

Editorial

Verehrte Leser,

die SCI AG hat sich nach dreieinhalbjähriger Tätigkeit im Nebenwerte-Segment der deutschen Börsen als erfolgreicher Marktteilnehmer etabliert. Es verwundert daher nicht, dass wir häufig nach unserer Einschätzung einzelner Aktien oder interessanten Sondersituationen gefragt werden. Gerne möchten wir unsere Erkenntnisse und Rechercheergebnisse mit unseren Aktionären und Geschäftspartnern teilen. Unser Aktionärsbrief, der weiterhin 4 mal pro Jahr erscheinen soll, bietet hierfür nicht das geeignete Forum, da dort die wirtschaftliche Entwicklung der SCI AG im Mittelpunkt steht.

Wir haben uns daher nach reiflicher Überlegung entschlossen, die **SmallCapIdeas** aufzulegen, deren erste Ausgabe Sie vor sich haben. Diese sollen Ihnen Anregungen geben, sich mit Themen oder Einzelwerten zu beschäftigen, die wir für interessant halten. Die **SmallCapIdeas** geben keine Anlageempfehlungen, beachten Sie bitte auch den Haftungsausschluss. Wir denken und hoffen aber, dass unsere Ideen einen weiteren Mosaikstein bei Ihrer Informationsgewinnung bilden können.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback zu dieser ersten Ausgabe unter info@sci-ag.de und wünschen Ihnen nun viel Spaß beim Lesen.

Herzlichst

Ihr 

Oliver Wiederhold

Sanacorp

Die Halbjahreszahlen der Pharmagroßhändler haben uns eindrucksvoll vor Augen geführt, dass sich die Gewinnmarge dieser Branche durch das am 1.1.2004 in Kraft getretene **GKV- Modernisierungsgesetz (GMG)** grundlegend verbessert hat.

So vermeldete die **Sanacorp Pharmahandel AG** einen Sprung beim Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 7,8 Mio. EUR im 1. HJ 2003 auf 18,2 Mio. EUR in 04 (+133%). Der Vorstand spricht gewohnt bescheiden von einem „durchaus

erfreulichen Geschäftsverlauf“.

Bei der **Celesio AG**, die den Pharmagroßhandel in Deutschland weiter unter der Marke GEHE betreibt, schlugen die gesetzlichen Änderungen in Deutschland weniger stark auf das Ergebnis durch, da inzwischen etwa ein Vier-

tel des Vorsteuerergebnisses auf den Einzelhandelsbereich (Celesio betreibt europaweit 1.862 Apotheken) entfällt und außerdem der Deutschlandanteil am Großhandelsumsatz inzwischen unter 20% gesunken ist (der Großteil des Umsatzes wird mit 44% in



Frankreich erzielt). Auch Celesio verweist aber darauf, dass sich die Ergebnissituation im deutschen Pharmagroßhandel **besonders stark verbessert** hat. Der Anstieg beim Vorsteuerergebnis von 23,3% wird allerdings in erster Linie vom Geschäftsbereich Einzelhandel getragen, der um 47,6% zulegen.

Die **ANZAG AG** hat aufgrund des abweichenden Geschäftsjahres (März-Februar) noch keinen Zwischenbericht vorgelegt, aus dem sich die Auswirkungen der neuen Gesetzeslage erkennen lassen; sie dürften jedoch aufgrund der Fokussierung auf Deutschland ähnlich ausfallen wie bei Sanacorp.

Wie ist die veränderte Ertragslage in deutschen Pharmagroßhandel zu erklären?

Durch das GKV-Modernisierungsgesetz wurden die Vergütungsstrukturen des Großhandels zum 1.1.2004 neu geregelt. Dabei wurde die durchschnittliche Spanne des Pharmagroßhandels von ursprünglich 15% um mehr als die Hälfte reduziert. Gleichzeitig fallen aber die bisher den Apotheken gewährten Rabatte von 10-12% für die meisten Artikel weg. Bei diesen Apothekenrabatten herrschte 2003 eine regelrechte Rabattschlacht unter den Großhändlern, bei der, wie aus Branchenkreisen zu hören ist, die ANZAG besonders offensiv agierte.

Die aktuelle Vergütungsstruktur dürfte nunmehr einige Jahre Bestand haben. Wir gehen davon

aus, dass dies vom Markt noch nicht ausreichend berücksichtigt wird.

Sanacorp hat die Prognosen für das Jahr 2004 von bisher 18-25 Mio. EUR auf nunmehr 26 Mio. beim Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit angehoben. Dies erscheint sehr vorsichtig, wurden doch bereits im ersten Halbjahr 18,2 Mio. EUR erzielt.

Nach Steuern wurden im ersten Halbjahr 1,53 EUR (Vj. 0,82 EUR) je Aktie verdient.

Das Kartellverfahren um die Übernahme eines weiteren Aktienpaketes an der ANZAG dürfte nicht mehr belasten, nachdem der BGH das Verfahren an das OLG Düsseldorf zurückverwiesen hat. Eher scheint eine außergerichtliche Einigung mit den Kartellbehörden möglich, die dem Kurs Auftrieb geben könnte.

