PONACHEM AG

Der Laufaron-Übernahme werden weitere Zukäufe folgen

spekulative Depotbeimischung

Executive Summary

Kunststoffindustrie wird den Wachstumskurs auch in Zukunft fortsetzen. Die Erzeugung und Weiterverarbeitung von Kunststoffen zählt zu den großen Sektoren der Volkswirtschaften in den industrialisierten Ländern und wird auch in der Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Grund hierfür ist nach Einschätzung von Branchenbeobachtern und Marktforschern, dass sich der langjährige Trend zur Entwicklung von Lösungen auf Kunststoff-Basis in nahezu allen Lebensbereichen und Industriesparten weiter fortsetzen wird. Wachstumspotenzial wird sich zum einen aus dem Ersatz anderer Werkstoffe, zum anderen aus neuen, nahezu beliebig konfigurierbaren Kunststofftypen ergeben. Experten erwarten ein jährliches Wachstum von 5,5 Prozent bis zum Jahr 2010.

PONACHEM setzt auf Nischenmarkt Kleinmengen- und Spezialgeschäft. Bei den Compounds unterscheidet man im Wesentlichen zwischen standardisierten Mischungen, die meist in großen Mengen von internationalen Multis angeboten werden, im Gegensatz zu vielfach gemeinsam mit dem Kunden entwickelten Spezialmischungen für besondere Anwendungsbereiche. PONACHEM hat sich als mittelständischer und konzern-unabhängiger 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.

Erwerb der Laufaron AG als erste Akquisition nach dem Listing. Erinnern wir uns kurz zurück: Im vergangenen Jahr verkündete PONACHEM anlässlich der Publikumsöffnung ambitionierte Wachstumsziele für die kommenden drei bis vier Jahre. So soll der Umsatz durch aktive Teilnahme am Konsolidierungsprozess der Branche um 200 bis 250 Mio. EUR erhöht und ein Platz unter den ersten drei unabhängigen Compoundern in Europa erreicht werden. Mit dem Erwerb aller Assets der Lausitzer Teppichfaserwerk GmbH von der nordheinwestfälischen Maltzahn KG, die nun unter dem Namen Laufaron AG am Markt auftritt, hat die PONACHEM AG den ersten Schritt auf dem angekündigten anorganischen Wachstumspfad gemacht.

Zukauf macht Anpassung der Planzahlen erforderlich. Der Erwerb der Laufaron AG, die in der Produktion und dem Vertrieb von Teppichgarnen überwiegend aus Nylon tätig ist, macht eine Anpassung unserer im Vorjahr veröffentlichten Planrechnung notwendig. In der alten Struktur erzielte die Vorgängergesellschaft einen Umsatz von 12,7 Mio. EUR. Für 2004 wird eine Umsatzgrößenordnung von 13,9 und mittelfristig von 17 Mio. EUR angestrebt. Dabei erwirtschaftete Laufaron in den ersten fünf Monaten innerhalb der PONACHEM-Gruppe eine sehr beachtliche Rohmarge von 36 Prozent.

Nach deutlichem Kursplus langfristige Fantasie durch weitere Zukäufe. Auf Grundlage der um Laufaron angepassten Planrechnungen ist die PONACHEM-Aktie mit einem 2005er-KGV von 9,1 und einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von gut 0,5 bewertet. Verglichen mit anderen Industrieunternehmen erscheint die Aktie nicht zuletzt dank der erheblichen Kurszuwächse der letzten Monate nicht mehr als Schnäppchen. Mittel- und vor allem langfristiges Kurspotential kann sich jedoch aus weiteren Zukäufen der geplanten anorganischen Wachstumsstrategie ergeben, da diese bislang in den Plandaten noch nicht berücksichtigt wurden.

