



**Dienstag, 10. Mai 2005**

## Big Caps

**Informationsumfeld:** Die **Allianz AG** erwartet laut "HB" im Geschäft mit Industrieversicherungen im laufenden Jahr eine deutliche Geschäftsabschwächung. Axel Theis, Chef der Konzernsparte Allianz Global Risk (AGR) rechnet für 2005 mit einem Rückgang der weltweiten Prämien um 10%. Gewinn gehe weiterhin vor Wachstum, so Theis zur Begründung. AGR kam zuletzt auf ein jährliches Prämienvolumen von rund 2,6 Mrd. Euro. Die **BASF**-Tochter Wintershall plant ihren 31%-Anteil an dem tschechischen Gasversorger Stredoceska plynarenska zu verkaufen. **Bayer** hat die Jahresprognose für den Teilkonzern HealthCare angehoben. Demnach rechnet Bayer nun damit, dass das um Sondereinflüsse bereinigte EBIT für den Teilkonzern über dem Vorjahresniveau liegen wird. Bisher lag die Prognose für das um Sondereinflüsse bereinigte EBIT für HealthCare in etwa auf Vorjahresniveau. Die **Commerzbank** will zur Ergebnissteigerung in ihrem Firmenkundengeschäft die Kosten weiterhin deutlich senken. Zurzeit werden Stellenstreichungen geprüft. Genaue Maßnahmen sollen aber erst zur Jahresmitte vorliegen, sagte der für das Ressort zuständige Vorstand Martin Blessing. Die Höhe der Kostensenkungen dürfte sich auf rund 110 Mio. Euro belaufen. **E.ON** erwartet einem Bericht der „Westdeutschen Allgemeinen Zeitung“ zufolge für den Verkauf seiner Tochter Viterra einen Erlös von mindestens 6 Mrd. Euro. Die Angebote der interessierten Finanzinvestoren seien am Montag eingegangen. Acht internationale Banken haben laut "FTD" Gebote für die rumänische Banca Tiriac abgegeben. Zu den Interessenten gehören nach Informationen von Investmentbanken unter anderem die **HypoVereinsbank**-Tochter Bank Austria Creditanstalt (BA-CA) und die Bayerische Landesbank. Die Banca Tiriac hatte zuletzt eine Bilanzsumme von 620 Mio. Euro, ihr Wert wird auf 170 Mio. Euro geschätzt.

**Deutsche Börse (61,96 Euro Xetra: 09.05.05 17:35) Reduzieren (Reduzieren)**  
**EpS 04: 2,72 Euro; EpS 05e: 3,36 Euro; EpS 06e: 3,50 Euro**

**Anlass:** Konzernführung verlässt die Deutsche Börse AG

- Der Vorstandsvorsitzende, Dr. Seifert, wird die Deutsche Börse AG mit sofortiger Wirkung, der Aufsichtsratsvorsitzende, Dr. Breuer, zum Jahresende verlassen
- Bis zur Klärung der Konzernführung besteht hinsichtlich der (neuen) Unternehmensstrategie Unsicherheit
- Die Umsetzung einer totalen Ausschüttungspolitik erachten wir weder als sinnvoll noch als realistisch
- Unser Votum Reduzieren behalten wir mit einem Kursziel von 59,70 Euro bei

**Fazit:** Gestern gab der Konzern nach einer außerordentlichen Aufsichtsratssitzung bekannt, dass Dr. Seifert (Vorstandsvorsitzender) das Unternehmen mit sofortiger Wirkung verlassen wird. Der Aufsichtsratsvorsitzende, Dr. Breuer, soll vor seinem eigenen Ausscheiden am Jahresende zuvor „Aufsichtsrat und Vorstand an die neue Eigentümerstruktur“ anpassen. Die Querelen der letzten Monate zwischen der Konzernführung und den neuen Großaktionären im Nachgang zum gescheiterten Übernahmeversuch der LSE manifestieren sich seit gestern in der Führungslosigkeit des Konzerns. Im Hinblick auf unsere Einschätzung der Aktie bleiben wir auf Sicht von 6 Monaten weiter skeptisch („Reduzieren“). Wir hatten zuletzt nicht nur auf das Erreichen unseres fundamentalen Kurszieles hingewiesen, sondern auch auf die Unsicherheit hinsichtlich der Unternehmensstrategie. Letztere ist u.E. im Hinblick auf den noch unbekanntem Vorstandsvorsitzenden und sein strategisches Rational, das aber dem Einfluss eines Teils der Großaktionäre unterliegt (u.a. Präferenz für eine Kombination „Deutsche Börse + Euronext“ oder auch Zerschlagungsstrategie), noch unklar. Allerdings erachten wir die Umsetzung einer totalen Ausschüttungspolitik weder als sinnvoll (Konsolidierung in Europa ist u.E. mittelfristig ein Muss – u.a. SWX und die südeuropäischen Börsen) noch als realistisch. Wir rechnen zudem in den nächsten Monaten mit Gewinnmitnahmen bei einem Teil der Aktionäre.

