

Akt. Kurs (03.11.08, 11:41, Ffm): 4,40 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **6,00 (---) EUR**

Branche: Papier
Land: Kanada
ISIN: CA34958R1010
Reuters: FTP.F
Bloomberg: LII:GR

Kurzportrait

Fortress Paper Ltd. ist ein führender internationaler Hersteller von Sicherheits- und anderen Spezialpapieren.

Executive Summary

Führender Hersteller von Sicherheits- und Spezialpapieren. Fortress Paper ist ein führender Hersteller im Bereich der Erstellung von Sicherheits- und Spezialpapieren. Das Unternehmen betreibt mit der LandQart Mill in Landquart in der Schweiz (Kanton Graubünden) und der Dresden Mill im deutschen Heidenau (Nähe Dresden) zwei Papierfabriken. Insgesamt rund 350 Mitarbeiter finden in den beiden Werken derzeit Beschäftigung.

Exklusiver Anbieter als Lieferant des Schweizer Franken. Das Schweizer Werk LandQart ist spezialisiert auf sogenannte Sicherheits- und Spezialpapiere. Dazu zählen insbesondere Banknoten, aber auch Pässe, Visa, Lotterien und Bahn-Tickets. Im Bereich Banknoten ist LandQart einziger Anbieter von Papier für den Schweizer Franken und in diesem Bereich bereits seit 1979 aktiv. Seitens der Schweizer Notenbank ist geplant, dass die Eidgenossen schon ab 2010 ihre Geldbörsen mit neuen und mit höheren Sicherheitsmerkmalen ausgestatteten Scheinen befüllen können. Als exklusiver Lieferant des Schweizer Frankens wird Fortress Paper von diesem auch margenmäßig sehr interessanten Auftrag stark profitieren.

Dominierende Marktstellung bei boomenden Vliestapeten. Das Werk in Heidenau bei Dresden ist auf die Herstellung sogenannter „ungewebter Duplex-Vliestapeten“ spezialisiert und hier klarer Marktführer. Im Jahr 2007 belief sich der Marktanteil von Fortress Paper bei Vliestapeten in Deutschland auf ca. 80 Prozent. Die geplante Produktion von Vliestapeten auch am Standort Landquart soll diese Position in Zukunft weiter festigen. Trotz bereits hoher Steigerungsraten in der Vergangenheit wird sich der weltweite Bedarf für Vliestapeten nach Schätzungen des Fortress-Managements auch in Zukunft weiter erhöhen. Wurden 2007 rund 63.000 Tonnen Vliestapeten nachgefragt, sollen es 2010 bereits mehr als 110.000 Tonnen sein.

Kapazitätserweiterungen in beiden Werken. Mit den aktuell vorhandenen Produktionskapazitäten kann Fortress Paper der deutlich gestiegenen Nachfrage nach Banknoten nicht nachkommen. Aber auch dem rasant steigenden Verlangen des Marktes nach Tapetenvliesen kann das Unternehmen derzeit nicht Rechnung tragen. Eine „Buy- or Build“-Entscheidung dürfte noch in diesem Jahr fallen. Bei beiden Szenarien ist noch die Finanzierung offen. Vor dem Hintergrund der soliden Bilanzstruktur (Netto-Cashposition von 7,2 Mio. Euro per 30.6.) gehen wir davon aus, dass Fortress allein durch eine Anhebung der Fremdkapitalquote auf 30 bis 40 Prozent der Bilanzsumme zusätzliche Mittel in Höhe von gut 30 Mio. Euro generieren und so einen Großteil der benötigten Investitionssumme aufbringen könnte.

Aktie mit 2008er KGV von 5,9 auch bei vorsichtigen Prämissen günstig bewertet. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem Umsatzplus von gut 27 Prozent und einem mehr als verdoppelten Jahresüberschuss. Dass der Gewinn je Aktie „nur“ um 56 Prozent zulegt, liegt an der durch das IPO im Juni 2007 erhöhten Aktienzahl. Mit einem aktuellen KGV von 5,9 ist Fortress im Vergleich zur Peer Group (KGV 9,2) unterbewertet; auch unser DCF-Modell signalisiert deutliches Potenzial. Selbst unter Berücksichtigung eines Bewertungsabschlags aufgrund gewisser Handicaps für die deutsche Anleger, die aber sukzessive beseitigt werden sollen, eröffnet das Papier erhebliches Potenzial. Wir stufen die Fortress-Aktie daher als Kauf mit Kursziel 6 Euro ein.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,71 €	3,44 €
Aktueller Kurs:	4,40 €	
Aktienzahl ges.:	10.308.300	
Streubesitz:	67,2%	
Marktkapitalis.:	45,4 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	33,5	91,4	116,4	136,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	-2,4	6,7	10,4	13,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	-3,5	3,3	7,7	9,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	-1,73	0,48	0,75	0,96
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	9,2	5,9	4,6
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Mag. Roland Pumberger

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

r.pumberger@gsc-research.de

1.) Das Unternehmen

Führender Nischenplayer in Sachen Papier

Fortress Paper ist ein führender Hersteller im Bereich der Erstellung von Sicherheits- und Spezialpapieren. Das Unternehmen betreibt zwei Papierfabriken: die LandQart Mill in der Schweiz und die Dresden Mill in Deutschland. Insgesamt rund 350 Mitarbeiter finden in beiden Werken derzeit Beschäftigung.

Mit einer jährlichen Produktionskapazität von knapp 65.000 Tonnen (Stand: 2007) ist Fortress Paper nur ein kleiner Mitstreiter am internationalen Papiermarkt. Mit seinen qualitativ hochwertigen Produkten genießt das Unternehmen aber einen sehr guten Ruf am Markt und ist ein erfolgreicher Nischenplayer.

Als eigenständiges Unternehmen operiert Fortress Paper seit August 2006. Damals ging das Werk LandQart mit Sitz in Landquart (Kanton Graubünden/Schweiz) zusammen mit der Schwestergesellschaft Dresden Papier GmbH im ostdeutschen Heidenau vom US-Konzern Mercer International zur Fortress Paper Ltd. über.

Firmiert als Deutsch-Schweizer Firma investorenbedingt als kanadische Ltd.

Gegründet wurde Fortress Paper Ltd. mit Hilfe einer Kombination aus einer gesicherten Convertible Note, Vorzugsaktien und Schuldenaufnahme (Gesamtwert 35,2 Mio. CAD bzw. umgerechnet damals 24,6 Mio. Euro). Im Anschluss an die Übertragung erfolgte eine erste Equity-Investition in Höhe von 9,8 Mio. CAD bzw. 6,85 Mio. Euro durch den heutigen Chief Executive Officer (CEO) Chadwick Wasilenkoff und eine Gruppe von privaten Investoren, größtenteils aus Kanada.

Dies ist auch der Grund, warum Fortress als eigentlich Deutsch-Schweizer Unternehmen und operativen Aktivitäten überwiegend in Europa als kanadische Gesellschaft firmiert. Bisher berichtete Fortress Paper ausschließlich auf englisch und meldete seine Zahlen in CAD. Künftig will der Konzern aber verstärkt Investoren im deutschsprachigen Raum ansprechen und hat uns daher versprochen, seine Meldungen künftig auch auf deutsch sowie die gemeldeten Kennzahlen in Euro zu publizieren.

Zur Vereinfachung der Beurteilung insbesondere von aktienbezogenen Kennzahlen haben wir uns daher entschieden, in dieser Studie alle Umsatz- und Ergebnisgrößen auf Basis eines Kurses von 1,59 CAD/EUR (Stand: 30.10.2008) in Euro umzurechnen.

Seit Juni 2007 an der Börse, seit 25. August 2008 auch in Frankfurt

Am 28. Juni 2007 gab Fortress Paper Ltd. die erfolgreiche Platzierung von 5.000.000 Aktien zu einem Ausgabekurs von 8,00 CAD (damals 5,53 Euro) pro Aktie bekannt. Der Gesamterlös aus dem Börsengang belief sich damit auf 40 Mio. CAD bzw. umgerechnet 24,3 Mio. Euro. Am selben Tag begann der Handel an der Toronto Stock Exchange unter dem Symbol "FTP". Das versicherungstechnische Syndikat bestand aus RBC Dominion Securities Inc. und TD Securities Inc. als Co-Lead Underwriter und Raymond James Ltd.

