmal auf eine gemeinsame Plattform verständigt.

Baustert: Wir hatten im Februar klar kommuniziert, daß dieses Jahr in der Tat schwierig würde. Über 2006 haben wir keine Aussage gemacht. Vom Auftragseingang bis zur Auslieferung liegen in unserem Geschäft gerade fünf bis sechs Monate, und zwar höchstens. Das Kernproblem lag und liegt in Asien, das etwa ein Drittel Umsatzanteil ausmacht. Die asiatischen Hersteller von wiederbeschreibbaren Discs, vor allem diejenigen in Taiwan, haben im ersten Quartal allesamt Verluste eingefahren, einerseits aufgrund des hohen Polycarbonat-Preises und andererseits, weil die Disc-Hersteller am Markt keine Preiserhöhungen durchsetzen können. Wir gehen aber davon aus, daß dieser Zustand temporär ist und wir eine Wiederbelebung der Auftragseingänge

SINGULUS TECHNOLOGIES

Die im TecDax-30 enthaltene Singulus entwickelt, produziert und vertreibt schlüsselfertige Anlagen zur Herstellung von optischen Speichermedien. Bei CD- und DVD-Replikationslinien für vorbespielte Discs betrug der Weltmarktanteil im Jahr 2004 nahezu 65 %. Nach einem Rekordjahr 2004 verzeichnete Singulus im ersten Quartal 2005 einen Umsatzrückgang von 27 % auf knapp über 50 Mio. Euro und einen Nettogewinneinbruch um über 80 % auf nur noch 0,8 Mio. Euro.

aus dem asiatischen Markt in der zweiten Hälfte dieses Jahres bekommen. Das Thema 3. Generation der optischen Discs darf man auch nicht zu hoch spielen. Wenn sich die beiden Hauptlager Toshiba und Sony nicht einigen, werden eben HD-DVD und Blu-Ray parallel am Markt sein. Ein schneller Einigungsprozeß würde definitiv eine Beschleunigung des Endmarktes bedeuten.



Stefan Baustert

Smart Investor: Jeder, der gehofft hatte, Singulus würde irgendwann von einem zyklischen High Tech- zu einem Value-Titel avancieren, eventuell angesichts stattlicher Gewinne sogar mit Dividendenausschüttung, ist nunmehr ernüchtert.

Baustert: Es ist nun mal so, daß im Maschinenbausektor und seinen nahen Bereichen Zykliken existieren. Den letzten Einbruch erlebte Singulus von 2000 auf 2001. Danach sind wir drei Jahre lang kräftig gewachsen, und jetzt haben wir den nächsten Einbruch. Das läßt sich nie ausschließen, gleichgültig wie diversifiziert man ist. Dies ist in unserem Aktienkurs meiner Meinung nach auch immer eskomptiert worden. Was eine Dividende angeht, so hat Singulus statt dessen ein umfangreiches Aktienrückkaufprogramm gewählt. Das eine schließt das andere natürlich nicht aus, und wir werden uns des Themas mit Sicherheit nochmals annehmen.

Smart Investor: Ihre realistische Einschätzung bitte: Wann wird Singulus die Rekordzahlen des vergangenen Jahres wieder erreichen?

Baustert: Die Zahlen dieses Jahres werden denjenigen von 2004 so weit entrückt sein wie 2001 gegenüber 2000. Nach drei Jahren hatten wir damals wieder die alte Größenordnung erreicht. Aber: Mit 60 Mio. Euro Liquidität und einer Eigenkapitalquote von zuletzt 66 % verfügen wir über jeden Spielraum, den wir für mögliche Zukäufe benötigen. Organisches Wachstum wird in den nächsten Jahren nicht ausreichen.

Interview: Falko Bozicevic

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Die Nasdaq ist deutlich unterbewertet“

Interview mit dem Fondsmanager Peter Dreide über die Anlagestrategie in seinen Fonds, die sich momentan an den Märkten bietenden Chancen und die Zukunft des Technologie-Sektors

Smart Investor: Herr Dreide, Ihr Quartus-Value Fonds Universal* existiert ja schon deutlich länger als die drei Jahre, welche er nun von Ihrem Haus betreut wird. Wie kam es dazu?

Dreide: Wir haben im Oktober 2002 den früheren G&H-Global Dynamic-Fonds UI bei einem damaligen Kurs von ca. 17 Euro übernommen und ihn in Quartus-Value Fonds Universal umbenannt, womit wir auch die Änderung der Anlagepolitik unterstreichen wollten. Heute notiert der Fonds bei über 30 Euro.

Smart Investor: Das ist eine erstaunliche Performance. Was ist Ihr Erfolgsrezept?