**Ersteller:** Martin Peter (Analyst)

**Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenskonflikten und die Haftungserklärung am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**



## Big Caps

**Endesa (17,17 Euro MCE: 09.05.05 17:34) Akkumulieren (Akkumulieren)**  
**EpS 04: 1,60 Euro; EpS 05e: 1,44 Euro; EpS 06e: 1,53 Euro**

**Enel (7,32 Euro Mailand: 09.05.05 17:39) Reduzieren (Reduzieren)**  
**EpS 04: 0,55 Euro; EpS 05e: 0,59 Euro; EpS 06e: 0,50 Euro**

**Anlass:** Aufhebung der Stimmrechtsbeschränkung von EdF bei Edison, Enel erhält Zugang zum französischen Markt

- Endesa wird den zweitgrößten italienischen Versorger Edison SpA nicht kaufen können
- Der Kauf von Edison hätte für Endesa einen strategischen Fortschritt bedeutet
- Enel erhält Zugang zum französischen Markt
- Unsere Voten behalten wir für beide Unternehmen bei. Unser Kursziel für Endesa beträgt 17,50 Euro, für Enel 7,10 Euro

**Fazit:** Endesa, der größte Versorger Spaniens, wird beim zweitgrößten italienischen Versorger Edison SpA nicht zum Zuge kommen. Nachdem die italienische Regierung die Stimmrechtsbeschränkung von Electricité de France (EdF) bei Edison aufgehoben hat, will der französische Versorger gemeinsam mit dem italienischen Kommunalversorger AEM Edison übernehmen. EdF ist direkt mit 2,3% an Edison beteiligt. Des Weiteren hält EdF einen 18%igen Anteil an der Holding Italernergia Bis SpA, die ihrerseits mit 62% an Edison beteiligt ist. Bis zum vergangenen Wochenende waren aber die Stimmrechte von EdF bei Edison per Gesetz auf 2% beschränkt. Auf Grund der daraus resultierenden geringen Möglichkeit der Einflussnahme wollte sich EdF von Edison trennen. Verschärft wurde die Situation von EdF dadurch, dass die Miteigentümer von Italernergia Bis über Verkaufsoptionen verfügen, bei deren Ausübung der französische Versorger gezwungen wäre, sie auszubehalten. Dadurch wäre die Diskrepanz zwischen Stimmrechten und Kapitalanteilen noch wesentlich größer geworden. Bis Anfang April konnten alle Edison-Interessenten Kaufangebote abgeben. Endesa, die bereits in Italien vertreten ist, zählte ebenfalls zu den Bietern. Aus strategischer Sicht hätte der Kauf von Edison für Endesa einen großen Fortschritt in Europa außerhalb des Heimatmarktes bedeutet. Kurzfristig bedeutet das Scheitern des Kaufs für die Endesa-Aktie eine Entlastung. Die angedachte Kapitalerhöhung von 2 bis 3 Mrd. Euro für die Übernahme ist nun nicht mehr notwendig, womit auch der Verwässerungseffekt ausbleibt.

Großer Gewinner des Verbleibs von EdF in Italien, ist der größte Versorger des Landes - Enel. Denn im Gegenzug zur Aufhebung der Stimmrechtsbeschränkung musste Frankreich Italien in zwei zentralen Punkten entgegen kommen: 1) Die französische Regierung muss in diesem Jahr noch rund 30% der EdF-Anteile an die Börse bringen. 2) Der französische Energiemarkt wird für die italienischen Versorger geöffnet. So kann Enel nun gemeinsam mit EdF Nuklearenergie entwickeln und erzeugen. Zudem darf Enel Anteile am französischen Stromerzeuger SNET (Societe Nationale d' Electricité et de Thermique) kaufen. SNET gehört mehrheitlich Endesa (65%). EdF ist mit 19% beteiligt. Des Weiteren darf Enel auf dem Gelände von EdF zwei Gaskraftwerke bauen. Gegenwärtig sind die quantitativen Vorteile von Enel schwer zu bestimmen. Mit einem Kursziel von 7,10 Euro bleibt unser Votum für Enel vorerst Reduzieren. Bei der Endesa-Aktie sehen wir mit einem Kursziel von 17,50 Euro geringes Kurspotenzial - Akkumulieren.