Fazit: Die geänderte Gesetzeslage und die daraus resultierenden verbesserten Ertragschancen scheinen bisher nicht ausreichend im Kurs (15,70-16,00 EUR) berücksichtigt. Der 04er Gewinn je Aktie kann durchaus bei 2,50 EUR

liegen.



Die Hamburger Phoenix AG präsentierte kurz nach der Übernahme von 75% ihres Grundkapitals durch die Continental AG ausgesprochen gute Halbjahreszahlen. Neben der Umsatzsteigerung um 7,6% auf 509,6 Mio. EUR beeindruckt der Überschuss von 19,2 Mio. EUR nach 5,1 Mio. EUR in der Vorjahresperiode.

Auch wenn für die zweite Jahreshälfte aufgrund saisonaler Effekte eine Fortschreibung dieses Ergebnisses nicht erwartet werden kann, so dürfte dennoch der Gewinn je Aktie für 2004 bei gut 2 EUR liegen. Damit wäre die operative Schwächephase der Jahre 2001 und 2002 endgültig überwunden und das Ertragsniveau der Jahre 1998 und 1999 wieder erreicht.

Mit einem 2004er KGV von deutlich unter 10 wäre Phoenix auch unabhängig von der noch nicht abgeschlossenen Übernahme durch Continental interessant.

Zusätzliche Phantasie re-



sultiert aus dem in Aussicht gestellten **Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag**, der auf einer außerordentlichen Hauptversammlung im Dezember beschlossen werden soll.

Vorher muss allerdings noch die EU der Übernahme zustimmen. Die Genehmigung gilt als weitgehend unproblematisch und wird für Oktober erwartet.

Die im Rahmen des erwarteten BuG-Vertrages anzubietende Abfindung dürfte über den zuletzt gebotenen 15 EUR liegen. Dafür sprechen nicht nur die guten aktuellen Geschäftszahlen, sondern auch die Aussagen des Phoenix-Vorstands im Umfeld der Übernahmeankündigung. So hat dieser den Preis von 15 EUR zwar als angemessen bezeichnet, aber entgegen der üblichen Praxis nicht die Annahme empfohlen, da sich die eingeleiteten Strukturmaßnahmen in höheren Kursen niederschlagen könnten.

Es ist zu vermuten, dass die der Unternehmenswertermittlung zu Grunde liegenden Planzahlen des Vorstands diese Strukturmaßnahmen wieder spiegeln werden. Für den Mehrheitsaktionär Continental dürfte es daher schwierig werden, einen Ertragswert von weniger als 20 EUR zu belegen.

Fazit: Ende Oktober/Anfang November wird die Hauptversammlungseinladung Klarheit über die Höhe der Abfindungszahlung bringen. Überschaubare Risiken bestehen in erster Linie in der ausstehenden EU-

Genehmigung, wodurch die Übernahme theoretisch noch platzen könnte. Aber auch in diesem Fall bleibt Phoenix ein operativ aussichtsreiches Unternehmen mit einer attraktiven Marktbewertung.



Alles andere als ein Erfolg war der im April 1999 erfolgte Börsengang der Heinkel AG aus Bietigheim-Bissingen, die technische Lösungen zur Fest-Flüssig-Trennung anbietet. Mit der Entwicklung der Stülpfilterzentrifuge hat sich Heinkel in diesem Markt, der weltweit nur von sehr wenigen Anbietern besetzt wird, einen Namen gemacht.

Die Ergebnisse dieses Nischenanbieters, die noch im Jahr des Börsenganges mit positiven 1,9 Mio. EUR und in 2000 mit 1,8 Mio. EUR (0,30 EUR je Aktie) auf hohem Niveau gelegen hatten, verschlechterten sich zusehends. Nach -1,6 Mio. EUR in 2001 und -2,1 Mio. EUR in 2002 wurde in 2003 ein Rekordverlust von 3,6 Mio. EUR erzielt. Das Grund-

kapital war zu über 50% aufgezehrt. Zeitweise bestand Insolvenzgefahr.

Ursache für die Verluste waren neben einem fehlgeschlagenen Diversifizierungsversuch (GROTZ Mehrspindelköpfe, inzwischen stillgelegt) auch die anhaltenden Fusionen im Pharmabereich, wodurch Überkapazitäten in der Pharma-Wirkstoff-Produktion entstanden und der Bedarf an Zentrifugen zurückging.

Die zu 5 EUR emittierte Aktie im rechnerischen Nennwert von 1 EUR gab kontinuierlich nach und lag zum Zeitpunkt der diesjährigen Hauptversammlung am 27.5. 2004, die über den Katastrophenabschluss zu befinden und die Verlustanzeige nach §92 Abs. 1 AktG entgegenzunehmen hatte, bei nur noch 60 cent.

Zu diesem Zeitpunkt war bereits bekannt, dass der langjährige chinesische Vertriebspartner, die Beijing Tianli Cryogenic Process Equipment Co. Ltd. (TIANLI Technology) mit Sitz in Peking als neuer Großaktionär bei dem angeschlagenen Unternehmen einsteigen will.