Seit dem 25. August 2008 ist die Aktie der Fortress Paper Ltd. mit einem Dual Listing auch im Open Market (Freiverkehr) der Frankfurter Wertpapierbörse unter dem Symbol "LII" bzw. der Wertpapier-Kennnummer AOMWAX notiert. Die Erstellung eines Wertpapierprospektes und ein Wechsel in den Geregelteten Markt sind bereits in Vorbereitung.

CEO hält 22,3 Prozent der ausstehenden Aktien

Als Chief Executive Officer (CEO) und gleichzeitig Präsident sowie Director von Fortress Paper fungiert seit August 2006 Chadwick Wasilenkoff, zugleich auch Hauptaktionär des Unternehmens. Einschließlich Optionen besitzt Chadwick Wasilenkoff 22,3 Prozent der sich im Umlauf befindenden voll verwässerten Aktien.

Wasilenkoff hat ein Bachelor of Arts von der University of British Columbia und war vor seinem Eintritt im Zeitraum 2004 bis 2006 CEO und Geschäftsführer beim unabhängigen Private-Equity-Investor Titan Uranium Exploration Inc. Von Oktober 2002 bis Januar 2004 war er als unabhängiger Private-Equity-Investor tätig nachdem er bereits von 1997 bis 2002 als Investmentberater und Finanzplaner bei Canaccord Capital Corp. beschäftigt war.

Das Werk Landquart

Die Fortress Paper Ltd. unterhält wie bereits erwähnt zwei Standorte. Davon ist einer im Schweizer Landquart im Kanton Graubünden/ angesiedelt (siehe Bild rechts).



Quelle: Fortress Paper

Die Anfänge des Unternehmens reichen bis ins Jahr 1872 zurück, als Hämmerli und Henggeler beschlossen, am Mühlbach in Igis eine Papierfabrik zu bauen. Das Fundament für das heutige Werk wurde vor 52 Jahren gelegt.

Spezialisiert ist das Werk Landquart auf sogenannte Sicherheits- und Spezialpapiere. Dazu zählen insbesondere Banknoten, aber auch Pässe, Visa, Lotterie- und Bahntickets. Im Bereich Banknoten ist Landquart einziger Anbieter von Papier für Banknoten in der Schweiz und in diesem Bereich bereits seit 1979 aktiv. Zudem ist das Werk einer von nur neun autorisierten Lieferanten für den Euro, wobei mittlerweile für sechs Länder Euro-Banknoten geliefert werden.

Spezialpapiere für grafische und technische Anwendungen

Neben Banknoten und Sicherheitspapieren produziert das Werk in Landquart auch mehrere Spezialpapiere für grafische und technische Anwendungen. Das Grafik-Segment umfasst Papier beispielsweise für Kunstbücher, Gruß- und Visitenkarten, Briefpapier und Papier mit Wasserzeichen. Letztere Anwendung nutzt das LandQart-Wasserzeichen Know-how aus der Abteilung Sicherheit.

Zu den technischen Produkten zählen unter anderem Papiere für Landkarten, öl- und fettresistente Lebensmittelverpackungen sowie Fotopapiere. Letztere sind temperatursensitive und tintenresistente Papiere, die für medizinische und industrielle Anwendungen genutzt werden.

Das Werk in Heidenau bei Dresden

Neben dem Werk in der Schweiz unterhält Fortress mit der Dresden Papier GmbH („Dresden Mill“) auch ein Werk in Deutschland. Das Unternehmen hat seinen Standort in Heidenau im Bundesland Sachsen in unmittelbarer Nähe der Landeshauptstadt Dresden am linksseitigen Ufer der Elbe und verfügt man über insgesamt 26 Hektar an Produktionsflächen (*siehe Bild rechts*).



Quelle: Fortress Paper

Die Papiererzeugung in Heidenau hat eine ähnlich lange Tradition wie in Landquart und reicht bis in das Jahr 1888 zurück. Seit seiner Gründung beschäftigt sich das Unternehmen mit der Produktion von hochwertigen Druckpapieren. Heute ist die Dresden Mill ist auf die Herstellung sogenannter „ungewebter Duplex-Vliestapeten“ spezialisiert, die in erster Linie auf dem europäischen Markt verkauft werden.

Erfolgreiche Fokussierung auf attraktive Nischen im Papiermarkt

Mit den Segmenten „Sicherheitspapiere“ und „Vliestapeten“ hat sich Fortress innerhalb des Papiermarktes auf zwei vergleichsweise kleine, dafür aber wachstumsstarke Segmente mit hohen Markteintrittsbarrieren fokussiert. Durch diese Strategie ist es Fortress in den vergangenen Jahren gelungen, stärker als der Gesamtmarkt zu wachsen und überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Im Folgenden erläutern wir auf das Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie die Entwicklungen und Trends in den einzelnen Geschäftsbereichen.

2.) Markt und Marktumfeld

Mit Fokus auf Banknoten und Sicherheitspapieren sowie Vliestapeten in attraktiven Nischen des Papiermarkts aktiv

Über seine beiden Werke ist Fortress in zwei Nischenmärkten aktiv. Während sich das Werk LandQuart auf Sicherheitspapiere wie Banknoten, Pässe und Bahn-Tickets spezialisiert hat, ist die Dresden Mill vor allem im Bereich sogenannter ungewebter Duplex-Vliestapeten aktiv. Auf diese beiden Marktnischen gehen wir im Folgenden näher ein.

a) Banknoten: Höchste Ansprüche an Fälschungssicherheit

Bei Sicherheitsprodukten wie Banknoten spielt das Papier eine entscheidende Rolle. Denn über die Echtheit oder die Fälschung entscheidet der Griff und nicht der Aufdruck. Im Lauf der Jahre ist aus dem Herstellungsprozess in Landquart ein ausgeklügeltes Verfahren geworden. LandQart stellte schon immer Spezialpapiere her, wie beispielsweise hochwertige grafische Papiere – aber in letzter Zeit wurde vor allem in den Bereich der Sicherheitspapiere investiert.

In der heutigen Zeit sind in Bezug auf Sicherheit immer raffiniertere Merkmale notwendig, um Fälschern und Betrügern stets einen Schritt voraus zu sein. Eine erste Sicherheitsstufe umfasst dabei Eigenschaften, die visuell oder taktil ohne Hilfsmittel erkennbar sind. Hierzu gehören das Substrat, das Wasserzeichen, der Stahlstich-Tiefdruck, das Durchsichtregister, der eingebettete Sicherheitsfaden, optisch variable Druckfarbe („Optically Variable Ink“) und Hologramme, welche mittels Farbkopiergeräten nicht reproduziert werden können.

Eine zweite Sicherheitsstufe bilden Verfahren, die nur schwer zu kopieren, aber mit einfachen Hilfsmitteln nachzuweisen sind. Hierzu gehören nur mit einer Lupe lesbare Mikroschrift und fluoreszierende bzw. phosphoreszierende Muster, die mit einem UV-Prüfgerät nachgewiesen werden. Für maschinelle Prüfungen durch Sortiermaschinen oder Einzahlungsgeräte (z.B. Verkaufsautomaten) gibt es darüber hinaus unsichtbare Sicherheitsmerkmale, die entweder als Bestandteil des Substrats oder der Druckfarben eingebracht werden. Hierzu gehören die physikalisch messbaren Eigenschaften des Sicherheitsfadens oder der Druckfarben.

Die höchste Sicherheitsstufe verwendet Materialien, deren Zusammensetzung und Nachweisverfahren nur dem Hersteller und der Zentralbank bekannt sind. Als Beispiel sei hier der Schweizer Franken erwähnt: Dieser hat bekanntlich den Ruf, die weltweit sicherste Währung zu sein. Nicht ohne Grund: So sind in den Banknoten 36 offene und versteckte Funktionen implementiert. Mehr als die Hälfte davon sind in das Papier selbst eingebettet.