Dreide: Wir gehen sehr strukturiert vor: Erstens haben wir quantitative Modelle hinterlegt, welche wir zweitens sehr diszipliniert verfolgen. Wir arbeiten obendrein mit Filtern, z.B. verlangen wir eine Mindest-Marktkapitalisierung von einer halben Milliarde Euro, und wir haben eine recht lange Haltefrist. Unsere größten Erfolgsgeschichten waren ThyssenKrupp und Salzgitter aus Deutschland, Georg Fischer aus der Schweiz und weiterhin – da werden Sie vermutlich lachen – McDonald's, die hatten wir damals zu 14 US-\$ gekauft und bei 30 verkauft (akt. Kurs: 23,50 US-\$; Anm. d. Red.).

Smart Investor: Bleiben wir doch einmal beim Beispiel McDonald's, was genau hat Sie hier zum Kauf bewogen?

Dreide: Wir bezahlen grundsätzlich keine Prämie auf langfristige Trends. McDonald's wie auch Coca-Cola wiesen lange Zeit KGVs von zwischen 30 und 40 auf, weil diese Titel als „stable growth“-Titel angesehen wurden. Da wir jedoch einen Value-Ansatz fahren, bezahlen wir keinen Aufschlag auf den langfristig inneren Wert, sondern wir wollen ganz im Gegenteil unsere Investments zu einem Abschlag eingehen. Und genau das war eben bei McDonald's bei Kursen unter 15 US-\$ gegeben. Ganz aktuell gilt das Gleiche für Coca-Cola. Diese Aktie ist nach der Kurshalbierung während der letzten fünf Jahre momentan mit einem Abschlag auf den inneren Wert zu bekommen. Daß wir sie dennoch nicht in unseren Fonds aufnehmen, hat ausschließlich damit zu tun, daß wir bereits voll investiert sind.

Smart Investor: Das bedeutet, Sie kaufen einen Titel erst, wenn er billig genug geworden ist.

Dreide: Ja, wobei mir das Wort billig in diesem Zusammenhang nicht gefällt. Denn billig schließt ja nicht aus, daß etwas noch billiger werden kann. Vielmehr kaufen wir, wenn ein Titel mit seiner Bewertung unter dem Kaufniveau unserer mathematischen Modelle liegt. Pharma- und Nahrungsmitteltitel, z.B. Nestlé, neigten lange Zeit zu einer Prämie bzw. Überbewertung im Vergleich zum langfristig möglichen Wachstum. Diese Prämien sind

in den letzten Jahren alle abgebaut worden. Und am extremsten war dies bei McDonald's der Fall, weshalb wir hier auch investiert haben. Wir warten also sozusagen ab, bis uns solche Titel mit ihrer Bewertung „entgegenkommen“.

Smart Investor: Spielt in Ihren Modellen das Zinsniveau eine Rolle?

Dreide: Absolut. In dem Moment, wo wir auf Aktien genauso viel Rendite bekommen wie auf Staatsanleihen, sehen wir keinen Grund mehr, Aktien zu haben. Angenommen, das jetzige Zinsniveau von ca. 3,5 % würde sich auf 5 oder gar 6 % erhöhen, dann würden viele Titel aus unserem Fonds vergleichsweise unattraktiv werden und aus dem Depot fliegen.

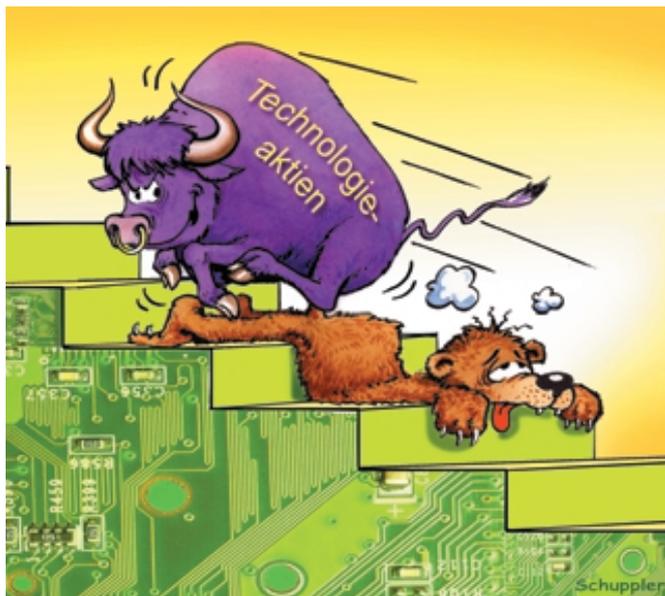
Smart Investor: Sie haben auch Modelle entwickelt, um ganze Märkte zu beurteilen. Erzählen Sie uns bitte dazu etwas.