**Ersteller:** Sven Diermeier (Analyst)

**MAN (33,56 Euro Xetra: 09.05.05 17:35) Akkumulieren (Akkumulieren)**  
**EpS 04: 2,09 Euro; EpS 05e: 2,93 (alt: 2,88) Euro; EpS 06e: 3,11 (alt: 3,06) Euro**

**Anlass:** Veröffentlichung der Q1-Zahlen

- Der Umsatz erreichte in Q1 3,17 (2,86) Mrd. Euro, das Nettoergebnis 54 Mio. Euro
- Der Ausblick für 2005 bleibt unverändert
- Entscheidend ist aus unserer Sicht die weiterhin positive Perspektive für den Nutzfahrzeugbereich
- Unser Votum Akkumulieren behalten wir mit einem neuen Kursziel von 39 (alt: 38) Euro bei

**Fazit:** Die Zahlen des Q1 2005 lagen über unseren Erwartungen. Der Umsatz erreichte 3,17 (2,86) Mrd. Euro, wir hatten 3,19 Mrd. Euro erwartet. Das operative Ergebnis lag bei 105 (63; unsere Prognose: 97) Mio. Euro. Das Nettoergebnis erreichte 54 (24; unsere Prognose: 45) Mio. Euro. Der Ausblick für 2005 bleibt praktisch unverändert (Umsatzwachstum rund 5%, deutlich überproportionale Verbesserung des operativen Ergebnisses).



## Big Caps

Aus unserer Sicht sind die Zahlen des Q1 eine positive Überraschung. Wir heben unsere Gesamtjahresprognosen leicht an (EpS 2005e 2,93 (alt: 2,88 Euro); Eps 2006e 3,11 (alt: 3,06 Euro)). Dennoch sind die Zahlen aus unserer Sicht weniger entscheidend. Denn das Q1 des Geschäftsjahres macht für MAN nur einen vergleichsweise kleinen Teil des Gesamtjahresergebnisses aus. Entscheidender sind aus unserer Sicht die weiterhin positiven Perspektiven für die primäre Triebfeder der operativen Entwicklung, den Nutzfahrzeugbereich. Durch die negativen Nachrichten von Scania hatte sich aus unserer Sicht die Visibilität verschlechtert. Die positiven Indikationen von MAN erhöhen nach unserer Einschätzung nun die Wahrscheinlichkeit für unser Szenario. Das Kursziel heben wir auch vor diesem Hintergrund auf 39 (alt: 38) Euro an. Unser Votum belassen wir unverändert bei Akkumulieren.

**Ersteller:** Norbert Kretlow (Analyst)

**Total (177,40 Euro Euronext: 09.05.05 17:37) Akkumulieren (Akkumulieren)**  
**EpS 04: 16,11 Euro; EpS 05e: 18,48 (alt: 14,55) Euro; EpS 06e: 16,80 (alt: 14,60) Euro**

**Anlass:** Veröffentlichung der Q1-Zahlen

- Die Umsatzeinnahmen stiegen um 22,5% auf 26,688 (21,785) Mrd. Euro
- Der Konzernüberschuss kletterte um 53,5% auf 3,208 (2,090) Mrd. Euro
- Auf Grund eines optimistischeren Szenarios für das Umfeld und der IFRS-Umstellung heben wir unsere EpS-Prognosen für 2005 auf 18,48 (alt: 14,55) Euro und für 2006 auf 16,80 (alt: 14,60) Euro an
- Wir votieren unverändert mit Akkumulieren. Unser Kursziel beträgt 185 Euro

