PONACHEM AG

IPO als Startpunkt der Branchenkonsolidierung?!

spekulative Depotbeimischung

Executive Summary

Kunststoffbranche als wichtiger Zulieferer unserer Volkswirtschaft. Zu dieser Branche gehören alle Firmen, die sich mit der Erzeugung und Weiterverarbeitung von Kunststoff beschäftigen. Der Sektor zählt zu den großen Sektoren der Volkswirtschaften in den industrialisierten Ländern und wird auch künftig weiter wachsen. Der langjährige Trend zur Entwicklung von Lösungen auf Kunststoff-Basis wird sich laut Einschätzung der Branchenbeobachter und Marktforscher weiter fortsetzen. Wachstumspotential wird sich neben dem Ersatz anderer Werkstoffe aus neuen, nahezu beliebig konfigurierbaren Kunststofftypen ergeben. Experten erwarten ein jährliches Wachstum von 5,5 Prozent bis zum Jahr 2010.

Richtige Mischung des Kunststoffgranulates ist entscheidend. Um die heute bereits mögliche Vielfalt an Anwendungen auf Kunststoffbasis zu ermöglichen, ist es erforderlich die richtigen Kunststofftypen zu verwenden. Die nahezu beliebige Konfigurierbarkeit von Kunststoffen ermöglicht darüber hinaus die Mischung spezieller Ausgangsgranulate („Compounds“), die zu einem Kunststoff führen, der die vom Anwender gewünschten Eigenschaften besitzt und auch für sehr spezielle Anwendungen zum Einsatz kommen kann. PONACHEM ist schon heute einer der 10 größten Compound-Spezialisten Europas.

PONACHEM setzt auf die Nischen Kleinmengen- und Spezialgeschäft. Mit ihrer Geschäftstrategie setzt PONACHEM auf die Nischenmärkte Kleinmengen- und Spezialgeschäft. Bei den Compounds unterscheidet man im Wesentlichen zwischen standardisierten Mischungen, die meist in großen Mengen von internationalen Multis angeboten werden, und vielfach mit dem Kunden entwickelten Spezialmischungen für besondere Anwendungsbereiche. PONACHEM hat sich als mittelständischer und konzernunabhängiger Player auf Marktnischen fokussiert, die von den Multis aufgrund zu geringer Mengen nicht adressiert werden. Resultierende Nachteile durch geringe Skaleneffekte fängt PONACHEM durch zumeist deutlich höhere Margen im Spezialgeschäft auf.

Publikumsöffnung ermöglicht aktive Rolle im Konsolidierungsprozess. Sowohl bei den Multis wie auch den unabhängigen Playern ist der Trend zur Schaffung größerer Einheiten klar zu beobachten. Steht bei den Multis die Schaffung von Anlagen im Welt-Scale-Format und der Rückzug aus Randbereichen im Vordergrund, ergeben sich hieraus für die unabhängigen Firmen Chancen zur Übernahme eben solcher Aktivitäten und damit zum Ausbau der eigenen Marktstellung. Daneben besteht auch in der sehr fragmentierten Gruppe der Independents erhebliches Potential für Übernahmen, Beteiligungen und Kooperationen, welche PONACHEM aktiv vorantreiben will. Das bevorstehende IPO ermöglicht zudem die Nutzung der eigenen Aktie als Akquisitionswährung.

Kurspotential muss durch Akquisitionen erarbeitet werden. Auf der Grundlage der Planungen für die kommenden Jahre ergibt sich für die PONACHEM Aktie bei einem Platzierungspreises von 1,25 Euro ein 2005er-KGV von 7,3 und ein Kurs-Umsatz-Verhältnis von 0,47 in 2003 und 0,43 im nächsten Jahr. Im Vergleich zu anderen Industrieunternehmen, die bereits auf der Grundlage von Zahlen des Jahres 2003 eine ähnliche Bewertung aufweisen, erscheint die Aktie nicht als Schnäppchen. Zu beachten ist jedoch, dass in den Planzahlen keinerlei Effekte aus Akquisitionen, Beteiligungen und Kooperationen enthalten sind, obgleich PONACHEM durch eben solche Schritte in den nächsten drei bis vier Jahren den dritten Rang unter den unabhängigen Compoundern Europas erreichen will.

Platzierungspreis
1,25 Euro

WKN
692210

Börsenkürzel
PNO

Börsensegment
Freiverkehr Frankfurt
(Einführung vorgesehen)

Marktkapitalisierung
23,44 Mio. Euro

Aktienzahl
18.750.000 Stückaktien

Aktionärsstruktur

42,67% Pongs&Zahn AG
24,00% PCM GmbH
14,93% Verion AG&Co.KG
6,00% ECB GmbH
12,40% Streubesitz *(bzw. 37,2% der notierten Aktien)*

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Alexander Langhorst

Kontakt:
info@gsc-research.de

1.) Markt und Branchenumfeld

Kunststoffbranche als wichtiger Zulieferer vieler Industrien

Die Kunststoffbranche gehört mit ihren rund 6.600 Unternehmen, 387.000 Arbeitsplätzen und einem Umsatzvolumen von 65,2 Mrd. Euro im Jahr 2002 zu den volkswirtschaftlich bedeutenden Branchen in Deutschland. Diese Aussage gilt für die Branche im Übrigen analog auch auf westeuropäischer Ebene.

Zur Kunststoffbranche zählen neben der Erzeugung auch die Weiterverarbeitung und der auf die Kunststoffbranche spezialisierte Teil der Maschinenbauindustrie. Wie der folgenden Übersicht zu entnehmen ist, entfallen knapp zwei Drittel der in der Branche erwirtschafteten Umsätze auf die Verarbeitung, gut ein Viertel auf die Erzeugung und knapp 10 Prozent auf den Bereich Maschinenbau.

	Unternehmen	Beschäftigte	Umsatz 2002
Kunststofferzeugung	50	55.400	18,3 Mrd. €
Kunststoffverarbeitung	5.800	285.000	40,7 Mrd. €
Kunststoff-Maschinenbau	760	46.500	6,2 Mrd. €
Summe	6.610	387.000	65,2 Mrd. €

Quelle: Verband der Kunststofferzeugenden Industrie e.V.

Die Wertschöpfungskette reicht vom Rohöl.....

Die für die Kunststoffindustrie lebensnotwendigen Ausgangsstoffe stammen aus der Petrochemie. Hauptsächlich handelt es sich dabei um Stoffe wie Ethylen, Propylen und Styrol, die aus Rohöl gewonnen werden. Aufgrund der hierfür erforderlichen großtechnischen Anlagen mit entsprechend hoher Kapitalbindung und Investitionen findet diese Stufe der Kunststofferzeugung zumeist in den Raffinerien der großen Ölmultis oder bei größeren Chemieunternehmen statt.

Ebenfalls zumeist auf die größeren Konzerne ist in Europa auch die zweite Stufe konzentriert. Diese sogenannte Polymerisation ist eine chemische Reaktion, durch die ein Ausgangsstoff mittels Zusammenführen von mehreren (= poly) Molekülen des jeweiligen Ausgangstoffes in einen neuen Stoff mit einer größeren Molekülstruktur umgewandelt wird. Die fünf größten Hersteller von Polymeren in Europa vereinen einen Marktanteil von über 50 Prozent auf sich.

Beim Compounding oder der Veredelung, der dritten Stufe in der Wertschöpfungskette, erfolgt die Transformation der Polymere zu Kunststoffen. Diese können dann entweder zu Halbzeugen oder fertigen Produkten verarbeitet werden. Die Veredelung erfolgt durch die Mischung verschiedener Kunststoffe und/oder die Zugabe von Additiven, die dem Kunststoff die gewünschten Eigenschaften je nach geplanter Endverwendung geben.

.....bis zu Hochleistungskunststoffen unterschiedlichster Art

Die letzte Stufe der Wertschöpfungskette in der Kunststoffindustrie sind die Verarbeiter. Dort werden die Kunststoffe im Wege des Extrusions- oder Spritzgussverfahrens in Halbzeuge oder fertige Produkte verarbeitet. Als Extrusionsverfahren bezeichnet man die kontinuierliche Herstellung von Halbzeugen in Form von Rohren, Profilen, Platten oder Folien. Dabei wird eine homogene Kunststoffschmelze unter Druck und dauerhaft in ein nachfolgendes Werkzeug gefördert.

Beim Spritzgussverfahren wird in einem einzigen Arbeitsschritt in der Spritzgießmaschine aus der Formmasse ein fertig geformtes Teil hergestellt. Es wird hierzu zähflüssiger Kunststoff in eine Spritzgussmaschine gefüllt, erhitzt und danach unter hohem Druck in ein Formteil gepresst. Das Spritzgussverfahren gilt als besonders geeignetes Verfahren zur Massenfertigung.

Die kunststoffverarbeitende Industrie ist eher mittelständisch geprägt und besitzt eine große Bandbreite. Es gibt dort sowohl Unternehmen mit eigener Produktentwicklung und eigenem Formenbau als auch reine Verarbeiter, die auf den externen Formen- und Maschinenbau zurückgreifen.

Markt der Produzenten und Verarbeiter ist fragmentiert und heterogen

Insgesamt ist der Markt der Kunststoffproduzenten- und Verarbeiter in Deutschland und auch Westeuropa insgesamt sehr heterogen. Die beiden ersten Stufen der Wertschöpfungskette, die Gewinnung der Vorprodukte sowie die Polymerisation werden im Regelfall von Unternehmen der Großchemie abgedeckt.

Bei der Polymerisation und noch stärker bei der Compoundierung decken die großen Player jedoch nur bestimmte Bereiche ab. Dies führt dazu, dass der Markt in den späteren Stufen der Wertschöpfungskette von einer zunehmenden Zahl eher mittelständischer, zumeist hochspezialisierter Firmen geprägt ist.

Die stark differierende Unternehmensgröße ist sowohl auf der Anbieter- wie auch der Nachfragerseite zu finden und wirkt sich entsprechend auf das Wettbewerbsumfeld aus. Neben Unternehmen, die nur einzelne Stufen der Wertschöpfungskette abdecken, finden sich auch Marktteilnehmer mit einer hohen Integrationsstufe, die von der Petrochemie bis zur Herstellung fertiger Endprodukte reicht.