Dreide: Wir haben für sieben Märkte aus dem Dollar- und Euroraum, welche zusammen 80 % der Welt-Marktkapitalisierung abdecken, eigene synthetisch bis 1920 zurückgerechnete Indices erstellt, um eine Vergleichbarkeit untereinander auch über eine längere Historie hinweg herzustellen. Aufgrund dieser soge-



Peter Dreide, 41, war von 1992 bis 1999 bei mehreren Häusern in Nordamerika und England, z.B. Barclays oder Morgan Grenfell, im Bereich Aktien-Sales/Abteilungsleitung tätig. Ende 1999 gründete er die TBF Global Asset Management GmbH in Singen am Bodensee, betrieb drei Jahre lang weitere Analysen und baute die Datenbank auf. Ende 2002 wurde dieses Modell zuerst im Quartus-Value Fonds Universal (früherer G&H-Global Dynamic-Fonds UI) umgesetzt. Das Fondsmanagement erfolgt aufgrund algorithmisch gesteuerter Datenmodelle, welche laufend weiterentwickelt werden.

*) Ab 1. Juli 2005 wird dieser Fonds in 4Q-Value Fonds Universal umbenannt werden.



Technologie-Aktien haben die Baisse überwunden

nannten Q-Indices können wir Unter- oder Überwertungen von Märkten zueinander, aber auch absolut für sich genommen aufdecken.

Smart Investor: Und was sind die Ergebnisse dieser Analysen?

Dreide: Durchschnittlich liegen die Aktienmärkte momentan etwa 20 % unterhalb ihrer fairen Bewertung. Der EuroStoxx 50 weist mit etwa 15 % die geringste und die Nasdaq mit ca. 25 % die höchste Unterbewertung auf. Es ist übrigens das erste Mal, daß wir für die Nasdaq eine solche Unterbewertung gemessen haben.

Smart Investor: Klingt ziemlich unglaublich, daß ausgerechnet die Nasdaq der billigste Markt sein soll, wo doch hier die KGVs die höchsten sind.

Dreide: Das hat auch nicht unbedingt mit dem KGV zu tun. Bedenken Sie, 25 Nasdaq-Unternehmen, in denen wir investiert sind, haben in Summe einen Börsenwert von etwa 1.450 Mrd. US-\$. Sie verfügen in ihren Bilanzen über eine riesige Summe Cash, nämlich derzeit etwa 187 Mrd. US-\$. Wenn wir annehmen, daß das Zinsniveau auf 5 % steigt, dann bringt dies etwa 9,5 Mrd. US-\$ Zinseinnahmen pro Jahr, was die Gewinne natürlich um diesen Betrag erhöht. Beim derzeitigen Markt-KGV von ca. 20 könnte also der Börsenwert um fast 190 Mrd. US-\$ jährlich steigen (9,5 Mrd. x 20; Anm. d. Red.), was einem Kurssteigerungspotential von etwa 13 % pro Jahr entspricht – wohlgermerkt ohne eine Ausweitung des operativen Geschäfts.

Smart Investor: Damit war es in den letzten Jahren auch nicht weit her.

Dreide: Sicher, die Zuwachsraten beim operativen Geschäft werden nicht mehr so hoch ausfallen wie in den 90er Jahren, aber auch nicht so schlecht wie in den letzten drei Jahren. Realistischerweise kann man das Wachstum zwischen 12 und 15 % pro Jahr veranschlagen. Nehmen Sie das zukünftige Potential bei den Zinseinnahmen sowie beim Wachstum des operativen Geschäfts, dann sehen Sie, warum ich diesen Markt für so unterbewertet halte.

Smart Investor: Ihre Überlegungen mit den Zinseinnahmen wären dann doch auch auf andere Märkte anzuwenden, oder?

Dreide: Eben nicht. Die großen Nasdaq-Unternehmen sind alle schuldenfrei und sitzen darüber hinaus auf einem Berg Cash. Bilanztechnisch gesehen ist die Nasdaq damit am saubersten, im Sinne von am einfachsten zu greifen. Zudem sind die Märkte dieser Unternehmen meist abgeschottet.

Smart Investor: Was genau meinen Sie mit dem Wort „abgeschottet“?

Dreide: Ende der 90er Jahre gab es in den einzelnen Technologiesektoren sehr viele Wettbewerber, was zu unglaublich vielen Innovationen führte. Das war gut für die Konsumenten, aber schlecht für die Investoren, weil diese in Anbetracht dieser Vielfalt gar nicht mehr wußten, auf welche Aktie sie setzen sollten. Inzwischen wurden die Märkte bereinigt, d.h. viele Wettbewerber sind verschwunden. Aus Sicht des Konsumenten ist dies nachteilig, weil die Innovationskraft nachläßt. Für die Investoren ist die momentane Situation aber sehr günstig, weil er die Unternehmen, welche sich als überlegen erwiesen haben, heute auf einen Blick erkennt und darin investieren kann.