**Fazit:** Der französische Ölkonzern legte am vergangenen Mittwoch (04.05.) sehr positive Zahlen für Q1 2005 vor, die über unseren Erwartungen lagen. Wie die Konkurrenz profitierte Total von dem günstigen Umfeld. Die Umsatzeinnahmen stiegen um 22,5% auf 26,688 (21,785) Mrd. Euro. Das bereinigte operative Ergebnis legte überproportional um 55,8% auf 5,391 (3,461) Mrd. Euro zu. Alle drei Geschäftsfelder (Upstream: +42,0%; Downstream: +61,1%; Chemicals: +177,5%) wiesen deutliche Gewinnzuwächse aus. Der Konzernüberschuss kletterte um 53,5% auf 3,208 (2,090) Mrd. Euro. Wermutstropfen bei der Zahlenbekanntgabe war aus unserer Sicht, dass noch keine Fortschritte beim Kauf einer Minderheitsbeteiligung (25% + 1 Aktie) am russischen Gasförderer Novatek erzielt wurden. Laut Total muss das Produktions-Wachstumsziel für den Zeitraum 2004 bis 2010 von jährlich 4% auf 3% gesenkt werden, wenn der Beteiligungskauf scheitert. Wie bei BP und Royal Dutch heben wir auch für Total unsere EpS-Prognosen auf Grund eines optimistischeren Szenarios für das Umfeld und der IFRS-Umstellung an. Demnach liegt unsere EpS-Schätzung für 2005 nun bei 18,48 (alt: 14,55) Euro und für 2006 bei 16,80 (alt: 14,60) Euro. Unser Votum Akkumulieren behalten wir mit einem Kursziel von 185 Euro bei.

**Ersteller:** Sven Diermeier (Analyst)

**TUI (18,90 Euro Xetra: 09.05.05 17:35) Akkumulieren (Akkumulieren)**  
**EpS 04: 2,74 Euro; EpS 05e: 2,43 Euro; EpS 06e: 2,51 Euro**

**Anlass:** Veröffentlichung der Q1-Zahlen

- Der Konzernumsatz in den fortzuführenden Bereichen stieg um 8% auf 3,23 (2,99) Mrd. Euro
- Die Sparte Touristik konnte dank des hohen Zuwachses im Bereich Europa Mitte zulegen. Der Bereich Schifffahrt profitierte von der weltweit hohen Nachfrage im Transportwesen
- TUI bekräftigte seine Prognose für die Touristik-Sparte. In der Schifffahrt rechnet das Unternehmen mit einer Fortsetzung des positiven Trends beim Umsatz und Ergebnis
- Unser Votum Akkumulieren behalten wir mit einem Kursziel von 22 Euro

**Fazit:** Der Konzernumsatz in den fortzuführenden Bereichen stieg um 8% auf 3,23 (2,99) Mrd. Euro. Die Sparte Touristik konnte dank des hohen Zuwachses (+11,8%) im Bereich Europa Mitte um 6,7% auf 2,52 (2,36) Mrd. Euro zulegen. Der hohe Anstieg bei Europa Mitte ist u.a. mit der erstmaligen Einbeziehung der Hapag-Lloyd Express zu begründen (bereinigt: 8,7%).



## **Big Caps**

Der Bereich Schifffahrt profitierte von der weltweit hohen Nachfrage im Transportwesen und konnte den Spartenumsatz um 16,4% auf 669 (575) Mio. Euro steigern. Das bereinigte Ergebnis der Sparten verbesserte sich um 8,4% auf – 208 (-227) Mio. Euro. Die Touristik-Sparte konnte ihr negatives Ergebnis um 6,3% auf -192 (-205) Mio. Euro reduzieren. Die Sparte Schifffahrt steigerte ihr Spatenergebnis überproportional um 13,6% auf 25 (22) Mio. Euro. Die vorgelegten Zahlen liegen weitgehend im Rahmen unserer Erwartungen. Allerdings ist das erste Quartal für das Gesamtjahresergebnis von untergeordneter Rolle. Positiv zu werten ist der Anstieg (+11%) bei den gebuchten Umsätzen für die Sommersaison. TUI bekräftigte seine Prognose für die Touristik-Sparte (prozentual zweistelliges Wachstum). In der Schifffahrt rechnet TUI mit einer Fortsetzung des positiven Trends beim Umsatz und Ergebnis. Wir votieren unverändert mit Akkumulieren. Unser Kursziel beträgt 22 Euro.