In diesem Zusammenhang investiert Fortress Paper erhebliche Mittel in Forschung und Entwicklung in dem Bemühen, ständig neue Produkt-Features für seine Kunden bereitstellen zu können. Die Regierungen sind dabei direkt an der Festlegung der Standards der notwendigen Schutzmechanismen beteiligt.

Markt für Banknoten: Streng vertraulich!

Weltweit werden pro Jahr rund 150.000 Tonnen Banknoten produziert. Allerdings gibt es hierzu keine exakten Daten, da Vertraulichkeit in dieser Branche naturgemäß oberstes Gebot ist. Von diesen rund 150.000 Tonnen fällt mit rund 40.000 Tonnen gut ein Viertel auf die Region China, etwa 12.000 bis 15.000 Tonnen betreffen die USA. Beide Märkte werden vom Fortress-Management als geschlossene Märkte angesehen. Der Vorstand ist aber offen für die Lizenzierung einzelner Sicherheitsmerkmale.

Fortress Paper selbst produziert jährlich über 2.500 Tonnen Banknoten und ist damit für rund 7 bis 9 Prozent der gesamten Euro-Banknoten verantwortlich. Die größten Wettbewerber produzieren zwischen 10.000 und 15.000 Tonnen pro Jahr ->EURO?????. Das größte Unternehmen dabei ist De La Rue (GB), gefolgt von Geiseke Devriant (D), Crane & Co. (USA) mit Produktionsstätten in den USA und Schweden sowie Arjo Wiggins (F), die in Frankreich, Brasilien und den Niederlanden tätig sind.

Mit Ausnahme von De La Rue sind sämtliche genannten Unternehmen nicht an der Börse notiert.

Einführung des „ePass“ könnte neue Potenziale eröffnen

Am 13. Dezember 2004 beschloss der Rat der Europäischen Union auf Druck der USA, die Pässe der Mitgliedsstaaten gemäß dem US-Standard mit maschinenlesbaren biometrischen Daten des Inhabers auszustatten. Die vier zentralen Punkte derartiger Pässe sind die Verwendung von kontaktlosen Chips (RFID), die digitale Speicherung des Lichtbilds auf diesen Chips, wobei weitere Merkmale wie Fingerabdrücke oder Irismuster ergänzt werden können, die Verwendung einer definierten logischen Datenstruktur (Logical Data Structure, kurz: LDS) sowie ein Verfahren zur Verwaltung von digitalen Zugangsschlüsseln (Public Key Infrastructure, kurz: PKI).

Der Reisepass mit digital gespeicherten biometrischen Daten soll die Sicherheit des Dokumentes gegen Fälschung, Verfälschung und Missbrauch erhöhen. Mit der Einführung von ePässen ist es möglich, die Kontrollprozesse beim Grenzübertritt teilweise oder vollständig zu automatisieren. Durch geeignete Verfahren und Kombination von Personenvereinzelnung, Dokumentenechtheitsprüfung und biometrischer Inhaberverifikation können Reisende in Selbstbedienung entsprechend ausgestattete Kontrollpunkte passieren. Insbesondere das Kontrollpersonal von Flughafenbetreibern und Grenzschutzbehörden soll so entlastet und die Wartezeiten für Passagiere verringert werden.

Auch Fortress Paper hat den ePass in seinem Produktportfolio. Die Erprobung des Produkts läuft derzeit in mehreren Sicherheitsdruckereien und Staaten. Eigenen Angaben zufolge unternimmt die Geschäftsleitung große Anstrengungen, um einen Partner für einen Erstkontrakt zu gewinnen. Bislang war dieses Unterfangen jedoch noch nicht von Erfolg gekrönt, obwohl nach Angaben von Fortress Paper derzeit 22 Länder und Regierungen die ePass-Lösung testen.

Aus diesem Grund hat sich das Management bis Jahresende eine Deadline gesetzt: Sollte es bis dahin nicht gelingen, einen Referenzkunden für das Projekt „ePass“ zu gewinnen, will sich das Unternehmen auf Schadensbegrenzung konzentrieren.

Fortress durch hohe F&E-Investitionen bei Sicherheitspapieren gut positioniert

Entgegen dem allgemeinen Trend in Nordamerika ist Europa immer noch eine sehr "cash-basierte" Wirtschaft mit vielen Bar-Transaktionen. Dieser Umstand kombiniert mit der Tatsache, dass bedingt durch die stetige Erweiterung des Euro-Raumes immer mehr Euro-Banknoten in Umlauf gelangen, dürfte die Position von Fortress Paper auch in den kommenden Jahren weiter festigen.

Fortress-COO Alfonso Ciotola sieht die heutigen Kernkompetenzen vor allem im Wissen um Sicherheitsmerkmale, das dazu erforderliche geistige Eigentum, den globalen Verkauf und das Networking mit Technologie-Partnern. So bietet LandQart längst nicht nur Sicherheitspapiere, sondern ganze Sicherheitslösungen für Banknoten, Pässe, Checks, Transport-Tickets, Steuermarken oder Ausweise an.

Als einzige Fabrik außerhalb der EU kann LandQart diverse europäische Nationalbanken mit Papier für verschiedene Denominationen (Euro-Landeswährungen) beliefern. Aber auch außerhalb der Europäischen Union schwören Regierungsstellen und Notenbanken

auf die fälschungssicheren Produkte aus Landquart. Die Firma gehört weltweit zu den führenden Anbietern in einem Markt, dessen Potenzial von Experten auf jährlich 500 Milliarden Dollar veranschlagt wird.

Nach Angaben des Unternehmens war die Nachfrage nach fälschungssicherem Papier noch nie so groß wie heute. Von Vorteil für Fortress ist dabei, dass die Markteintrittsbarrieren aufgrund der hohen Anforderungen an Sicherheitspapier sehr hoch sind.

Marktrisiken im Geschäftsfeld Sicherheits- und Spezialpapiere

Auch das Geschäftsfeld Sicherheits- und Spezialpapiere ist trotz seiner langen Tradition und der Stetigkeit des Geschäfts von gewissen Risiken behaftet. So könnte es durch die steigende Bedeutung bargeldloser Zahlungssysteme zu einem geringeren Bedarf an Banknoten kommen. Ferner könnte es zu einer unerwartet schnellen Umstellung der Banknotenproduktion von Baumwolle auf Polymere kommen. Dies wiederum würde sehr schnell zu einem verschärften Wettbewerb um baumwollbasierte Banknoten führen und sich damit negativ auf die Gewinnmargen auswirken.

Die von Fortress Paper hergestellten Banknoten für die Schweiz und den Euroraum bestehen wie in vielen anderen Ländern immer noch aus Papier bzw. aus reiner Baumwolle. Grundsätzlich können allerdings auch andere Materialien verwendet werden wie beispielsweise Kunststoffe oder Polymere. Derartige Banknoten finden sich in Europa nur in Rumänien und in Nordirland. Außerhalb Europas sind Polymer-Banknoten vor allem in tropischen und subtropischen Ländern anzutreffen. Genutzt werden sie z.B. in Australien, Brasilien, China, Indonesien, Mexiko, Singapur, Taiwan, Thailand und Vietnam.

Banknoten aus Polymer haben den Vorteil einer längeren Haltbarkeit, sind allerdings in ihrer Herstellung teurer als Papiergeldscheine und können in einigen Fällen in vorhandenen Geldautomaten nicht verarbeitet werden. Hitzeeinwirkung kann sie beschädigen und bei Alterung werden sie spröde und können leicht zerreißen.

b) Vliestapeten: Große Vorteile gegenüber „herkömmlichen“ Tapeten

Als Vliestapete bezeichnet man einen seit Mitte der 1990er Jahre am Markt verfügbaren Wandbelag mit einem Trägermaterial aus einer besonders hochwertigen, dampfdiffusions-offenen Kombination von Zellulose und Textilfasern, die für einen strapazierfähigen Wandbelag sorgen.