Kurs 30.06.2004
1,95 Euro

WKN
692210

Börsenkürzel
PNO

Börsensegment
Freiverkehr Frankfurt, München, Stuttgart, Berlin-Bremen, Xetra

Marktkapitalisierung
37,54 Mio. Euro

Aktienzahl
19.250.000 Stückaktien
(davon 500.000 noch nicht eingetragen)

Aktionärsstruktur
42,7% Pongs&Zahn AG
24,0% PCM GmbH
14,9% Verion AG&Co.KG
6,0% ECB GmbH
12,4% Streubesitz *(bzw. 37,2% der notierten Aktien)*

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Alexander Langhorst

Kontakt:
info@gsc-research.de

1.) Markt und Branchenumfeld

Wachstum der Kunststoffbranche in 2003 über BIP

Im Jahr 2003 konnte die deutsche kunststoffverarbeitende Industrie ihre Gesamtleistung erneut steigern und das Vorjahr um 3,6 Prozent übertreffen. Damit lag die Branche wie in der Vergangenheit mit ihrer Zuwachsrate über der des Bruttoinlandsprodukts, welches in Deutschland mit einem leichten Minus von 0,1 Prozent den schlechtesten Wert seit 1993 erreichte. Der bereits seit Jahren zu beobachtende Trend zur Substitution anderer Werkstoffe durch Kunststoff hat damit weiter angehalten und die positiven Prognosen der Vergangenheit untermauert.

Insgesamt hat die Branche nach Angabe des Gesamtverband Kunststoffverarbeitende Industrie e.V. (GKV) in 2003 einen Umsatz von 42,2 Milliarden EUR erreicht. Durch den Rückgang des Preisindex für Kunststoffwaren um 0,3 Prozent errechnet sich für 2003 in realen Preisen eine Steigerung um 3,9 Prozent. Damit ist die Branche auf ihren langjährigen Wachstumskurs zurückgekehrt, nachdem auf das starke Umsatzplus von 7,8 Prozent in 2000 mit den Jahren 2001 (plus 1,1 Prozent) und 2002 (minus 0,1 Prozent) zwei magere Perioden folgten.

Mit 384.600 Beschäftigten in 3.610 Unternehmen ist die Kunststoffbranche noch immer stark fragmentiert (siehe Tabelle unten). Eine Betriebsgröße von durchschnittlich lediglich 100 Beschäftigten lässt eine Konsolidierung zumindest in Teilen der Branche erwarten.

	Unternehmen	Beschäftigte	Umsatz 2003
Kunststofferzeugung	50	56.400	18,1 Mrd. €
Kunststoffverarbeitung	2.800	282.200	42,2 Mrd. €
Kunststoff-Maschinenbau	760	46.000	7,1 Mrd. €
Summe	3.610	384.600	67,4 Mrd. €

Quelle: Verband der Kunststofferzeugenden Industrie e.V.

Trotz der weiterhin sehr verhaltenen Konjunkturentwicklung konnte die Kunststoffverarbeitung nach zwei Jahren mit Rückgängen im Inlandsgeschäft im Jahr 2003 in ihrem Heimatmarkt wieder um 2,4 Prozent zulegen. Die bereits in den letzten Jahren stark gewachsenen Auslandserlöse legten dabei weiter zu. Der Anstieg von 6,1 Prozent führte zu einer Erhöhung der Exportquote um einen Prozentpunkt auf 33 Prozent.

Für das laufende Jahr sind die Kunststoffverarbeiter optimistisch hinsichtlich weiterer Umsatzsteigerungen, aber pessimistisch bezüglich der Preisentwicklung. „Angesichts der bestehenden Überkapazitäten im klassischen Zuliefergeschäft und des anhaltenden Preisdrucks wird unsere Kernaufgabe für 2004 sein, die Marge zu halten", prognostizierte GKV-Präsident Proske in der diesjährigen Verbandspressekonferenz.

Die „Erfolgsgeschichte Kunststoff“ wird weitergehen

Seit unserer Basis-Studie anlässlich des Listing des PONACHEM-Aktie im Freiverkehr im vergangenen Dezember ergab sich keine Änderung der langfristigen Prognosen für die weitere Entwicklung der Branche. So ist der Kunststoffmarkt weiterhin als klare Wachstumsbranche zu bezeichnen, wobei es 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 7,7 bzw. 11,6 Prozent prognostiziert.

Auswirkungen des hohen Ölpreises noch unklar

Mögliche Abweichungen zu den hier genannten Zielgrößen können sich durch die Preisschwankungen an den internationalen Rohölmärkten ergeben. Inwieweit sich die jüngsten deutlichen Verteuerungen von Rohöl auf die einzelnen Segmente der Kunststoffbranche auswirken werden, kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht eingeschätzt werden.

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. Für Anbieter von Spezialitäten und kleinvolumigen Mengen wie beispielsweise der PONACHEM ist die Entwicklung auf der Nachfrageseite hingegen überwiegend vom wirtschaftlichen Erfolg der belieferten Branche abhängig.

