

14. April 2005

Editorial

Verehrte Leser,

das Jahr 2005 hat für Anhänger deutscher Nebenwerte erfreulich begonnen. Der seit Mitte 2003 währende Aufwärtstrend im MDAX und SDAX ist ungebrochen und auch im laufenden Jahr konnten Investoren im Nebenwertebereich eine bessere Performance als der DAX erzielen. Dabei steigen die Nebenwerte zwar auf breiter Front, jedoch wird es zusätzlich belohnt, die richtigen Ideen zu haben: unser früher Fokus auf Pharma-Großhändler (Sanacorp bei 16 EUR, heute 31,90 EUR, ANZAG 28,50 EUR, heute 34 EUR zzgl. 1,45 EUR gezahlter Dividende) hat sich als richtig erwiesen. Dabei ist es inzwischen kaum noch möglich, eine ganze Branche zu identifizieren, die als unterbewertet zu bezeichnen wäre.

Unter den Einzelwerten sind allerdings immer wieder und trotz des angestiegenen Gesamtmarktes Sondersituationen zu entdecken. Wir denken, dass wir Ihnen auch heute wieder einige hiervon vorstellen können.

Herzlichst



Oliver Wiederhold

PS: Für den kostenlosen Erhalt der **SmallCapIdeas** können Sie sich unter www.sci-ag.de/kontakt registrieren. Zum Abmelden genügt eine mail an info@sci-ag.de.

Im Rückblick

Sanacorp

Mit einem Vorsteuerergebnis von 33,4 Mio. EUR hat der Pharma-Großhändler in 2004 die eigenen Prognosen übertroffen. Auch unsere Zielgröße von 2,50 EUR je Aktie wurde mit 2,94 EUR recht deutlich getoppt.

Im laufenden Jahr rechnet der Vorstand mit einem Vorsteuerergebnis in der Bandbreite von 23 bis

29 Mio. EUR. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Prognosen der Großhändler schon aus taktischen Gründen niedrig sein müssen, da hohe Gewinne die anderen Akteure des Gesundheitsmarktes auf den Plan rufen und neue Verteilungskämpfe provozieren würden.

Festzuhalten bleibt, dass die Pharma-Großhändler mit der aktuellen Gesetzeslage im Gesundheitswesen sehr gut leben können.



Auf der Hauptversammlung am 2. März zeigten sich erneut die Auswirkungen der zersplitterten Aktionärsstruktur bei ANZAG: Der Dividendenvorschlag von Vorstand und Verwaltung wurde nicht angenommen, statt dessen fand der von einem vorgeschickten „Aktionärsvertreter“ präsentierte Gegenvorschlag (Dividende 1,45 statt 1,25

Euro) die notwendige Mehrheit.

Eine solche Zerstrittenheit unter den Großaktionären kann dem operativen Geschäft auf Dauer kaum zuträglich sein. Um so wichtiger, dass es im Rechtsstreit mit den Kartellbehörden endlich weitergeht: gegen Ende des Jahres wird die Entscheidung des OLG erwartet.

Sanacorp ist weiter optimistisch, den Rechtsstreit für sich zu entscheiden und ANZAG mehrheitlich übernehmen zu können. Bis dahin sehen wir die Anzag-Aktie in einer eher geringen Schwankungsbreite.



Trotz der anhängigen Anfechtungsklagen wurde der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BuG) am 9. März 2005 in das Handelsregister eingetragen. Somit kann die Abfindung von 18,89 EUR zzgl. Zinsen nun angenommen werden.

Für den 19. Mai 2005 hat Phoenix zur ordentlichen Hauptversammlung eingeladen. Bei dieser Gelegenheit sollen auch die Hauptversammlungsbeschlüsse vom Dezember bzgl. des BuG sowie der Verschmelzung bestätigt werden. Laut Hinweis in der Einladung soll damit den Aktionären die Möglichkeit gegeben werden weitere Auskünfte zu diesen Tagesordnungspunkten zu erhalten.

Die dramatische Fehlbewertung zu Lasten der

Minderheitsaktionäre wurde mit Vorlage der Zahlen für 2004 ein weiteres Mal offensichtlich. Demnach beträgt der Gewinn je Aktie ohne die von Continental initiierten außerordentlichen Belastungen gut 2 EUR. Die Abfindung entspricht somit einem KGV von gut 9. Um von der Anhebung der Abfindung im Spruchverfahren zu profitieren empfiehlt sich nun eine Annahme des Abfindungsangebots im Rahmen des BuG.



Die MDB AG hat für das Geschäftsjahr 2004 ein Ergebnis je Aktie von 3,1 Euro nach -0,7 Euro im Vorjahr gemeldet. Der Turnaround ist damit gelungen.