Das Produkt ist sehr einfach zu verarbeiten und verfügt über eine Reihe von Materialeigenschaften, die es auch Heimwerkern leicht machen, einen Tapetenwechsel und spätere Renovierungen durchzuführen. So ist die Tapete einfach und in trockenem Zustand wieder zu entfernen und bietet zudem eine erhöhte Dimensionsstabilität. Das verhindert, dass beim Anbringen der Tapete durch die Dehnung des Materials unschöne Übergänge entstehen können.

Ein weiterer Pluspunkt ist die einfache Aufbringung der Tapete, da der Kleber nicht auf die Tapete selbst aufgetragen werden muss, sondern direkt auf die Wand aufgetragen werden kann. Zudem kann eine Vliestapete auch kleinere Risse im Putzuntergrund überbrücken. Bei den erhältlichen Oberflächen kann zwischen ganz glatten bis hin zu groben Prägemustern und bedruckten Fertigvliestapeten gewählt werden. Positiv ist auch der Umstand, dass eine Vliestapete nur schwer entflammbar ist

Rein optisch könnte man Vliestapeten – wenn es sich nicht um die ganz glatten Varianten handelt – durchaus mit geprägten Papiertapeten verwechseln. Denn auch hier gibt es zahlreiche Putz- und Floralstrukturen sowie Rauten-, Fischgrät-, Flecht- und Riffelmuster. Der Unterschied liegt aber wie bereits erwähnt im Trägermaterial.

Dresden Mill setzt auf weiteren Siegeszug der Vliestapeten

Noch vor einem Jahr umfasste das Produktportfolio des Werks in Dresden zusätzlich noch zwei weitere Arten von Tapeten. Neben den bereits angesprochenen Vliestapeten wurden auch sogenannte Simplex- und Duplex-Tapeten hergestellt. In beiden Fällen handelt es sich um dreidimensionale Papiertapeten, die sich allerdings in der Herstellungsweise unterscheiden.

Generell werden dreidimensionale Papiertapeten hergestellt, indem man eine bedruckte oder auch unbedruckte Papierbahn im trockenen Zustand einem Prägwalzensatz zuführt, der auf Grund seines tief gravierten oder tief geätzten Musters die Papierbahn unter Druck dreidimensional verformt. Simplex-Tapeten bestehen aus einer einzigen homogenen holzhaltigen oder holzfreien Materialschicht. Bei Duplex-Tapeten wird schon das Basismaterial von der Papierfabrik als Zweischichtmaterial („Duplexpapier“) angeliefert.

Diese so hergestellten Prägetapeten haben den großen Nachteil, dass sie keine tiefe Prägung zulassen. Da die Verformung im trockenen Zustand erfolgt, würde bei zu starker Tiefenbelastung das verformte Papier aufbrechen und seine innere Struktur stark beschädigt werden. Außerdem geht das dreidimensionale Aussehen nach dem Tapezieren und dem anschließenden Auftrocknen an der Wand bis zu 80 Prozent verloren.

All die genannten Gründe sorgten in den letzten Jahren dafür, dass derartige Tapeten immer mehr vom Markt verschwanden und von modernen Vliestapeten Schritt für Schritt abgelöst wurden.

Internationale Nachfrage nach deutschen Tapeten zuletzt im Aufwind

Im Jahr 2007 konnten die deutschen Tapetenhersteller den Gesamtabsatz um über 6 Prozent auf über 110 Mio. Rollen steigern, was insbesondere auf das enorme Mengenwachstum im Ausland zurückzuführen ist. Wichtigste Auslandsmärkte der deutschen Tapetenhersteller sind dabei nach wie vor Russland, Frankreich, die Ukraine und Großbritannien. Bemerkenswert ist aber auch der Zuwachs in China, wo fast eine Verdoppelung des Umsatzes erreicht werden konnte.

Gleichzeitig brachten höhere Durchschnittspreise der Branche einen noch stärkeren Umsatzanstieg auf insgesamt über 400 Mio. Euro. Stark auf dem Vormarsch waren – wohl aufgrund der oben genannten Produktvorteile – zuletzt insbesondere Vliestapeten. Diese machten in 2007 insgesamt mehr als 50 Prozent des Branchenumsatzes im Inland sowie über 40 Prozent des Umsatzes im Ausland aus und sind damit führend im Tapetenmarkt.

Im letzten Jahr konnte Fortress Paper ein großes Stück dieses Kuchens für sich vereinnahmen. Nach Firmenangaben betrug der Marktanteil bei Vliestapeten in Deutschland im Geschäftsjahr 2007 stolze 80 Prozent, wobei rund 50 Prozent der Jahresproduktion in diese Region wandern.

Vliestapeten zunehmend gefragt

Dieses Segment wird nach Einschätzung von Fortress weiter überproportional wachsen. Belief sich der weltweite Markt für Vliestapeten im Jahr 2007 nach Schätzungen des Fortress-Managements auf 63.000 Tonnen, sollen es 2010 bereits mehr als 110.000 Tonnen sein.

Bereits im Jahr 2006 war Fortress mit einem Weltmarktanteil von 27 Prozent im Segment Vliestapeten führend und will diesen Marktanteil bis 2010 auf 39 Prozent



Quelle: Fortress Paper

steigern. Nachdem Fortress Paper im Geschäftsjahr 2007 rund 25.000 Tonnen Vliestapeten produziert hatte, soll die Produktion bis 2010 bis auf 44.000 Tonnen hochgeschraubt werden.

Strategie-Frage: Duplextapetenvliese oder Spezialvliese?

Aktuell entfallen im Dresdner Werk etwa 75 Prozent der Gesamtproduktion auf Duplextapetenvliese mit einer Grammatur von 85 g/qm. Diese eher handelsübliche Güteklasse verschafft dem Unternehmen eine höhere Effizienz und klare Wettbewerbsvorteile. Die restlichen 25 Prozent der Produktion werden durch Spezialvliese bestimmt. Diese bieten zwar höhere Gewinnmargen und erfreuen sich großer Nachfrage, erfordern aber längere Produktionsläufe.

In diesem Zusammenhang bieten sich dem Fortress-Management zwei Strategien an: Zum einen könnte man durch eine weitere Verlagerung hin zur handelsüblichen Güteklasse die Erträge kurzfristig erhöhen und damit auch den Cashflow steigern. Größeres Interesse bekundet der Vorstand allerdings an der Strategie, die Spezialproduktion auszuweiten und dadurch über eine verbesserte Herstellungseffizienz eine langfristige Verbesserung der Gewinnmarge zu erzielen.

Kapazitätserweiterungen in beiden Werken in Arbeit

Mit den aktuell vorhandenen Produktionskapazitäten kann Fortress Paper der in den letzten Jahren deutlich gestiegenen Nachfrage nach Banknoten nicht nachkommen. Aktuell steht einer jährlichen Kapazität von 2.500 Tonnen eine Nachfrage von rund 5.000 Tonnen Papier gegenüber.

Aber auch dem rasant steigenden Verlangen des Marktes nach Tapetenvliesen kann das Unternehmen derzeit nicht Rechnung tragen. Dabei wurde bereits im zweiten Quartal 2008 die Produktion im Werk Dresden vollständig auf Vliese umgestellt und somit der Output deutlich gesteigert.

Dennoch übersteigt die derzeitige Nachfrage die Lieferkapazitäten von Fortress Paper in diesem Produktsegment. Deshalb wird die Herstellung von Vliesen derzeit auch auf der Papiermaschine 1 („PM1“) in Landquart getestet, um die Nachfrage in Zukunft besser befriedigen zu können. Eine solche Umstellung könnte der Vliesproduktion einen jährlichen Kapazitätzuwachs von etwa 6.000 Tonnen verschaffen, der aller Voraussicht nach ab 2009 teilweise realisiert werden kann.

Mit der Auslieferung von 450 Tonnen hat das Unternehmen in diesem Zusammenhang vier Testläufe zur Tapetenvliesproduktion auf der PM1 erfolgreich abgeschlossen. Qualitativ hätten die Produkte den Kunden entsprochen, einzig die Strichtrocknung müsse noch optimiert werden, hieß es vom Unternehmen. In großem Umfang soll die Produktion dann gegen Jahresende beginnen.