Verpackungs-, Bau-, Elektro- und Autoindustrie als Hauptabnehmer

Angesichts der Vielzahl der verschiedenen Kunststoffe herrscht eine sehr hohe Zahl unterschiedlichster Produktvariationen vor. In Folge der teilweise sehr hohen Spezialisierung einzelner Firmen besonders in den Stufen Compoundierung und Verarbeitung ergeben sich teilweise sehr stark vom Branchendurchschnitt abweichende Wachstumsraten. Je nach Fokussierung auf spezielle Abnehmermärkte ist die Entwicklung von der Situation in den Hauptzielbranchen abhängig.

Angesichts der Vielseitigkeit der Einsatzmöglichkeiten von Kunststoffprodukten sind auch die Zielmärkte der Kunststoffbranche sehr weit gefächert. Hauptabsatzbranchen sind gegenwärtig die Verpackungsindustrie (27%), die Baubranche (25%), die Elektro- (9%) sowie die Automobilindustrie (8%). Weitere wichtige Abnehmer sind der Möbel- und Haushaltswarenindustrie zuzuordnen, aber auch in fast allen anderen Bereichen gibt es Nachfrage nach Kunststoffprodukten.

Wachstum der Compounder und Verarbeiter an Abnehmer gekoppelt

Wenngleich in der Kunststoffbranche in den vergangenen Jahren angesichts des ständig steigenden Bedarfs und neuer Einsatzmöglichkeiten dieses Werkstoffes auf Abnehmerseite eine geringere Konjunkturabhängigkeit als in anderen Bereichen der Wirtschaft feststellbar war, sind die Zuwachsraten der Compound-Produzenten und Verarbeiter an die Entwicklung der Abnehmerbranchen gekoppelt.

Innerhalb der einzelnen Abnehmerbranchen kann es aufgrund spezifischer Entwicklungen zu stark vom allgemeinen Trend abweichenden Einzelentwicklungen kommen. Mögliche Faktoren für Sonderentwicklungen sind beispielsweise neue Anwendungsbereiche und Einsatzbereiche für Kunststoffe, Substitutionseffekte alter Produkte oder Verfahren sowie eine sehr weitreichende Spezialisierung einzelner Marktteilnehmer auf einzelne Nischenmärkte.

Einteilung des Marktes in Massengeschäft mit geringen Margen...

Aus Gründen der Übersichtlichkeit bietet es sich an, den Kunststoffmarkt in das Massen- und das eher projektbezogene Spezialgeschäft bzw. das Geschäft mit kleineren Mengen zu untergliedern.

Zum Massenmarkt gehören beispielsweise die von verschiedenen Industrien und Branchen eingesetzten Standardkunststoffe, die gemäß internationaler Produktnormen oder DIN-Festlegungen in ihrer Zusammensetzung klar definiert sind. Häufig werden die Massenkunststoffe auch unter dem Sammelbegriff Polyolefine (standardisierte Massenkunststoffe auf Polymerbasis) zusammengefasst.

Angesichts der klar definierten Zusammensetzung und Produkteigenschaften unterliegen diese einem vergleichsweise hohen Konkurrenz- und Preisdruck, der sich entsprechend in einer relativ geringen Marge niederschlägt.

...sowie ein attraktives Projektgeschäft für Spezialanbieter

Bei spezielleren oder höherwertigen Anwendungen, die vielfach auch besondere Werkstoffeigenschaften erfordern, werden zusammen mit den Abnehmern der Fertigprodukte oder Halbzeuge, Kunststoffe mit spezifischen Eigenschaften entwickelt. Diese speziellen Werkstoffe werden als sogenannte „technische Thermoplaste“ bezeichnet.

Die Compound-Produktion erfolgt abgestimmt auf den Entwicklungs- und Produktionsprozess der entsprechenden Anwendung. Je nach Komplexität und Exklusivität des benötigten Know-hows können in diesem sehr projekt-bezogenen Geschäft deutlich über den in Massengeschäft liegende Margen erzielt werden. Positiv für den oder die Lieferanten ist zudem zu werten, dass dieses Konsortium im Regelfall auch das Auftragsvolumen über die entsprechende Projektlaufzeit liefert und damit eine deutliche verbesserte Planbarkeit gegeben ist.

Um sich eine Vorstellung über die möglichen Laufzeiten derartiger Kontrakte zu verschaffen, empfiehlt sich beispielsweise ein Blick in die Automobilindustrie, wo diese teilweise drei Jahre und länger laufen.

Die Erfolgsgeschichte Kunststoff soll weitergehen
– Experten erwarten jährliches Marktwachstum von 5,5 Prozent

In Anbetracht der Entwicklung der vergangenen Jahre sowie der Prognosen für die Zukunft ist der Kunststoffmarkt weiterhin als klare Wachstumsbranche zu bezeichnen, wobei es – wie oben erläutert – deutliche sektorale und von den jeweiligen Hauptzielmärkten abhängige Wachstumsunterschiede geben kann.

Laut einer aktuellen Studie des Verbandes der Kunststoff erzeugenden Industrie e.V. (VKE) lag der weltweite Verbrauch von Kunststoffen zuletzt bei rund 162 Mio. Tonnen, nach rund 152 Mio. Tonnen im Vorjahr. Prognosen des VKE zufolge soll der weltweite Verbrauch von Kunststoffen bis 2010 auf etwa 260 Mio. Tonnen ansteigen, eine durchschnittliche Wachstumsrate von 5,5 Prozent. Noch größeres Potential wird den Märkten in Südost-Asien und Osteuropa bescheinigt. Dort werden Zuwachsraten von 7,5 bzw. 8,0 Prozent prognostiziert.

Mögliche Abweichungen zu den hier genannten Zielgrößen können sich durch die Preisschwankungen an den internationalen Rohölmärkten ergeben. Als wichtigster Ausgangsstoff für die gesamte Kunststoffindustrie wirken sich Verteuerungen in allen Stufen der Wertschöpfungskette aus. Insbesondere im sehr preissensitiven Massengeschäft ist je nach Entwicklung mit einer steigenden bzw. sinkenden Nachfrage zu rechnen. Verstärkt werden kann eine Preisveränderung beim Rohöl zusätzlich durch Veränderungen des Dollarkurses zum Euro.

2.) Geschäftsmodell der PONACHEM AG

Der Spezialanbieter will weiter wachsen und im konsolidierungsreifem Markt eine aktive Rolle spielen

Die PONACHEM AG ist in der industriellen Erzeugung, der Veredelung sowie dem Handel von Kunststoffrohstoffen tätig. In der gegenwärtigen Gruppenstruktur bildet die PONACHEM AG mit Sitz in Hamburg die Führungs- und Holdinggesellschaft des Konzerns, die jedoch selbst im Handelsgeschäft tätig ist.

Das operative Geschäft findet hauptsächlich in den beiden 100-Prozent-Töchtern PONACHEM Compound GmbH, Hamburg, und KWB Kunstoffwerk Bremen GmbH statt. Beide Tochtergesellschaften sind durch Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträge mit der PONACHEM AG verbunden.

Um eine bessere Vorstellung von den Tätigkeitsschwerpunkten der beiden Gesellschaften zu erlangen, werden diese in der Folge kurz näher vorgestellt.

Compoundierung von Polyolefinen in Hamburg

Die seit 1998 zur PONACHEM gehörende Hamburger Tochter blickt bereits auf eine über 40-jährige Geschichte in der Kunststoffbranche zurück. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit am Standort in Hamburg ist die Herstellung von Kunststoffgranulaten für alle Zweige der kunststoffverarbeitenden Industrie.

Die für die Mischrezepturen erforderlichen Rohstoffe werden auf dem Weltmarkt in großen Chargen *(Einkaufsmenge mit gleicher Qualität)* eingekauft und zu einer breiten Palette von möglichen Mischrezepturen weiterverarbeitet. Besonderer Wert wird bei den Ausgangsstoffen und den möglichen Rezepturen auf eine dauerhaft einheitliche Qualität und die unbegrenzte Nachlieferbarkeit gelegt. Hauptabnehmer der Granulatmischungen sind dabei die Rohrindustrie sowie Spritzgießer, die ihrerseits die Halbzeug-Industrie beliefern.

Im laufenden Jahr sollen am Standort in Hamburg rund 13.500 Tonnen HDPE, ABS sowie Polystyrol produziert werden. Dies entspricht einem voraussichtlichen Umsatzvolumen von rund 9,6 Mio. Euro. Mit dem derzeitigen Geschäftsvolumen bewegt sich die Tochtergesellschaft in Hamburg nahe der Kapazitätsgrenze, weshalb in den kommenden Jahren in diesem Geschäftsbereich nur geringe Zuwächse zu erwarten sind. Bis 2007 sollen die Produktionsmenge auf circa 14.500 Tonnen und der Umsatz auf rund 11 Mio. Euro zulegen können.

Standort Bremen ist im Spezialitätengeschäft aktiv

Die seit 1997 zum Konzern gehörende Gesellschaft ist im Wesentlichen in der Compoundierung von Thermoplasten *(technische Spezialkunststoffe für die Weiterverarbeitung im Spritzguss- oder Extrusionsverfahren)*, der Vermahlung und Agglomeration, der Herstellung thermoplastischer Elastomere *(Werkstoffe auf der Basis von Kunststoff und synthetischem Gummi)* und von Spezial-Kunststoffen auf der Grundlage eigener Patente tätig.

Durch die kürzlich abgeschlossene Installation der erforderlichen Extruder können neben Thermoplasten, die aus Recyclingmaterial hergestellt werden, am Standort in Bremen auch Thermoplaste aus Neuware gewonnen werden. Zu den Hauptabnehmergruppen der Bremer Produkte zählen Unternehmen aus Kunststoff verarbeitender Industrie, Fahrzeugbau, Elektroindustrie, Bauzuliefer-Industrie, Haushaltswaren- und Kosmetik-Industrie sowie Möbelindustrie und Medizintechnik.

Im laufenden Geschäftsjahr sollen in Bremen Umsätze von 12,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Bis 2007 soll sich das Geschäftsvolumen auf rund 22 Mio. Euro deutlich erhöhen. Besondere Wachstumsimpulse für die Zukunft verspricht sich PONACHEM dabei vor allem aus dem Geschäft mit den Thermoplastischen Elastomeren sowie dem Werkstoff Polypropylen. Polypropylen ist ebenfalls ein thermoplastischer Werkstoff mit sehr vielfältigen Einsatzmöglichkeiten in nahezu allen adressierten Abnehmerbranchen.