Der Kurs hatte nach unserer Besprechung, die bei einem Kurs von 25-26 Euro erfolgte, schon sehr

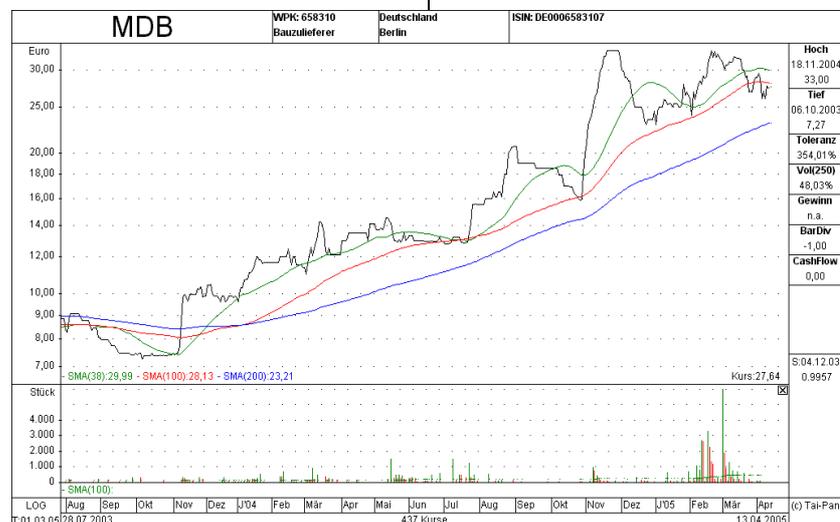
schnell das erste Kursziel von 30 Euro plus Jahresergebnis 2004 und damit auch das Eigenkapital je Aktie erreicht. Das gemeldete Ergebnis führte aber zunächst zu Kursrückgängen, da die Erwartungshaltung noch größer war.

Wir gehen aber davon aus, dass MDB weiter auf dem Erfolgspfad bleibt und sind der Ansicht, dass die Aktie in einem gut bestückten Nebenwertedepot nicht fehlen sollte.



Mit Durchführung der beiden Kapitalerhöhungen in 2004 hätte der Fortbestand der Heinkel AG eigentlich gesichert sein müssen. Noch am 24. Januar veröffentlichte Heinkel eine ad-hoc Mitteilung über die Gründung eines Joint-Venture mit dem chinesischen Vertriebspartner und neuen Hauptaktionär TIANLI.

Doch schon kurz darauf,



mit der ad-hoc Mitteilung vom 10. Februar, verdüsterte sich das Bild. Heinkel berichtete von einem desaströs niedrigen Auftragsbestand und möglichen Liquiditätsengpässen durch eine überfällige Forderung gegen ein europäisches Pharmaunternehmen.

Vorsichtige Anleger haben sich auf diese Meldung hin von ihren Aktien getrennt. Der Kurs fiel unmittelbar auf 80-90 cent.

Eine richtige Entscheidung, denn am 7. März trat mit der Insolvenzanmeldung der worst case ein. Der Kurs fiel bis auf 40 cent und verharrt dort bis heute. Hoffnung gibt allein das angekündigte Insolvenzplanverfahren, dessen Durchführung aber von der Zuführung frischen Eigenkapitals abhängen dürfte. Ob der chinesische Großaktionär hierzu noch bereit ist, ist fraglich.

Auf die Banken kann sich Heinkel jedenfalls in Zukunft nicht mehr stützen. Diese haben nach der Liquiditätswarnung offene Kreditlinien eingefroren und das Pfandrecht für Guthaben ausgeübt. Damit haben sich die Banken mindestens mittelbar an den liquiden Mitteln bedient, welche die Aktionäre bei den Sanierungskapitalerhöhungen eingezahlt hatten.

Es bleibt die Erkenntnis, das bei Nutzung des niedrigen Einstandskurses von 1 EUR im Zuge der Kapitalerhöhung und Reaktion auf die ersten

deutlichen Warnsignale der Verlust sehr eng begrenzt werden konnte. Verwunderlich ist, dass die KST Beteiligungs AG, das neue Anlagevehikel des Neuer-Markt-Gurus Kurt Ochner, im gleichen Zeitraum die Überschreitung von 10% der Stimmrechte meldete.

Neuvorstellung



Am 16. März wurde die Übernahme des Portal-Geschäfts der Web.de AG durch die United Internet AG angekündigt. Geboten wird eine Bar-Komponente in Höhe von 200 Mio. EUR sowie 5,8 Mio. United Internet-Aktien (akt. Kurs: 24,00 EUR). Dies ergibt einen Gesamtkaufpreis von rund 340 Mio. EUR. Das abzugebende Portal-Geschäft stand 2004 für praktisch den gesamten Umsatz von 43 Mio. EUR und erwirtschaftete ein EBIT in Höhe von 6,7 Mio. EUR. Der Kaufpreis ist als strategischer Preis zu werten und erscheint daher aus Sicht von Web.de durchaus attraktiv. Auch für United Internet könnte die Transaktion positiv sein, da es wohl die einzige Möglichkeit war, in Deutschland Marktführer im Portalgeschäft zu werden. Die Vertragsunterzeichnung ist für Ende April/Anfang Mai avisiert.

