

Akt. Kurs (10.03.09, 09:08, Frankfurt): 2,78 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,50 (6,00) EUR**

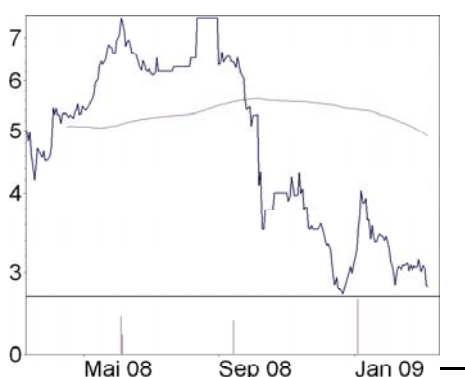
**Branche:** Papier  
**Land:** Kanada  
**ISIN:** CA34958R1010  
**Reuters:** FTP.F  
**Bloomberg:** LI:GR

## Kurzportrait

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

## Anlagekriterien

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	6,71 €	2,78 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,78 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	10.308.300	
<b>Streubesitz:</b>	67,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	28,7 Mio. €	



## Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	91,4	117,3	128,9	141,5
<i>bisher</i>	---	116,4	136,5	150,9
<b>EBIT</b>	6,7	12,4	11,8	13,2
<i>bisher</i>	---	10,4	13,6	13,9
<b>Jahresüb.</b>	3,3	7,9	8,6	9,3
<i>bisher</i>	---	7,7	9,9	9,9
<b>Erg./Aktie</b>	0,48	0,77	0,83	0,89
<i>bisher</i>	---	0,75	0,96	0,93
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	3,6	3,4	3,1
<b>Div.rendite</b>	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

## Umsatz- und Ertragssprung im Geschäftsjahr 2008 verzeichnet

Fortress Paper Ltd. steigerte gemäß den am 4.3 publizierten Bilanz- bzw. GuV-Zahlen – von uns auf Basis dieses Stichtags umgerechnet in Euro – den Umsatz im Geschäftsjahr 2008 um 28,3 Prozent auf 117,3 (Vj. 89,7) Mio. Euro. Dieser Anstieg ergab sich primär aus Kapazitätserhöhungen an den beiden Standorten in Landquart und Dresden.

Das EBIT legte deutlich überproportional um 86 Prozent auf 12,4 (6,7) Mio. Euro zu, entsprechend einer EBIT-Marge von 10,6 (7,3) Prozent. Die überproportionale Steigerung erklärt sich durch den Verschiebung in die Richtung von Produkten mit höheren Margen, insbesondere der Tapetenvliese im deutschen Werk. Vorrangig bedingt durch eine mit 29 (40) Prozent deutlich niedrigere Steuerquote verbesserte sich das Konzernergebnis um 136 Prozent auf 7,7 (3,3) Mio. Euro, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,77 (0,48) Euro.

Die von Fortress Paper gemeldeten Zahlen entsprechen beinahe punktgenau unseren Erwartungen, die einen Umsatz von 116,4 Mio. Euro sowie ein Konzernergebnis von 7,7 Mio. Euro bzw. 0,75 Euro je Aktie vorsahen. Wir werten die Ergebnisse daher in Anbetracht des konjunkturell schwierigen Schlussquartals als sehr erfreulich.

Dass das Nettoergebnis trotz des klaren Übertreffens unserer EBIT-Schätzung nicht noch besser ausfiel, erklärt sich maßgeblich durch stichtagsbedingte Währungseffekte im Finanzergebnis, die aber kaum prognostizierbar sind.

## Leichte Nachfragedelle im vierten Quartal im Werk Dresden

Mit 27,9 Mio. Euro fielen bei Fortress Paper Ltd. im Schlussquartal die Umsätze im Vergleich zu den Vorquartalen geringfügig niedriger aus. Grund war in erster Linie ein unerwarteter Rückgang der Nachfrage im Werk Dresden in den – grundsätzlich saisonal schwächeren – Monaten Dezember und Januar als Folge des Einbruchs der globalen Wirtschaft.

Nach Angaben von COO Dr. Alfonso Ciotola ließ sich zuletzt diesbezüglich aber wieder eine Besserung erkennen; der Auftragseingang läuft mittlerweile wieder zufrieden stellend. Konkret heißt dies, dass das Unternehmen aktuell volle Auftragsbücher für die nächsten vier Wochen aufweist. In der Vergangenheit waren diesbezüglich im Durchschnitt sechs bis acht Wochen die Regel, in der Spitze lag man im Vorjahr sogar bei einer Visibilität über einen Zeitraum von rund drei Monaten.

Was den Geschäftsverlauf des laufenden Jahres betrifft, so zeigte sich der Vorstand hinsichtlich einer Prognose zurückhaltend. Hierfür sei es noch zu früh, frühestens mit den Q1-Zahlen könnte eine konkrete Guidance veröffentlicht werden.