Sind die zusätzlichen Versuchsreihen von Erfolg gekrönt, könnte das Unternehmen damit nicht nur die Kapazitäten deutlich ausweiten, es könnten damit auch Spezialpapierprodukte mit geringeren Gewinnmargen ersetzt werden. Der gesamte Standort Landquart könnte damit seine EBITDA-Marge um rund 3 bis 4 Prozent verbessern und künftig und EBITDA-Margen im Bereich von 7 bis 8 Prozent erreichen.

Neben den Versuchen am Standort Landquart läuft aktuell ein weiteres Projekt, die Dresdner Maschinenkapazität im Laufe der nächsten zwei Jahre um gut 30 Prozent auszuweiten. Die erste Phase der Erhöhung der Maschinengeschwindigkeit wurde im Juli/August im Zeitraum von 10 Tagen abgeschlossen. Dadurch konnte die Produktionsgeschwindigkeit um 10 Prozent von bisher 300 auf nunmehr 330 Meter pro Minute erhöht werden. Die zweite Phase ist für August 2009 geplant und hat eine Steigerung der Geschwindigkeit auf 400 Meter pro Minute zum Ziel.

Kapazitätserweiterung über Neubau oder Akquisitionen kaum zu vermeiden

Dennoch dürfte auch diese Maßnahme allein nicht ausreichen, den Anforderungen des Marktes zu entsprechen. Über kurz oder lang wird sich das Unternehmen daher unserer Meinung nach gezwungen sehen, eine „Buy- or Build“-Entscheidung zu treffen – also den Kauf eines weiteren Werkes oder den Bau weitere(r) Maschine(n).

Beim vierteljährlichen Conference Call nannte die Geschäftsführung einige grobe Schätzungen zum Kapitalbedarf eines Bau-Szenaros. Demnach würde der Bau einer zweiten Papiermaschine in Dresden (einer kleineren Schrägsiebmaschine) mit einer jährlichen Kapazität von ca. 15.000 Tonnen etwa 40 Mio. Euro kosten, der Bau einer neuen Bankmaschine im Vergleich dazu mehr als 90 Mio. Euro verschlingen. Dagegen kostet ein Umbau der Landquarter PM1 etwa 30 Mio. Euro und der Kauf einer neuen Banknotenmaschine mindestens 70 Mio. Euro.

Was mögliche Übernahmen betrifft, so werden nach Angaben des Unternehmens derzeit Akquisitionsmöglichkeiten vornehmlich im europäischen Raum sowohl im Bereich der Duplextapeten-Rohpapiere als auch bei Sicherheitspapieren geprüft.

Bei beiden Szenarien ist noch die Finanzierung offen. Vor dem Hintergrund der bestehenden Netto-Cashposition von 11,5 Mio. CAD (7,2 Mio. Euro) per 30.06.2008 gehen wir davon aus, dass Fortress allein durch eine Anhebung der Fremdkapitalquote auf 30 bis 40 Prozent der Bilanzsumme zusätzliche Mittel in Höhe von 50 Mio. CAD bzw. gut 30 Mio. Euro generieren könnte.

Marktrisiken im Bereich Tapetenvliese

Die Verlagerung der Produktion hin zu derzeit vom Markt stark nachgefragten Tapetenvliesen bescherte Fortress Paper in den letzten Jahren deutlich steigende Umsätze und Erträge. Auch für die kommenden Jahre werden dem Sektor von Experten weitere deutliche Zuwachsraten zugetraut.

Allerdings gilt es unserer Meinung zu beachten, dass der Trend zu Vliestapeten künftig starken Schwankungen unterliegen und mögliche Veränderungen aktueller europäischer Designrends oder der Rückgang von Wohnungsbauprojekten und Renovierungen deutlich negative Auswirkungen auf das Geschäft haben könnten. Hinzu kommt, dass mögliche künftige Produktinnovation die Bedeutung von Vliestapeten am Markt deutlich reduzieren könnten.

Daneben besteht stets die Gefahr, dass die in der Branche aktuell hohen Gewinnmargen potentielle Konkurrenten anlocken. Ein in der Folge ausgeweitetes Angebot am Markt könnte den aktuellen Marktanteil mindern, auf die Margen drücken und in der Folge die Gewinnsituation nachhaltig belasten.

Ein weiteres Risiko sehen wir insbesondere in steigenden Aufwendungen für Rohstoffe, etwa für Zellstoff und synthetische Fasern. Der Preis dafür wird zu einem großen Teil von seitens des Unternehmens nicht beeinflussbaren Faktoren bestimmt, die Auswirkungen auf die Geschäftsergebnisse könnten aber von gravierender Bedeutung sein.

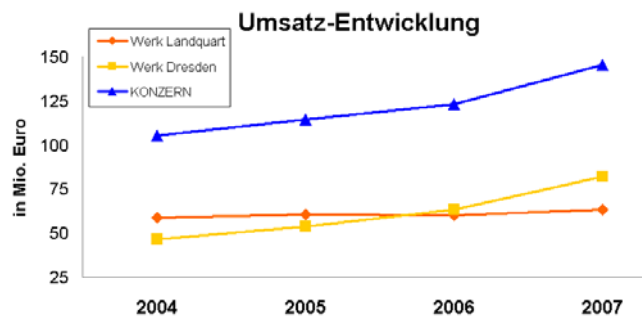
3.) Finanzen und Prognosen

Weiteres Wachstum im hochprofitablen Segment Tapetenvliese und Rückenwind durch neuen Schweizer Franken bei Sicherheitspapieren

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erzielte das Werk im schweizerischen Landquart Umsätze in Höhe von 39,8 Mio. Euro und war damit für knapp 44 Prozent der Gesamtumsätze des Konzerns verantwortlich. Den Hauptanteil erlöste mit 51,6 Mio. Euro, entsprechend einem Anteil von 56 Prozent, das deutsche Werk in Dresden.

Wie die nebenstehende Grafik zeigt, wurde damit in den letzten Jahren das Werk LandQart in seiner Stellung als einst größter Umsatzbringer des Konzerns vom deutschen Werk in Dresden abgelöst.

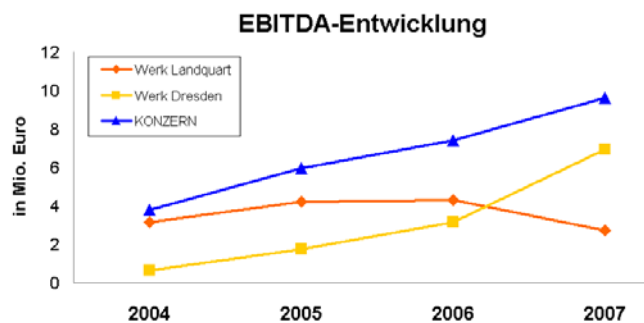
Möglich machten dies die schrittweise Verlagerung des Werks Dresden hin zu Vliestapeten und schrittweise Kapazitätserhöhungen. Beide Maßnahmen wirkten sich in den vergangenen Jahren spürbar positiv auf die Entwicklung der Gesamterlöse des Konzerns aus. Und blickt man auf die Zahlen des ersten Halbjahres 2008, so stellt man fest, dass sich dieser Trend sogar noch weiter verstärkt.



Dresdner Werk ist seit 2007 die „Cash Cow“ im Konzern

Was die Ertragsseite betrifft, so steuerte das deutsche Werk im abgelaufenen Geschäftsjahr mit 6,9 Mio. Euro knapp 72 Prozent zum EBITDA des Konzerns bei. Lediglich 2,7 Mio. Euro stammten aus dem Werk LandQart bzw. dem Segment Sicherheits- und Spezialpapiere.

Wie aus der rechts abgebildeten Grafik ersichtlich, war dies nicht immer so: Noch 2004 stammte mit über 85 Prozent der überwiegende Teil der Erträge (auf Basis des EBITDA) aus dem Sicherheits- und Spezialpapiere-Segment, also aus dem Schweizer Werk. Dieses Verhältnis hat sich in den letzten Jahren umgekehrt. So bewirkte die Schwerpunktverlagerung des Werks Dresden hin zu Vliestapeten eine deutlich verbesserte Profitabilität des Gesamtkonzerns.