Insgesamt belastend für die Branche dürften sich die seit Beginn des Jahres 2004 überproportional gestiegenen Preise der Vorprodukte auf die Marge auswirken, da eine Weitergabe an die Kunden – wenn überhaupt – nur mit zeitlicher Verzögerung erfolgen kann. Ebenfalls ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht absehbar, wie dauerhaft die Verteuerungen sind. Verstärkt werden kann eine Preisveränderung beim Rohöl zusätzlich durch Veränderungen des Dollarkurses zum Euro.

Compounder wie PONACHEM könnten vom hohen Ölpreis sogar profitieren

Da dem Rohstoff im Compoundgeschäft noch verschiedenste Arten und unterschiedliche Mengen von Additiven beigefügt werden, ist der eventuell vom Ölpreis abhängige Anteil bei PONACHEM geringer als bei Anbietern von „reinen“ oder „unveredelten“ Rohstoffen. Eventuelle Belastungen durch höhere Einkaufspreise wirken sich daher weniger stark auf die Marge aus.

Hingegen sind steigende Marktpreise für Compounder als Recycler von Granulat aus Industrieabfällen insoweit ein Vorteil, als dadurch die Differenz zu „Neuware“ größer wird und die Preisattraktivität entsprechend steigt. Insgesamt könnten PONACHEM und andere Compounder daher von einem hohen Ölpreis sogar profitieren.

2.) Geschäftsentwicklung der PONACHEM AG

Nach Übertreffen der Plandaten für 2003 mit Akquisition der Laufaron ersten Schritt auf Expansionskurs vollzogen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die PONACHEM eine Gesamtleistung von 54,3 Mio. EUR erwirtschaftet, eine Steigerung um 3,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Im Ergebnis von minus 0,02 Mio. Euro schlagen sich die erwarteten Belastungen aus der im Geschäftsjahr 2003 erfolgten Verlagerung der Produktlinie „Thermoplaste aus Neuware“ aus der Schweiz an den Standort in Bremen nieder, da die Produktionsfähigkeit nicht das ganze Jahr hindurch gegeben war.

Mit diesen Werten konnten die Plandaten aus dem letztjährigen Businessplan übertroffen und der negative Effekt aus der Standortverlagerung weitgehend kompensiert werden. Ursprünglich wurde für 2003 ein Umsatz von 50,6 Mio. EUR bei einem negativen Ergebnis von rund 0,7 Mio. EUR erwartet.

	2001	2002	2003
Gesamtleistung	61,5 Mio. €	52,6 Mio. €	54,3 Mio. €
Rohertrag	16,2 Mio. €	12,3 Mio. €	13,4 Mio. €
Roh-Marge	28,5%	25,5%	27,3%
Jahresübersch. *)	962 TEUR	875 TEUR	96 TEUR

**) Konzernjahresüberschuss nach Ergebnisabführungsvertrag*

Quelle: Jahresabschlüsse der Gesellschaft

Handelsgeschäft brummt, Entwicklung bei der Produktion durchwachsen

Der Anteil der Umsatzerlöse aus dem Handelsgeschäft der PONACHEM – dabei handelt es sich schwerpunktmäßig um die gegenüber der Ludwigshafener BASF AG bestehenden langfristigen Vertriebsrechte bei bestimmten Werkstoffen – hat sich in 2003 von 56,3 auf 57,4 Prozent erhöht. Damit liegt der Umsatz wie im Vorjahr prognostiziert bei 31,1 (Vj. 28,6) Mio. EUR.

Uneinheitlich verlief die Entwicklung im Bereich der Produktion. Positiv zu werten ist insgesamt die Erhöhung der Gesamtproduktion um 4,1 Prozent auf nun 20,5 Kilotonnen. Getragen wurde diese Entwicklung durch das Werk in Bremen, deren Produktlinie „Thermoplastische Elastomere“ um 13,6 Prozent, die Linien „Thermoplasten“ und „Polypropylen-Compunds“ den Produktionsausstoß sogar um ein Drittel gegenüber 2002 verbessern konnten.

Mit einer rückläufigen Entwicklung hatte hingegen die PONACHEM Compound GmbH zu kämpfen, die das Hamburger Werk des Konzerns repräsentiert. Hier sank die Produktionsmenge um 7 Prozent gegenüber dem Geschäftsjahr. Ein wesentlicher Grund für diese Entwicklung waren die schwierigen Wettbewerbsbedingungen in dem vom Hamburger Werk adressierten Kundenkreis sowie die gegenüber dem Vorjahr um 2 Prozent gesunkenen Verkaufspreise.