Die am 27.5.04 beschlos-



senen Kapitalmaßnahmen (Kapitalschnitt im Verhältnis 5:1 durch Zusammenlegung von 5 Aktien zu einer neuen Aktie und nachfolgende Kapitalerhöhung im Verhältnis 1:2 zu 1 EUR) bereiteten hierfür den Weg. Die Chinesen haben sich die Bezugsrechte des bisherigen Großaktionärs, der Familie Heinkel (57,7%) gesichert und haben offensichtlich Interesse, die von den anderen Aktionären nicht bezogenen Aktien zu übernehmen. Dafür spricht beispielsweise, dass die Bezugsrechte nicht gehandelt werden sollen.

Seit der Hauptversammlung ist der Kurs nochmals um fast 50% auf 30 Cent im Tief zurückgegangen. Dies ist offensichtlich auf die kommenden Kapitalmaßnahmen zurückzuführen. In einer ad-hoc-Mitteilung vom heutigen Tage berichtet der Vorstand über einen von 6,2 Mio. EUR auf 9,2 Mio. EUR (+48%) gestiegenen Halbjahresumsatz sowie ein von -3,1 Mio. EUR auf -0,8 Mio. EUR verbessertes EBIT. Der Cash-Flow ist nur noch mit 0,7 Mio. EUR negativ nach -2,9 Mio. EUR im Vorjahr. Hoffnung gibt auch der von 3,8 Mio. EUR auf 5,3 Mio. EUR gestiegene Auftragsbestand. Es zeigt sich, dass sich das Unternehmen durch Auflösung des Investitionsstaus in der Pharmaindustrie und durch Personaleinsparungen, die sich überwiegend erst im zweiten Halbjahr bemerkbar machen werden, der Gewinnschwelle nähert.

Die bevorstehende Markteinführung weiterer Zentrifugenbauarten eröffnet zudem weiteres Umsatzpotential.

Mit dem Mittelzufluss von 2,5 Mio. EUR aus der Kapitalerhöhung, die im September unter Regie der VEM Aktienbank AG durchgeführt werden soll, dürfte der Fortbestand jedenfalls gesichert sein, zumal die Banken (Bankverbindlichkeiten 6,4 Mio. EUR nach 31.12.03), wie auf der Hauptversammlung zu hören war, fest zum Unternehmen stehen.

Das Management blickt jedenfalls nach vorne und hat jüngst mit der Übernahme eines kleineren tschechischen Unternehmens aus der Zentrifugenbranche, das zum Vertriebs- und Servicezentrum für Osteuropa ausgebaut werden soll, gezeigt, dass Heinkel auch in diesem interessanten Markt Fuß fassen will. Auch bei der kommenden Kapitalerhöhung will sich das Management mit 200.000 Aktien beteiligen.

Das Unternehmen, das zur Börseneinführung noch mit über 30 Mio.

EUR bewertet wurde, würde bei Ansatz des Bezugspreises von 1 EUR nach Durchführung der anstehenden Kapitalmaßnahmen nur noch 3,75 Mio. EUR kosten. Wir gehen davon aus, dass sich die jungen Aktien, die nach unserer Kenntnis unverzüglich zum Börsenhandel zugelassen und den bereits gehandelten Aktien gleichgestellt werden sollen, gut behaupten werden und Potential besitzen.

Bezugsberechtigt sind die Aktionäre, die vor Beginn der Bezugsfrist (im September) Aktien im Depot haben. Über das gesetzliche Bezugsrecht hinaus soll auch eine Zeichnung weiterer Aktien möglich sein, die nach fairen Kriterien zugeteilt werden.

Fazit: Nach der noch durchzuführenden Zusammenlegung von 5 Aktien zu einer neuen werden junge Aktien im Verhältnis 1:2 zu 1 EUR ausgegeben. Dies erscheint uns ein attraktives Einstiegsniveau. Wichtig ist daher, zum richtigen Zeitpunkt zumindest eine kleine Position im Depot zu haben.

Impressum / Risikohinweis

Herausgeber:

SCI AG
Weilburger Str. 6
61250 Usingen
Tel.: 06081/688 050
Fax: 06081/688 051
Email: info@sci-ag.de
Internet: www.sci-ag.de

Charts erstellt mit der Börsensoftware Tai-Pan der Lenz+Partner AG
Europaplatz 9
44269 Dortmund
Tel.: 0231/9153-300
Fax: 0231/9153-399
Internet: www.lp-software.de

Für den Inhalt verantwortlich: Oliver Wiederhold

Risikohinweis / Haftungsausschluss: Die *Small Cap Ideas* sind Anregungen zur Eigenrecherche und richten sich nur an Marktteilnehmer, die die Risiken der Kapitalanlage in Aktien kennen und kalkulieren können. Die Herausgeberin übernimmt keine Haftung für eventuelle finanzielle Schäden, die durch Investitionen in die besprochenen Aktien verursacht werden könnten. Trotz sorgfältiger Auswahl der Informationen kann für die Richtigkeit des Inhalts keine Haftung übernommen werden
Copyright 2004 - Nachdrucke und Veröffentlichungen sind mit Quellenangabe und Übersendung eines Belegexemplares gestattet.