Smart Investor: Für Ihren neuen 4Q-Growth Fonds Universal investieren Sie ja gerade in diese überlegenen Tech-Aktien. Wie gehen Sie da vor?

Dreide: Wir bewerten jedes Unternehmen hinsichtlich verschiedener Merkmale. Dabei werden sowohl harte Fakten wie Marktstellung, Bilanzqualität und Cash Flow als auch weiche Kennzahlen wie Innovationskraft und Managementqualität betrachtet. Dabei kann jeweils ein Wert zwischen 0 und 3 Punkten erreicht werden. Zum Schluß werden alle Werte addiert, was den sogenannten Q-Score ergibt. Je höher dieser Q-Score ist, desto attraktiver wird das Unternehmen in unserem Analyse-Modell angesehen. Cisco führt mit einem Q-Score von 24 die Rangliste an. Die Qualität der 25 Unternehmen unseres Tech-Fonds zeigt sich z.B. an deren durchschnittlicher Vorsteuer-Marge von 19,8 %. Das ist in etwa doppelt so hoch wie bei Dax-Werten.

Smart Investor: Solch hohe Margen sind doch wohl deshalb zu erzielen, weil diese Unternehmen in ihren Märkten absolut dominierend sind bzw. teilweise sogar monopolhafte Stellungen aufweisen. Führt das aus Konsumentensicht nicht in die falsche Richtung?

Dreide: Wie ich schon sagte, aus Konsumentensicht ist das ein ganz klarer Negativpunkt. Aus Investorensicht wird es aber einfacher, weil die Auswahl der Firmen kleiner wird.

Smart Investor: Aber nochmals: Die Entwicklung, die Sie da aufzeigen, läuft doch zwangsläufig in eine Zuspitzung hinein.

Dreide: Sicher. Der Konsolidierungsprozeß läßt diese Firmen immer größer und marktbeherrschender werden. Und aufgrund ihrer Kapitalkraft können sie dort, wo sie technologische Schwächen haben, innovative Konkurrenten einfach aufkaufen. Zudem werden wir immer mehr feststellen, daß Aktien weggekauft werden, sei es durch die börsennotierten Firmen selbst durch Aktienrückkauf oder durch Private Equity-Firmen. Alleine diese Aktienverknappung wird in den nächsten Jahren für weitere Kurssteigerungen sorgen.

Interview: Ralf Flierl

BUCHBESPRECHUNG

„Brot und Spiele“

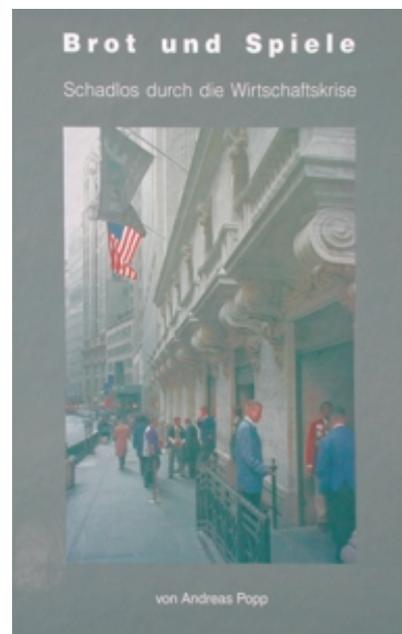
Andreas Popp, Experte für Finanzsysteme und Währungshistorik, hat es mit diesem im Eigenverlag erschienenen Buch geschafft, höchst komplizierte Zusammenhänge einfach und nachvollziehbar darzustellen. Weil er bei seinem Streifgang durch das Geldsystem, den Aktienmarkt, Edelmetalle und Rohstoffe, Immobilien und schließlich Finanzprodukte jedem Strippenzieher zwangsläufig mehr oder minder deutlich auf die Füße tritt, versuchte man als Retourkutsche, ihm seine Vereinfachungsbestrebungen zum Nachteil auszulegen.

Ob nun vereinfacht oder nicht: Für jeden Nicht-Wirtschaftler wird „Brot und Spiele“ wichtige Hintergrundkenntnisse und -anekdoten parat halten. Allerdings gelingt es dem Autor nur mit Mühe, nicht in die Ecke des Zukunftspessimisten abgedrängt zu werden, zumal ihm die gegenteiligen Beteuerungen nicht gänzlich überzeugend gelingen. Grob einzuordnen wäre er irgendwo zwischen Robert Prechter (=Crashprophet) und Prof. Robert Shiller (langjähriger Zweifler).