Ertragsentwicklung 2003 über Plan

Die Rohertragsspanne konnte im Berichtsjahr trotz spürbarem Preisdruck auf der Absatzseite und daraus resultierend teilweise erforderlichen Abwertungen mit 27,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresniveau von 25,5 Prozent noch gesteigert werden. Für das laufende Jahr soll durch weitere Optimierungen in der Materialwirtschaft der prozentuale Rohgewinn des Unternehmens verbessert werden.

Etwas hinter den Planungen liegt das Management derzeit auf der Personalkostenseite, hier musste ein Anstieg um 11 Prozent auf 4,9 Mio. EUR verkraftet werden. Grund dieses Anstiegs sind freisetzungsbedingte Abfindungszahlungen. Die Rationalisierung auf 93 Personen (derzeit: 112) musste nach Verhandlungen mit dem Betriebsrat auf Mitte 2004 verschoben werden.

Das EBITDA der Unternehmensgruppe lag mit 4,1 (Vj. 1,4) Mio. EUR oder 0,65 EUR je PONACHEM-Aktie im Berichtsjahr deutlich über dem Vorjahresniveau sowie den Plandaten mit 1,8 Mio. EUR. Nach Steuern wurde ein Jahresergebnis von 96 TEUR ausgewiesen. Das von der AG im Geschäftsjahr 2003 letztmalig an die Pongs&Zahn AG abgeführte Ergebnis betrug minus 206 TEUR nach minus 3,3 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum.

Solide Bilanzstruktur, aber geringe Liquiditätsreserven

Positiv zu werten ist die Verbesserung der Eigenkapitalquote in der Unternehmensgruppe von 53,0 auf 54,8 Prozent oder 19,9 Mio. EUR. In der PONACHEM AG beträgt das Eigenkapital 20,7 Mio. EUR, entsprechend einer Quote von 65,6 (64,6) Prozent. Die liquiden Mittel sowie die Wertpapiere des Umlaufvermögens in der Gruppe beliefen sich zum Bilanzstichtag auf 2,33 Mio. EUR. Davon entfielen auf Kassenbestände ein Betrag von 31 TEUR. Die Finanzlage des Unternehmens ist damit nicht als übermäßig komfortabel zu bezeichnen.

Um dem entgegen zu wirken, führte PONACHEM im April bzw. Mai diesen Jahres zwei Kapitalerhöhungen um je 250.000 Aktien zum Kurs von 1,68 Euro durch, wodurch der Gesellschaft 840 TEUR an frischen Mitteln zuflossen. Darüber hinaus soll die Finanzlage im laufenden Jahr durch die Gewinnung neuer Investoren und die Begebung von Wandel- bzw. Unternehmensanleihen weiter verbessert werden.

Übernahme der Laufaron AG
als erster Schritt zur Umsetzung der angekündigten Expansionsstrategie

Die mit Wirkung zum 1. Januar 2004 im Rahmen eines Asset Deals übernommenen Aktivitäten der im ostbrandenburgischen Guben ansässigen Lausitzer Teppichfaserwerk GmbH werden unter dem Namen Laufaron AG als hundertprozentige Tochtergesellschaft der PONACHEM AG weitergeführt.

Die Lausitzer Teppichfaserwerke GmbH ist eine Tochtergesellschaft der im nordrhein-westfälischen Nottuln ansässige Maltzahn KG, eine Inhaber-geführte mittelständische Unternehmensgruppe, die im Jahr 2003 mit 280 Mitarbeitern einen Umsatz von 44 Mio. Euro erzielte. Über die Höhe des Kaufpreises wurde Stillschweigen vereinbart. Die Begleichung erfolgt zum Teil über Warenlieferungen, ein weiterer Teil des Kaufpreises ist bis Ende 2004 kreditiert. Als Grund für den Verkauf nannte uns Jaspar von Maltzahn auf Nachfrage die strategische Neuausrichtung der Maltzahn-Gruppe.