**Ersteller:** Zafer Rüzgar (Analyst)



## Mid-/Small Caps

**Informationsumfeld:** Evotec steigerte in Q1 2005 den Umsatz auf 15,852 (14,361) Mio. Euro. Das EBIT lag bei -4,801 (-7,052) Mio. Euro. Das Nettoergebnis verbesserte sich auf -4,740 (-6,179) Mio. Euro. Das entspricht einem EpS von -0,12 (-0,17) Euro. Evotec bestätigt die Prognosen und erwartet für 2005 ein Umsatzwachstum von bis zu 5%. **Fraport** steigerte in Q1 2005 den Umsatz um 7,8% auf 480,9 Mio. Euro und das EBITDA um fast 11% auf 110,2 Mio. Euro (Marktkonsens: 106 Mio. Euro). Der Konzerngewinn stieg um 45,3% auf 27,6 Mio. Euro (Marktkonsens: 24 Mio. Euro). Für das Gesamtjahr rechnet Fraport weiterhin mit einem Umsatzwachstum von gut 3% und einem EBITDA-Anstieg von ca. 4,5%. Der Zuwachs beim Konzernergebnis wird bei 10% gesehen nach zuvor 5 bis 10%. Die **Norddeutsche Affinerie** steigerte in Q2 2004/05 den Gewinn vor Steuern auf 23 (14) Mio. Euro (Marktkonsens: 22 Mio. Euro). Für das Gesamtjahr rechnet das Unternehmen weiterhin mit einem deutlichen Gewinnanstieg. **Teles** erwartet für 2005 eine Umsatzsteigerung im zweistelligen Prozentbereich und einen operativen Verlust im einstelligen Mio.-Euro-Bereich. Dieser Verlust entstehe vor allem aus den Vorlaufkosten für das Geschäft mit Breitband-Internet. Dem operativen Verlust steht ein außerordentlicher Ertrag aus dem Verkauf des Geschäftsfeldes Web-Hosting an die **Freenet AG** von netto 124 Mio. Euro gegenüber. **On Track Innovations** will der Hauptversammlung am 27.05. ein Delisting der am Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) zugelassenen Aktien der Gesellschaft vorschlagen. Die Mayfair Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH hat sich mit insgesamt 16,91% an **Puma** beteiligt. Davon stehen noch 9,78% des Aktienanteils unter Kartellvorbehalt. Die Anteile wurden am 02.05. übernommen. Die **TOMORROW FOCUS AG** hat in Q1 2005 den Umsatz um 24,3% auf 13,9 (11,2) Mio. Euro gesteigert. Das EBITDA lag mit 0,2 Mio. Euro auf dem Niveau des Vorjahres. Das EBT stieg um rund 0,2 Mio. Euro und erreichte eine schwarze Null. Das Unternehmen sieht die bisherige Entwicklung des Geschäftsjahr 2005 trotz einer verhaltenen Entwicklung des Werbemarktes deutlich positiv.

**Marseille-Kliniken<sup>4)</sup> (10,09 Euro Xetra: 09.05.05 17:36) Kaufen (Kaufen)**  
**EpS 04/05e: 0,79 (alt: 0,92) Euro; EpS 05/06e: 1,05 (alt: 1,25) Euro**

**Anlass:** Zahlen Q3 2004/05

- Nach neun Monaten 2004/05 erzielte Marseille-Kliniken bei einem leichten Umsatzzanstieg von 1,2% auf 152,1 Mio. Euro einen Ergebnisanstieg (auf DVFA-Basis) von 3,4% auf 6,4 Mio. Euro
- Die Auslastung auf Konzernebene lag mit 89,3% (89,8%) leicht unter dem Vorjahresniveau – trotz der verbesserten Kapazitätsauslastung in dem defizitären Reha-Bereich (75,8% nach 74,0% im Vorjahr)
- Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen nach unten angepasst: Umsatz 2004/05e: -5% auf 205 Mio. Euro; EBIT 2004/05e: -8% auf 26,7 Mio. Euro; Umsatz 2005/06e: -5% auf 220 Mio. Euro; EBIT 2005/06e: -11% auf 29,7 Mio. Euro
- Wir reduzieren unser Kursziel auf 12,30 (alt: 12,95) Euro (Basis: Peer-Group-Analyse). Mit einem Upside-Potenzial von aktuell 22% bestätigen wir unser Kaufen-Votum

