



Aktienempfehlungen für 1. Quartal 2008

09.01.2008

Highlights:

Im Finanzsektor empfehlen wir Titel mit starker CEE-Präsenz und/oder einem starken Retailfunding wie RI, Wiener Städtische, OTP, PKO.

In Telekomsektor: T-Hrvatski Telekom (T-HT) und Telefónica O2 CR.

Unter den Öliteln sind Unipetrol und Lotos unsere Favoriten.

Pharmatitel: unsere TOP-Empfehlungen lauten Richter, Krka und Intercell.

Immobilienwerte, die sich hauptsächlich auf die CEE-Märkte und hierbei insbesondere auf Developmentprojekte konzentrieren (im Gegensatz zu reinen Investitionen): CA Immo Int., GTC, Im-moeast, Orco.

Unter den Versorgungswerten liegen EVN und Praterm ganz gut im Rennen.

Sektorfavoriten:

Unter den Finanzinstitutionen RI, Wiener Städtische, OTP, PKO, alle Titel mit starker CEE-Präsenz und/oder einem starken Retailfunding. Ganz allgemein lässt sich sagen, dass die Banken wahrscheinlich 2007 bereits ihr Wachstumspotential aufgebraucht haben und somit der Höhepunkt hier überschritten scheint. OTP sollte jedoch dank der sich hoffentlich wieder erholenden Rahmenbedingungen in Ungarn und des überraschenden Potentials positiver Beiträge der Töchter in Russland und der Ukraine eine Ausnahme darstellen. Wir haben ebenfalls ein Faible für Finanzinstitutionen, die in der Lage sind, ihr Wachstum über eine regionale Präsenz zu fördern. Beispiele dafür sind Raiffeisen International und Wiener Städtische. Wir sehen die Banken als eine Art Basisinvestment in enger Abhängigkeit vom wirtschaftlichen Wachstum. Angesichts der Subprime-Auswirkungen auf der Finanzierungsseite (die CEE-Banken haben kein direktes Subprime-Exposure), sind sicherlich Unternehmen mit starker Gewichtung von Retailgeschäft vorzuziehen.

Auf dem Telekommunikationssektor sind vor allem T-Hrvatski Telekom (T-HT) und Telefónica O2 CR positiv zu erwähnen, während MTel auch noch einiges Potential zum Kursziel hat. T-HT ist auf Basis des KGV gegenüber seinen CEE-Mitstreitern mit Abschlägen bewertet, trotz seiner im Vergleich mit anderen besten Nettomarge (27 % in 2008). Dank seiner attraktiven Dividendenrendite von 6-7 % ist T-HT sicherlich eine gute Wahl. Telefónica O2 bietet überdurchschnittliche Margen, d.h. Gewinnzahlen im zweistelligen Bereich (!) und eine Dividendenrendite von >7%. Der Bewertungsaufschlag wurde bei der aktuellen Aktienkurskorrektur deutlich abgebaut, so daß die Aktie jetzt wieder attraktiv erscheint. Der Telekommunikationssektor wird in den nächsten Jahren ebenfalls kein überdurchschnittliches Wachstum erfahren (sondern lediglich für ein Wachstum über neue Services und Akquisitionen sorgen).

Unter den **Öliteln** präferieren wir Unipetrol und Lotos. PKN birgt ebenfalls Aufwärtspotential. In Einklang mit der moderaten Wachstumsannahme gehen wir von niedrigeren Ölpreisen aus, zumindest für Mitte des nächsten Jahres. Auf der Grundlage dieser Prognose würde eine Entscheidung selektiv zugunsten von Unipetrol und Lotus ausfallen. Die Preise für Öl und Gas sind definitiv vom Dollarwechsellkurs beeinflusst. Die positiven Auswirkungen der höheren Öl- und Gaspreise werden zum Teil durch die negativen Wechselkursentwicklungen zunichte gemacht. Der schwächere US-Dollar wirkte sich auf die Öleinnahmen aus, und die stärkeren lokalen Währungen führten zu einer Erhöhung der Kosten, die in diesen Währungen abgerechnet werden.

Metalle und Bergbau: KGHM bleibt auf Grund seiner hohen Dividende weiterhin eine Kaufoption und verfügt immer noch über gute Prognosen. RHI sollte ebenfalls eine interessante Ergänzung in diesem Sektor sein.

