

Cheuvreux bestes Research-Haus für Euroland

Institut mit Aktienempfehlungen bei fünf von 16 Euro-Stoxx-Branchen führend – Deutsche Bank viermal Erster

Börsen-Zeitung, 9.3.2006
ck Frankfurt – Die französische CA Cheuvreux ist bei fünf von sechzehn Euro-Stoxx-Branchen das Research-Haus, das die besten Anlageempfehlungen ausspricht. Das hat eine Auswertung für das Jahr 2005 durch die Isfa (Information System for Analysts) ergeben.

Laut der Auswertung, die die Tochter des Schweizer Analystenverbandes auf Basis ihres Isfa-Systems vorgenommen hat, hat sich CA Cheuvreux in der Kategorie relative Empfehlungen in den Sektoren Banken, Medien, Technologie, Versicherer und zyklische Konsumgüter durchgesetzt. Hinzu kommen zwei zweite Plätze (Automobil und nichtzyklische Konsumgüter). Jeweils den dritten Rang hat das französische Haus in den Sektoren Energie und Nahrungsmittel/Getränke erreicht.

Die Isfa hat auf Basis der Daten von Ibes alle Häuser berücksichtigt, die im Jahr 2005 wenigstens 50% der jeweiligen Sektorindizes abgedeckt haben. Wegen unzureichender Abdeckung wurden die Branchen Finanzdienstleister und Grundstoffe aus der Auswertung herausgehalten. Isfa unterscheidet zwischen absoluten und relativen Empfehlungen. Bei den absoluten Empfehlungen werden die Analysehäuser berücksichtigt, die als Benchmark für ihre Empfehlungen auf eine Anlage in Bardgeld zurückgreifen. Institute, die als Benchmark den jeweiligen Branchenindex verwenden, fallen in die Kategorie „relativ“. Die Software der Isfa dient als Grundlage des AktienAnalystenAward, bei dem die Börsen-Zeitung jährlich Preise für beste Research-Leistungen vergibt.

In der absoluten Kategorie ist mit der Deutschen Bank das zweitbeste Research-Haus des Jahres 2005 zu finden. Das Institut ist in acht Branchen unter den ersten drei zu finden. Dabei belegt es in vier Sektoren – Einzelhandel, Energie, Medien sowie Nahrungsmittel/Getränke – den ersten Platz. Auf Rang 2 kommt die Bank in der Baubranche. Dritte Plätze hat sie sich in den Sektoren Banken, Telekommunikation und Versorger erarbeitet. Ein besonders gutes Ergebnis hat die Deutsche Bank in der Branche Energy erzielt. Dort erreichte sie eine recht hohe In-

formation Ratio von rund 3,7 (die Information Ratio setzt den erzielten Mehrwert ins Verhältnis zum eingegangenen Risiko). Dazu hat die seit Anfang 2005 bestehende Kaufempfehlung für den österreichischen Ölkonzern OMV maßgeblich beigetragen, die fast über das gesamte Jahr hinweg aufrechterhalten wurde.

Citigroup und Exane vorne

CA Cheuvreux erzielte bei den Versicherern mit rund 3,1 die höchste Information Ratio, die im relativen Bereich erreicht wurde. Das Haus bewies seine Stärke in den Finanzbranchen, indem es auch im Bankensektor mit 2,4 auf einen recht hohen Wert kam. Mit vielen Spitzenplätzen ragten u. a. auch die Citigroup (absolut) und die Exane BNP Paribas (relativ) heraus, die jeweils drei Branchen für sich entschieden. Hinzu kamen bei der Citigroup zwei dritte Plätze und bei Exane ein zweiter so-

wie zwei dritte Ränge. Die UBS erreichte keinen ersten Platz, ist aber in drei Sektoren auf dem zweiten und in sechs Branchen auf dem dritten Rang zu finden. Nur CA Cheuvreux ist ebenfalls in neun Branchen unter den ersten drei zu finden.