Die Laufaron AG ist in der Produktion und dem Vertrieb von Teppichgarnen überwiegend aus dem Werkstoff Nylon tätig. Die Wahl des Unternehmensnamens „Laufaron“ ist bewusst in Anlehnung an das gleichnamige Produktprogramm erfolgt. Mit einer Produktionskapazität von mehr als 5.000 Tonnen und ca. 80 Mitarbeitern ist Laufaron ein Nischenproduzent in Europa für „höchst anspruchsvolle Edelgarne". Durch in Kürze vorgesehene Investitionen soll die Produktivität der Gubener Tochter um 20 Prozent gesteigert und eine Optimierung von Materialnutzung und Produktqualität erreicht werden.

Die Vorgängerfirma Lausitzer Teppichfaserwerke GmbH erzielte im Jahr 2003 einen Umsatz von rund 13 Mio. Euro. In den ersten Monaten als Laufaron erreichte das Unternehmen eine bemerkenswerte Roh-Marge von mehr als 36 Prozent. Im laufenden Jahr erwartet Laufaron einen Umsatz von 13,9 Mio. Euro, mittelfristig wird eine Umsatzsteigerung auf 17 Mio. Euro erwartet.

Der Firmenerwerb markiert nach Angabe der PONACHEM den Anfangspunkt für die Umsetzung ihrer bereits im Rahmen des letztjährigen Listings der Aktie im Freiverkehr postulierten Expansionsstrategie, das Geschäftsvolumen binnen drei bis vier Jahren überwiegend durch Akquisitionen von 54,3 Mio. Euro in 2003 auf 250 bis 300 Mio. Euro auszuweiten. Zusammen mit Laufaron wird für 2004 ein Umsatz von rund 68 Mio. Euro angestrebt, der bis 2007 auf über 80 Mio. Euro steigen soll.

Steigende Nachfrage in den ersten Monaten 2004 stimmt optimistisch

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die Verwaltung eine sich wieder belebende Inlandskonjunktur und davon ausgehende Impulse für die Entwicklung der Branche sowie die PONACHEM-Gruppe. Im Vergleich zum Jahr 2003 erwartet der Vorstand unter vorsichtig optimistischen Annahmen eine überdurchschnittlich positive Umsatz- und Ergebnisentwicklung.

Nach dem Jahreswechsel hat die Nachfrage nach den im Hamburger Werk hergestellten PE-Compounds wieder angezogen. Der Standort in Bremen wird 2004 nicht weiter durch Restrukturierungskosten belastet sein und die Ergebnislage deutlich verbessern können. Zum jetzigen Zeitpunkt erwartet die Gesellschaft ein operatives Ergebnis von 1,5 Mio. EUR für das Gesamtjahr.

3.) Bewertung der PONACHEM-Aktie

Nach Kursanstieg noch „Fantasie-Reserven“ für die Zukunft

Mit den für das Geschäftsjahr 2003 vorgelegten Zahlen einer Gesamtleistung von 54,3 Mio. EUR und einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 4,1 Mio. EUR konnten die Plandaten für den Berichtszeitraum deutlich übertroffen werden. Erwartet wurde im vergangen Jahr eine Gesamtleistung im Bereich von rund 53 Mio. EUR bei einem EBIT von „nur“ 1,8 Mio. EUR.

In der untigen Tabelle wurde die anlässlich des Listings der PONACHEM-Aktie genannte Prognose aus dem Business-Plan um die zu erwartenden Effekte aus der Übernahme der Laufaron AG mit Wirkung zum 1. Januar 2004 ergänzt. Wie bereits in unserer damaligen Analyse ausgeführt, handelt es sich bei den Plandaten lediglich um die geplante organische Weiterentwicklung. Effekte aus den weiteren noch zu erwartenden Akquisitionen, die im Ziel in den nächsten drei bis vier Jahren ein Umsatzvolumen von 250 bis 300 Mio. EUR bei der Gesellschaft generieren sollen, sind hier nicht berücksichtigt.

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Umsatz	67,9	72,5	76,4	81,1	84,2
Rohertrag	13,9	15,4	16,9	18,9	20,4
Rohmarge	20,5%	21,2%	22,1%	23,3%	24,2%

Quelle: Planung der Gesellschaft für die Jahre 2003 bis 2008 inkl. Laufaron AG (in Mio. Euro)

Die im Branchenvergleich mit 5 Prozent p.a. vergleichsweise moderate Wachstumsrate beim Umsatz erscheint nach unserer Einschätzung daher realistisch und erreichbar. Insgesamt ist die prognostizierte künftige Umsatz- und Margenentwicklung als eher zurückhaltende Einschätzung zu werten. Mögliche Synergien bzw. Margenverbesserungen aus der Laufaron-Akquisition sind ebenfalls nicht berücksichtigt, da diese zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer bezifferbar sind.