### **Noch keinen Durchbruch beim ePass erzielt**

Wie bereits in unserer Erstanalyse im November 2008 angesprochen, arbeitet Fortress Paper seit geraumer Zeit daran, einen Referenzkunden für das Projekt „ePass“ zu gewinnen. Diesbezüglich hieß es damals seitens des Managements, dass man sich auf Schadensbegrenzung konzentrieren wolle, sollte es bis Jahresende 2008 zu keinem Fortschritt kommen.

Während der Markt für den ePass kontinuierlich wächst, ist es Fortress Paper bis heute nicht gelungen, einen Auftrag zu diesem auch prestigeträchtigen Projekt zu erhalten. Von Aufgeben will man im Hause Fortress Paper aber nicht mehr sprechen, vielmehr wird die Akquisition eines Unternehmens geprüft, dass in diesem Bereich tätig ist und das notwendige Software-Package liefern kann.

### **Veränderungen im Aufsichtsrat**

Am 24.2. gab Fortress Paper bekannt, Ronald Tornare und John Coleman mit sofortiger Wirkung in den Aufsichtsrat des Unternehmens berufen zu haben.

Ronald Tornare arbeitete seit 1967 für die Schweizer Nationalbank (SNB), wo er erst in der Sicherheits- und internen Revisionsabteilung tätig war, bevor er sich der Abteilung Banknotenemission anschloss. Diese leitete er von 1995 bis zu seinem Ruhestand Ende Juni 2008 als Geschäftsführer. In dieser Eigenschaft managte Herr Tornare die Entwicklung und Ausgabe der letzten zwei Banknotenserien für die Schweiz.

John Coleman hat über 40 Jahre Erfahrung im Sicherheitsdruck als Leiter und in administrativen Positionen bei führenden Sicherheitsdruckunternehmen in der Schweiz. Bis zu seinem Ruhestand Anfang 2009 war Herr Coleman 19 Jahre lang Leiter der Division Sicherheitsdruck bei Orell Füssli, den Druckern der Schweizer Banknoten und Reisepässe sowie von Währungen und Sicherheitspapieren für Dutzende weitere Länder. Zuvor war er von 1968 bis 1980 Leiter des Bereichs Administration und Business Development Sicherheitsdruck für Fretz Brothers Ltd. (Schweiz).

Neben den beiden Neubestellungen gab Fortress Paper zudem den Rücktritt von Jimmy S.H. Lee als Aufsichtsrat des Unternehmens mit sofortiger Wirkung bekannt. Damit setzt sich der Aufsichtsrat von Fortress Paper nun aus sechs Mitgliedern zusammen.

### **GSC Schätzungen revidiert**

Nach dem erfolgreich verlaufenen Jahr 2008 dürften sich wie von uns erwartet auch bei Fortress Paper im Geschäftsjahr 2009 die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen eintrüben, wengleich das Anlaufen der Produktion des „neuen Schweizer Franken“ dem entgegenwirkt.

Aus diesem Grund senken wir auch vor dem Hintergrund des leicht gedämpften Ausblicks im Segment Tapetenvliese unsere Umsatzprognose auf 128,9 (bisher 136,5) Mio. Euro. Für das Betriebsergebnis erwarten wir 11,8 (13,6) Mio. Euro, entsprechend einer unveränderten EBIT-Marge von 9,1 (2008: 10,6) Prozent. Nach Steuern und Minderheiten sollte aus unserer Sicht ein Konzernergebnis in Höhe von 8,6 (bisher 9,9) Mio. Euro bzw. 0,83 (0,96) Euro je Aktie erreichbar sein.

Für 2010 rechnen wir mit einem weiteren Umsatzanstieg auf 141,5 (150,9) Mio. Euro. Bezüglich des EBIT erwarten in einen Wert von 13,2 (13,9) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT Marge von 9,4 Prozent. Unsere Schätzung für das Konzernergebnis liegt bei 9,3 (9,9) Mio. Euro bzw. 0,89 (0,93) Euro je Aktie.

### **Bewertung**

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 „Vlies-tapeten“ 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, als Hersteller von Schweizer Banknoten aber in Teilbereichen ein direkter Wettbewerber von Fortress. Während De la Rue (Umsatz 2008/09e: ca. 700 Mio. €) sich als Weltmarktführer im Bereich Sicherheitspapiere in einer anderen Größenliga bewegt, ist Orell Füssli (Umsatz 2008: 250 Mio. €) nur etwa doppelt so groß wie Fortress. Von ihrer Größe her noch besser mit Fortress vergleichbar sind A.S. Création (185 Mio. €) und Walker Greenbank (80 Mio. €).