Dass vor allem große Häuser auf den ersten Plätzen zu finden sind, liegt u. a. daran, dass sie über größere Kapazitäten verfügen als mittelgroße und kleinere Research-Adressen (beim AktienAnalystenAward der Börsen-Zeitung wird die Menge der Abdeckung allerdings keine Rolle spielen, da dort auch die negativen Ergebnisse eingehen und somit „bestraft“ werden). Vor diesem Hintergrund sind die Erfolge z. B. der französischen Oddo Securities besonders zu würdigen. Oddo (absolute Kategorie), hat sich in der Industriegüterbranche durchgesetzt und darüber hinaus drei zweite und einen dritten Rang ergattert. Mit sehr guten Platzierungen fallen ferner weitere

deutsche Häuser auf. Stark sind die deutschen Häuser u. a. im Autosektor. Auf der absoluten Seite hat sich M.M. Warburg vor der Landesbank Baden-Württemberg und dem Bankhaus Metzler durchgesetzt. Die HypoVereinsbank ist im relativen Bereich Gewinner vor CA Cheuvreux und Credit Suisse.

Healthcare in deutscher Hand

Herausragend sind die Deutschen vor allem im Healthcare-Sektor. Dort haben sie sowohl auf der absoluten als auch auf der relativen Seite die ersten drei Plätze ergattert. Auf der absoluten Seite hat sich die DZ Bank vor dem Bankhaus Metzler und Sal. Oppenheim durchgesetzt. Die DZ Bank ist außerdem noch Erster im Sektor nichtzyklische Konsumgüter. Auf der relativen Seite war die Landesbank Rheinland-Pfalz vor Equinet und der WestLB die Nummer 1 in der Healthcare-Branche.

Die besten Research-Häuser nach Branchen

Absolut	Relativ	Absolut	Relativ	Absolut	Relativ
Automobil					
M.M. Warburg	HypoVereinsbank	DZ Bank	LB Rheinland-Pfalz	Citigroup	CA Cheuvreux
LB Baden-Württ.	CA Cheuvreux	Bankhaus Metzler	Equinet	Oddo Securities	HypoVereinsbank
Bankhaus Metzler	Credit Suisse	Sal. Oppenheim	WestLB	UBS	ABN Amro
Banken					
ING	CA Cheuvreux	Oddo Securities	Exane BNP Paribas	Citigroup	Credit Suisse
UBS	Keefe, Bruyette & Woods	ING	HSBC	UBS	HSBC
Deutsche Bank	Credit Suisse	Kepler Equities	Société Générale	Deutsche Bank	Exane BNP Paribas
Bau					
Kepler Equities	Ixis Securities	Deutsche Bank	CA Cheuvreux	Citigroup	CA Cheuvreux
Deutsche Bank	ABN Amro	ING	Bear, Stearns	Kepler Equities	Credit Suisse
Oddo Securities	Exane BNP Paribas	UBS	ABN Amro	UBS	Williams de Broe
Chemie					
ING	HSBC	Deutsche Bank	ABN Amro	Merrill Lynch	Société Générale
Sal. Oppenheim	WestLB	UBS	Credit Suisse	Kepler Equities	Credit Suisse
UBS	Société Générale	Citigroup	CA Cheuvreux	Deutsche Bank	BBVA Bolsa
Einzelhandel					
Deutsche Bank	Exane BNP Paribas	DZ Bank	Bayerische LB	Merrill Lynch	CA Cheuvreux
Kepler Equities	Williams de Broe	Oddo Securities	CA Cheuvreux	Oddo Securities	Exane BNP Paribas
UBS	Natexis Capital	LB Baden-Württ.	WestLB	Citigroup	ABN Amro
Energie					
Deutsche Bank	Exane BNP Paribas				
Merrill Lynch	Société Générale				
UBS	CA Cheuvreux				

Quelle: Ibes, Isfa

Börsen-Zeitung

Europas Blue Chips unter Druck

Zinsangst steht weiter im Vordergrund – Impulse für Aufwärtsbewegung fehlen

Börsen-Zeitung, 9.3.2006
ll Frankfurt – Die deutschen Privatanleger sind so optimistisch wie nie zuvor: 66,8% der von JPMorgan Asset Management im Februar befragten Investoren halten eine positive Ent-

EUROPÄISCHE AKTIEN

wicklung des deutschen Aktienmarktes für wahrscheinlich oder sogar sehr wahrscheinlich.

Am Mittwoch war von dieser Zuversicht jedoch nichts zu spüren: Die Befürchtung, dass die Federal Reserve weiter an der Zinsschraube drehen wird, drückte den Dax und seine europäischen Pendanten erneut ins Minus, und der deutsche Aktienindex musste sogar die zuletzt noch verteidigte Marke von 5700 Punkten preisgeben.

