



ICF Research

18. August 2009

Wieso stürzen die VW Stämme so ab und was bedeutet das für den DAX Index?

Verfasser: Klaus Stabel, Tel. 069 92877108

Impressum:

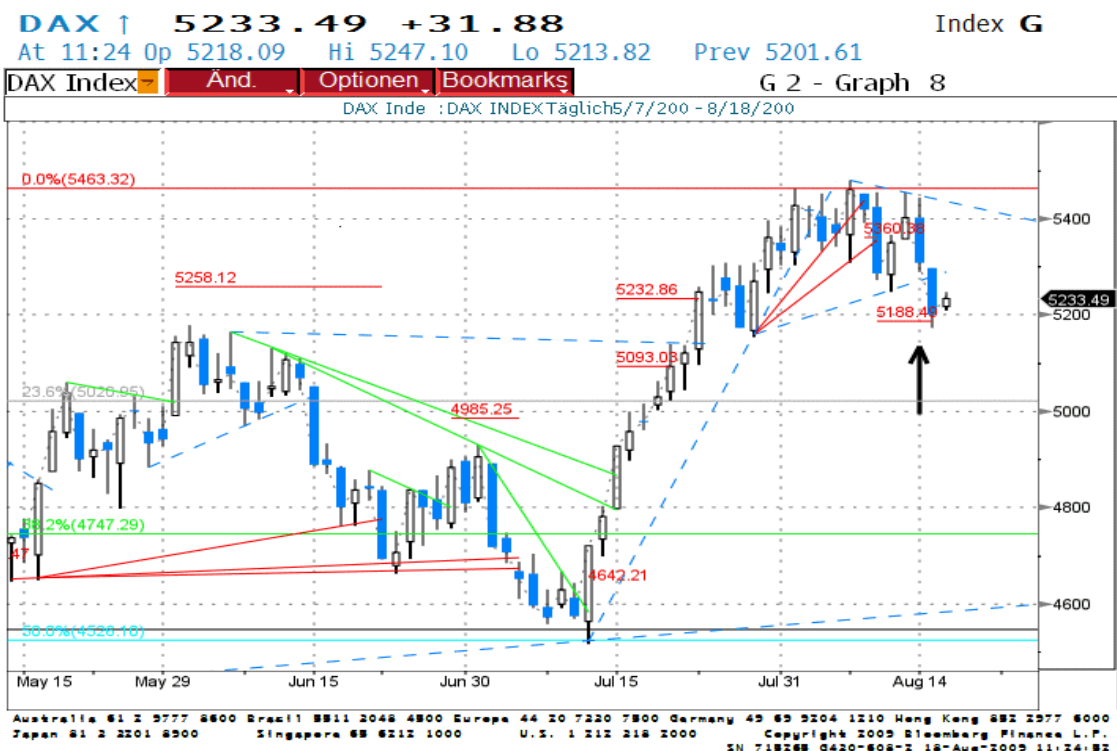
Herausgeber: ICF Kursmakler AG, Kaiserstrasse 1, 60311 Frankfurt am Main

Vorstand: Rainer Roubal (Vorsitzender), Marcus Bingel, Franz Joseph Schulten, Dr. Jobst Müller-Trimbusch

Verantwortlich: Klaus Stabel, Leiter Research, Tel.: 069 92877108;

k.stabel@icfag.de © ICF Kursmakler AG, Frankfurt am Main 2000

Der DAX hat sich in der letzten Woche an dem bisherigen Jahreshoch bei 5463 vorerst festgefahren. Am Freitag wurde durch ThyssenKrupp die Berichtssaison beendet. Insofern wird der zu erwartende newsflow aus den Unternehmen spärlicher fließen.



Generell rücken deshalb volkswirtschaftliche Daten verstärkt ins Blickfeld. Heute hat der wesentlich besser als erwartete ZEW zu einer kleinen Gegenbewegung in Form einer weißen Kerze geführt. Die deutliche Korrektur des DAX Index am Freitag (schwarzer Pfeil) und gestrigen Montag ist von dem Kursabschlag bei VW maßgeblich mitverursacht

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

worden. Generell folgte der DAX aber auch den anderen Weltbörsen. Nach den vorangegangenen, weltweiten Kursgewinnen ist dies jedoch noch als normales profit-taking anzusehen.

Wie viele Index-Punkte haben VW Stämme den DAX in den letzten 3 Tagen gekostet?