Weiterer Pluspunkt des Bremer Standortes für die PONACHEM-Gruppe ist der Umstand, dass das Produktionswerk erst im Frühjahr 2001 in Betrieb genommen wurde und daher heute zu den modernsten in der mittelständischen deutschen Kunststoff-Compound-Industrie zählt. Da die durchschnittliche Nutzungsdauer solcher Anlagen bei 20 Jahren liegt, dürften auf der Investitionsseite in den kommenden Jahren bei PONACHEM mit Ausnahme der laufenden Instandhaltung und kleinerer Maßnahmen zur Optimierung kaum größere Ersatzbeschaffungen anstehen, die das Ergebnis beeinträchtigen.

Auch kapazitätsmäßig ist der Standort auf das erwartete Wachstum der kommenden Jahre gut vorbereitet. Die aktuelle Kapazität beträgt 25.000 Tonnen, die derzeit zu etwa 70 Prozent ausgelastet ist. Eine weitere Kapazitätsausweitung ist mittels Installation zusätzlicher Maschinen relativ problemlos zu bewerkstelligen.

Handelsgeschäft wird von der PONACHEM AG direkt abgedeckt

Die von der PONACHEM AG selbst erwirtschafteten Umsätze resultieren einerseits aus den reinen Handelsaktivitäten im Bereich Polycarbonat und Propylen, andererseits aus erheblichen Umsätzen mit dem im DAX notierten Weltkonzern BASF. PONACHEM verfügt gegenüber BASF über langfristige Vertriebsrechte und stellt BASF im Rahmen des Vertrages monatlich eine Kapazität von 1.000 bis 1.500 Tonnen zur Verfügung. Darüber hinaus besitzt BASF gemäß Vertrag eine Option auf weitere 250 Tonnen im Monat.

Aktuell läuft der Vertrag von Anfang 2003 bis Ende 2005 und verlängert sich danach jeweils um ein Jahr. Der aktuelle Vertrag stellt die Verlängerung einer bereits zuvor bestehenden Vereinbarung dar, qualitativ betrachtet wurde die Zusammenarbeit damit noch verstärkt. Die besondere Stellung gegenüber der BASF AG als Großkunden soll auch in der Zukunft beibehalten werden.

Im laufenden Geschäftsjahr sollen aus den Handelsaktivitäten Umsatzerlöse in Höhe von 28,6 Mio. Euro Mio. generiert werden, wovon ein sehr hoher Anteil auf das BASF-Geschäft entfällt. Die Handelsaktivitäten sollen deutlich ausgebaut werden und schon zeitnah um einen siebenstelligen Euro-Betrag zulegen. Bis 2007 sollen die von der PONACHEM AG selbst erzielten Umsatzerlöse sich so von erwarteten 28,6 Mio. Euro im laufenden Jahr auf rund 31,6 Mio. Euro erhöhen.

Leichtes Wachstum für technische Compounds in Europa erwartet

Ausgehend von einer aktuellen Schätzung von Applied Market Information Ltd. wird der westeuropäische Markt für technische Compounds in den Jahren 2003 bis 2005 um durchschnittlich 3,6 Prozent p.a. zulegen. Die nachgefragte Gesamtmenge wird sich analog dazu von 1,034 Mio. Tonnen in 2002 auf rund 1,15 Mio. Tonnen in 2005 erhöhen.

Unterteilt man die nachgefragte Gesamtmenge auf die Hauptabnehmerbranchen so entfielen im letzten Jahr 38 Prozent der Gesamtmenge auf die Automobil- und Automobilzulieferindustrie, 34 Prozent auf Elektrik- und elektronische Industrie sowie 28 Prozent auf die übrigen Bereiche. Stärkster Wachstumstreiber wird auch in den kommenden Jahren die Automobil- und Zulieferindustrie bleiben.

Durch Verlagerung einiger OEM-Produktions- und Montagewerke in der Elektrik- und elektronischen Industrie wird die Nachfrage etwas abgeschwächt und verlagert sich in die neuen Standortregionen Zentraleuropa sowie Naher Osten.

Bei der Betrachtung der Marktentwicklung sei an die einleitenden Erläuterungen zur Abhängigkeit der Wachstumsdynamik der Compound-Industrie von ihren jeweiligen Hauptabnehmerbranchen erinnert. Insoweit handelt es sich bei diesen Angaben um eine hilfreiche Indikation zur Einschätzung der Marktentwicklung. Angesichts der klaren Fokussierung von PONACHEM auf die insgesamt sehr positiv eingeschätzten Wachstumsbereiche Thermoplastische Elastomere (TPE-S) sowie Polypropylen ist diese für eine Beurteilung der zu erwartenden künftigen Entwicklung der PONACHEM AG nur bedingt tauglich.

Verwaltung mit langjähriger Branchenerfahrung und enger Vernetzung zu nahestehenden Gesellschaften

Die Organe der PONACHEM verfügen zusammen über langjährige Erfahrung in der Kunststoffbranche. Dies gilt insbesondere für den Alleinvorstand, Herrn Dipl.-Ing. **Yil Yorgan**. Nach dem Studium der Ingenieurswissenschaften an der RWTH in Aachen war Herr Yorgan zunächst Betriebs- und Entwicklungsingenieur bei Industrieunternehmen wie der Deutschen ICI in Frankfurt, der deutschen Tochter des britischen Chemiekonzerns ICI, und ist seit 1986 in der Kunststoffbranche tätig.

Vor seinem Eintritt in die Pongs&Zahn-Gruppe im Jahr 1999 war Herr Yorgan unter anderem Verkaufsleiter bei DSM Deutschland (Tochtergesellschaft des niederländischen Petrochemiekonzerns DSM), Marketing-Manager bei PCD Deutschland sowie als Leiter der Business Unit Polyethylene für die PCD Polymere GmbH, Linz/Schwechat in Österreich tätig. Die mittelständische PCD-Unternehmensgruppe wurde in den 90er Jahren vom schwedischen Borealis-Konzern, dem europäischen Marktführer in der Polyolefinherstellung, übernommen.

Vorsitzender des Aufsichtrates ist **Dr. Wolfgang Fuss**, zugleich Mitglied des Aufsichtsrates der auf Nylon-Aktivitäten fokussierten UNYLON AG und des Verwaltungsrates der Schweizer TECHFORM Engineering AG. Dr. Fuss bekleidete viele Jahre lang leitende Positionen bei Banken mit den Schwerpunkten Firmenkreditgeschäft sowie Unternehmensakquisitionen. Aufsichtsratsmitglied Dipl.-Ing. **Hermann Hönig** verfügt neben seiner Expertise im Kunststoffbereich durch die Mitgliedschaft in den Aufsichtsgremien der UNYLON AG sowie der UNYLON Polymers AG über jahrzehntelange Erfahrung im Bereich der mittelständischen Wirtschaft.

Komplettiert wird der Aufsichtsrat durch Herrn **Joachim Schlennstedt**, der vielen Beobachtern bereits durch sein Wirken als Aufsichtsratsvorsitzender beim PONACHEM-Großaktionär Pongs&Zahn AG bekannt sein dürfte. Daneben ist er in den Aufsichtsräten der UNYLON AG und der PONAXIS AG vertreten.

Heterogenes Marktumfeld führt zu unübersichtlicher Wettbewerbssituation

Bereits im ersten Kapitel wurde die insgesamt sehr fragmentierte und heterogene Struktur des Kunststoffmarktes dargestellt, welche eine Betrachtung des Wettbewerbsumfeldes nicht gerade vereinfacht. Da die PONACHEM AG in der dritten Stufe der Wertschöpfungskette (Veredelung) tätig ist, soll im Weiteren speziell das Umfeld in der Kunststoff-Compound-Industrie betrachtet werden. Hierzu unterteilen wir den Gesamtmarkt in zwei Gruppen, nämlich die „integrierten“ und die unabhängigen Unternehmen.

Bei der Gruppe der integrierten Unternehmen handelt es sich im Regelfall um Sparten oder Konzernteile von großen Konzernen mit Schwerpunkt im Bereich der Petrochemie. Hauptkundengruppe der integrierten Unternehmen sind ange-

sichts der zumeist hochvolumigen Produktionskapazitäten die großen und mittelgroßen Weiterverarbeiter. Die hochvolumigen Kapazitäten führen zu großen Produktionslosgrößen, bei denen es sich in der Regel um Standardkunststoffe für den Absatz im Massenmarkt handelt. Auf die TOP 10 der integrierten Produzenten entfielen im letzten Jahr 71 Prozent aller Produktionsmengen in Westeuropa bzw. nahezu drei Viertel des Gesamtmarkts.

Als zweite Gruppe sind die unabhängigen Unternehmen in ihrer überwiegenden Anzahl sehr mittelständisch ausgerichtet und adressieren auf der Abnehmerseite vor allem mittelgroße bis kleine Weiterverarbeiter. Angesichts der zumeist deutlich kleineren Kapazitäten und deutlich flexibleren Produktionsweise haben sich viele dieser Unternehmen auf die Lieferung maßgeschneiderter Lösungen spezialisiert. Auf die TOP 10 der unabhängigen Produzenten, darunter auch PONACHEM, entfielen im vergangenen Jahr etwa 12 Prozent der Gesamtproduktion. Die verbleibenden 17 Prozent verteilen sich auf die restlichen Marktteilnehmer.

Durch die Spezialisierung ist es der unabhängigen Compound-Industrie möglich, die bestehenden Skalierungsnachteile gegenüber den integrierten Unternehmen auszugleichen. Daneben sind die unabhängigen Firmen auch in größerem Umfang in der Wiederaufarbeitung von Recyclingmaterial aktiv, die so dem Stoffkreislauf wieder zugeführt werden und damit ein unverzichtbarer Bestandteil des Plastik-Kreislaufes sind.

PONACHEM will anstehende Konsolidierung aktiv mitgestalten

Doch auch in der insgesamt sehr zersplitterten und von geringen Umsatzvolumina gekennzeichneten Kunststoff-Compound-Industrie werden der Kostendruck und damit einhergehend die Notwendigkeit zur Schaffung größerer und schlagkräftigerer Einheiten unserer Überzeugung nach künftig zunehmen.