Der Frankfurter Index gab um 1,2% auf 5673 Punkte nach, während der Euro Stoxx 50 um 0,5% auf

3728 Zähler fiel. Der Stoxx 50 sank um 0,6% auf 3453 Punkte.

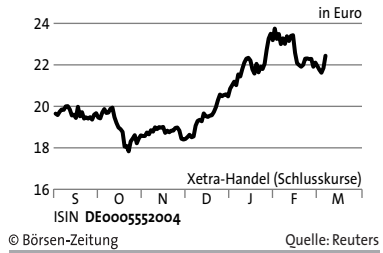
Für einen Anstieg hätten die Impulse gefehlt, hieß es von Marktteilnehmern, daher hätten viele Gewinne realisiert. Wie am Vortag zählten die Rohstoff- und Finanzwerte zu den größten Verlierern, während sich die defensiven Pharmatitel am besten schlugen.

Finanzwerte im Minus

Die **Commerzbank** setzte so ihre bereits am Vortag begonnene Tal-fahrt fort und büßte weitere 2,5% auf 28,79 Euro ein, ohne dass Nachrichten diesen Kursrutsch untermauert hätten. Auch die **Allianz**-Aktie zählte mit einem Abschlag von 2,8% auf 128,58 Euro zu den größeren Verlierern. Und die Papiere von **Linde** und **ThyssenKrupp**, die in den Vortagen stets auf der Gewinnerseite zu finden waren, fielen nun mit minus 2,6% auf 70,68 Euro bzw. minus 3,3% auf 21,31 Euro besonders

stark zurück. Zu den wenigen Gewinnern zählte die **Deutsche Post**. Die „Aktie Gelb“ setzte sich mit einem Plus von 2,5% auf 22,39 Euro an die Spitze des Index. Auslöser der Gewinne war eine Hochstufung des Titels auf „Overweight“ von „Neutral“ durch JPMorgan, die in dem aktuellen Kursniveau eine gute Einstiegs-möglichkeit sehen und der Aktie einen Anstieg bis auf 24,50 Euro zutrauen. Deutlich im Plus rangierte im Dax auch noch die **Schering**-Ak-

Die Deutsche Post-Aktie



tie, die sich um 1,4% auf 62,12 Euro verteuerte, nachdem die Aussagen von Vorstandschef Hubertus Erlen in dieser Zeitung positiv aufgenommen wurden.

Gefragte Suez

In Paris konnten **Suez** mit deutlichen Kursgewinnen aufwarten. Der Titel zog um 3,2% auf 34,07 Euro an – in einem Zeitungsbericht war über ein baldiges Angebot von **Enel** für Suez spekuliert worden; „an sich nichts Neues“, wie Marktteilnehmer kommentierten. Enel fielen jedoch um 0,7% auf 6,85 Euro zurück.

Zu den deutlichsten Verlierern gehörten Enel damit jedoch noch lange nicht: Die fallenden Rohstoffnotierungen drückten Titel wie **Anglo American** noch kräftiger ins Minus. Fundamental begründet sei der aktuelle Preisverfall bei Gold, Silber und Co. jedoch nicht, hieß es dazu von den Experten von Heraeus. Vielmehr stiegen momentan Spekulanten aus.

Schutzkleidung für Bondinvestoren

Von Frank Hussing und Nicole Wichmann*)

Börsen-Zeitung, 9.3.2006

Die zunehmenden Spekulationen rund um fremdfinanzierte Übernahmen und deren negative Auswirkungen auf die Anleihekurse haben die möglichen Schutzklauseln in Bonddokumentationen wieder vermehrt in den Fokus der Investoren gerückt. Vor allem die so genannte



Change-of-Control-Klausel steht dabei aktuell im Mittelpunkt des Interesses. Doch während dieser Passus erst in letzter Zeit immer öfter bei Neuemissionen zu finden ist, gibt es bereits eine Reihe von Standardklauseln, die ebenfalls vor einer unliebsamen Erhöhung der Verschuldung schützen können.

Ein Beispiel hierfür ist die Negativerklärung. Hierunter versteht man die Bestimmung, dass ohne die Einwilligung der Gläubiger keine zusätzlichen besicherten Kredite aufgenommen werden dürfen, wenn damit die bereits bestehenden Verbindlichkeiten schlechter in der Kapitalstruktur gestellt werden. Was so weit in der Theorie eindeutig klingt, ist in der Praxis weit entfernt von einer Standardformel. Je nachdem, wie die Klausel spezifiziert wird, kann der Schutz für den Anleihegläubiger deutlich variieren, wie die Beispiele von Hilton und Sainsbury zeigen.