1

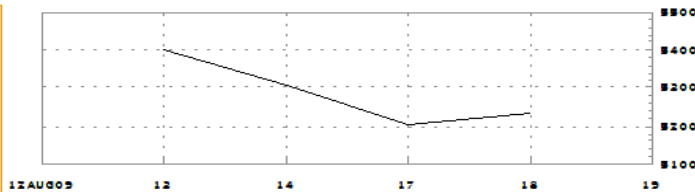
Index RPT

Histor. Indextreibende Aktien

SEITE 1/ 2

DAX +/- %-Change Start-Kurs Schlusskurs
DAX INDEX -168.07 -3.11% 5401.11 5233.04

Index-Mitglied Information
Neu: 0 Plus: 3
Entfernt: 0 Minus: 27
Aktuell: 30 Unch: 0
Sort: Index-Punkte
Reihenf.: Absteig.
8/14/2009 - 8/18/2009



GEWINNER

VERLIERER

Wertpp.	Schl.-Preis	Ändrg	Ind.Pkte	Wertpp.	Schl.-Preis	Ändrg	Ind.Pkte
TKA GY	23.46	+.78	+2.958	VOW GY	168.95	-57.05	-55.994
DB1 GY	53.19	+.45	+.952	BAS GY	34.22	-1.79	-18.718
ADS GY	32.05	+.33	+.727	SIE GY	56.07	-1.77	-16.431
FME GY	30.08	-.15	-.321	DAI GY	31.185	-1.205	-11.719
HNR1 GY	30.10	-.48	-.328	ALV GY	74.17	-2.03	-10.471
MRK GY	62.82	-.88	-.647	DTE GY	8.80	-.265	-8.987
BEI GY	33.52	-.73	-.678	MUV2 GY	98.76	-2.95	-6.630
MAN GY	48.21	-.64	-.720	DBK GY	45.96	-.84	-5.910
FRE3 GY	36.36	-.84	-.771	LIN GY	68.52	-2.89	-5.544
MEO GY	37.68	-.63	-.793	BAY GY	42.38	-.50	-4.707

+ Neu im Zeitraum, - Entfernt im Zeitraum * Mehrmals neu/entfernt
Australia 81 2 3777 8600 Brazil 8811 2048 4800 Europe 44 20 7220 7800 Germany 49 89 3204 1210 Hong Kong 882 2377 8000
Japan 81 2 2201 8300 Singapore 88 8212 1000 U.S. 1 212 218 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.
IN 718288 0420-608-2 18-Aug-2009 11:28:20

Von den 168 Punkten, die der DAX verloren hat, entfallen mit 56 Punkten etwa ein Drittel auf VW Stammaktien. Damit hat VW soviel gekostet wie die nächsten 4 großen Werte BASF, Siemens, Daimler und Allianz zusammen. Gewinnen konnten nur Thyssen, Adidas und Deutsche Börse, die jedoch ein zu niedriges Gewicht besitzen ,um nennenswerte Pluspositionen für den DAX aufbauen zu können.

Maßgeblich für die gravierenden Kursabschläge bei VW sind meines Erachtens die folgenden Ereignisse:

1. Katar wird dem Vernehmen nach die von Porsche gehaltenen Optionen über 17 % der VW Stämme zu angeblich 5 Mrd € erwerben. 17 % der Stämme entsprechen knapp 50 Millionen VW Aktien. Dies würde bedeuten, dass der Erwerb der von den Banken gehaltenen VW Aktien durch Katar zu etwa 100 € je Aktie erfolgt . Fraglich ist in diesem Zusammenhang, wer den Banken die Differenz zu den Basispreisen ersetzen wird, die angeblich bei 140 € liegen sollen.

2. Im Zuge der anstehenden Integration von Porsche in VW wird es mittelfristig zu einem Vergleich der Ertragswerte beider Unternehmen kommen müssen. Diese haben wenig oder

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

gar nichts mit den bis dahin für die VW - Stämme bezahlten Knappheitspreise eines zu übernehmenden Unternehmens zu tun. Derartige Studien werden sich in den nächsten Monaten häufen und grundsätzlich zur Erkenntnis beitragen, dass u. a. die in den Porsche Bilanzen angesetzten VW -Wertansätze eindeutig aus Ertragsgesichtspunkten zu hoch sind. Zum Jahresergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres von Porsche haben die Hochbewertungen der VW Positionen zigmal mehr beigetragen als das eigentliche, operative Auto-Geschäft. Für den Ex Vorstandsvorsitzenden war dies allemal vorteilhaft, da sein Gehalt sich im Wesentlichen am Vorsteuergewinn des Porsche Konzerns orientierte.

Diese Wertansätze müssen aber im Hinblick auf eine wirtschaftliche Integration der Porsche als 10. VW Marke in den VW Konzern korrigiert werden.

3. Beispielhaft für diese Sichtweise ist die jüngste Goldman Sachs -Studie über Porsche. Diese kommt unter Anwendung analytischer Gesichtspunkte zu einer Bewertung des VW Kurses von 107 € für die Stämme. Für die VW Vorzüge wird ein 30 %- iger Abschlag auf diesen Kurs als realistisch angesehen (75 €).

Für die Porsche Vorzüge hält GS hingegen in einer sum of the parts Bewertung ein Kursziel von 94€ für gerechtfertigt. Dieser Kurs beinhaltet für Porsche sowohl die Hochrechnung des angekündigten Kaufpreises für die 42 %an der Porsche AG von 3,3 Mrd €, die VW bezahlen will sowie den mit einem Kurs von 107 € bewerteten Anteil von 50,8% an den VW Stammaktien.