**Fazit:** Marseille-Kliniken erzielte nach neun Monaten 2004/05 einen Ergebnisanstieg (auf DVFA-Basis) von 3,4% auf 6,4 (6,2) Mio. Euro bei einem Konzernumsatz von 152,1 (150,3) Mio. Euro (+1,2%). Gegenüber den Halbjahreszahlen (Umsatz: +0,3%; DVFA-Ergebnis: +7%) hat sich die Gewinndynamik im traditionell schwachen dritten Quartal verlangsamt. Im dritten Quartal hat sich mit dem Senioren-Wohnpark Dresden die Anzahl der Pflegezentren auf 47 bei unverändert 11 Rehabilitationskliniken erhöht. Die Auslastung im Pflege-Bereich (berücksichtigt um Anlaufeinrichtungen) hat sich u.a. auf Grund der unerwartet hohen Belegquote im dem Pflegezentrum Dresden (Auslastung: 75%) um 0,9 Prozentpunkte auf 90,5% erhöht. Ohne Berücksichtigung der Anlaufeinrichtungen war allerdings ein Rückgang der Auslastung auf 93,4% (-0,9 Prozentpunkte) zu verzeichnen – bedingt vor allem durch die Umbaumaßnahmen in den Pflegezentren Leipzig (Umbauarbeiten im August beendet) und Belzig (Umbauarbeiten beendet). Insgesamt lag die Auslastung auf Konzernebene damit mit 89,3% (89,8%) leicht unter dem Vorjahresniveau – trotz der verbesserten Kapazitätsauslastung in dem defizitären Reha-Bereich (75,8% nach 74,0% im Vorjahr). Speziell bei den fünf psychosomatischen Kliniken haben zahlreiche Maßnahmen (u.a. Umbau des Standortes Waldkirch) positive Effekte auf die Auslastung bewirkt (68,7% nach 65,0% im Vorjahr).

Auch auf Ergebnisebene konnten im Reha-Bereich Fortschritte erzielt werden, wenngleich der Break-Even auf Quartalsbasis noch nicht erreicht werden konnte. Der Quartalsverlust lag in Q3 2004/05 mit 1,22 Mio. Euro 0,37 Mio. Euro bzw. 23% unter dem Vorjahreswert. Insgesamt lag der Verlust im Reha-Bereich mit 2,9 (2,4) Mio. Euro auf 9M-Sicht allerdings noch über dem Vorjahresniveau. Wie bereits in der Vergangenheit stellte sich der Pflege-Bereich weiterhin sehr ertragsstark dar (DVFA-Ergebnis: +7% auf 9,3 Mio. Euro).



### Mid-/Small Caps

Auch der Umsatzzuwachs auf Konzernebene basierte ausschließlich auf dem Pflege-Segment (Umsatz 9M 2004/05: +2,8% auf 111,3 Mio. Euro). Neben dem im März eröffneten Pflegezentrum in Dresden ist Anfang Mai auch die Einrichtung in Hennigsdorf bei Berlin eröffnet worden. Neben diesen beiden Pflegezentren sind weitere vier Standorte mit insgesamt 800 Betten in der Realisierung (u.a. Hamburg, Berlin, Düsseldorf), die ähnlich wie in Dresden eine gute Auslastungsentwicklung versprechen.

Insgesamt ist allerdings festzustellen, dass der Break-Even im Reha-Bereich noch nicht erreicht werden konnte. Auch im vierten Quartal ist hiervon nicht auszugehen. Umbauarbeiten in Leipzig und Belzig haben den Pflege-Bereich belastet und werden diesen im Fall Leipzig auch im vierten Quartal beeinträchtigen. Insgesamt ist von den in der Realisierung befindlichen Pflegezentren ein Umsatzbeitrag von geschätzt 15 Mio. Euro zu erwarten. Da wir bei Schätzung unseres Konzernumsatzes 2004/05 von weiteren Eröffnungen ausgegangen waren, reduzieren wir unsere Erwartungen für den Konzernumsatz um 4,7% auf 205 (alt: 215) Mio. Euro und unterstellen dabei ein Umsatzwachstum gegenüber dem vorherigen Geschäftsjahr von 2,4%. Unsere zunächst erwartete EBIT-Marge (auf DVFA-Basis) von 13,5% reduzieren wir auf Grund des weiterhin defizitären Reha-Segments auf 13,0% - EBIT 2004/05e: 26,7 Mio. Euro (-8%). Für 2005/06e gehen wir bei einer EBIT-Marge von 13,5% von einem EBIT von 29,7 Mio. Euro aus (-11%). Dementsprechend verringert sich das Ergebnis je Aktie 2004/05e auf 0,79 (0,92) Euro bzw. 2005/06e auf 1,05 (alt: 1,25) Euro. Auf Basis unserer aktualisierten Peer-Group-Analyse ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 12,29 (alt: 12,95) Euro. Daher reduzieren wir unser Kursziel um 5% auf 12,30 (alt: 12,95) Euro. Mit einem Upside-Potenzial von aktuell 22% bestätigen wir unser Votum Kaufen. Den deutlichen Kursrückgang in den letzten Handelstagen halten wir für übertrieben – vor allem vor dem Hintergrund, dass Marseille-Kliniken mit einer EBIT-Marge von 13% das höchste Profitabilitätsniveau unter den Peer-Group-Unternehmen aufweist.