Die Verbesserung der Rohertragsmarge in der PONACHEM-Gruppe von erwarteten 20,5 Prozent im laufenden Geschäftsjahr auf 24,2 Prozent im Jahre 2009 ist von verschiedenen Prämissen abhängig. Dabei handelt es sich um eine 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.

Ab 2004 Netto-Ergebnis im positiven Bereich geplant

Auf der Ergebnisseite erwarten wir (ebenfalls ohne Berücksichtigung weiterer Akquisitionen) vor dem Hintergrund der einleitend beschriebenen Prämissen sowie den zu erwartenden Effekten aus der Fortführung des in Umsetzung befindlichen Kostenoptimierungsprogramms und als eher gering einzustufenden Folgeinvestitionen die folgende Entwicklung:

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
EBITDA	5,1	6,6	7,6	9,2	10,2
EBIT	1,2	2,3	3,3	4,9	7,1
Ergeb. vor Steuern	0,78	1,91	2,6	3,6	5,7
Netto-Ergebnis	0,51	1,24	1,7	2,4	3,7

Quelle: Schätzungen GSC Research auf Basis von Planung der Gesellschaft (in Mio. Euro)

Ausweislich dieser Zahlen soll sich die EBITDA-Marge von 7,5 Prozent im laufenden Jahr bis 2008 auf 12,1 Prozent verbessern. Die EBIT-Marge verbessert sich im Planungszeitraum von noch sehr geringen 1,3 Prozent im laufenden Jahr auf 8,4 Prozent in 2008. Analog soll sich die Nettorendite von 0,7 auf 4,4 Prozent verbessern.

Nach dem Auslaufen des Gewinnabführungsvertrags mit der Pongs&Zahn AG per 31.12.2003, der eine steuerliche Organschaft und damit die Nutzung der Verlustvorträge bei der Muttergesellschaft ermöglichte, erwarten wir ab dem laufenden Jahr eine Steuerquote von 35 Prozent.

Ergebnis je Aktie dürfte mittelfristig deutlich zulegen

Wie bereits in unserer letzten Analyse ausgeführt, ergibt sich bei der Errechnung des Ergebnisses je Aktie eine Besonderheit. Die Großaktionäre Pongs&Zahn AG (42,67%) und der PCM GmbH (24%) haben bis einschließlich des Geschäftsjahres 2007 auf eine Gewinnbeteiligung verzichtet. Dieser Verzicht bezieht sich auf 12,5 der insgesamt 19,25 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 dies aber viele Anlegern so, zumal das tatsächliche anteilige Ergebnis vielfach erst im Fall einer möglichen Dividendenzahlung wirklich als relevant angesehen wird.

Daher behalten wir unsere Betrachtungsweise bei und nennen 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 aktuellen Börsenkurses von 1,95 Euro je PONACHEM-Aktie errechnet.

	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
„Einheits-Erg.”	*0,03 €*	*0,06 €*	*0,09 €*	*0,12 €*	*0,19 €*
Ergebnis je Aktie	0,07 €	0,18 €	0,25 €	0,35 €	0,40 €
„Einheits-KGV“	*74,3*	*30,3*	*22,1*	*15,9*	*10,2*
KGV	26,0	10,6	7,8	5,6	4,9

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis des Businessplans der Gesellschaft für die Jahre 2004 bis 2009 zzgl. Schätzung GSC Research nach Laufaron-Übernahme

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 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 Prognosezeitraum nicht zu erratischen Entwicklungen bezüglich der weltweiten konjunkturellen Großwetter-

lage 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.

Ölpreis sollte nicht über-, aber auch nicht unterschätzt werden

Inwieweit sich der in den vergangenen Monaten zu beobachtende Anstieg der Rohölpreise, sich nachhaltig verfestigt und zu einer langfristigen Verteuerung beim Bezug der Rohstoffe führen wird, ist derzeit nicht mit der nötigen Sicherheit zu prognostizieren. Zwar muss insgesamt durch ein Anziehen der Konjunktur in den USA und die Fortsetzung des starken Wachstums in Fernost längerfristig mit einer Verteuerung von Rohstoffen und damit auch von Rohöl gerechnet werden.