Unstreitbar ist: Wenn man 1 und 1 zusammenzählt, müssten die überschuldeten Staatshaushalte in absehbarer Zeit zusammenbrechen, die Aktienmärkte einknicken, das Papiergeld- und Zinssystem kollabieren und Edelmetalle vor einer Explosion stehen. Und dabei sind demografische und klimatische Katastrophen sowie die kommende Energiekrise noch unerwähnt. Möglicherweise gibt es aber „dunkle Mächte“, die unser zugegebenermaßen allmählich in die Jahre gekommenes Währungs- und Finanzsystem doch länger zusammenhalten, als man eigentlich glauben sollte – schließlich soll es ja auch sogenannte dunkle Materie geben, die das Universum

zusammenkittet, die aber auch noch niemand gesehen hat. Über den Zeitrahmen des Zusammenbruchs ließe sich also trefflichst streiten. Lobenswert sind die angefügten 11 Expertenaufsätze zu ganz verschiedensten Themen, einer davon von Folker Hellmeyer, Chefanalyst der Bremer Landesbank, welcher im Smart Investor schon des öfteren zu Wort kam.

Falko Bozicevic



„Brot und Spiele – Schadlos durch die Wirtschaftskrise“ von Andreas Popp; im Eigenverlag erschienen (kontakt@popp-ag.com) 2004; 180 Seiten; 22 Euro

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

Anzeige

Technische Analyse KONGRESS 2005

Zum ersten Mal treffen sich am 18. Juni 2005 sieben der besten Analysten Deutschlands zu einem Kongress der besonderen Art – Dem Technische Analyse Kongress 2005: Uwe Wagner, Joachim Goldberg, Rolf Wetzler, Harald Weygand, Rüdiger Born, Michael Proffe und Dr. Gregor Bauer. Trader aus Deutschland, Österreich und der Schweiz tauschen Erfahrungen aus und beschäftigen sich einen ganzen Tag lang mit ihrem Lieblingsthema: Der Technischen Analyse.

Candlesticks, Elliott Wellen, Fibonacci – Erfahren Sie an nur einem Tag alles Wissenswerte. Sieben hochkarätige Referenten begleiten Sie durch den Tag und zeigen Ihnen, worauf es wirklich ankommt und wie man mit Technischer Analyse professionell Geld verdient. Stellen Sie Ihr tägliches Trading auf eine völlig neue Grundlage.

Sichern Sie sich jetzt Ihren Preisvorteil und zahlen Sie nur **249,- Euro** (Frühbucherrabatt bei Buchung bis 03. Juni 2005) statt ~~280,- Euro~~ inkl. umfangreicher Seminarunterlagen, Getränke und Mittagessen.

18. Juni 2005 in Frankfurt am Main
Mehr Infos und Anmeldung unter
www.ta-kongress.de

5 GUTE GRÜNDE, warum Sie diesen Event auf keinen Fall versäumen dürfen:

- Treffen Sie sieben der besten Analysten Deutschlands – Profis zum Anfassen
- Entdecken Sie die geheimen Tricks und Kniffe der Profis
- Das ganze Spektrum der Technischen Analyse auf einer Veranstaltung
- Geballtes Expertenwissen – nur 1x im Jahr!
- Schaffen Sie sich ein Netzwerk in der Szene und lernen Sie Gleichgesinnte kennen

Mehr Infos, weitere Seminare und Anmeldung unter www.ta-kongress.de, per Telefon unter **089 651285-0** oder per eMail an veranstaltungen@finanzbuchverlag.de

Nutzen Sie den Frühbucherrabatt und melden Sie sich jetzt gleich an!
Achtung: begrenzte Teilnehmerzahl

KOLUMNE

Gefallene Engel – Rückkehr der Technologiewerte?

Von Reinhard Schlieker

Den letzten haben die Hunde gebissen. Wer im Jahre 2000 nicht rechtzeitig aus seinem Nemax-Investment herauskam, der hatte das Nachsehen und bis heute Verluste im Depot, wenn er nicht entnervt irgendwann den Plunder hinauskehrte. Wer unter den Firmen des Neuen Marktes, den man heute den „berüchtigten“ nennt, das Standvermögen bewies, einfach weiter zu existieren, der kann heute ganz entspannt vor sich hin arbeiten, ohne noch groß beachtet zu werden. Der Ruf ist hin, aber damit lebt sich's vielleicht gar nicht so schlecht.

