

## **Ausblick 35. Woche 2009**

21. August 2009

### **VW Turbulenzen belasten den DAX**

**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;

---

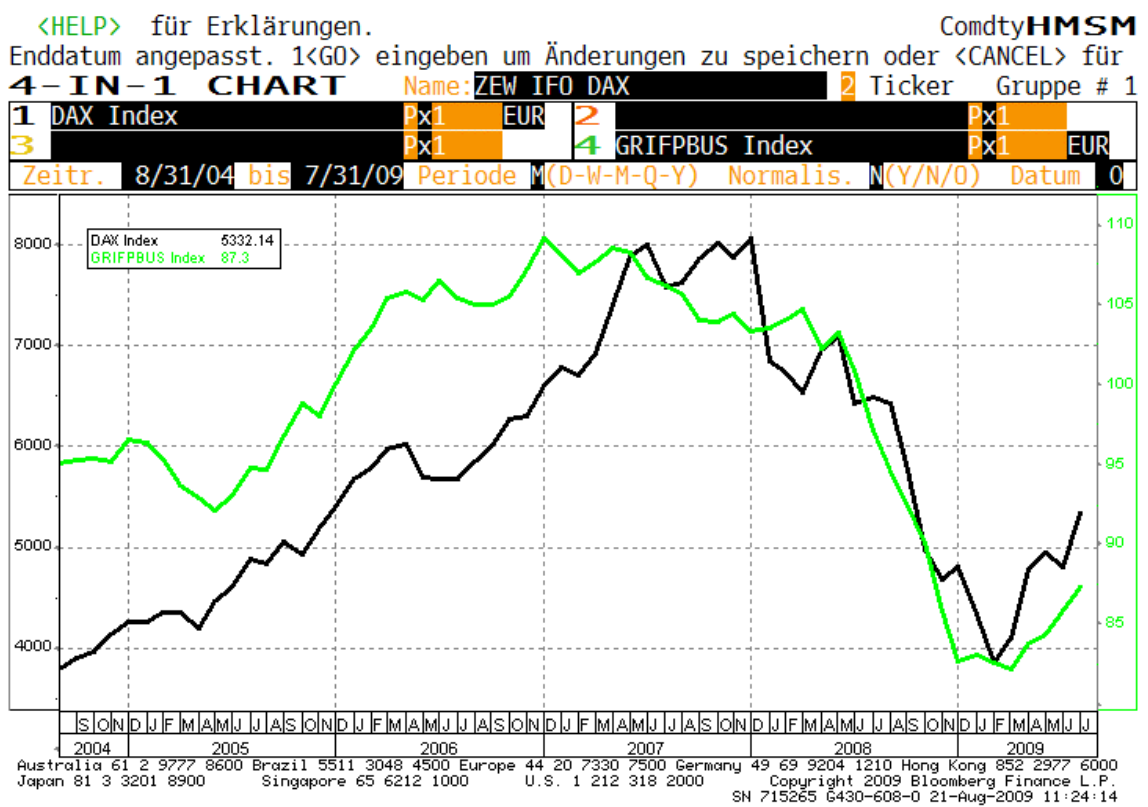
### **Welche Highlights bietet die Woche vom 24.08. bis 28.08. 2009? (vgl. Wochenvorschau)**

1. Die Berichtssaison über das 2. Geschäftsquartal 2009 deutscher Großunternehmen ist weitgehend durch. Kleinere Unternehmen stehen deshalb in der nächsten Woche im Blickpunkt. Am Montag wird Pfeiderer berichten. Nach einem Profitwarning Mitte Juni wird für das 2. Quartal ein Verlustabschluss (Konsens 16 Mio €) bei Umsatzeinbußen von über 20 % erwartet. Die Banken befinden sich in Neuverhandlungen der Kreditkonditionen. Air Berlin wird am Dienstag Zahlen berichten und davon profitieren können, dass Ostern relativ spät lag. Allerdings sind die Aussichten hinsichtlich des Fluggastaufkommens eingetrübt. Schweinegrippe, Bombenanschläge auf Mallorca und wirtschaftliche Unsicherheiten lassen grüßen. Berichte der Landesbanken sollten nur indirekt auf die börsennotierten Bankwerte abstrahlen. Credit Agricole, als größte französische Filialbank, wird berichten und der Konsumgigant L'Oreal. Fraglich ist, ob zur 100 Jahr Feier des Bestehens der Konsummotor des Kosmetikkonzerns noch rund läuft.