Die aktuell zu beobachtenden Ausschläge sind aber auch getrieben durch die Angst vor Terroranschlägen sowie Verunsicherungen im Markt über die tatsächlich noch vorhandenen weltweiten Rohölreserven. Erinnert sei in diesem Zusammenhang auf den Fall RoyalDutch/Shell. Dort mussten einige Vorstandsmitglieder den Hut nehmen, weil die Reserven im Konzern um 20 Prozent zu hoch beziffert wurden.

Insgesamt sollten PONACHEM-Aktionäre und in anderen Firmen der Branche investierte Anleger genau beobachten, inwieweit die gestiegenen Rohstoffpreise an die Kunden weitergegeben werden können und welche positiven oder negativen Einflüsse auf die Margen sich ergeben.

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 in eine Umsatzgrößenordnung von 250 Mio. Euro vorzustoßen, um europaweit zu den TOP drei Anbietern der nicht-integrierten Compound-Industrie aufzuschließen. In einem ersten Schritt soll schnellstmöglich als Zwischenmarke ein Umsatzvolumen von 100 bis 150 Mio. Euro erreicht werden.

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 200 bis 250 Mio. Euro in 2007, die auch unter Einbeziehung externer Wachstumsschritte erreicht werden soll, ergibt sich eine Differenz von 135 bis 185 Mio. Euro gegenüber den Planzahlen. Anders gesagt: Um die eigenen Umsatzziele zu erreichen, muss PONACHEM mehrere Firmen übernehmen, die jeweils genauso groß wie PONACHEM 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. Je nach Finanzierung des anorganischen Wachstums wird dies analog zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung positiv auf das Ergebnis je Aktie der PONACHEM wirken.

Allerdings ist hierbei der Verwässerungseffekt durch die gezahlten Kaufpreise zu berücksichtigen, der das Ergebnis je Aktie geringer steigen lassen wird.

Mögliche Risiken für weitere Entwicklung

Die für PONACHEM relevanten Risiken haben sich seit unserer Erststudie im Herbst 2003 im Wesentlichen nicht verändert. Dennoch seien auf diese hier ein weiteres Mal hingewiesen. Als Hauptrisiko, dem die PONACHEM-Gruppe ausgesetzt ist, sehen wir dabei die Abhängigkeit der Gesellschaft von einzelnen Zulieferern auf der einen und bestimmten Schlüsselkunden auf der anderen Seite.

Die Verwaltung hat in diesen Bereichen Maßnahmen zur weitgehenden Minimierung dieser Risikofaktoren ergriffen. Genannt seien hier langfristige Bezugs- und Lieferverträge mit Schlüsselkunden und -lieferanten sowie ein möglichst breites Kundenspektrum zur Vermeidung übermäßiger Abhängigkeiten von einzelnen Kunden bzw. Branchen. Dennoch kann ein zumindest partielles Ausfallrisiko nicht vollständig ausgeschlossen werden.

Ein weiterer Bereich, der nach unserer Einschätzung Risiko und Chance zugleich beinhaltet, ist der Konzentrationsprozess bei den „Big Playern" der Branche. Auf der einen Seite werden die Geschäftschancen der kleinen Anbieter im Mengengeschäft durch wesentliche geringere Herstellungspreise bei den Multis immer weiter reduziert, auf der anderen Seite ergeben sich Chancen in den Rand- und Nischenbereichen.

Gemeint sind hier Geschäftsfelder, die nicht mit Großanlagen abgedeckt werden können und für die großen Marktteilnehmer von geringem Interesse sind. Ferner ist auch die Abgabe von Spezialitätengeschäft seitens der „Big Player" an unabhängige Compounder wie die PONACHEM-Gruppe denkbar. Ähnliche Tendenzen sind bereits seit Jahren im Öl- und Raffineriebereich zu beobachten.

Drittes zu beachtendes Risikofeld ist der vor dem Hintergrund des in der Branche üblichen sehr zyklischen Geschäftsverlauf sehr stark schwankende Liquiditätsbedarf des Unternehmens. Wenngleich die Gesellschaft derzeit nach eigenen Angaben über ausreichende Banklinien bzw. ausreichendes Sicherheitenpotential zur Erlangung derselben verfügt, darf dieser Themenbereich nicht aus dem Blickfeld verloren werden.