Pharmaunternehmen: Richter, Krka und Intercell mögen wir am meisten. Insgesamt sollte sich der Sektor relativ gut behaupten, das in Schwierigkeiten geratene Unternehmen Zentiva sollte für ein gewisses Ausgleichspotential sorgen. 2007 gehörte mit zu den schwierigsten Jahren für pharmazeutische Unternehmen mit Sitz innerhalb der CEE. Die Krise bei der Beitreibung von Außenständen im Rahmen des DLO-Programms ging zu Lasten der Umsätze in Russland. Im Falle der ungarischen Unternehmen Richter und Egis kamen zu den Widrigkeiten in Russland noch die strikten Kosteneinsparungen auf dem Gesundheitssektor im eigenen Land und die negativen Auswirkungen durch den stärker werdenden Forint im Gegensatz zum schwächer werdenden US-Dollar hinzu. Das in Tschechien beheimatete Unternehmen Zentiva musste mit ansehen, wie seine Umsätze auf dem Binnenmarkt unter Druck gerieten und – beeinträchtigt durch die unerwarteten geschäftlichen Abschreibungen in Rumänien – musste das Unternehmen genauso wie seine ungarischen Mitstreiter im Verlaufe des Jahres vermelden, dass seine Betriebsergebnisse und Gewinne deutlich nach unten fielen. Während sich der ungarische Pharmamarkt

2008 aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erholen wird, kann trotzdem weiterhin davon ausgegangen werden, dass der Tiefpunkt bereits überschritten wurde und Richter sowie Egis bei ihren Umsätzen auf ihren Heimmärkten eine langsame Erholung verzeichnen können.

Der Immobiliensektor gehörte zu den Sektoren, die am stärksten mit den indirekten Auswirkungen der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten zu kämpfen hatten, die sich allmählich auch nach Westeuropa ausbreitete. Angesichts des langfristigen Aufholungspotentials der CEE-Wirtschaften bei der Immobilienpenetration und den Erwartungen beim Wirtschaftswachstum gibt es ganz offensichtlich keine wesentliche Verschlechterung bei den Marktbedingungen in den CEE-Ländern. Die gestiegenen Finanzierungskosten (spreads) wirken sich offensichtlich negativ auf den Sektor auf. Wenn die fehlenden Mittel zu einer Reduzierung der Bauaktivitäten insgesamt führen, kann davon ausgegangen werden, dass die Mieten steigen und es damit auch zu einer Wertanhebung des vorhandenen Grundbesitzes kommt. Es kann angenommen werden, dass die Immobilienwerte, die sich hauptsächlich auf die CEE-Märkte und hierbei insbesondere auf Developmentprojekte konzentrieren (im Gegensatz zu reinen Investitionen; CA Immo Int., GTC, Immoeast, Orco) ab 2008 zwar eine Erholung erfahren, die internationalen Investoren (aus den USA und Großbritannien) werden jedoch eher vorsichtig agieren, da sie im eigenen Land auf diesem Sektor einer schwierigen Situation ausgesetzt sind und aus diesem Grund wahrscheinlich nur zögerlich im großen Stil in solche Aktien investieren wollen.

Die meisten **Versorgungswerte** sind jetzt schon ziemlich teuer - ganz gut im Rennen liegen EVN und Praterm. Die steigenden Elektrizitätspreise sind nichts Neues mehr, und die Preiskonvergenz innerhalb der CEE sollte ebenfalls noch 2008 ihren Höhepunkt erreichen. Entsprechend ist bei CEZ und Verbund Vorsicht angebracht. EVN sieht trotz dieser Umstände ganz gut aus.

Unter **Baumaterialwerten** setzen wir weiterhin große Hoffnungen auf Wienerberger. In Polen sind vor allem Ceramika Nowa Gala und Koelner zu erwähnen. Zumtobel ist ein interessanter Nischen-Player.

Maschinenbauwerte haben starke Einbußen erlitten. Hier werden vor allem Andritz und Winterthur favorisiert.

Unter den **expandierenden polnischen Einzelhandelsunternehmen** sind Vistula und Kruk sehr interessant.

Intercell bleibt weiterhin unser bevorzugtes **Biotech**-Unternehmen

IT: Prokom/Asseco sollten auf dem IT-Sektor weiterhin verlässlich bleiben, während ComArch und Sygnity risikobehafteter sind.