Angetrieben werden dürfte die Entwicklung im Wesentlichen von der letzten Stufe der Wertschöpfungskette, der in der Kunststoffweiterverarbeitung tätigen Industrie. Dort hat die Entwicklung in Richtung größerer Einheiten zur Erzielung von Kostenvorteilen sowie der Steigerung der Leistungsfähigkeit bereits begonnen. Mittelfristig werden sich diese Veränderungen auf der Kundenseite auch bei der Kunststoff-Compoundbranche durch Zusammenschlüsse und/oder Kooperationen auswirken.

Die Pongs&Zahn, Gründungsaktionärin der PONACHEM AG und nach dem geplanten Listing auch weiterhin Großaktionär, hat bereits vor Jahren diese Entwicklung erwartet und mit ersten Konsolidierungsschritten begonnen.

Vorstoß in oberes Drittel der Europa-Liga angestrebt

Ausgehend von dieser Erkenntnis wird es auch für die PONACHEM erforderlich werden, schnellstmöglich eine Umsatzgrößenordnung von 100 bis 150 Mio. Euro zu erreichen, um als europaweit wahrnehmbarer Player zu gelten und ein interessanter Partner für die volumenmäßig ebenfalls wachsenden Kunden zu bleiben. Auf Sicht von drei bis vier Jahren strebt die PONACHEM AG daher ein Geschäftsvolumen von 250 bis 300 Mio. Euro und einen Platz unter den TOP 3 bei den unabhängigen Kunststoffproduzenten an.

Erklärtes Ziel der Verwaltung ist es, eher kurz- als mittelfristig aus der unteren Hälfte der Europa-Liga in deren oberes Drittel vorzustoßen. Erreicht werden soll diese Zielsetzung durch eine kombinierte Wachstumsstrategie. Neben dem internen Wachstum, vor allem durch eine erhöhte Auslastung des Werkes in Bremen, sind auch Akquisitionen und Beteiligungen sowie Kooperationen und Allianzen mit anderen Marktteilnehmern zur Zielerreichung vorgesehen.

Nach den von uns recherchierten Informationen erreicht die belgische Ravago-Gruppe als gegenwärtig größtes unabhängiges Unternehmen ein Umsatzvolumen von 250 bis 300 Mio. Euro. PONACHEM würde in der Rangliste mit dem gegenwärtigen Geschäftsvolumen von etwas über 50 Mio. Euro den neunten oder zehnten Platz belegen. Da die meisten Firmen dieser Branche aber private Gesellschaften ohne Publizitätspflichten sind, ist der Erhalt verlässlicher Angaben hierzu schwierig.

Für die Publikumsöffnung als Konsolidierungstreiber...

Die stark mittelständische Prägung der unabhängigen Kunststoff-Compound-Industrie hat dazu geführt, dass es sich bei den Unternehmen dieser Branche in der überwiegenden Zahl nach wie vor noch um Inhaber- oder familiengeführte Gesellschaften handelt. Hier setzt die Strategie der PONACHEM an.

In der PONACHEM AG hat die Gründungsgesellschafterin Pongs&Zahn AG, die sich künftig auf ihre Rolle als Beteiligungsholding konzentrieren wird, ihren Geschäftszweig Kunstoff-Compound sowie Rohstoffhandel gebündelt und plant nun deren Publikumsöffnung. Hiermit wird dem Kapitalmarkt eine Investmentmöglichkeit in diesen spezifischen Zweig der Kunststoffbranche eröffnet und die Handlungsfähigkeit dieser bisherigen Konzernsparte deutlich erhöht.

Durch den eigenständigen Kapitalmarktzugang erhält die PONACHEM AG nicht nur autonomen Zugang zu externem Kapital, sondern erschließt sich auch die Möglichkeit, eigene Aktien als Zahlungsmittel bei der bevorstehenden Konsolidierung einzusetzen.

....ist die klare Positionierung als Themengesellschaft vorteilhaft

Ausgehend von der spezifischen Prägung der Eigentümerstruktur in der Branche kann sich diese Konstruktion als wichtiger Wettbewerbsvorteil erweisen. Ein wesentlicher Ansatzpunkt in der heutigen Zeit sind beispielsweise ungelöste Nachfolgefragen, in denen die nachfolgende Generation der Familie kein Interesse an einer eigenständigen Fortführung der Firma hat und nach einem Käufer sucht.

Die klare Fokussierung der PONACHEM AG auf die Kunststoff-Compound-Industrie sowie den Rohstoffhandel, also Bereiche, in denen die möglichen Zielgesellschaften und deren Besitzer ebenfalls tätig sind, dürfte zudem die Akzeptanz der abgebenden Gesellschafter hinsichtlich einer teilweisen oder vollständigen Zahlung in Aktien erhöhen. Die Verkäufer sind angesichts der Vergleichbarkeit der jeweiligen Geschäftsmodelle sehr gut in der Lage, die Chancen und Risiken einer Beteiligung an der PONACHEM zu beurteilen und bleiben weiterhin am Erfolg ihrer früheren Aktivitäten beteiligt.

Würden diesen Gesellschaftern dagegen Aktien einer Beteiligungsgesellschaft mit einem breiteren Portfoliomix angeboten, kann die vermeintliche Intransparenz und die nicht gegebene weitgehende Vergleichbarkeit der jeweiligen Geschäftsmodelle hinderlich sein. Angesichts der vielfach wenig erfreulichen Erfahrungen aus den vergangenen Jahren auf der Seite abgebender Gesellschafter darf dieser Effekt nicht unterschätzt werden.

Für die PONACHEM AG liegen die Vorteile einer Kaufpreiszahlung in Form eigener Aktien auf der Hand. Neben den Liquiditätsgesichtspunkten ist hier vor allem das Commitment der Altgesellschafter hervorzuheben, die bei einer weiteren Beteiligung ihr Vertrauen in die Zukunftsfähigkeit des ehemals eigenen Geschäfts unterstreichen.

3.) Bewertung der PONACHEM-Aktie

Realistische Plandaten plus „Phantasiereserve“

Auf der Grundlage einer umfassenden Analyse der Umsatzentwicklungen der Vergangenheit hat die Gesellschaft einen Businessplan für die Jahre 2003 bis 2009 erstellt. Basis dieses Businessplanes bilden die zentral in der Buchhaltung abgelegten originären Rechnungskopien, die mittels einer Feinanalyse bis zum Jahr 2007 projiziert wurden. Für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 erfolgte eine Fortschreibung der Wachstumsraten des ersten Zeitraums.

Zu berücksichtigen ist, dass die Plandaten nur organische Wachstumsfaktoren beinhalten und Effekte aus der als strategische Zielsetzung erklärten aktiven Teilnahme am Konsolidierungskurs der westeuropäischen Compound-Industrie darin nicht enthalten sind. Mit anderen Worten: Mögliche Zukäufe oder Kooperationen könnten sich in der Zukunft dahingehend auswirken, dass die Planzahlen übertroffen werden.

Entwicklung der Jahre 2000 bis 2002 als Vergangenheitsbetrachtung

Um die Planungen für die kommenden Jahre richtig bewerten zu können, empfiehlt sich zunächst ein Blick in die letzten drei Geschäftsjahre.

	2000	2001	2002
Gesamtleistung	37,5 Mio. €	61,5 Mio. €	52,6 Mio. €
Rohertrag	17,7 Mio. €	16,2 Mio. €	12,3 Mio. €
Jahresergebnis	-0,20 Mio. €	-0,96 Mio. €	0,88 Mio. €
Marge	-0,5%	-1,6%	1,7%

Quelle: Jahresabschlüsse der Gesellschaft, alle Angaben in Mio. Euro

Der starke Anstieg im Jahr 2001 rührt, dass das Handelsgeschäft zuvor separat in der Pongs&Zahn Plastics International GmbH geführt wurde, die in 2001 auf die PONACHEM AG verschmolzen wurde.

Der Umsatzrückgang im Jahr 2002 resultiert aus der Entkonsolidierung der Schweizer Tochter, die in 2002 aus dem Konzernverbund ausgeschieden ist. Ein Teil der dortigen Aktivitäten, namentlich die Herstellung von Thermoplasten aus Polypropylen-Neuware, wurde an den Standort Bremen verlagert. Daneben existiert derzeit noch eine Vertriebsgesellschaft in Italien. Diese Aktivitäten werden künftig von der im Handelsgeschäft aktiven PONACHEM AG direkt wahr-genommen.

Umsatzplanung erwartet moderate Zuwächse von 5 Prozent p.a.

Die Umsätze der PONACHEM Gruppe (ohne externes Wachstum) sollen sich bis zum Jahr 2009 wie in der nachfolgend dargestellten Tabelle entwickeln:

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Umsatz	50,6	54,0	57,8	61,3	64,8	66,9	68,4
Rohertrag	7,6	9,2	10,3	11,3	12,5	13,3	13,8
Rohmarge	14,9%	16,9%	17,8%	18,4%	19,3%	19,8%	20,2%

Quelle: Businessplan der Gesellschaft für die Jahre 2003 bis 2009, Angaben in Mio. Euro

Bei der Umsatzprognose fällt die im Branchenvergleich mit 5 Prozent p.a. recht moderate Wachstumsrate ins Auge. Wir halten diese Werte daher für erreichbar. Außerdem beinhalten die zugrundeliegenden Annahmen wie bereits erwähnt nur das erwartete organische Wachstum in den kommenden Jahren. Dieses könnte durch die beabsichtigte aktive Rolle der PONACHEM in der Branchenkonsolidierung durchaus deutlich übertroffen werden. Insgesamt ist die prognostizierte künftige Umsatzentwicklung somit als eher zurückhaltende Einschätzung zu werten.

Parallel soll sich die Rohertragsmarge der PONACHEM Gruppe von erwarteten 14,9 Prozent im laufenden Geschäftsjahr auf 20,2 Prozent im Jahr 2009 verbessern. Voraussetzung für diese Steigerung ist die geplante Umsatzausweitung des Werkes in Bremen, die Ausweitung der Handelsaktivitäten im Konzern sowie die Verbesserung der Einkaufskonditionen auf der Lieferantenseite. Gelingt dies, so ist auch die erhöhte Marge als realistisch einzustufen.

Ertragspotential aus Fortführung des Kostensenkungsprogramms

Das mit der Personalanpassung am Standort in Bremen angelaufene Programm zur Kostensenkung und Effizienzsteigerung soll auch in den kommenden Jahren konsequent fortgesetzt werden, wobei PONACHEM die erzielten Erfolge stetig überwacht und soweit möglich konservieren will.