Auf Basis der Konsensus-Gewinne für 2009 und des durchschnittlichen Branchen-KGVs einer Gruppe internationaler Papierunternehmen ergibt sich ein Durchschnitts-KGV von aktuell 9,0 (bisher 9,2 auf Basis 2008). 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 0,83 Euro je Aktie als Zwischenwert ein fairer Wert von 6,81 (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 6,39%, Ausgangs-Cash-Flow 0,1 Mio. €, ewiges Wachstum 0%) liefert dabei ein Ergebnis von 6,98 (8,13) Euro je Aktie. Der Hauptgrund für diesen geringeren Wert liegt in unserer Erhöhung des Beta-Faktors aufgrund der verschlechterten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Als Mittelwert der beiden skizzierten Ansätze ergibt sich somit ein Wert von 6,89 (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 5,51 (6,02) Euro für die Fortress-Aktie ergibt.

Wir reduzieren unser Kursziel daher auf 5,50 (6,00) Euro. Da die Fortress-Aktie somit selbst auf Basis unserer sehr vorsichtigen Herangehensweise unterbewertet ist, stufen wir das Papier weiterhin als Kauf ein.

**Fazit**

Die seit Ende August 2008 auch in Deutschland notierte Deutsch-Schweizer Fortress Paper Ltd. ist ein in attraktiven Nischen gut positioniertes Unternehmen mit vielversprechenden Wachstumsperspektiven. Daran hat sich seit unserer Erstanalyse im November des Vorjahres nichts geändert, die vorgelegten vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Jahr deckten sich fast punktgenau mit unseren Schätzungen und übertrafen diese sogar teilweise.

Im Zuge der Turbulenzen an den weltweiten Aktienmärkten in den vergangenen Monaten ist aber auch die Aktie von Fortress Paper arg in Mitleidenschaft gezogen worden. Seit unserer Erstanalyse hat der Titel über ein Drittel an Wert verloren und kostet aktuell weniger als 3 Euro. Damit weist die Aktie auf Basis unserer Gewinnsschätzung für das laufende Geschäftsjahr 2009 ein KGV von lediglich 3,4 auf.

Auf dem aktuellen Niveau sehen wir die Aktie daher selbst unter Annahme vorsichtiger Prämissen weiterhin als Kaufposition, wengleich wir unser Kursziel auf 5,50 Euro leicht nach unten anpassen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Fortress Paper Ltd.</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2006		2007		2008		2009e		2010e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>33,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>91,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>117,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>128,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>141,5</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			172,6%		28,3%		10,0%		9,7%	
Materialaufwand u. bez. Leistungen	27,7	82,6%	71,3	78,0%	88,1	78,2%	100,6	78,0%	110,1	77,8%
Veränderung zum Vorjahr			157,7%		23,5%		14,2%		9,5%	
Pers., Vertriebs- und Verw.aufwand	2,6	7,9%	11,5	12,6%	13,7	11,0%	14,4	11,2%	15,8	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			335,7%		18,7%		5,7%		9,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>3,2</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,6</b>	<b>9,4%</b>	<b>15,5</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,9</b>	<b>10,8%</b>	<b>15,6</b>	<b>11,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			166,7%		81,5%		-10,3%		11,8%	
Sonstiges Ergebnis (Aktienprogramm)	-5,0	-15,0%	-0,6	-0,6%	-0,9	-0,7%	-0,7	-0,6%	-0,8	-0,6%
Abschreibungen	0,6	1,7%	1,3	1,4%	2,3	1,2%	1,4	1,1%	1,5	1,1%
<b>EBIT (Operating Income)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-7,1%</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3%</b>	<b>12,4</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,8</b>	<b>9,1%</b>	<b>13,2</b>	<b>9,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-378,9%		86,1%		-5,0%		12,3%	
Finanzergebnis (inkl. Währungseffekte)	-0,4	-1,3%	-1,1	-1,2%	-1,2	-1,0%	-0,3	-0,2%	-0,6	-0,5%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-2,8</b>	<b>-8,4%</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1%</b>	<b>11,2</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,5</b>	<b>8,9%</b>	<b>12,6</b>	<b>8,9%</b>
Steuerquote	-22,2%		40,4%		29,8%		25,7%		26,5%	
Ertragssteuern	0,6	1,9%	2,3	2,5%	3,4	2,9%	3,0	2,3%	3,3	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-3,5</b>	<b>-10,3%</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6%</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,6</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,3</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-196,4%		136,3%		8,7%		8,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>-3,5</b>	<b>-10,3%</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6%</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,6</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,3</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-196,4%		136,3%		8,7%		8,1%	
Anzahl der Aktien	1,992		6,935		10,275		10,350		10,450	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-1,73</b>		<b>0,48</b>		<b>0,77</b>		<b>0,83</b>		<b>0,89</b>	

## **Aktionärsstruktur**

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

## **Termine**

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](mailto:info@fortresspaper.com)  
Internet: [www.fortresspaper.com](http://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](mailto:fortresspaper@privilege-relations.com)

## 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 „Kaufen“ 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
03.11.08	4,40 €	Kaufen	6,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2008):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Fortress Paper Ltd.	---

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](http://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.