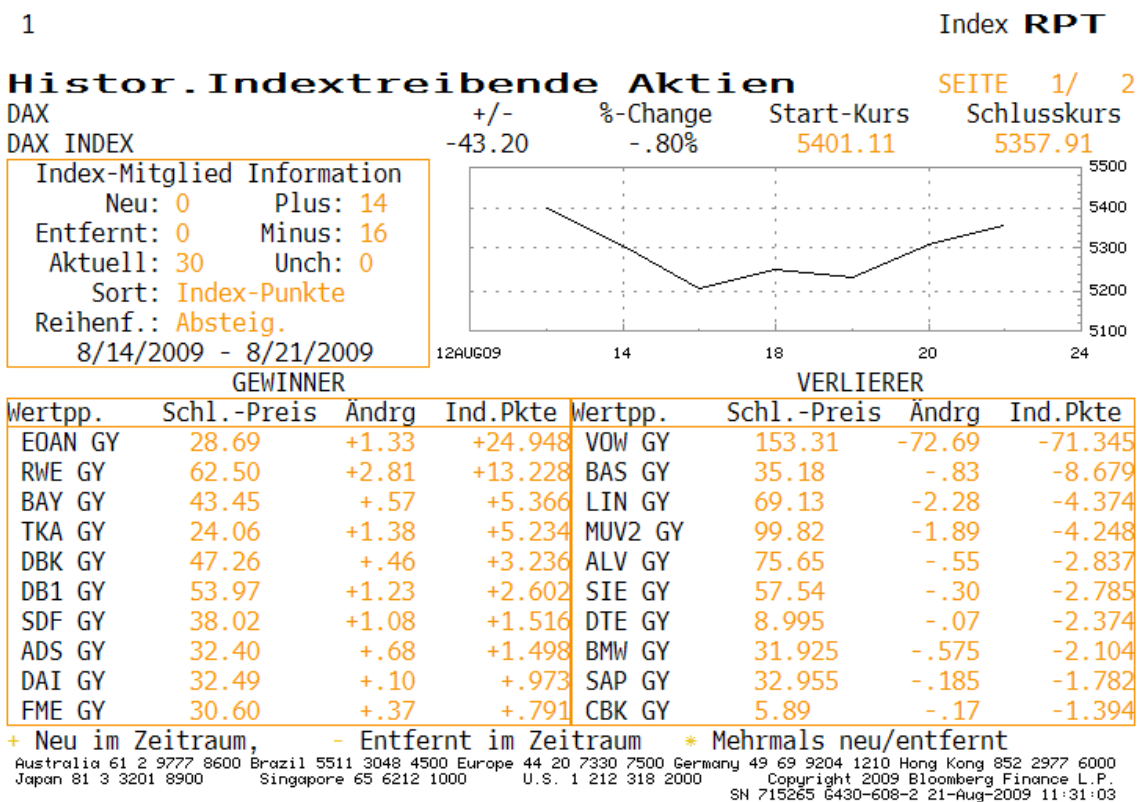
2. Wichtiger ist hingegen, ob der Ifo Index am nächsten Mittwoch das bestätigt, was der ZEW zuvor andeutete. Der ZEW Index beruht im Gegensatz zum Ifo Index eher auf Stimmungsindikatoren von Finanzmarktexperten, während der Ifo Index sich an Umfrageergebnissen sogenannter hard facts, sprich Auftragseingänge, Umsatz usw von zirka 7000 Unternehmen orientiert. Die Erwartungen für den Geschäftsklimaindex im August liegen bei einem Indexwert von 88,9 nach 87,3 für den Vormonat. Rechnet man den ZEW Index, der einen zeitlichen Vorlauf bei der Erhebung hat, hoch, könnte sogar ein stärkerer Anstieg positiv überraschen.

Der folgende Chart ist ein Indiz für die recht enge Korrelation zwischen Ifo Indexstand (grün) und DAX Verlauf (schwarz) in den letzten Jahren.

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



3. Seit letztem Freitag ist der DAX nicht von der Stelle gekommen, sondern hat vielmehr sogar 40 Punkte eingebüßt. Aus der folgenden Tabelle geht hervor, dass allein der Kursverlust von VW von 72 € auf zuletzt 153,10 € den DAX 70 Punkte gekostet hat. Dieser Abschlag war größer als der positive Beitrag der 10 besten Performer zusammen.



4. Maßgeblich für den Absturz von VW waren die Meldungen, dass Katar Optionen auf 17 % der Stämme deutlich unter den aktuellen Marktpreisen von VW gekauft habe sowie eine

**Studie von Goldman Sachs, die den VW beizumessenden Unternehmens- Wert bei 107 € je Stammaktie ansetzt.**

**Dass sich die VW Stämme heute leicht erholen können , sollte darauf zurückzuführen sein, dass es nach 30 % Kursverlust innerhalb von 6 Börsensitzungen vor dem Wochenende zu Eindeckungen kommt. Außerdem ist kleiner Optionsverfall.**

**In den nächsten Wochen könnte sich unterdessen die Kurstalfahrt fortsetzen. 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 gar nichts mit den bis dahin für die VW-Stämme bezahlten Knappheitspreise eines zu übernehmenden Unternehmens zu tun. Bewertungsstudien werden sich in den nächsten Monaten häufen und grundsätzlich zur Erkenntnis kommen, 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.**

**5. 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. In der jüngsten Rangliste per Ende Juli liegt der Freefloat der VW Stämme noch bei 26,86 %. Falls Katar wirklich die VW Optionen auf 17 % der Stammaktien ausübt und auch die Aktien beziehen würde, müsste dann VW aus dem DAX absteigen. Ersetzt werden könnten sie durch die VW Vorzüge. Selbst wenn bei dieser Gattung der Vorzugsaktien Katar - wie vielfach kolportiert wird - über 50 % durch Optionen verfügen kann, würde der verbleibende Freefloat von 50 % der Vorzüge ausreichen , um die Stammaktien im DAX zu ersetzen Aber über die Besitzverhältnisse der Vorzugsaktien liegen noch keine gesicherten Erkenntnisse vor. Auf jeden Fall werden die Vorzüge von diesen Überlegungen weiter profitieren können. Ob hier Gerüchte im Hinblick auf eine anstehende Kapitalerhöhung bei den Vorzugsaktien gezielt gestreut werden, kann nicht abschließend beurteilt werden. Dennoch sollte sich die Kurslücke zwischen Stämmen und Vorzügen weiter schließen. Die Porsche Aktien stehen als „court room stocks“ wegen der staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen derzeit etwas im Hintergrund. Diese, durch VW und Porsche verursachten Belastungen überdecken derzeit die eigentlich nicht unfreundliche Grundverfassung des Aktienmarktes.**

*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.*

*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. Die im Rahmen der Skontroführung betreuten Aktien sind auf unserer Internetseite [www.icfag.de](http://www.icfag.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.*

*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