Auf dem Weg dorthin musste das Dresdner Werk aber in den vergangenen Jahren einen massiven Wandel vollziehen. Noch im Geschäftsjahr 2006 machte der Anteil von Simplex- und Duplex-Tapeten mit einem Output von 21,2 Tonnen rund 59 Prozent der Produktion des Segments Tapeten und knapp 21 Prozent des Gesamt-Outputs des Unternehmens aus.

Zwei Jahre später hat sich der Produktmix bei Fortress Paper im Segment Tapeten deutlich verändert. Die Produktion von Simplex- und Duplex-Tapeten wurde schrittweise zurückgefahren und ist in diesem Jahr ganz ausgelaufen. Massiv vorangetrieben wird hingegen die Herstellung von Vliestapeten. Diese erfreuen sich aufgrund der erläuterten Produktvorteile gegenüber Tapeten der älteren Generation großer Nachfrage am Markt und werfen zudem hohe Gewinnmargen ab.

Diese Veränderung des Produktmixes war bei Fortress Paper in den letzten Jahren für die deutliche Steigerung der Profitabilität hauptverantwortlich. Noch vor wenigen Jahren bewegte sich das Werk Dresden am Rande des Abgrunds. Mit der Spezialisierung hin zu Vliestapeten konnte seither nicht nur der Turnaround geschafft werden, mit einem im ersten Halbjahr 2008 erzielten EBIT von 6,9 Mio. Euro bzw. einer EBIT-Marge von 18,9 Prozent ist die Dresden Mill heute hochprofitabel. Mit dieser jüngst gezeigten Performance stellt das Dresdner Werk den Schweizer Standort deutlich in den Schatten.

Der jüngste Ansatz, auch in Landquart teilweise Vliestapeten herzustellen, könnte künftig auch die Margen am Schweizer Standort wieder in die Höhe treiben und die Gewinnsituation positiv beeinflussen. Bis es soweit ist, müssen allerdings noch Testläufe auf der Papiermaschine „PM1“ in Landquart absolviert werden.

Einführung des neuen Schweizer Franken wird Rückenwind für 2009 bringen

Aber auch ohne die Produktion von Vliestapeten dürfte der Standort in Landquart schon bald wieder mit positiven Neuigkeiten aufwarten können. Der Grund liegt in der ab Januar 2009 anlaufenden Produktion neuer Banknoten für die Schweiz. Der Plan der Schweizer Notenbank sieht vor, dass die Eidgenossen schon ab 2010 ihre Geldbörsen mit neuen und mit höheren Sicherheitsmerkmalen ausgestatteten Scheinen befüllen können.

Dieser Umstand erklärt auch die im Geschäftsjahr 2008 bisher doch eher zurückhaltende Umsatz- und Ergebnisentwicklung des Werks in Landquart. Da die Schweizer Notenbank in diesem Jahr verständlicherweise die Tresore leert, um die „alten“ Banknoten noch unter die Leute zu bringen, produziert Fortress Paper in diesem Jahr nur etwa 40 Prozent der sonst üblichen Jahresmenge.

Ab dem nächsten Jahr startet dann allerdings die Produktion des neuen Schweizer Franken auf Hochtouren. Nach unserer Einschätzung dürften sich durch diesen Auftrag die Margen in Landquart in 2009 wieder auf einem deutlich höheren Niveau bewegen als in diesem Jahr, in dem sich Fortress Paper in seinem Schweizer Werk überwiegend mit der Herstellung von osteuropäischen Währungen beschäftigte, die allerdings nur geringere Margen bringen.

Gewinnsprung im ersten Halbjahr 2008 verzeichnet

Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2008 verzeichnete Fortress Paper Ltd. beim Umsatz eine Steigerung um rund 34 Prozent auf 62,2 (46,4) Mio. Euro. Zurückzuführen ist dies nach Unternehmensangaben auf deutliche Kapazitätserweiterungen in beiden Werken sowie auf die anhaltende Verlagerung des Dresdner Werks hin zu Vliestapeten. Dadurch konnte der Output in Summe um knapp 12 Prozent auf 29.100 (26.000) Tonnen Papierwaren erhöht werden.

Das operative Ergebnis (EBITDA) des Konzerns legte überproportional um 79 Prozent auf 8,1 (4,5) Mio. Euro zu. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte um 83 Prozent auf 6,7 (3,6) Mio. Euro verbessert werden. Die EBIT-Marge erhöhte sich damit im Berichtszeitraum von 7,9 auf 10,7 Prozent.

Mit 4,8 (1,8) Mio. Euro konnte das Konzernergebnis im ersten Halbjahr 2008 um 172 Prozent verbessert werden. Das dennoch mit 0,47 (0,48) Euro leicht rückläufige Ergebnis je Aktie resultiert ausschließlich aus der gegenüber dem Vorjahr deutlich höheren gewichteten Zahl an ausstehenden Aktien von rund 10,2 (3,7) Mio. Stück aufgrund des im Juni 2007 erfolgten Börsenganges.

Gute Halbjahreszahlen ausschließlich auf Dresden zurückzuführen

Mit 25,6 Mio. Euro entfielen im ersten Halbjahr 2008 rund 41 Prozent der Erlöse auf das Werk LandQart, die restlichen 59 Prozent wurden vom deutschen Standort in Dresden beigesteuert. Anders sieht die Ertragsverteilung aus. Nur knapp 13 Prozent des ausgewiesenen Betriebsergebnisses von 6,7 Mio. Euro stammt aus Landquart und somit aus dem Segment Sicherheits- und Spezialpapiere. Das Segment Tapeten steuerte mit 87 Prozent den deutlich überwiegenden Teil der Erträge im ersten Halbjahr 2008 bei.

Auch beim Ergebnis blieb das Schweizer Werk im ersten Halbjahr 2008 trotz eines um 24 Prozent auf 25,6 (20,7) Mio. Euro gesteigerten Umsatzes mit einem EBITDA von 0,99 (1,48) Mio. Euro rund ein Drittel hinter dem Vorjahreswert zurück. Die EBITDA-Marge war damit deutlich auf 3,9 (7,2) Prozent rückläufig.

Im zweiten Quartal 2008 kräftig gewachsen

Bei isolierter Betrachtung des zweiten Quartals 2008 konnte Fortress Paper den Umsatz im Vergleich zum Vorjahr sogar um knapp 39 Prozent auf 30,9 (22,3) Mio. Euro steigern. Das Werk in Landquart steuerte dazu 12,6 Mio. Euro bei, das Werk Dresden 18,3 Mio. Euro. Zurückzuführen sind die Erlössteigerungen nach Angaben des Unternehmens in erster Linie auf Kapazitätserweiterungen in beiden Werken sowie auf den verstärkten Fokus des Dresdner Werks auf nicht-gewebte Tapeten.

In Summe gelangten von April bis Juni 14.100 (Vj. 12.600) Tonnen Papierwaren zur Auslieferung, davon 4.500 (3.800) Tonnen Sicherheits- und Spezialpapiere aus dem Werk LandQart und 9.600 (8.700) Tonnen Tapeten aus dem Werk in Dresden.

Das EBITDA legte im zweiten Quartal 2008 überproportional um 43 Prozent auf 3,9 (2,7) Mio. Euro zu, das EBIT um 51 Prozent auf 3,2 (2,1) Mio. Euro. Die EBIT-Marge konnte damit auf 10,3 (9,5) Prozent verbessert werden. Beim Konzernergebnis weist das Unternehmen für das zweite Quartal 2008 einen Wert von 2,1 Mio. Euro aus, was einer Verdoppelung gegenüber den 1,1 Mio. Euro aus dem zweiten Quartal 2007 gleichkommt.

Auch hier war das Ergebnis je Aktie im Berichtszeitraum mit 0,21 (0,25) Euro aufgrund der gegenüber dem Vorjahr deutlich höheren gewichteten Zahl an ausstehenden Aktien von rund 10,2 (4,3) Mio. Stück rückläufig.