Auf dem **Lebensmittelsektor** sind Duda, Graal, Jutzenka und Pamapol erste Wahl.

Länderfavoriten:

Die Bewertungen sind immer noch ein großes Problem in dieser Region, und die aktuelle Stimmung trägt nicht unbedingt dazu bei, an ein Wachstum zu glauben. Die Einschätzungen können jedoch nach dem ersten Quartal noch korrigiert werden.

Sowohl für SEE als auch für Slowenien gilt derzeit, dass man sich auf bestimmte Aktien konzentrieren sollte (z.B. Krka).

Die Leistung des rumänischen Marktes wird stark von der Stimmung abhängen, d.h. welche Erwartungen man an das Land und sein wirtschaftliches Umfeld setzen wird. Obwohl man das Leistungsbilanz-defizit in Rumänien sehr wohl im Auge behalten sollte, sind wir zuversichtlich, dass diese Struktur der Importe (Investitionen) für ein Land in der Aufbauphase normal ist und der Konsum keine größeren Probleme darstellt. Wenn das Vertrauen zurückkehrt, kann von einer Wertsteigerung bei allen größeren Werten, wie z.B. den inländischen Banken (BRD, Banca Transilvania) und SIFs (die mit Abschlägen von ca. 50 % gegenüber NAV gehandelt werden, was nicht umfassend gerechtfertigt ist) ausgegangen werden. Die Auswirkungen ermöglichen eine Exponierung in Bezug auf den boomenden Immobiliensektor (der der Landwirtschaft beim Brutto-sozialprodukt 2007 erstmals den Rang abließ).

Kroatien ist ziemlich teuer geworden - unabhängig vom Aufruhr am Markt. Nachdem die Infrastrukturinvestitionen in den vergangenen Jahren sehr gute Bedingungen schufen, verlangsamte sich das Binnenwachstum auf diesem Gebiet etwas. Entsprechend begannen die meisten Unternehmen auf diesem Sektor sich auf eine regionale Expansion zu verlagern. Ein möglicher Gewinner bei dieser ausgedehnten Suche nach mehr Wachstum könnte Ingra sein. Darüber hinaus erwarten wir aufgrund des immer noch starken globalen Handels, dass es den Expeditionen weiterhin gut gehen wird. Hier scheint Atlantska plovidba ziemlich interessant zu sein.

Während der serbische Markt eine anfängliche Liquiditätsverknappung verzeichnete, stellt die Situation im Kosovo immer noch das größte Problem dar. Dieser Fall wird immer noch auf UN-Ebene diskutiert, und das größte Risiko scheint aktuell eine einseitige Unabhängigkeitserklärung zu sein. Wenn dieses Problem gelöst würde, wäre zu erwarten, dass es den Lebensmittelunternehmen gut ginge (Imlek, Bambi-Banat, Sojaprotein, Vital). Der Bausektor scheint sich ebenfalls langsam zu erholen, ausgehend von der Knappheit bei Infrastruktur, Büro- und Wohnflächen (Energoprojekt, Putevi, Telefonija, Telefonkabl, Energomontaza). Der Bankensektor scheint sich 2008 noch weiter zu konsolidieren. Da die Versicherungsprämien ebenfalls bei 2 % des Bruttosozialprodukts (EUR 57 pro Einwohner) liegen, kann davon ausgegangen werden, dass der Versicherungsmarkt in den kommenden Jahren ebenfalls wachsen wird (Dunav Osiguranje, AIK Bank, Komercijalna Banka).

Russland verzeichnet positive Rentabilitätserwartungen. Der Markt reagierte positiv auf die Bewertung. Russland sollte sich auf eine Phase des Wachstums zubewegen, und ein Großteil des politischen Risikos sollte nach der Ankündigung der Pläne des russischen Präsidenten Putin beseitigt werden. Wenn sich die geplante politische Konstellation erfüllt, sollte dieser Umstand zu einer nachhaltigen Stabilität beitragen.

Während der Markt immer noch durch Rohstoffe dominiert wird, kann davon ausgegangen werden, dass Russland seine Bemühungen bei der Diversifizierung in andere Industrien fortsetzen wird. Die Zweifel hins. der Fiskaldisziplin und Inflation in der Türkei bleiben weiterhin ein Thema und die derzeitigen Militärmaßnahmen an der Grenze zum Irak tragen nicht unbedingt dazu bei, für eine positive Stimmung zu sorgen.