Wenn der Verkauf wie angekündigt im 3. Quartal durchgeführt wird, ist Web.de ein komplett anderes Unternehmen. Die operative Tätigkeit wird sich auf das bisher praktisch umsatzlose und defizitäre, aber wohl recht aussichtsreiche Geschäft der Web-Telekommunikation beschränken. Darunter ist die Kombination verschiedener Kommunikationsformen wie Telefon, E-Mail, Fax, SMS und Videokonferenzen in dem Produkt Com.Win zu verstehen. Web.de hat angekündigt in diesem Bereich eine führende Rolle einnehmen zu wollen. Das Wachstum soll in erster Linie organisch erfolgen, Akquisitionen sind keine geplant.

Die Beurteilung der Zukunftsaussichten dieses Geschäftsfeldes ist mit dem heutigen Kenntnisstand nur schwer möglich. Für die mittelfristige Kursentwicklung der Web.de-Aktie dürfte dies aber auch weitgehend unerheblich sein. Entscheidend ist die bei Vollzug des Verkaufs sehr komfortable Liquiditätsausstattung. Wenn man sich die Entwicklung von Web.de seit dem Börsengang anschaut, kann man durchaus zuversichtlich sein, dass das Management weiterhin seriös und kompetent agiert. Von dem Emissionserlös sind schließlich auch rund 100 Mio. EUR „übrig“ geblieben, die in anderen Unternehmen mit einiger Sicherheit „verbrannt“ worden wären. Ebenso ist die Belastung durch den

noch unprofitablen Geschäftsbereich Web-Telekommunikation mit einem negativen Cash-flow von 8,8 Mio. EUR in 2004 im Verhältnis zur Gesamtliquidität überschaubar.

Unter Berücksichtigung des teilweisen Abgangs des Sachanlagevermögens und des steuerlichen Verlustvortrags dürfte die Steuerbelastung des Verkaufs an United Internet bei rund 90 Mio. EUR liegen. Somit erhöht sich nach Vollzug des Verkaufs der Cash-Bestand der Web.de von 108 Mio. EUR zum Jahresende 2004 auf 218 Mio. EUR zuzüglich der 5,8 Mio. United Internet-Aktien, also insgesamt rund 358 Mio. EUR. Dies sind, bei Abzug der zum 31.12.04 gehaltenen eigenen Aktien, 9,94 EUR pro Aktie.

Aktuell notiert die Aktie nahe an bzw. unter ihrem Cash-Wert nach Steuern. Es scheinen viele der bisherigen Aktionäre mit dem Verkauf des Portal-Geschäfts das Interesse an Web.de verloren zu haben. So wurden in Marktberichten die Abgaben institutioneller Investoren mit einem Fehlen von „fundamentaler Sicherheit nach dem Verkauf des Kerngeschäfts“ begründet. Offensichtlich reagieren die Web.de-Aktionäre, die ihre Aktien wegen des Portal-Geschäfts gekauft hatten mit ihren Verkäufen schneller, als die eher konservativen Interessenten von Cash-Werten mit



Käufen. Es ist aber nicht zu erwarten, dass ein bisher seriös und kompetent geführtes Unternehmen wie Web.de längere Zeit unter Cash notiert.

Mindestens kurzfristige Impulse für den Kurs sind bei einer Konkretisierung der zukünftigen Verwendung der Liquidität zu erwarten. Dabei wurde vom Vorstand eine Sonderdividende nicht ausgeschlossen. Diese würde zwar erst nach Abschluss des Verkaufs, also eher in 2006 ausgeschüttet werden, aber bereits die Ankündigung sollte den Kurs deutlich bewegen.

Zusätzliche Fantasie kann auch noch auf der

rechtlichen Seite entstehen. Durch den Verkauf des weit überwiegenden Teils des operativen Geschäfts ist ein sogenannter „Holzmüller-Fall“ entstanden, d.h., die Hauptversammlung muss den Verkauf genehmigen. Die Gesellschaft sieht dies zwar anders, beabsichtigt aber auf freiwilliger Basis die Hauptversammlung am 7. Juli 2005 über den Verkauf entscheiden zu lassen. Die dadurch entstehende Spekulation, bzw. in der Hauptversammlung entstehende Komplikationen, werden sich eher in höheren als niedrigeren Kursen niederschlagen.

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 2005 - Nachdrucke und Veröffentlichungen sind mit Quellenangabe und Übersendung eines Belegexemplares gestattet.