GSC Schätzungen

Obwohl sich das zweite Halbjahr 2008 aufgrund der konjunkturell doch deutlich angespannten Situation im Vergleich zum ersten Halbjahr als schwieriger erweisen dürfte, dürfte Fortress Paper unterm Strich das Geschäftsjahr 2008 mit einem deutlichen Gewinnanstieg abschließen können.

Demzufolge erwarten wir für 2008 Umsätze in Höhe von 116,4 Mio. Euro. Für das Betriebsergebnis (EBIT) gehen wir von einem Wert von 10,4 Mio. Euro aus, einhergehend mit einer EBIT-Marge von 9,0 Prozent. Nach Minderheiten sollte damit ein Konzernergebnis von 7,7 Mio. Euro oder 0,75 Euro je Aktie möglich sein. Von einer Aufnahme der Dividendenzahlung gehen wir vor dem Hintergrund der bestehenden Wachstums- und Investitionspläne derzeit nicht aus.

Im Geschäftsjahr 2009 dürften sich wohl auch für Fortress Paper die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen deutlich eintrüben; allerdings wird dem das Anlaufen des „neuen Schweizer Franken“ entgegen. Wir erwarten aus diesem Grund zwar ein Abflachen der Wachstumskurve, jedoch nur in begrenztem Ausmaß, und prognostizieren für 2009 einen Anstieg der Erlöse um 17,3 Prozent auf 136,5 Mio. Euro.

Für das Betriebsergebnis erwarten wir 13,6 Mio. Euro, was einem Anstieg der EBIT-Marge von geschätzten 9,0 Prozent in 2008 auf 9,9 Prozent im kommenden Jahr entspricht. Beim Ergebnis vor Steuern führt dies zu einem Wert von 13,3 Mio. Euro Nach Steuern und Minderheiten sollte aus unserer Sicht ein Konzernergebnis in Höhe von 9,9 Mio. Euro oder 0,96 Euro je Aktie erreichbar sein.

Für 2010 rechnen wir mit einem weiteren Umsatzanstieg auf 150,9 Mio. Euro, gehen vor dem Hintergrund der allgemeinen Konjunkturertrübung sowie eines Abflachens des Zusatz-Geschäfts aus der Einführung des neuen Schweizer Frankens von einem „nur“ konstanten Ergebnis vor Steuern aus. Durch eine etwas erhöhte Steuerquote im Zuge eines größeren Ergebnisanteils aus Dresden sowie die von uns unterstellte geringfügig höhere Aktienzahl bedeutet dies ein leicht ermäßigtes Ergebnis je Aktie von 0,93 Euro.

Beteiligung an iDcentrix: Stille Reserven zuletzt geschmolzen

Im Jahr 2007 hat Fortress Paper mit der in El Segundo (USA) ansässigen iDcentrix Inc. einen Marketing- und Vertriebspartner für den dortigen Vertrieb von Sicherheits-ID-Karten gefunden. President & CEO von iDcentrix ist Francine Dubois, die vor ihrem Eintritt bei iDcentrix als Vice President für Marketing-, Finanz-Cards & Services beim französischen Unternehmen Oberthur Card Systems tätig war und dort die Aufsicht über das strategische Marketing in Nord- und Südamerika hatte. In dieser Zeit schaffte es Francine Dubois, den Umsatz in dieser Region von 60 auf 600 Mio. US-Dollar auszubauen.

Im Laufe des Geschäftsjahres 2007 erhielt Fortress Paper für die Erteilung von kanadischen LQart-Rechten 3,5 Mio. Aktien der iDcentrix Inc., die damals noch nicht an der Börse notiert war. Weitere 6,5 Mio. iDcentrix-Aktien gingen im Januar 2008 für die Erteilung von exklusiven LQart-Rechten für die Vereinigten Staaten und Mexiko sowie nicht-exklusive Rechte für weitere Länder an Fortress über. Insgesamt hält Fortress Paper demnach heute 10 Mio. iDcentrix-Aktien, entsprechend einer Beteiligungshöhe von rund 32,2 Prozent. In den Büchern von Fortress stehen diese Aktien mit Null.

Im Geschäftsjahr 2007/08 (bis 31.1.) verbuchte iDcentrix bei einem Umsatz von 1,64 Mio. US-Dollar einen fast ebenso hohen Verlust von 1,68 Mio. US-Dollar bzw. 0,25 US-Dollar je Aktie. Während des ersten Quartals 2008 musste die Gesellschaft zudem zuvor nicht erfasste Equity-Verluste aus dem Geschäftsjahr 2007 in Höhe von 162 TEUR vermelden. Kurze Zeit später berichtete das Unternehmen über weitere Aufwendungen für Equity-Verluste in Höhe von 191 TEUR betreffend das Geschäftsjahr 2008.

Infolge dessen hat das Aktienpaket an iDcentrix in den letzten Monaten deutlich an Wert verloren. Nach einem Jahreshöchstkurs im April 2008 bei 1,50 US-Dollar notiert ein Anteilschein der iDcentrix Inc. mittlerweile nur noch bei 0,34 US-Dollar. Dementsprechend ist das Aktienpaket bei diesem Kurs rund 3,4 Mio. US-Dollar bzw. knapp 2,7 Mio. Euro wert, so dass Fortress hier theoretisch eine über stille Reserve in gleicher Höhe verfügt.

Allerdings sind die Perspektiven von iDcentrix für uns schwer einschätzbar. Im ersten Halbjahr (1.2. bis 31.7.) des laufenden Geschäftsjahres 2008/09 generierte iDcentrix ausweislich der SEC-filings jedenfalls keinerlei Umsätze, verbuchte jedoch einen Verlust in Höhe von 1,12 Mio. US-Dollar. Der verbliebene Cash-Bestand stellte sich per 31.7. auf 0,94 Mio. US-Dollar, was einen baldigen neuen Kapitalbedarf nahelegt.

Vor diesem Hintergrund beziehen wir mögliche positive Effekte aus der iDcentrix-Beteiligung vorsichtshalber nicht in unsere Bewertung mit ein.

4.) Bewertung

Sowohl Peer Group als auch DCF-Modell signalisieren eine Unterbewertung der Fortress-Aktie

Zur Bewertung von Fortress Paper greifen wir einerseits auf eine Peer Group aus „Close Comparables“ und dem durchschnittlichen Branchen-KGV zurück, zum anderen ziehen wir ein DCF-Modell heran.

Da es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das sowohl im Segment „Vliestapeten“ als auch im Bereich „Sicherheitspapiere“ tätig ist, haben wir Unternehmen mit Schwerpunkten in jeweils einem der beiden Bereiche ausgewählt. Neben A.S. Création (D) sind dies Walker Greenbank (GB) als börsennotierte Tapetenunternehmen auf der einen Seite und Orell Fuessli (CH) sowie De la Rue (GB) als Spezialisten für Sicherheitspapiere auf der anderen Seite.

Orell Fuessli ist zwar überwiegend im Verlagswesen und Buchhandel tätig, bedruckt aber auch die Schweizer Banknoten und ist damit in Teilbereichen mit Fortress vergleichbar. Während De la Rue (Umsatz 2008/09e: ca. 700 Mio. €) sich als Weltmarktführer im Bereich Sicherheitspapiere in einer anderen Größenliga bewegt, ist Orell Fuessli (Umsatz 2007: 258 Mio. €) nur etwas mehr als doppelt so groß wie Fortress. Von ihrer Größe her noch besser mit Fortress vergleichbar sind A.S. Création (Umsatz 2008e: 185 Mio. €) und Walker Greenbank (80 Mio. €). Außerdem ist Fortress über seine Tochterfirma Dresden Papier GmbH einer der Lieferanten von A.S. Création.

Peer Group trotz marktbedingt niedriger Bewertungsniveaus mit höherem KGV

Auf Basis der Konsensus-Gewinne für 2008 und des durchschnittlichen Branchen-KGVs einer Gruppe internationaler Papierunternehmen ergibt sich ein Durchschnitts-KGV von aktuell 9,2. Auf einen Größenabschlag haben wir wegen der insgesamt ähnlichen Größenverhältnisse der Vergleichsunternehmen verzichtet. Daraus resultiert in Verbindung mit dem von uns geschätzten Fortress-Gewinn von 0,75 Euro je Aktie als Zwischenwert ein fairer Wert von 6,93 Euro für die Fortress-Aktie.