**Ersteller:** Matthias Engelmayer (Analyst)

**OnVista<sup>4)</sup> (5,90 Euro Xetra: 09.05.05 16:12) Akkumulieren (Akkumulieren)**  
**EpS 04: 0,06 Euro; EpS 05e: 0,14 Euro; EpS 06e: 0,19 Euro**

**Anlass:** Eckdaten zu den Q1 2005-Zahlen

- Der Konzernumsatz erreichte 2,00 (1,56) Mio. Euro, das Ergebnis vor Steuern 0,30 (0,33) Mio. Euro
- Auf Jahressicht halten wir an unserer Prognose eines Konzernergebnisses vor Steuern von 1,49 (0,92) Mio. Euro fest
- Die Aktie notiert aktuell rund 15% unter unserem Kursziel von 7,00 Euro, so dass wir unser Votum Akkumulieren unverändert lassen
- Wir gehen davon aus, dass es OnVista in den nächsten Quartalen gelingen wird, das zukünftige Wachstumspotenzial im Bereich „Media“ deutlicher sichtbar zu machen

**Fazit:** Der OnVista-Konzern hat gestern seine Eckdaten für das erste Quartal 2005 vorgelegt. Mit einem Konzernumsatz von 2,00 (1,56) Mio. Euro und einem Ergebnis vor Steuern von 0,30 (0,33) Mio. Euro sieht sich der Vorstand im Einklang mit der Erreichung seiner Jahresziele. Letztere liegen bei einem Umsatz von „über 8,0 Mio. Euro“ und einem „Plus von 50% beim Konzernergebnis vor Steuern“. Bei letzterem gab es im vergangenen Jahr eine deutliche Abschwächung im zweiten Halbjahr. Auf Quartalsbasis wurden in 2004 beim Konzern-EBT nach 0,33 Mio. Euro in Q1 für die weiteren Quartale 0,33 Mio., 0,12 Mio. und 0,14 Mio. Euro ausgewiesen. Der wichtigste Grund war die unerwartet hohe Steuerbelastung bei der Tochter IS.Teledata, die wir im laufenden Jahr nicht erwarten. Vor diesem Hintergrund halten wir an unserer Prognose eines Konzernergebnisses vor Steuern von 1,49 (0,92) Mio. Euro fest. Insbesondere die IS.Teledata-Beteiligung (36%) mit einem Ergebnis nach Steuern von 0,61 (0,11) Mio. Euro sehen wir positiv. Für das Geschäftsfeld Technologies ergibt sich so ein anteiliges Segmentergebnis von 0,22 Mio. Euro, das sich noch um aus der Fusion resultierenden Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte auf 0,13 (0,04) Mio. Euro reduziert. Beim Geschäftsfeld Media wurde bei einem Umsatz von 2,00 (1,56) Mio. Euro ein Segmentergebnis von 0,18 (0,43) Mio. Euro ausgewiesen. Wir hatten bereits auf die hier wiederum sichtbare Abschwächung der EBIT-Marge (9% nach 28% in Q1 2004) hingewiesen. Letzteres liegt primär an dem wachstumsträchtigen Direktmarketing-Geschäft (Kreditkarten, Spezialfonds oder Online-Sparkonten), das zum Kerngeschäftsfeld Media zählt, und das von OnVista stark ausgebaut werden soll. Dabei wird durch den Bruttoausweis der Umsätze, von dem ein Teil an die Kooperationspartner weitergegeben wird, die EBIT-Marge belastet. In Q1 dürfte – für uns überraschend hoch - bereits knapp die Hälfte des Segmentumsatzes aus diesem neuen Geschäft stammen.