Die Effekte aus der Personalreduktion im Konzern beginnen erst mit gewisser zeitlicher Verzögerung zu wirken. Der niedrigste Wert der Personalkosten soll im Jahre 2005 mit 3,49 Mio. Euro erreicht werden, nach 4,41 Mio. Euro im laufenden und 3,68 Mio. Euro im kommenden Jahr. Ab dem Jahr 2006 rechnet die Verwaltung wieder mit einer leichten Zunahme des Personalaufwandes, der bis zum Jahr 2009 auf 3,83 Mio. Euro ansteigen soll.

Moderne Anlagen erfordern nur wenige Folgeinvestitionen

Ebenfalls positiv auf die Kostenstruktur der PONACHEM Gruppe wirken sich die vergleichsweise modernen Anlagen in den Werken Bremen und Hamburg aus. Insbesondere die Produktionsanlagen am Standort in Bremen sind in der Mehrzahl erst wenige Jahre alt und auf dem technisch modernsten Stand. Erfahrungswerte besagen, dass die durchschnittliche Nutzungsdauer – eine regelmäßige Instandhaltung vorausgesetzt – bei über 20 Jahren liegen kann.

Ähnliches gilt auch für die älteren Anlagenteile, die in der Vergangenheit ebenfalls regelmäßig und sorgfältig gewartet wurden. Daher sind in absehbarer Zeit keine signifikanten Ersatzinvestitionen zu erwarten. Neben den vor diesem Hintergrund als moderat einzustufenden Investitionsnotwendigkeiten wirken sich ab dem Jahr 2008 deutlich sinkende Abschreibungen positiv auf der Ergebnisseite aus.

Netto-Ergebnis soll ab 2004 im positiven Bereich liegen

Die beschriebenen Effekte führen zu der in der nachfolgenden Tabelle wiedergegebenen Ergebnisplanung im PONACHEM-Konzern (ohne Berücksichtigung des externen Wachstums).

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
EBITDA	1,8	4,0	5,2	5,9	6,8	7,3	7,6
Erg.v.St.u.Zins.	-1,3	0,3	1,2	1,8	2,7	4,4	5,5
Erg.v.Steuern	-0,7	0,1	1,1	1,6	2,4	4,1	5,2

Quelle: Businessplan der Gesellschaft für die Jahre 2003 bis 2009, alle Angaben in Mio. Euro

Ausweislich der vorliegenden Zahlen soll sich die EBITDA-Marge von 3,49 Prozent im laufenden Jahr bis 2009 auf 11,07 Prozent verbessern. Die EBIT-Marge verbessert sich im Planungszeitraum von einem negativen Wert im laufenden Jahr auf 8 Prozent in 2009. Für die Netto-Marge rechnet PONACHEM nach noch sehr geringen 0,2 Prozent in 2004 zum Ende des Betrachtungszeitraumes mit einer Rendite von 7,56 Prozent.

Ergebnis je Aktie wird mittelfristig deutlich zulegen

Bezüglich der Errechnung des Ergebnisses je Aktie ergibt sich im PONACHEM-Konzern eine Besonderheit. Aufgrund entsprechender Vereinbarungen mit den Großaktionären Pongs&Zahn AG (Anteil 42,67%) und der PCM GmbH (24%) haben diese bis einschließlich des Geschäftsjahres 2007 auf eine Gewinnbeteiligung verzichtet. Dieser Verzicht bezieht sich auf 12,5 der insgesamt 18,75 Mio. ausstehenden Aktien. Ab dem Jahr 2008 erhalten jeweils weitere 2,5 Mio. Aktien eine Gewinnanteilberechtigung, bis 2012 alle Papiere gewinnberechtigt sind.

Daher wirkt das KGV für Anleger, die diesen Sondereffekt nicht beachten und zur Berechnung einfach das Ergebnis durch die Gesamtaktienzahl dividieren, in den kommenden Jahren höher als es tatsächlich ist. Erfahrungsgemäß handhaben viele Anlegern dies so, zumal das tatsächliche anteilige Ergebnis vielfach erst im Fall einer möglichen Dividendenzahlung wirklich als relevant angesehen wird.

Daher nennen wir in der folgenden Tabelle der Vollständigkeit halber sowohl das tatsächliche Ergebnis je Aktie mit dem jeweiligen KGV als auch ein „Einheits-Ergebnis“ und das resultierende „Einheits-KGV“ *(kursiv gesetzt)* ohne Beachtung der anteilig deutlich höheren Gewinnberechtigung der platzierten Aktien.

Das KGV wurde jeweils auf der Basis des geplanten Bezugskurses von 1,25 Euro je PONACHEM-Aktie errechnet.

	2003e	**2004e**	**2005e**	**2006e**	**2007e**	**2008e**	**2009e**
„Einheits-Erg.”	*-0,04 €*	*0,01 €*	*0,05 €*	*0,08 €*	*0,12 €*	*0,22 €*	*0,27 €*
Ergebnis je Aktie	-0,11 €	0,02 €	0,17 €	0,25 €	0,38 €	0,47 €	0,46 €
„Einheits-KGV“	*neg.*	*208*	*25,0*	*15,6*	*10,4*	*5,6*	*4,6*
KGV	neg.	69	7,3	5,0	3,2	2,6	2,7

Quelle: eigene Berechnungen auf der Grundlage des Businessplans der Gesellschaft für die Jahre 2003 bis 2009, Ergebnis je Aktie in Euro

Erreichen der Planvorgaben abhängig von konjunktureller Entwicklung

Die Plandaten der Gesellschaft beruhen im Wesentlichen auf der Annahme, dass in den kommenden Jahren auf der organischen Seite ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 5,5 Prozent pro Jahr erreicht wird. Damit bewegt sich das Management im Gleichschritt mit den vom Verband der Kunststoff erzeugenden Industrie e.V. und anderen Marktbeobachtern bis 2010 prognostizierten durchschnittlichen Zuwachsraten.

Grundsätzlich erscheint uns diese Zielsetzung erreichbar und realistisch. Sie setzt jedoch voraus, dass es im Planungs- respektive im Prognosezeitraum zu keinen erratischen Entwicklungen bezüglich der weltweiten konjunkturellen Großwetterlage kommt. Unterstellt man für die nächsten Jahre nach den sehr schlechten Jahren 2001 bis 2003 wieder etwas freundlichere Konjunkturdaten, dürften die selbst gesteckten Ziele erreichbar sein.

Akquisitionen in Planzahlen bislang nicht enthalten

Eine Art zusätzliche Absicherung erhalten die Prognosen der Verwaltung durch den Umstand, dass mögliche Effekte aus künftigen Akquisitionen im Rechenwerk der kommenden Jahren keine Berücksichtigung fanden. Dies ist insoweit bemerkenswert, als dass es erklärtes Ziel der PONACHEM ist, in den kommenden drei bis vier Jahren ein Umsatzvolumen von 100 bis 150 Mio. Euro zu erreichen, um in das obere Drittel der TOP 10 der unabhängigen Produzenten vorzustoßen.

Zwar ist es beim Blick in die Zukunft sehr schwierig, die möglichen Auswirkungen derartiger Transaktionen zu prognostizieren. Im Vergleich zur von PONACHEM angestrebten Umsatzgröße von mindestens 100 bis 150 Mio. Euro in 2007, die auch unter Einbeziehung externer Wachstumsschritte erreicht werden soll, ergibt sich eine Differenz von 35 bis 85 Mio. Euro gegenüber den Planzahlen. Anders gesagt: Um die eigenen Umsatzziele zu erreichen, muss PONACHEM mehrere Firmen übernehmen, die in Summe genauso groß wie die Gesellschaft selbst sind.

Unterstellt man ferner, dass die Konsolidierung der Kunststoff-Compound-Industrie tendenziell kostensenkende Effekte in den Unternehmen zur Folge hat, ergibt sich bei Beibehaltung der Margen auf der Ergebnisseite eine Differenz von ca. 2 bis 5 Mio. Euro. Bezogen auf das Ergebnis je Aktie entspricht dies 0,11 bis 0,26 Euro im „Einheits-Ergebnis“ bzw. sogar 0,33 bis 0,78 Euro bei Ausgabe neuer Anteile analog der bisherigen Gliederung in teils nicht gewinnberechtigte Aktien.

Allerdings ist hierbei ein wahrscheinlicher Verwässerungseffekt zu berücksichtigen, der den Ergebniszuwachs je Aktie geringer ausfallen lassen dürfte.

Entwicklung der Kapitalverhältnisse und geplante Aktionärsstruktur

Nach mehreren Kapitalmaßnahmen in den vergangenen Jahren belief sich das Grundkapital der PONACHEM AG zum 31. Dezember 2002 auf 18,75 Mio. Euro und ist eingeteilt in insgesamt 18.750.000 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1 Euro. Das Grundkapital ist unterteilt in Aktien der Gattungen Litera A und B.

Unter Litera A fallen insgesamt 6,25 Mio. Aktien mit Gewinnanteilberechtigung ab dem 01.01.2004. Die Aktien der Gattung Litera A sind sowohl Gegenstand der geplanten Kapitalmaßnahme als auch der bevorstehenden Einbeziehung in den Handel im Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse.

Die übrigen 12,5 Mio. Stückaktien der PONACHEM AG zählen zur Gattung Litera B und unterscheiden sich von den zuvor genannten dahingehend, dass sie nicht gewinnberechtigt sind und nicht zum Handel im Freiverkehr zugelassen werden. Ab 2008 werden jährlich 2,5 Mio. Aktien der Gattung Litera B den Aktien der Gattung Litera A gleichgestellt, so dass ab dem Jahr 2012 alle Aktien der Gesellschaft eine Gewinnberechtigung aufweisen.

Im Anschluss an die bevorstehende Kapitalmaßnahme stellt sich die Aktionärsstruktur der Gesellschaft wie folgt dar: Großaktionäre bleiben weiter Pongs&Zahn mit 42,67% (8.625.000 Aktien) sowie die PCM Beteiligungen GmbH, Berlin mit 24% (4.500.000 Aktien). Beide Großaktionäre werden dann nur noch nicht gewinnberechtigte und nicht im Freiverkehr handelbare Aktien der Gattung Litera B halten.