Vor dem Hintergrund der nach wie vor doch als eher zurückhaltend zu bewertenden Kreditvergabepolitik der Banken sind die bestehenden Überlegungen zur Aufnahme von Fremdkapital in Form von Anleihen über den Kapitalmarkt zu begrüßen. Die formellen Voraussetzungen hierfür wurden mit den Ermächtigungen zur Schaffung bedingter Kapitalien im Rahmen der außerordentlichen Hauptversammlung am 12. Februar 2004 geschaffen.

4.) Fazit

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

Die klare Spezialisierungs- und Nischenstrategie, die PONACHEM in der Kunststoff-Compound-Industrie verfolgt, ermöglicht ein relativ gut planbares und insgesamt auskömmliches Geschäft in einer interessanten Branche. Die genannten Planzahlen basieren auf dem Businessplan der Gesellschaft, ergänzt um erwartete Effekte aus dem Erwerb der Laufaron AG. Erstellt wurden diese seitens des Unternehmens anlässlich des letztjährigen Freiverkehrslistings auf der Grundlage einer umfassenden Analyse des Kundenbestandes, wobei lediglich das erwartete organische Wachstum in den kommenden Jahren berücksichtigt wurde.

Die hier zugrundegelegte jährliche Wachstumsrate von rund 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 laufende Jahr eine „schwarze Null“ und für 2005 ein Ergebnis von 0,07 Euro je Aktie erwartet.

Nach über 50 Prozent Kursanstieg kurzfristig kein weiteres Potenzial

Auf Basis des aktuellen Kurses von 1,95 Euro je Aktie ergibt sich ein 2005er-KGV von 30. Aufgrund des bestehenden Gewinnverzichts für 12,5 Millionen Aktien bis zum Jahre 2007 ergibt sich hingegen ein adjustiertes KGV von etwa 11 für 2005, das im Folgejahr wieder einstellig werden soll. Berücksichtigt werden muss, dass in den Planzahlen entgegen der erklärten Wachstumsstrategie der Verwaltung keine Effekte aus zu erwartenden weiteren Akquisitionen enthalten sind.

Mit dem deutlichen Kursanstieg um 56 Prozent seit der Emission zum Preis von 1,25 Euro hat die PONACHEM-Aktie die Umsatz- und Ergebnispotenziale der Laufaron-Akquisition bereits eingepreist. Zugleich nimmt die aktuelle Bewertung der Aktie eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen im laufenden Jahr sowie eine nachhaltige Ergebnissteigerung in 2005 vorweg. Kurzfristig sind daher kaum weitere Kursgewinne zu erwarten.

Langfristiges Potenzial muss durch erfolgreiche Zukäufe erarbeitet werden

Um wie vom Management geplant schnellstmöglich unter die TOP 3 der unabhängigen Compounder in Europa vorzustoßen, sind Akquisitionen in erheblichem Umfang erforderlich. So ergibt sich auf der Umsatzseite eine Differenz zwischen 15 und 65 Mio. Euro gegenüber den Planzahlen, beim Ergebnis – gleich bleibende Margen unterstellt – zwischen etwa 1,5 und 4 Mio. Euro.

Gelingt es PONACHEM, die ehrgeizeigen Ziele durch weitere erfolgreiche Übernahmen zu untermauern, so kann sich das Unternehmen dadurch zusätzliches Kurspotenzial für die eigene Aktie erarbeiten. Da aus heutiger Sicht weder Zeitpunkt noch Volumen der nächsten Akquisitionen und die resultierenden Verwässerungseffekte bekannt sind, stellt die Aktie bei Kursen um 2 Euro auch für sehr langfristig denkende Investoren maximal eine Halteposition dar.

Kommt es hingegen nochmals zu stärkeren Rücksetzern in den Bereich von 1,60 bis 1,70 Euro, so ist die Aktie als Beimischung für spekulative Langfristanleger interessant. Anleger sollten bei Dispositionen mit Limitierungen arbeiten, da die Handelsliquidität zeitweise sehr gering ist.

Quellenverzeichnis

Businessplan und weitere Unterlagen der PONACHEM AG

Entwurfsversion Jahresabschluss 2003 der PONACHEM AG

Verkaufsprospekt der PONACHEM AG

HV-Bericht GSC Research vom 14.02.2004

Verband der Kunststofferzeugenden Industrie e.V. (www.vke.de)

Gesamtverband der kunstoffverarbeitenden Industrie e.V. (www.gkv.de)

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.