**Mid-/Small Caps**

Die Aktie notiert aktuell rund 15% unter unserem Kursziel von 7,00 Euro (vgl. unsere Studie vom 20. April), so dass wir unser Votum Akkumulieren unverändert lassen. Wir bleiben für die OnVista-Aktie positiv gestimmt, da wir davon ausgehen, dass es dem Unternehmen in den nächsten Quartalen zunehmend gelingen wird, das zukünftige Wachstumspotenzial im Bereich „Media“ deutlicher sichtbar zu machen. Mit einer Zeitverzögerung dürfte dies u.E. dann auch für das Ertragspotenzial gelten.

**Ersteller:** Martin Peter (Analyst)

**Termine für Mittwoch, den 11.05.**

EU/OECD, Frühindikatoren Eurozone März (l.: 105,7); Brüssel 12:00  
US/Handelsbilanz März (f.: -61,5 Mrd. USD; l.: -61,0 Mrd. USD); Washington 14:30  
US/Monatliche Bundeshaushaltslage April (f.: 50,5 Mrd. USD; l.: 17,6 Mrd. USD); Washington 20:00  
US/MBA Hypotheken-Anträge in der Woche zum 06.05. (f.: 33,8%); Washington 13:00

**Aixtron AG.** Ergebnis 1. Quartal; Aachen o.Z.  
**AMB Generali Holding AG.** Ergebnis 1. Quartal; Aachen o.Z.  
**Audi AG.** Hauptversammlung; Neckarsulm 10:00  
**Ce Consumer Electronic AG.** Ergebnis 1. Quartal; München o.Z.  
**BayWa AG.** Ergebnis 1. Quartal; München o.Z.  
**Beate Uhse AG.** Ergebnis 1. Quartal; Hamburg o.Z.  
**Data Modul AG.** Hauptversammlung; München 10:00  
**Degussa AG.** Ergebnis 1. Quartal (endgültig); Düsseldorf o.Z.; Conference Call 15:00  
**Douglas Holding AG.** Ergebnis 1. Quartal; Hagen o.Z.  
**EnBW AG.** Ergebnis 1. Quartal; Karlsruhe o.Z.  
**FJH AG.** Ergebnis 1. Quartal; München o.Z.  
**Hochtief AG.** Ergebnis 1. Quartal; Essen o.Z.  
**Hugo Boss AG.** Hauptversammlung; Stuttgart 10:00  
**Init AG.** Hauptversammlung; Karlsruhe 10:00  
**K+S AG.** Hauptversammlung; Kassel 10:00  
**Linos AG.** Hauptversammlung; Göttingen 11:00  
**Lufthansa AG.** Ergebnis 1. Quartal; Frankfurt o.Z.  
**mg Technologies AG.** Ergebnis 1. Quartal; Frankfurt o.Z.  
**MorphoSys AG.** Hauptversammlung; München 13:00  
**Phoenix AG.** Ergebnis 1. Quartal; Hamburg o.Z.  
**Renk AG.** Hauptversammlung; Augsburg 16:00  
**Schwarz Pharma AG.** Hauptversammlung; Düsseldorf 10:00  
**Thiel Logistik AG.** Ergebnis 1. Quartal; Grevenmacher o.Z.  
**T-Online International AG.** Ergebnis 1. Quartal; Darmstadt o.Z.  
**TUI AG.** Hauptversammlung; Hannover 10:30  
**Westag & Getalit AG.** Bilanz-PK; Düsseldorf 11:00  
**Winter AG.** Hauptversammlung; München 10:00  
**Zapf Creation AG.** Hauptversammlung; Rodental 10:00

**Unternehmen Ausland**

**Aegon.** Ergebnis 1. Quartal  
**Dialog Semiconductor.** Hauptversammlung  
**EADS.** Hauptversammlung  
**Endesa.** Ergebnis 1. Quartal  
**Eni.** Ergebnis 1. Quartal  
**Ericsson.** Analystenkonferenz  
**Texas Instruments.** Analystenkonferenz  
**Walt Disney.** Ergebnis 2. Quartal



## Anlageurteil

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mind. 20% aufweisen.  
Akkumulieren: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 20% aufweisen.  
Reduzieren: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 20% aufweisen.  
Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mind. 20% aufweisen.

## Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Unternehmen erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen von der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden.

Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten geocvert werden.

## Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 10.05.2005

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Ausnahme hiervon sind die Unternehmen Marseille-Kliniken und OnVista; zwischen diesen Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 10.05.2005

Independent Research GmbH  
Staufenstraße 46  
60323 Frankfurt  
Tel.: 069/971490-0  
Fax: 069/971490-90  
e-Mail: info@irffm.de

Zuständige Aufsichtsbehörde  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt