

Gewinner der Unternehmenssteuerreform 2008

Entlastung Körperschaften

- KSt-Aufkommen 2008e: 20,8 Mrd. €
- Senkung des Steuersatzes um 10 PP.: 12,2 Mrd. €
- Projektion der Bundesregierung für KSt 2008e: 15,8 Mrd. €
- Erweiterung der Steuerbasis: 3,3 Mrd. €
- Nettoentlastung 5 Mrd. €

Geschätzte Wirkung der Steuerreform (9 Unternehmen)

- Solventis: Steuerquote auf Inlandsgewinn (40,8% ⇒ 28,4%)
- EPS 2008e + 9,66% durch Steuerreform
- Unternehmen: EPS 2008e bis zu +23%
- EPS 2008e + 9,71% ohne Steuerreform
- EPS 2008e + 19,37% (Konsens)

Merkmale der Profiteure:

- Je höher der inländische EBT-Anteil desto besser
- Gegenfinanzierung sollte nicht greifen
- Geringe Finanzschulden
- Geringe Leasingverbindlichkeiten (Finance, Operate)
- Geringer Investitionsbedarf

Die Gewinner ergeben sich nur aus dem vollständigen Text der Finanzanalyse!

Inhalt

Executive Summary	3
Unternehmenssteuerreform – Wesentliche Neuerungen.....	4
Modell zur Schätzung der Wirkung der Steuerreform	7
Universum	10
Schätzung des inländischen Steueranteils	12
Je höher der inländische Steueranteil desto mehr sinkt die Steuerquote	13
Zinsschranke und Gewerbesteuer können bremsen.....	15
Was hat der Markt bereits eskomptiert?	17
Gewinner der Steuerreform mit Kurs-Chancen.....	18
Verlierer der Steuerreform mit Kursrisiken	19
Anhang	20

Executive Summary

Die Unternehmenssteuerreform 2008 ist auf den Weg gebracht. Am **6. Juli** muss noch der **Bundesrat** zustimmen, was unproblematisch sein dürfte. Große Änderungen sind nicht mehr zu erwarten.

Die KSt sinkt von 25% auf 15% und die Steuermesszahl (Gewerbsteuer) wird von 5,0% auf 3,5% zurückgenommen. Da die **Gesamtentlastung 5 Mrd. €** nicht übersteigen soll, wird die Bemessungsgrundlage verbreitert. Zu nennen sind hier die Einführung einer **Zinsschranke**, die Abschaffung der degressiven AfA und **Hinzurechnungen** bei der Gewerbesteuer.

Die nominale Steuerbelastung geht bei einem Hebesatz von 400% von 38,7% auf 29,8% zurück. Nach unseren Schätzungen sinkt die effektive **Belastung** des in Deutschland versteuerten Gewinns **von 40,5% auf 28,4%**.

Grundsätzlich gilt: Je höher der in Deutschland versteuerte Gewinnanteil ist und je weniger die Gegenfinanzierung greift, desto stärker werden die Unternehmen entlastet.

Unternehmen, die diese Merkmale erfüllen, sind meist **Dienstleistungsunternehmen**, die im Inland tätig sind und eine geringe Verschuldung inklusive Leasing aufweisen. Dennoch profitieren auch Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe mit relativ hoher inländischer Gewinnkomponente.

Auf Basis der Konsens-Zahlen für die 79 untersuchten Unternehmen kommen wir für 2008 auf einen Gewinnanstieg von 19,5% (ungewichtet). Nach unseren **Schätzungen erhöhen sich die EPS durch die Steuerreform um 9,7%**. Ohne diesen Effekt verbleibt ein „organischer“ Gewinnanstieg von 9,7% in 2008. Für Unternehmen, die nur in Deutschland Steuer zahlen, kommen wir auf einen steuerbedingten EPS-Anstieg von **teilweise über 20%**.

Es verbleibt die Frage, was der Markt davon bereits **eskomptiert** hat. Nach unserer Einschätzung einiges aber nicht alles. Das wird insbesondere bei den Unternehmen deutlich, für die wir ohne den Effekt der Steuerreform einen Gewinnrückgang in 2008 ermittelt haben. Wenn gleichzeitig die Bewertung moderat ist, können sich positive Gewinnrevisionen ergeben, die zu Kursgewinnen führen: **Indus, Sixt, WMF, E.ON, Rhön-Klinikum**.

Unternehmen mit einem unterdurchschnittlichen inländischen Gewinnanteil verlieren relativ. Das wird teilweise durch die Gegenfinanzierung noch verstärkt. So beispielsweise bei **Escada**. Auch bei **KWS** könnte es zu Enttäuschungen kommen, zumal die Bewertung des Unternehmens anspruchsvoll ist. Bei **Linde** wird der kräftige Gewinnanstieg 2008e u. E. nicht von der Steuerreform unterstützt.

Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG

a) Erstmalige Veröffentlichung: 26. Juni 2007

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugänglich gemacht worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten einzelne Werte im Handels- und Anlagebestand.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst, Dr. Alexander Libman

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplazierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Infobolsa, Thomson Financial u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.