Packungsbeilage beachten

Der Wirkungsgrad der Negativerklärung hängt in einem hohen Maße von der Definition ab, welche Schulden von dieser Regelung betroffen sind. Denn die gängige Formulierung in Europa sieht vor, dass lediglich öffentlich gelistete Schulden nicht vorrangig gestellt werden dürfen. Damit sind Bankkredite oder anderweitige bilaterale Kreditvereinbarungen allerdings ausgenommen.

Im Fall von Sainsbury wurde genau dieser Schwachpunkt in der Dokumentation ausgenutzt. Das englische Einzelhandelsunternehmen hat bekannt gegeben, dass durch die Besicherung von 127 Supermärkten bis zu 2,1 Mrd. Pfund an neuem Kapital aufgenommen werden sollen. Die Negativerklärung in dem Emissionsprospekt kann die hieraus resultierende Nachrangigkeit für die ausstehenden Anleihen nicht verhindern, da die Transaktion auf privaten Kreditvereinbarungen beruht. Glück im Unglück für die Bondholder von Sainsbury ist, dass das Unternehmen gleichzeitig bekannt gab, alle Bonds in Höhe von 1,7 Mrd. Pfund zurückzukaufen. Dies geschieht allerdings auf freiwilliger Basis, denn eine Verpflichtung hierzu kann aus der bestehenden Formulierung nicht abgeleitet werden.

Relevante Verschuldung

Eine aus Bondholdersicht deutlich bessere Formulierung enthält dagegen das EMTN-Programm von Hilton plc. Der Begriff der „relevanten Verschuldung“ wird hier wesentlich weiter gefasst und schließt auch mögliche Bankdarlehen ein. Somit wird es für die Hilton-Gruppe oder einen möglichen Käufer wesentlich schwieriger gemacht, besicherte Schulden aufzunehmen. Im Fall eines Leveraged Buy-out (LBO) müsste das Konsortium sogar über eine Rekapitalisierung der gesamten Kapitalstruktur nachdenken. Denn die kreditgebenden Banken werden in der Regel Sicherheiten in Form von Pfandrechten auf die Vermögensgegenstände des Unternehmens und somit eine vorrangige Stellung verlangen. Ein Rückkauf der ausstehenden Anlei-

hen wäre eine vergleichsweise einfache Lösung für dieses Problem. Da im Gegensatz dazu, wie bei einer Change-of-Control-Klausel üblich, kein Rücknahmekurs für die Anleihen vorgeschrieben wird, muss der Preis zudem verhandelt werden. Will der mögliche Investor nicht Gefahr laufen, dass die Mehrheit der Bondholder sich gegen die Annahme ausspricht, wird das Angebot entsprechend attraktiv gestaltet werden müssen.

Kein Spielraum

Im Gegensatz zu oben genannten Unternehmen besteht für viele Autozulieferer derzeit kein Spielraum für einen Verschuldungsaufbau. Wie angespannt die Situation bei den US-Autozulieferern ist, zeigt der aktuelle Chapter 11 des nordamerikanischen Autozulieferers Dana. Dies ist somit der vierte Insolvenzantrag eines US-Lieferers innerhalb eines Jahres. Mit einem Schuldenvolumen von circa 7 Mrd. Dollar ist dieser der bis jetzt größte im Jahr 2006 auf dem US-Markt. Neben Dana befinden sich Tower, Delphi und Collins & Aikman nun in der Insolvenz mit noch unsicherem Ausgang. Erschreckend in diesem Zusammenhang ist unter anderem der drastische Verfall der Bonitätsnoten. So wurde Delphi noch Ende 2004 sowohl von Standard & Poor's (S & P) als auch Moody's im unteren „BBB“-Bereich gesehen.

Auch der schnelle Abstieg von Dana ist auffallend. Vor knapp einem Jahr wurde das Unternehmen von S & P noch mit „BBB“- eingestuft und befindet sich jetzt mit „D“ auf der untersten Einstufung. Das Abrutschen der Bonität spiegelt sich dann auch in den starken Preisabschlägen der Anleihen wider. So verlor beispielsweise die Dollar-Anleihe von Dana innerhalb der vergangenen sechs Monate 39 Preispunkte und notiert derzeit im Preis bei 69 Punkten.