Zumal ja schon der Dax genau genommen ein Technologieindex ist. Werte wie Siemens, Telekom, SAP prägen das Bild. Was vielleicht auch dazu führt, daß die Performance eher mit der Nasdaq vergleichbar ist und nicht so sehr dem Dow Jones-Index. Der hat weit weniger gelitten, die Nasdaq-Indices leiden noch heute. So hat man einen eigentlich waschechten Neuer Markt-Wert im Dax: Infineon. Typischerweise nach der Emission erst mal verdoppelt (das galt aber im Frühjahr 2000 als flauer Auftritt), dann auf 7 Euro mehr als gezehntelt – da steht er nun und kann nicht anders. Von Infineon kommt an Meldungen nur Betrübliches, man ist genau genommen seit dem Bestehen am Restrukturieren. Wir hätten es merken können: Was Siemens unter seinem Dach nicht mehr wollte, warum sollen wir das wollen müssen?

Der Ur-Sündenfall war aber wohl das Börsendebüt der Deutschen Telekom. Mit riesigem Werbeaufwand in den Markt gedrückt, gelang ja im Laufe der anhaltenden Euphorie ein Telekom-Börsengang nach dem anderen. Die Aktie bewegt sich am Ausgabekurs, dem ursprünglichen, versteht sich. Der Schaden, der Anlegern entstanden ist, mag Schicksal an der Börse sein – der Kollateralschaden in der Psyche der potentiellen Privatanleger ist kaum bezifferbar und wäre nicht nötig gewesen. Noch heute verkörpert Ron Sommer den Buhmann schlechthin.

Inzwischen haben sich Technologieaktien teils als zählebig erwiesen. Noch immer aber scheuen Privatleute vor einem Engagement zurück, was so pauschal nicht klug sein dürfte. Nach wie vor gibt es Unternehmen, die nicht zu viel versprochen und zu wenig gehalten haben. So ist der allererste Wert am damaligen Neuen Markt, der Autozulieferer Bertrandt, nahezu unbeachtet am Werkeln – sein Kurs hatte sich auch nur mal halbiert, nicht atomisiert wie der von Intershop, die rätselhafte Firma mit einem funktionierenden Produkt und trotzdem ständigen Sorgen. Mobilcom hat sich nach katastrophalen Auseinandersetzungen gehalten in der Realität, was schon

ein halbes Wunder ist. Der Vorzeige-Gefallene-Engel EM.TV besinnt sich nach einer schmerzlichen Verzichtssorgie der Altaktionäre auf neue, dabei verständliche Geschäftsfelder im Sport-TV-Geschäft. Eigentlich war ja schon das Kinderfilmgeschäft der Haffa-Brüder nicht von vorneherein eine schlechte Idee. Wenn man nur früher gemerkt hätte, daß das keine Bewertung in der Klasse der Deutschen Lufthansa rechtfertigt. Die Ur-Aktionäre haben ironischerweise immer noch Geld verdient, darunter die Haffa-Brüder, denen es keiner mehr gönnt.

Noch immer gibt es für Freunde des gepflegten Irrsinns natürlich reiche Betätigungsfelder. In den Top-Flop-Listen der Outperformer tauchen immer wieder solche Werte mit zweistelligen Plus- oder Minusentwicklungen auf, die eigentlich nicht mehr viel mit verbrieften Unternehmensanteilen zu tun haben, wie etwa eine Firma namens Fantastic – der Name ist wohl Programm, weitere Unternehmenszwecke sind nicht erkennbar. Aber Schwankungen des Pennystocks gibt es natürlich gleichwohl. Wer das spannend findet, kann weiterhin seinen Spaß haben.

Mit unter die Räder gekommen, teils sehr zu Unrecht: Die Aktien aus der medizinischen Forschung. Denn in der Biotechnologie hat sich mittlerweile die erfrischend nüchterne Erkenntnis durchgesetzt, daß mit Horizonten von 15 Jahren zu rechnen ist, und daß nicht alle überleben. So lautet die Devise, wie sie auch zu Zeiten des Neuen Marktes hätte lauten müssen: Genau hinsehen bei der Auswahl. Vieles ist im selben Topf, was nicht zusammengerrührt werden sollte.



Reinhard Schlieker, 48, ist seit 1990 für das ZDF tätig und berichtet seit über fünf Jahren regelmäßig vom Frankfurter Börsenparkett, allen voran im ZDF HeuteJournal.

LESERBRIEFE

Feedback auf den *Smart Investor Weekly*

? Im *Smart Investor Weekly* stellten Sie zuletzt die Aktie Tri-Valley zum Verkauf, wobei Sie als Grund nur „ein gutes Gefühl“ angaben. Für mich, der ich in der Aktie investiert bin, ist dies natürlich ein bißchen zu wenig. Hat sich fundamental etwas an Ihrer Einschätzung zu der Aktie geändert? Gab es schlechte Nachrichten? Oder wollten Sie nur eine Position abbauen, um Gelder freizusetzen?