Weitere Aktionäre sind die VERION Private Equity Erste Kapitalbeteiligungs-AG & Co. KG (14,93%) und die ECB European Capital Verwaltungsgesellschaft mbH, Berlin (6%). Der Anteil des Streubesitzes wird sich auf 12,4% belaufen, bezogen auf die ab Dezember 2003 notierten Aktien ergibt sich ein Anteil von 37,2%. Zu beachten ist ferner, dass 700.000 Stück der im Besitz der ECB GmbH befindli-

chen Aktien zur Platzierung bei institutionellen Anlegern vorgesehen sind. Der Verwaltung liegt bereits eine fixe Zusage für den Erwerb vor, so dass diese Transaktion kurzfristig abgewickelt werden kann.

Aktuelle Kapitalmaßnahme umfasst 2,125 Mio. Aktien

Im Rahmen der aktuell geplanten Kapitalmaßnahme sollen 2.125.000 Aktien platziert und anschließend alle Aktien der Gattung Litera A in den Freiverkehr der Frankfurter Börse eingeführt werden. Die auszugebenden Aktien verbriefen einen rechnerischen Anteil am Grundkapital von einem Euro je Stückaktie.

Hervorzuheben ist, dass den Pongs&Zahn-Aktionären die Aktien der PONACHEM AG als Tochter der Pongs&Zahn AG im Wege eines Bezugsrechtes zuerst angeboten werden. Dabei können Aktionäre der Pongs&Zahn AG im Zeitraum vom 24. November bis zum 5. Dezember 2003 im Verhältnis 2:1 PONACHEM-Aktien zeichnen. Für je zwei Pongs&Zahn-Aktien kann also eine PONACHEM-Aktie zum Ausgabekurs von 1,25 Euro je Aktie bezogen werden.

Darüber hinaus ist innerhalb der Bezugsfrist ein Bezugsrechtshandel vorgesehen, so dass auch andere Marktteilnehmer über den Erwerb entsprechender Bezugsrechte bereits zur Handelsaufnahme in die PONACHEM-Aktie investieren können.

Emissionserlös fließt direkt an die PONACHEM AG

Von den zur Platzierung vorgesehenen 2,125 Mio. Aktien stammen 1,875 Mio. Stück aus dem Eigenbesitz der PONACHEM AG. Die restlichen 250.000 Aktien kommen aus dem Besitz der Großaktionärin Pongs&Zahn. Die 1,875 Mio. Aktien aus dem Eigenbestand wurden im Rahmen einer HV-Ermächtigung zu einem durchschnittlichen Erwerbskurs von 1,10 Euro von Pongs&Zahn erworben.

Der Erlös aus der Platzierung der 250.000 Aktien, die von der Pongs&Zahn AG stammen, fließt der PONACHEM zu. Hintergrund sind Forderungen von PONACHEM gegenüber der Pongs&Zahn AG aus Ergebnisabführungsverträgen der Vergangenheit. Insgesamt ergibt sich beim geplanten Platzierungspreis ein Bruttoemissionserlös von 2,65 Mio. Euro, der nach Abzug der Aufwendungen direkt der Gesellschaft zufließen wird.

Bewertung in der Nähe des Buchwertes

Per 31.12.2002 betrug das Eigenkapital 19,8 Mio. Euro oder knapp 1,06 Euro je Aktie. Auf Basis des Emissionskurses von 1,25 Euro ist die PONACHEM-Aktie damit etwa 18 Prozent oberhalb ihres buchmäßigen Eigenkapitals bewertet, was für ein etabliertes Industrieunternehmen nicht zu teuer ist. Allerdings ist zu beachten, dass zahlreiche börsennotierte Gesellschaften im derzeitigen wechselhaften Marktumfeld sogar unter ihrem Buchwert notieren.

Setzt man die Marktkapitalisierung von 23,44 Mio. Euro ins Verhältnis zum Konzernumsatz, so ergeben sich Werte von 0,47 für 2003 und 0,43 für das Jahr 2004. Auch diese Werte sind als angemessen einzustufen; vor dem Hintergrund der im laufenden Jahr noch leicht roten Zahlen wäre die Aktie auf Grundlage dieser Kennzahlen jedoch nicht gerade als Schnäppchen zu bezeichnen.

Auch das 2005er-KGV von 7,3 ist zwar nicht überhöht, würde für sich betrachtet als Kaufgrund aber nicht ausreichen (erst recht nicht das „Einheits-KGV“ von 25), da viele Industriewerte an der Börse selbst auf Basis der Zahlen des laufenden Jahres schon eine ähnlich niedrige oder gar eine günstigere Bewertung vorweisen können.

Kurspotential muss durch Akquisitionen erarbeitet werden

Zu berücksichtigen ist bei der Beurteilung der aktuellen Unternehmensbewertung aber, dass diese allein auf der Grundlage des geplanten organischen Wachstums der PONACHEM AG aufsetzt und akquisitionsbedingte Wachstumseffekte bewusst außer Acht lässt. Die zuvor dargelegten Differenzen zwischen den Plandaten und den erklärten Zielen unter Einbeziehung von Akquisitionen würden zu einem deutlich niedrigeren Umsatzmultiple und KGV führen, mit entsprechenden Auswirkungen auf den „fairen Wert" der PONACHEM-Aktie.

Insgesamt halten wir den Emissionspreis der PONACHEM-Aktie mit einem Wert von 1,25 Euro auf Basis der rein organischen Entwicklung für angemessen, sehen jedoch erst mittel- bis langfristig Kurssteigerungschancen, weshalb sich die Aktie für eher konservative Anleger nur bedingt als Anlage eignet. Dagegen stellt sich ein Engagement für spekulative Anleger, die von einer Konsolidierung des Kunststoffmarktes ausgehen und die hieraus für PONACHEM resultierenden Chancen mit berücksichtigen, als attraktiv dar.

Großaktionär Pongs&Zahn AG setzt auf industriellen Portfolio-Mix

Der kritische Beobachter wird nun die berechtigte Frage stellen, warum sich der Großaktionär Pongs&Zahn von seinen Aktivitäten im Geschäftszweig Kunststoff-Compound und Rohstoffhandel im Wege einer Öffnung für das breite Anlegerpublikum schrittweise zurückzieht, wo die Aussichten im Markt doch als sehr positiv einzustufen sind.

Ein wesentlicher Beweggrund ist sicher der Umstand, dass zum Erreichen der angestrebten Umsatzgrößenordnung bei der PONACHEM AG im Wege der Akquisition in den kommenden Jahren ein erheblicher Kapitalbedarf entstehen wird, der im Rahmen der Beteiligungsstrategie der Pongs&Zahn schwer darstellbar ist – einerseits aufgrund des Volumens, vielmehr aber wegen der Verschiebung der Gewichte innerhalb des Portfolio-Mixes der Pongs&Zahn AG.

Vor diesem Hintergrund hat sich der Großaktionär entschlossen, die Publikumsöffnung des Geschäftsbereiches voranzutreiben, um durch einen eigenständigen Zugang zum Kapitalmarkt die als unumgänglich erachtete Wachstumsstrategie realisieren zu können. In diesem Zusammenhang sollten auch Vorteile der eigenen Aktie als möglichem Zahlungsmittel berücksichtigt werden, auf die bereits ausführlich im Kapitel 2.) Bezug genommen wurde.

Der naheliegende Vorwurf, der Großaktionär Pongs&Zahn wolle durch den teilweisen Rückzug aus der PONACHEM AG in erster Linie „Kasse machen", ist nach unserer kritischen Prüfung nicht angebracht. Dagegen spricht insbesondere die nicht viel über dem Buchwert liegende Bewertung zur Emission. Zudem beträgt der Ansatz in der Bilanz von Pongs&Zahn 26,7 Mio. Euro, so dass Pongs&Zahn aus der Veräußerung sogar ein kleiner Verlust entsteht.

Allerdings führt die Transaktion neben der größeren Handlungsfreiheit tatsächlich auch zu einer Reduzierung der Verbindlichkeiten von Pongs&Zahn gegenüber ihrer Tochter. Dies dürfte dem Großaktionär die Entscheidung für einen teilweisen Verkauf der Beteiligung nahe dem Nominalwert trotz der guten Perspektiven der PONACHEM in Verbindung mit den besseren Entfaltungschancen wohl um einiges leichter gemacht haben.

Da die Pongs&Zahn AG weiterhin größter Einzelaktionär der PONACHEM bleibt, ihren Anteil aber in der Zukunft weiter reduzieren möchte, kann der Gesellschaft ein hohes Interesse an einem erfolgreichen Börsengang und einer positiven Kursentwicklung unterstellt werden, was aus Sicht interessierter Kleinanleger eine gewisse Absicherung darstellt.

4.) Wettbewerbsumfeld und mögliche Risiken

Nischenstrategie und hohe Spezialisierung als Vorteil

Wie bereits in den Kapiteln 1 und 2 beschrieben ist der Kunststoffmarkt insgesamt sehr fragmentiert und als sehr heterogen zu charakterisieren. Dies trifft in ähnlicher Weise auch auf die Kunststoff-Compound-Industrie zu, in welche die PONACHEM AG einzuordnen ist.

Die stark mittelständische Prägung im Bereich der unabhängigen Compound-Hersteller und die fehlende Publizitätspflicht der überwiegenden Anzahl dieser Firmen macht die Suche nach direkt vergleichbaren Wettbewerbern und deren Einschätzung anhand ihrer wirtschaftlichen Erfolge relativ schwierig. Insgesamt sind auch hier die beiden Gruppen der integrierten und der unabhängigen Unternehmen anzuführen.

Konzerne wegen großer Volumina meist keine direkten Wettbewerber

Bei der Gruppe der integrierten Unternehmen handelt es sich um Sparten großer Konzernen wie beispielsweise **BASF** oder **Bayer**. Hauptkundengruppen der integrierten Unternehmen mit ihren sehr großvolumigen Produktionskapazitäten sind in der Regel die großen und mittelgroßen Weiterverarbeiter.

Die Compounding-Aktivitäten der Konzerne sind zumeist nur auf eine vergleichsweise kleine Gruppe von Kunststofftypen fokussiert, nämlich solche, die entsprechend hohe Volumina versprechen, wie sie zumeist bei Großprojekten in der Massenfertigung der Fall sind. Daher sind mögliche Überschneidungen mit den Absatzmärkten der PONACHEM AG zwar grundsätzlich gegeben, spielen in der Praxis jedoch nahezu keine Rolle.