Um die individuelle Ertragskraft von Fortress Paper mit zu berücksichtigen, haben wir zusätzlich eine Bewertung nach dem DCF-Verfahren durchgeführt. Unser DCF-Modell (Diskontierungszinssatz 6,45%, Ausgangs-Cash-Flow 2,8 Mio. € in 2009, ewiges Wachstum 0%) liefert dabei ein Ergebnis von 8,13 Euro je Aktie. Hierbei haben wir bis einschließlich 2010 weiterhin ein hohes Investitionsniveau unterstellt.

Fortress-Aktie selbst bei sehr vorsichtiger Herangehensweise unterbewertet

Als Mittelwert der beiden skizzierten Ansätze ergibt sich somit ein Wert von 7,53 Euro je Aktie. Aufgrund der ungewöhnlichen Kapitalmarktstruktur („deutsch-schweizer Firma mit Sitz in Kanada“) sowie der aus Sicht eines deutschen Anlegers bisher bestehenden Einschränkungen (keine deutschsprachigen Informationen, Notiz nur im Freiverkehr) nehmen wir hierauf einen Abschlag von 20 Prozent vor, woraus sich ein „fairer Wert“ von 6,02 Euro für die Fortress-Aktie ergibt.

Da die Fortress-Aktie selbst auf Basis dieser sehr vorsichtigen Herangehensweise unterbewertet ist, stufen wir das Papier in unserer Ersteinschätzung als Kauf ein und legen unser erstes Kursziel auf 6 Euro fest. Sollte der erwähnte Bewertungsabschlag nach der Umsetzung der bereits angekündigten Maßnahmen schrittweise entfallen, kann sich hieraus zusätzliches Potenzial für die Aktie eröffnen.

5.) Fazit

Fortress-Aktie ist mit 2008er KGV von lediglich 5,9 ein Kauf

Die seit Ende August 2008 auch in Deutschland notierte Deutsch-Schweizer Fortress Paper Ltd. ist ein in attraktiven Nischen gut positioniertes Unternehmen mit guten Wachstumsperspektiven und einer sehr günstigen Bewertung. Seit dem Management-Buy-Out im August 2006 unter Führung des heutigen CEO und Großaktionärs Chadwick Wasilenkoff ist Fortress profitabel gewachsen. Dank der gut gefüllten Auftragsbücher und einer interessanten Produktpipeline dürfte diese Entwicklung sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen.

Hauptergebnisträger ist derzeit das Segment Vliestapeten, in dem Fortress Paper nach eigenen Angaben weltweit führend ist und in Deutschland einen Marktanteil von 80 Prozent hält. Das zweite Standbein, der vom Schweizer Werk in Landquart repräsentierte Bereich Sicherheitspapiere, musste zuletzt eine verhaltene Entwicklung hinnehmen, wird aber durch die anstehende Einführung der neuen Schweizer Banknoten im kommenden Jahr deutlichen Rückenwind erhalten. Mit den geplanten Kapazitätserweiterungen sollten auch die bestehenden Engpässe bald der Vergangenheit angehören und der Weg für weiteres starkes Wachstum bereitet werden, wenngleich hier die exakte Strategie noch nicht kommuniziert wurde.

Im Zuge der jüngsten Turbulenzen an den weltweiten Aktienmärkten ist auch die Aktie von Fortress Paper in Mitleidenschaft gezogen worden. Binnen sechs Wochen haben die Anteilscheine des Unternehmens rund ein Drittel ihres Wertes verloren. Zu Unrecht wie wir meinen, denn fundamental ist dies angesichts eines aktuellen KGV von lediglich 5,9 für das laufende Geschäftsjahr, das 2009 nach unserer Schätzung auf 4,6 sinken dürfte, in keinster Weise begründbar.

Auf dem aktuellen Niveau sehen wir die Aktie daher selbst unter Annahme vorsichtiger Prämissen als Kaufposition. Unser erstes Kursziel legen wir auf 6 Euro fest.

Aktionärsstruktur

Chadwick Wasilenkoff (CEO)	22,3%
ABC Funds	10,5%
Streubesitz	67,2%

Termine

07.11.2008	Bericht über das dritte Quartal 2008
März 2009	Geschäftszahlen 2008
Mai 2009	Bericht über das erste Quartal 2009
August 2009	Bericht über das zweite Quartal 2009
November 2009	Bericht über das dritte Quartal 2009

Kontaktadresse

Fortress Paper Ltd.
2nd Floor – 157 Chadwick Court
North Vancouver BC
Canada V7M 3K2

Tel.: +1 / 604 / 904 – 2328

Fax: +1 / 604 / 988 – 5327

E-Mail: info@fortresspaper.com

Internet: www.fortresspaper.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Kai Hoffmann (Privilege Relations LLP)

Tel.: +44 (0) 203 / 051 – 1044

Fax: +44 (0) 203 / 051 – 1045

E-Mail: fortresspaper@privilege-relations.com

Gewinn- und Verlustrechnung

Fortress Paper Ltd.		2006		2007		2008e		2009e		2010e	
in Mio. Euro	/ Gj. 31.12.										
Umsatzerlöse		33,5	100,0%	91,4	100,0%	116,4	100,0%	136,5	100,0%	150,9	100,0%
Veränderung zum Vorjahr				172,6%		27,3%		17,3%		10,6%	
Materialaufwand u. bez. Leistungen		27,7	82,6%	71,3	78,0%	91,0	78,2%	105,2	77,1%	117,7	78,0%
Veränderung zum Vorjahr				157,7%		27,6%		15,6%		11,9%	
Pers., Vertriebs- und Verw.aufwand		2,6	7,9%	11,5	12,6%	12,8	11,0%	15,4	11,3%	16,9	11,2%
Veränderung zum Vorjahr				335,7%		11,2%		20,5%		9,6%	
EBITDA		3,2	9,6%	8,6	9,4%	12,6	10,8%	15,8	11,6%	16,3	10,8%
Veränderung zum Vorjahr				166,7%		46,9%		26,0%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis (Aktienprogramm)		-5,0	-15,0%	-0,6	-0,6%	-0,8	-0,6%	-0,8	-0,6%	-0,8	-0,5%
Abschreibungen		0,6	1,7%	1,3	1,4%	1,4	1,2%	1,5	1,1%	1,6	1,1%
EBIT (Operating Income)		-2,4	-7,1%	6,7	7,3%	10,4	9,0%	13,6	9,9%	13,9	9,2%
Veränderung zum Vorjahr				-378,9%		56,2%		30,3%		2,4%	
Finanzergebnis (inkl. Währungseffekte)		-0,4	-1,3%	-1,1	-1,2%	0,3	0,2%	-0,3	-0,2%	-0,6	-0,4%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern		-2,8	-8,4%	5,6	6,1%	10,7	9,2%	13,3	9,8%	13,3	8,8%
Steuerquote		-22,2%		40,4%		27,7%		25,7%		26,5%	
Ertragssteuern		0,6	1,9%	2,3	2,5%	3,0	2,5%	3,4	2,5%	3,5	2,3%
Jahresüberschuss		-3,5	-10,3%	3,3	3,6%	7,7	6,6%	9,9	7,3%	9,8	6,5%
Veränderung zum Vorjahr				-196,4%		131,4%		28,4%		-1,5%	
Saldo Bereinigungsposition		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss		-3,5	-10,3%	3,3	3,6%	7,7	6,6%	9,9	7,3%	9,8	6,5%
Veränderung zum Vorjahr				-196,4%		131,4%		28,4%		-1,5%	
Anzahl der Aktien		1,992		6,935		10,275		10,350		10,450	
Gewinn je Aktie		-1,73		0,48		0,75		0,96		0,93	

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Fortress Paper Ltd.	1
A.S. Création Tapeten AG	4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.