Hohe Abhängigkeiten

Die Gründe für den schnellen Niedergang sind mehr oder weniger bei allen jetzt in Chapter 11 befindlichen Unternehmen ähnlich gelagert. Hohe Abhängigkeiten von den beiden Massenherstellern Ford und General Motors (GM), Produktionskonzentrationen und geringe finanzielle Flexibilität sind negative Parameter. Insbesondere bei Dana wurde dies zu einer explosiven Mischung. So sind die beiden US-Schwergewichte Ford und GM für 40% der Umsätze von Dana verantwortlich. Zudem hat sich der Zulieferer auf die Herstellung von Achsen für leichte Lastkraftwagen konzentriert. Aufgrund der Absatzrückgänge in diesem Segment und dadurch vorgenommener Produktionskürzungen, insbesondere beim wichtigsten Kunden Ford, ist auch die Produktion beziehungsweise der Umsatz und Cash-flow bei Dana unmittelbar betroffen. Da eine Kostenreduzierung – wenn überhaupt – nur mit einer Zeitverzögerung möglich ist, wurden die finanziellen Spielräume, zum Beispiel in Form von Banklinien, sehr schnell ausgeschöpft. Außerdem sollten die Forderungen der Zulieferer nach höheren Anzahlungen der Kunden derzeit als Ausweg aus der Liquiditätsfalle schwierig umzusetzen sein.

Konsolidierung zu erwarten

Ob sich die Branche wieder schnell erholen kann, bleibt abzuwarten. Jedoch ist eine Konsolidierung auch vor dem Hintergrund der immer noch bestehenden Überkapazitäten der meisten Hersteller zu erwarten. Fraglich bleibt, ob und in welchem Umfang möglicherweise die betroffenen Kunden wie beispielsweise GM oder Ford liquiditätsstützende Maßnahmen ergreifen, um die eigene Produktion zu gewährleisten. Aufgrund der in Teilbereichen gesunden Substanz der in Chapter 11 befindlichen Unternehmen ist eine verstärkte M & A-Aktivität mit Übernahme gesunder Unternehmensteile durch finanziell sehr flexible Zulieferer derzeit nicht auszuschließen.

*) Frank Hussing und Nicole Wichmann sind Credit-Analysten bei der Deka Investment GmbH.

TAGESGEWINNER UND -VERLIERER

Dax	Kurs	in %
Deutsche Post	22,39	2,5
Schering	62,12	1,4
Altana	45,30	0,5
Deutsche Börse	100,85	0,3
Hypo Real Estate	52,93	0,02
Dax	5673,36	-1,2
Commerzbank	28,79	-2,5
Linde	70,68	-2,6
Continental	84,05	-2,7
Allianz	128,58	-2,8
ThyssenKrupp	21,31	-3,3

(Xetra-Kurse)
Quelle: Reuters

MDax	Kurs	in %
Schwarz Pharma	55,10	1,6
Medion	11,45	1,3
Douglas	39,19	1,1
Salzgitter	58,49	0,1
Degussa	42,75	0,02
MDax	8199,48	-1,7
Rhön Klinikum	34,90	-3,4
Puma	295,40	-3,4
Hugo-Boss-Vz.	32,31	-3,7
Fresenius-Vz.	133,07	-4,0
Premiere	13,29	-4,2

(Xetra-Kurse)
Quelle: Reuters

TecDax	Kurs	in %
Medigene	8,47	1,9
BB Biotech	54,82	1,5
T-Online	7,90	1,3
Pfeiffer Vacuum	50,35	0,7
Mobilcom	20,82	0,6
TecDax	707,97	-1,9
Kontron	8,94	-4,4
Software AG	44,10	-4,4
United Internet	40,54	-4,7
Q-Cells	79,11	-5,0
Evotec	3,74	-10,3

(Xetra-Kurse)
Quelle: Reuters

Stoxx 50	Kurs	in %
Suez	34,07	3,2
AstraZeneca	27,14	2,6
GlaxoSmithKline	15,36	1,9
Nokia	16,39	1,9
Roche	198,70	1,4
Stoxx 50	3452,67	-0,6
RBS	18,52	-2,8
Allianz	128,58	-2,8
Anglo American	19,90	-2,9
Aviva	7,89	-3,6
Lloyds TSB	5,22	-4,0

(Deutsche Werte aus Xetra)
Quelle: Reuters

Dienstag	Devisenwoche
Mittwoch	Technische Analyse
Donnerstag	Kreditwürdig
Freitag	Geld oder Brief
Samstag	Bond-Primärmarkt