Vor allem diese GS Studie sollte den VW Kurs belastet haben. Ihr werden jedoch andere Studien folgen, die zu ähnlichen Resultaten hinsichtlich des anzusetzenden Unternehmens-Wertes kommen werden.

Außerdem ist damit zu rechnen, dass - im Zuge des Einstiegs von Katar - die VW Stämme einen für die DAX Zugehörigkeit zu geringen Freefloat erreichen und deshalb aus dem Index-Olymp absteigen müssen.

Disclaimer

Dieses Dokument ist von der ICF Kursmakler AG erstellt und herausgegeben. Es ist ausschließlich zur Weitergabe an professionelle und institutionelle Kunden, nicht jedoch für Privatkunden und Dritte bestimmt.

Diese Ausarbeitung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf / Verkauf von Wertpapieren dar. Der Kunde sollte eine selbstständige Anlageentscheidung auf der Grundlage einer vollumfänglichen Information und nicht gestützt auf diese Ausarbeitung treffen.

Das Datenmaterial, welches Grundlage der Analyse ist, wurde sorgfältig ausgewählt und evaluiert. Die Analyse wurde ausschließlich auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen erstellt. Die Vollständigkeit und die Richtigkeit des Datenmaterials kann von der ICF Kursmakler AG nicht gewährleistet werden. Die ICF Kursmakler AG übernimmt keine Haftung für Schäden, die infolge oder im Zusammenhang mit der Verteilung und / oder mit der Verwendung dieser Ausarbeitung entstehen.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Disclaimer am E
Ende dieser Studie

Sämtliche Kursziele, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Diese kann sich jedoch ohne vorherige Ankündigung ändern. Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt oder indirekt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der ICF Kursmakler AG orientiert.

Die ICF Kursmakler AG ist Skontroführer an der Frankfurter Wertpapierbörse und an der Bayerischen Börse. Die im Rahmen der Skontroführung betreuten Aktien sind auf unserer Internetseite www.icfaq.de unter der Rubrik Skontroführung , bzw. Global Markets / Spezialist SKF vollständig benannt. Aufgrund dieser Tätigkeit kann die ICF Kursmakler AG kurzfristig Handelspositionen in den besprochenen Aktien halten. Wir versichern, daß weder die ICF Kursmakler AG noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen eine Beteiligung von einem Prozent oder mehr am Grundkapital der analysierten Gesellschaft hält. Wir versichern ferner, dass weder die ICF Kursmakler AG noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium angehörte, das eine Emission von Aktien der analysierten Gesellschaft übernommen hat.

Die Organe, Führungskräfte sowie Mitarbeiter der ICF Kursmakler AG halten möglicherweise Positionen in Wertpapieren, die Gegenstand der vorliegenden Ausarbeitung sind. Die Mitarbeitergeschäfte des Erstellers der Analyse werden durch unsere Compliance Abteilung ständig überwacht. Eventuelle eigene Bestände des Erstellers sind in der Analyse mit angegeben. Die Mitarbeiter der Abteilungen Research und Compliance dürfen bis zur Veröffentlichung keine Mitarbeitergeschäfte in den analysierten Aktien tätigen. Auch dürfen sich die Mitarbeiter der Research Abteilung keine Kenntnis über den aktuellen Handelsbestand der ICF Kursmakler AG verschaffen. Es wird ebenfalls darauf geachtet, dass die anderen Abteilungen, insbesondere der Handel, Empfehlungen der Research Abteilung nicht vor den Kunden bzw. vor der Veröffentlichung erhält.

Die ICF Kursmakler AG übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung dieser Analyse. Die zuständige Aufsichtsbehörde der ICF Kursmakler AG ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die ICF Kursmakler AG verpflichtet sich, die von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) aufgestellten ‚Deutsche Grundsätze für Finanz-Research‘ in der jeweils gültigen Fassung zu beachten.

Ohne unsere ausdrückliche Zustimmung darf diese Analyse, auch nicht auszugsweise, vervielfältigt oder weitergegeben werden. Insbesondere gestattet die ICF Kursmakler AG nicht die Weitergabe dieses Berichtes an nicht professionelle Anleger und kann in keiner Weise verantwortlich gemacht werden, wenn Dritte diese Weitergabe bewirken. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur im Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz des Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

Definition unserer Empfehlungen:

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von bis zu 6 Monaten aus. Unsere Empfehlungen sind durch folgende Einschätzungen definiert:

Buy: Kurschance von über 10%

Add: Kurschance von 5% bis zu 10%

Hold: Kursschwankung von 5% um den Besprechungskurs

Reduce: Kursrisiko von 5% bis zu 10%

Sell: Kursrisiko von über 10%

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.