Björn Kressin, Oranienburg

SI Sie haben Recht. Wir hätten den Verkauf mehr begründen müssen. Er hat zu tun mit unserer eher verhaltenen Einschätzung für die Rohstoffmärkte. Daß bei Tri-Valley die Luft raus war, konnte man an dem dramatischen Einbruch im März erkennen. Wir nutzten daher die Zwischenholung, um noch einigermaßen gut aus diesem Wert herauszukommen. Wirkliche fundamentale Gründe gibt es für den Verkauf nicht, außer daß der Kurs unseres Erachtens die Chancen dieses Explorers zuletzt überzogen dargestellt hat.

? In Ihrem *Smart Investor Weekly* beschrieben Sie ein Verkaufssignal für die Edelmetall-Aktie Newmont Mining und schlossen daraus auf den ganzen Rohstoffsektor. Das finde ich doch ein bißchen verwegen, und wenn man schon Schlüsse zieht, dann doch eher umgekehrt: Fallendes Gold führt zu fallender Goldminenaktie.

Matthias Hierl, Stettenhofen

SI Unser „Weekly“ ist bewußt provokant und argumentativ eher ungewöhnlich geschrieben. Vor diesem Hintergrund ist der Newmont-Vergleich mit dem Gold zu verstehen. Wir wollten damit nur ein Schlaglicht setzen

dergestalt, daß wenn die weltweit größte Minen-Aktie charttechnische Warnsignale aussendet, vermutlich der gesamte Sektor eher ein Underperformer sein könnte. Bei einer richtigen Analyse müßte man aber sicher anders vorgehen, da haben Sie schon Recht.

? Vielen Dank für den Artikel „Orwellsche Ausmaße“ und alle Anregungen im Heft 5/2005. Zu Ersterem schicke ich Ihnen einen Anhang, der noch viel Schlimmeres befürchten läßt, als wir uns in punkto Überwachung vorstellen können.

Georg Lenhardt, Egelsbach

(Herr Lenhardt schickte per eMail noch eine Datei mit, in welcher die Intentionen von Regierungen und Unternehmen beschrieben werden, zukünftig Microchips in Menschen einzupflanzen, was eine totale Überwachung ermöglichen würde.)

SI Es ist auf diesem Gebiet in der Tat noch einiges zu befürchten. Die Sache mit den eingebauten Chips klingt zwar sehr weit hergeholt, aber vermutlich dürfte sie schon schneller Realität werden, als uns allen lieb sein kann.

Der Smart Investor Weekly kann jeden Dienstag abend unter www.smartinvestor.de abgerufen werden.

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.

Anzeige



Der Libero
unter den
Meinungsbildnern:

www.ef-magazin.de

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ABERTIS	872 392	11
ADOBE SYSTEMS	871 981	13
ASF	552 829	10
AUTOSTRAD	913 220	11
BAYER	575 200	29
BORUSSIA DORTMUND	549 309	34
BRISA	910 450	11
CASH.LIFE	500 910	30, 31
CISCO SYSTEMS	878 841	12
COCA-COLA	850 663	40
DEUTSCHE TELEKOM	555 750	14
DR. HÖNLE	515 710	37
DRDGOLD	A0D NR0	28
EAGLECREST EXPLORATIONS	564 539	15
EBAY	916 529	13
EM.TV	914 720	43
INTEL	855 681	12
K+S	716200	37
MCDONALD'S	856 958	8, 40
MICROSOFT	870 747	12, 13
MINDORO	906 167	15
MPC CAPITAL	518 760	30, 31
NORWEST ENERGY	915 557	15
PANORO	914 959	15
RAMBUS	906 870	32
SABINA RESOURCES	859 850	15
SANEF	A0D 9DL	10
SAPRR	A0D M67	10
SOLARTRON	A0D 9V8	20
TRANSOCEAN OFFSHORE	886 661	29
UNITED INTERNET	508 903	37
YANZHOU COAL MINING	913195	38

Themenvorschau

bis Smart Investor 9/2005

- MicroCaps als MegaChance
- Ost-Europa als Performancegarant!?
- Kursmanipulation bei engen Titeln
- Börse und gesellschaftliche Trends
- Wie sinnvoll sind Fonds für Second Hand-Policen?
- Börsenorders richtig plaziert
- Sektor-Rotation: Wann Branchen in oder out sind
- Das Revival des deutschen Mediensektors
- Nanotechnologie: Boom oder Bust?
- Samba in Südamerika: Wie lange noch?
- Edelhölzer als Depotdiversifikation
- Öl und kein Ende: Wie geht's weiter?
- Mit simplen Analyse-Methoden die Börse meistern
- Die optimale Investitionsquoten-Bestimmung
- Investieren in Kunst: Eine Kunst für sich

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage von apano Finanzanlagen bei. Des weiteren liegt einer Teilaufgabe eine Beilage der WAV Wertpapieranalysen Verlagsgesellschaft mbH bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

3. Jahrgang 2005, Nr. 6 (Juni)

Verlag:

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

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.