In Bezug auf die hier beispielhaft genannte BASF, aber auch auf andere Firmen ist außerdem zu berücksichtigen, dass PONACHEM hier möglicherweise sogar in einem direkten oder indirekten Zulieferer- oder Kundenverhältnis steht.

Spezialisierung führt auch zu geringen sonstigen Überschneidungen

Tendenziell stärkere Überschneidungen gibt es zwischen PONACHEM und den anderen unabhängigen Playern in der Compoundierung. Dies resultiert aus den zumeist sehr ähnlichen Geschäftsstrategien der unabhängigen Firmen, die klar auf Nischensegmente und eine hohe Spezialisierung sowie individualisierte Lösungsangebote für den Kunden setzen.

Angesichts der Vielfalt der Anwendungs- und Einsatzmöglichkeiten von Kunststoffen sind die tatsächlichen Überschneidungen aber auch hier vergleichsweise gering. In der Regel beschränkt sich das Wettbewerbsverhältnis auf einzelne Compounds, bestimmte Produktbereiche oder einzelne Projekte. Insgesamt gibt es etwa 10 bis 15 inländische Gesellschaften oder Töchter ausländischer Unternehmen, die im für PONACHEM relevanten Markt aktiv sind.

In der europäischen Rangliste zuletzt auf Platz 9

Um eine etwas bessere Vorstellung hinsichtlich der aktuellen Marktposition von PONACHEM zu erhalten, empfiehlt sich ein Blick auf die Branchenrangliste hinsichtlich der Produktionsmenge. Hilfreich erscheint in diesem Zusammenhang ein Blick in die aktuelle Studie des Marktforschungsinstitutes AMI, das zu den international bedeutenden Häusern im Kunststoffsektor zählt.

Gemäß AMI-Ranking der unabhängigen Compounder ergibt sich die nachfolgende Rangliste.

Rang	Unternehmen (Hauptsitz)	Produktionsmenge 2001
1	Ravago (Belgien)	158.000 t
2	A. Schulman, Europe (D)	130.000 t
3	PolyOne (Belgien)	110.000 t
4	Polymer Chemie (D)	70.000 t
5	Albis (D)	50.000 t
6	L.A.M Plast (Italien)	40.000 t
7	LATI (Italien)	40.000 t
8	ICO Polymers (UK)	35.000 t
9	PONACHEM AG (D) *)	35.000 t *)
10	Asahi Thermofil (UK)	34.000 t

Quelle: AMI-Studie, Europe`s Leading Technical Compounders 2002

**) auf PONACHEM entfallender Teil, AMI enthielt Pongs&Zahn-Gruppe gesamt mit 70.000 t*

Angesichts der sehr unterschiedlichen Kunststofftypen im Produktportfolio der einzelnen Unternehmen ist ein direkter Rückschluss von der Produktionsmenge auf das erzielte Umsatzvolumen nicht in seriöser Weise möglich.

Aus diesem Grund gehen wir auf ausgewählte Wettbewerber im Folgenden detaillierter ein. Zu betonen ist dabei, dass die Auswahl weder einen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt, noch dass die genannten Firmen als schärfste Konkurrenten oder naheliegendste Übernahmekandidaten anzusehen sind.

Einzige börsennotierte Kunststoffspezialisten kommen aus den USA

Einer der beiden börsennotierten Wettbewerber ist die US-amerikanische **PolyOne Corp**. PolyOne ist schwerpunktmäßig in der Herstellung von Additiven tätig, wie sie unter anderem bei der Compoundierung zum Einsatz kommen. Im abgelaufenen Jahr erzielte PolyOne einen Umsatz von etwa 3,36 Mrd. Euro.

Im Geschäftsbereich Compounds zählt PolyOne über die belgische Tochter mit einer Produktionsmenge von rund 110.000 Tonnen im Jahr 2001 zu den größten Playern auf dem europäischen Markt. Das Umsatzvolumen im deutschen Markt beläuft sich laut Angaben aus dem SEC-Filing auf etwa 50 Mio. Euro. Auf Basis des Durchschnitts der Analystenschätzungen für 2004 von 0,21 US-Dollar/Aktie ergibt sich beim aktuellen Kursniveau von rund 5 US-Dollar ein KGV von 23,9.

Mit Blick auf den geschäftlichen Schwerpunkt bei den Additiven ist PolyOne nur eingeschränkt mit der PONACHEM AG vergleichbar, die sich ausschließlich auf die Bereiche Compoundierung und Handelsaktivitäten konzentriert.

Europas Nr. 2 ist Tochter eines US-Konzerns

Die an der amerikanischen Computerbörse NASDAQ notierte **A.Schulman Inc.** ist in den Geschäftsbereichen der technischen Compounds, Farbzusätzen sowie Additiven tätig. Im per Ende August 2003 abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte die Obergesellschaft bei Umsatzerlösen von 1,1 Mrd. US-Dollar ein Nettoergebnis von 15,94 Mio. USD oder 0,53 Euro je Aktie.

Auf Basis des aktuellen Börsenkurses der A.Schulman-Aktie ergibt das ein KGV für das laufende Geschäftsjahr von rund 36. Zu beachten ist hierbei, dass die Ertragslage im laufenden Jahr insbesondere durch die schwierige Konjunkturlage in den USA sowie Wechselkurseffekte im Umfang von 5,8 Mio. USD oder 0,20 USD je Aktie beeinträchtigt wurde. Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das laufende Jahr wurden bislang nicht publiziert.

Zur Beurteilung der Wettbewerbssituation in Bezug auf die PONACHEM AG muss beachtet werden, dass die A.Schulman-Gruppe rund 70 Prozent ihres Geschäftsvolumen in Europa erzielt und in der aktuellen Marktstudie von AMI mit einer Jahresproduktion von rund 158.000 Tonnen auf Platz 2 rangiert. Insoweit handelt es sich bei den europäischen Aktivitäten der A. Schulman-Gruppe um einen der wesentlichen Wettbewerber unter den unabhängigen Compoundern.

Kunststoffverarbeiter Albis Plastic ist Wettbewerber und Kunde zugleich

Ein auf der Wettbewerberseite ernst zu nehmender Marktteilnehmer ist die ebenfalls in Hamburg ansässige **Albis Plastic GmbH**. Bei der Albis-Gruppe handelt es sich um einen Compoundeur und Händler von thermoplastischen Kunststoffen mit regionalen Schwerpunkten in Deutschland, Großbritannien und den Vereinigten Staaten. Zur Firmengruppe gehören 6 inländische Verkaufsbüros, 12 Tochtergesellschaften und 5 Produktionsstätten im In- und Ausland.

Das Gesamtumsatzvolumen belief sich im Jahre 2002 laut Unternehmensangaben auf über 400 Mio. Euro. Genaue Daten zur Sparte Compoundierung liegen uns leider nicht vor, da die Gesellschaft nicht börsennotiert ist. Trotz des Wettbewerbs untereinander bezieht die Albis-Gruppe im Handelsgeschäft auch Produkte von PONACHEM.

KD Feddersen & Co. nur im Handelsgeschäft ein Wettbewerber

Überschneidungen im Geschäftsbereich Handel gibt es zwischen der PONACHEM AG und der zur Feddersen-Gruppe gehörenden **KD Feddersen & Co.** mit Sitz in Hamburg. Die Gesellschaft ist nach eigenen Angaben als Handelshaus in den Bereichen Kunststoffe, Additive sowie Masterbatches aktiv.

Leider liegen uns keine Abschlüsse des Unternehmens vor, so dass wir bezogen auf die prozentuale Verteilung der einzelnen Segmente auf Schätzungen von Branchenbeobachtern angewiesen sind. Demnach entfällt etwa 70 Prozent des gesamten Geschäftsvolumens auf den Handel von Rohchemie- und Vorprodukte, die verbleibenden 30 Prozent werden mit Polymeren und Compounds erzielt.

Da KD Feddersen & Co. über keine eigenen Produktionsanlagen verfügt, besteht aus unserer Sicht nur im Bereich der Handelsaktivitäten eine Wettbewerbssituation mit PONACHEM. Allerdings ist mit der **AKRO-PLASTIC GmbH** eine Schwesterfirma auch im Compound-Geschäft aktiv, rangiert mit einer Jahresproduktion von 12.000 t jedoch in der TOP 50 Liste nur auf Rang 34.

Wettbewerbsumfeld durch hohe Spezialisierung sehr fragmentiert

Neben diesen exemplarisch genannten Unternehmen gibt es insbesondere im Bereich der unabhängigen Compounder eine ganze Reihe weiterer Unternehmen die grundsätzlich als Wettbewerber einzustufen sind.

Hierbei ist jedoch zu beachten, dass das Wettbewerbsumfeld vom hohen Spezialisierungsgrad der Marktteilnehmer geprägt ist. Daher existieren Überschneidungen im Regelfall nur bei einzelnen Kunststofftypen, wodurch es viele Nischen gibt, in denen einzelne Marktteilnehmer erfolgreich agieren können.

Wichtigstes Asset der unabhängigen Compounder ist die Flexibilität und die Fähigkeit, Kunden maßgeschneiderte und individuelle Granulatmischungen anzubieten. Dank dieser Fähigkeiten können sie sich im umkämpften Markt behaupten und höhere Kostenbelastungen durch eine im Vergleich zu den standardisierten Produkten bessere Marge kompensieren.

Mögliche Risiken können sowohl auf der Beschaffungs- ...

Neben einer gewissen Konjunkturabhängigkeit, die aber ohnehin in praktisch jeder Branche besteht, ist die Abhängigkeit der PONACHEM AG von einzelnen Lieferanten in der Beurteilung als durchaus relevantes Risiko zu bezeichnen. Lieferengpässe könnten sich signifikant auf den Geschäftserfolg des Unternehmens auswirken.

Die Verwaltung hat diesem Risiko durch langfristige Vertragsverbindungen zu den Lieferanten vorgebeugt. Die vereinbarten Modalitäten lassen zudem genügend Spielraum, um alternative Bezugs- und Kundenquellen zu erschließen. Trotz dieser Vorsorgemaßnahmen kann ein partielles Ausfallrisiko nicht ausgeschlossen, sondern nur minimiert werden.