Redaktion:

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

Freie Mitarbeiter:

Alexander Hirsekorn, Sarah
Ismail, Magdalena Lammel,
Stefan Preuß, Frank Schnattinger

Gast-Autoren:

Oliver Frank, Peter Kloster-
meyer, Dennis Metz, Reinhard
Schlieker, Werner Ullmann

Interviewpartner:

Stefan Baustert, Alfons Cortés,
Peter Dreide, Dr. Wolfgang
Gerhardt

Redaktionsanschrift:

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

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Titel:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Gesamtgestaltung:

Robert Berger

Anzeigen:

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

Anzeigenleitung:

Karin Hofelich,
Tel.: 08171-419636,
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)

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.wellenreiter-invest.de)

Charts

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

Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen zugrun-
de, welche die Redaktion für ver-
lässlich hält. Eine Garantie für
die Richtigkeit kann allerdings
nicht übernommen werden. Bei
unaufgefordert eingesandten
Beiträgen behält sich die
Redaktion Kürzungen oder
Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

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

ZKZ 61978
ISSN 1612-5479

ZITATE

Ausgewogene Verhältnisse

„Der Dollar ist die Währung von gestern, er hat seine Funktion als internationale Leitwährung verloren.“

Noriko Hama, jap. Ökonomin, *Weltwoche* 19.12.2002

„Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem!“

Richard M. Nixon, 37. US-Präsident von 1969 bis 1974

„Wie tief wird der Dollar fallen müssen? Die Faustregel besagt: 10 % für jedes Prozent des BIP-Wertes des nicht tragbaren gegenwärtigen Leistungsbilanzdefizits.“

J. Bradford Delong, Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Universität von Kalifornien und Ex-Staatssekretär unter Clinton



Totgesagte leben länger

„Wieviel soll der Renminbi überhaupt unterbewertet sein? Niemand sagt den Chinesen, wie viel ihre Währung unterbewertet ist, weil schlicht und einfach niemand die Größenordnung beziffern kann.“

Hans Redeker, Chefstrategie Währungsbereich der BNP Paribas

„Ich rechne damit, daß unsere Sporbemühungen auch international anerkannt werden.“

Joshua Bolten, Haushaltsdirektor des Weißen Hauses

„Wer den Dollar nicht hat wenn er zurückgeht, hat ihn auch nicht, wenn er wieder steigt.“

André Kostolany

„Keine Währungsunion hatte je Bestand“

Prof. Dr. Wilhelm Hankel, 2004, u.a. Gutachter für die Weltbank und Euro-Kritiker

Wie ausgewogen ganz bewußt unsere Beleuchtung des Währungsverhältnisses Dollar/Euro in dieser Ausgabe ist, zeigt nicht weniger bewußt auch die Auswahl der nebenstehenden Zitate. US-Präsident Nixon war es, der seinerzeit Anfang der 70er Jahre das Abkommen von Bretton Woods (1944), das eine feste Anbindung des Dollar an den Goldpreis vorsah, endgültig begrub. Mit einer solchen Einstellung, wie er sie auf die Bes

chwerden seiner Handelspartner äußerte, lebt es sich freilich ganz ungeniert – womöglich aber entstammt das Zitat sogar einem geheimen Mitschnitt seiner auch ansonsten recht flegelhaften Äußerungen, die ihn in der Watergate-Affäre schließlich den Kopf kosteten.

Nach Bradford Delongs Faustregel müßte der Dollar vom Hoch 2002 also gut 50 bis 70 % fallen, was auf 1,20 bis 1,40 US-\$ zum Euro hinauslief. Und das ist genau der Korridor, in

dem sich der Greenback nun schon seit geraumer Zeit aufhält. Schwerer dürfte schon eine Prognose für die chinesische Währung sein: Da das Reich der Mitte nicht über einen freien Kapitalmarkt verfügt, existieren auch keine Absicherungs-, Anleihe-, Hedge- und sonstige Strategien, worauf Währungsspezialist Hans Redeker in seiner Kolumne in *Smart Investor* 11/2004 pointiert hinwies. Die derzeitige Diskussion um eine Abwertung des Renminbi – oder Yuan –, könnte sich einmal mehr als nichts weiter als heiße Luft herausstellen. Wie schon die unzähligen Male zuvor.

Welche Sporbemühungen Joshua Bolten, Haushaltsdirektor des Weißen Hauses, da meinte, wäre einer Nachfrage wert. Wir lassen es mal als pro-Dollar durchgehen, genauso wie die Bedenken von Euro-Kritiker Hankel, der das gesamte Währungsunion-Projekt ja noch vor Vollendung 1999 am liebsten beerdigt hätte.

Falko Bozicevic