.... wie auch der Absatzseite auftreten

Möglichen Risiken durch Ausfälle auf Abnehmerseite trägt die Verwaltung durch eine breite Fächerung des Angebotsspektrums und der Abnehmerbranchen Rechnung.

Bei den Kunden der PONACHEM-Gruppe handelt es sich vorwiegend um Betriebe aus der Kunststoff verarbeitenden Industrie, deren Abnehmer wiederum in den Bereichen Automobil- und Zulieferindustrie, Elektro-, Werkzeug- und Telekommunikations-, Möbel-, Sport-, Freizeit-, Verpackungs- sowie der Bauindustrie tätig sind.

Die breite Kundenbasis sowie die vielfältigen Einsatzmöglichkeiten ermöglichen es, schwache Konjunkturen in einzelnen Kundenbranchen durch andere Bereiche auszugleichen. Die Abhängigkeit von einzelnen Abnehmerbranchen ist bei PONACHEM in ihrer gegenwärtigen Struktur als sehr gering zu bezeichnen.

Konzentrationsprozess bei den Big Playern ist Chance und Risiko zugleich

Die bereits seit Jahren zu beobachtende Konzentration in der Grundstoffindustrie wird auch in der Zukunft weiter anhalten und sich durch die Errichtung neuer Produktionsanlagen im „world-scale“-Maßstab im Markt bemerkbar machen. Aus dieser Entwicklung ergibt sich für die kleineren Marktteilnehmer naturgemäß ein Verdrängungsrisiko, da diese auf der Kostenseite nicht mithalten können.

Andererseits dürften sich aus dem fortschreitenden Konzentrationsprozess bei den Branchenriesen Chancen für Erzeuger von Spezial-Kunststoffen und Kunststoff-Compounds ergeben. Die immer stärkere Konzentration der Großchemie auf große Volumina lässt unabhängigen Playern wie PONACHEM nicht nur Raum in angestammten Nischen, sondern dürfte mittelfristig auch die Besetzung von Bereichen ermöglichen, die bisher unter einem Konzerndach angesiedelt sind, aber nicht mehr zur künftigen, auf sehr große Volumen ausgerichteten Strategie passen.

Beispielhaft ist hier die aktuelle Diskussion über die Zukunft der Kunststoffsparte im Bayer-Konzern zu nennen, wo laut über einen Rückzug aus diesem Bereich nachgedacht wird. Ähnliche Diskussionen und Transaktionen sind auch in anderen Branchen mit immer demselben Trend zu beobachten: Große Multis ziehen sich verstärkt aus dem Spezialitäten- und geringvolumigen Massengeschäft zurück. Die Abgabebereitschaft großer Konzerne bietet akquisitionsfreudigen mittelständischen Spezialisten eine Chance, zusätzliches Wachstum zu generieren.

Zyklisches Geschäft führt zu stark schwankendem Liquiditätsbedarf

Die Kunststoffbranche zeigt einen zumeist sehr zyklisch geprägten Geschäftsgang. Dieser Effekt trifft sowohl auf die PONACHEM AG wie auch deren Lieferanten und Kunden zu. Entsprechend schwankend gestaltet sich auch der Liquiditätsbedarf des Unternehmens.

Insbesondere in Zeiten einer schwächelnden Konjunktur ist der Finanzbedarf angesichts sinkender Margen sowie längerer Zahlungsziele höher als in Zeiten der wirtschaftlichen Prosperität. Derzeit verfügt PONACHEM nach eigener Einschätzung über das Sicherungspotential für ausreichende Kreditlinien, um den Bedarf zu decken. Angesichts der immer restriktiveren Kreditvergabepolitik der Banken ist jedoch nicht auszuschließen, dass diese beim geplanten Wachstum nicht im erforderlichen Maß mitziehen.

Möglichen Forderungsausfällen begegnet PONACHEM durch eine permanente Überwachung der einzelnen Debitoren. Sofern diese nicht durch herausragende Bonitäten gekennzeichnet sind oder der Gesellschaft anderweitige Sicherheiten vorliegen, werden die Forderungen kreditversichert, um das Ausfallrisiko so weit wie möglich zu minimieren.

5.) Fazit

Langfristige Kurs-Chancen durch aktive Rolle bei der bevorstehenden Konsolidierung der Kunststoffbranche

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die PONACHEM AG in einer interessanten Branche bewegt. Die klare Spezialisierungs- und Nischenstrategie, die das Unternehmen in der Kunststoff-Compound-Industrie verfolgt, ermöglicht ein relativ gut planbares und insgesamt auskömmliches Geschäft. Die Planzahlen wurden auf der Grundlage einer umfassenden Analyse des Kundenbestandes erstellt und beinhalten lediglich das erwartete organische Wachstum in den kommenden Jahren.

Die hier zugrundegelegte jährliche Wachstumsrate von rund 5,5 Prozent bewegt sich im Rahmen der Schätzungen der Branchenverbände und Marktbeobachter und ist nach unserer Meinung realistisch bis konservativ. Laut Planzahlen wird für das kommende Jahr eine schwarze Null und für 2005 ein Ergebnis von 0,05 Euro je Aktie erwartet. Auf Basis des geplanten Ausgabekurses von 1,25 Euro je Aktie ergibt sich ein 2005er-KGV von 25. Dabei muss berücksichtigt werden, dass in den Planungen entgegen der erklärten Wachstumsstrategie der Verwaltung noch keine Effekte aus zu erwartenden Akquisitionen enthalten sind.

Legt man hier das schnellstmöglich – binnen etwa dreier Jahre – angestrebte Umsatzvolumen von mindestens 100 bis 150 Mio. Euro zugrunde, um unter die TOP 3 der unabhängigen Compounder in Europa vorzustoßen, so ergibt sich eine erhebliche Differenz zu den Planzahlen. Auf der Umsatzseite beträgt die Differenz zwischen 35 und 85 Mio. Euro, beim Ergebnis – gleichbleibende Margen unterstellt – zwischen etwa 2 und 5 Mio. Euro. Je nach Zeitpunkt, Volumen der Akquisition und Größe des Verwässerungseffekt können sich hieraus erhebliche Potentiale ergeben.

Der Ausgabekurs, der etwa 18 Prozent über dem buchmäßigen Eigenkapital der Gesellschaft liegt, ist als fair zu bezeichnen. Der Anleger sollte bei einer Investitionsentscheidung jedoch den mit aktuell rund 12,4 Prozent bzw. 37,2 Prozent bei den zum Handel zugelassenen Aktien vergleichsweise geringen Streubesitz berücksichtigen, der zu einer geringen Handelsliquidität und überdurchschnittlicher Volatilität der PONACHEM-Aktie führen könnte. Die Chancen eines Engagements liegen klar in der geplanten Expansion der Gesellschaft und der vorgesehenen aktiven Rolle im Konsolidierungsprozess.

Glossar

Zum besseren Verständnis werden wichtige Grundbegriffe aus der Kunststoff-Branche, die im Rahmen dieser Studie auftauchen, im Folgenden kurz und auch für Laien verständlich erläutert.

Additive	Additive sind chemische Zusatzstoffe zu Kunststoffen, die Härtegrad, Festigkeit, Farbe, Lichtbeständigkeit und Verarbeitbarkeit verändern bzw. verbessern.
Compounds	Veredelte und transformierte Polymere, die zu Halbzeugen oder fertigen Produkten verarbeitbar sind. Die Veredelung erfolgt durch die Mischung von Kunststoffen und /oder die Zugabe von Additiven
Extrusion	Kontinuierliches Herstellen eines Halbzeuges in Form von Rohren, Profilen, Platten oder Folien, indem eine homogene Kunststoffschmelze unter Druck in ein nachfolgendes Werkzeug dauerhaft über einen längeren Zeitraum gefördert wird.
Polymere	Polymere sind Stoffe, die durch Polymerisation entstanden sind.
Polymerisation	Polymerisation ist eine chemische Reaktion, bei der durch das Zusammenführen jeweils mehrerer (= poly) Moleküle des Ausgangstoffes ein neuer Stoff mit einer größeren Molekülstruktur entsteht.
Polyolefine	Polyolefine sind standardisierte Massenkunststoffe auf Polymerbasis
Spritzguss (Kunststoff-)	Beim Spritzgussverfahren wird in einem einzigen Arbeitsschritt in der Spritzgießmaschine aus der Formmasse ein fertig geformtes Teil hergestellt. Dabei kommt zähflüssiger Kunststoff zum Einsatz, der in die Spritzgießmaschine gefüllt, danach erhitzt und unter hohem Druck in ein Formteil gepresst wird. Das Spritzgussverfahren ist ein sehr geeignetes Verfahren zur Massenfertigung.
Technische Thermoplaste	Technische Thermoplaste sind technische Spezialkunststoffe, die unter Erhitzung im Extrusions- oder Spritzguss-Verfahren weiterverarbeitet werden.
Thermoplastische Elastomere	Unter thermoplastischen Elastomeren versteht man eine Werkstoffgruppe auf der Basis von Kunststoff und synthetischem Gummi, deren Produktion auf Styrolbasis erfolgt.

Quellenverzeichnis

Businessplan und weitere Unterlagen der PONACHEM AG

Verkaufsprospekt der PONACHEM AG

Geschäftsberichte der Pongs&Zahn AG aus 2001, 2002

HV-Berichte von GSC Research zur Pongs&Zahn AG aus den Jahren 2001, 2002 und 2003

Verband der Kunststofferzeugenden Industrie e.V., Frankfurt/Main (www.vke.de)

Gesamtverband der kunstoffverarbeitenden Industrie e.V., Frankfurt/Main (www.gkv.de)

Annual Report 2002 und weitere Veröffentlichungen der PolyOne Corp, USA (www.polyone.com)

Veröffentlichungen der A. Schulman Inc., USA (www.aschulman.com)

AMI-Studie, Europe`s Leading Technical Compounders 2002

Kontaktadresse

PONACHEM AG
Albert-Einstein-Ring 10
D-22761 Hamburg

Internet: http://www.ponachem.de/

Ansprechpartner Investor Relations

Brigitte Teuffel

Tel.: +49 (0) 40 / 897 - 100
Fax: +49 (0) 40 / 897 - 102 00
Email: ir@ponachem.de

Haftungsausschluss

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen großteils aus Unternehmensangaben. Der interessierte Anleger ist nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Die genutzten Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.