

Akt. Kurs (25.05.09, 09:08, Ffm): 4,26 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,30 (5,50) EUR**

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

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

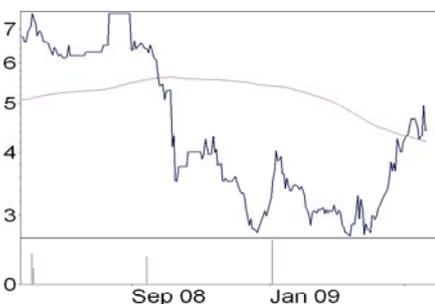
| | Hoch | Tief |
|-------------------------|-------------|--------|
| Kurs 12 Mon.: | 6,71 € | 2,74 € |
| Aktueller Kurs: | 4,26 € | |
| Aktienzahl ges.: | 10.308.300 | |
| Streubesitz: | 67,2% | |
| Marktkapitalis.: | 43,9 Mio. € | |

Umsatz- und Ertragsrückgang im ersten Quartal 2009 verzeichnet

Im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2009 musste Fortress Paper gemäß den am 11.5. publizierten Geschäftszahlen – von uns auf Basis dieses Stichtags umgerechnet in Euro – einen Umsatzrückgang um 6,4 Prozent auf 29,4 (Vj. 31,4) Mio. Euro hinnehmen. Das EBIT reduzierte sich im Berichtszeitraum überproportional um 32 Prozent auf 2,4 (3,5) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 8,1 (11,1) Prozent.

Durch Fremdwährungseinflüsse war das Finanzergebnis positiv beeinflusst und verbesserte sich dadurch auf plus 0,5 (-0,5) Mio. Euro. Aufgrund geringere Steuerabgaben in Höhe von 0,7 (1,3) Mio. Euro stellte sich das Konzernergebnis auf 2,3 (2,6) Mio. Euro, ein Minus von 14,4 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert. Je Aktie entspricht dies einem Wert von 0,22 (0,26) Euro.

Die von Fortress Paper gemeldeten Zahlen lagen unter unseren Erwartungen. Negativ überrascht hat uns insbesondere der beträchtliche Nachfragerückgang bei Spezialpapieren und die sich daraus ergebende deutliche Verminderung der operativen Ertragskraft des Unternehmens.



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

| | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 91,4 | 117,3 | 111,4 | 119,0 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 128,9 | 141,5 |
| EBIT | 6,7 | 12,4 | 9,7 | 10,8 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 11,8 | 13,2 |
| Jahresüb. | 3,3 | 7,9 | 6,7 | 7,3 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 8,6 | 9,3 |
| Erg./Aktie | 0,48 | 0,77 | 0,65 | 0,69 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 0,83 | 0,89 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| KGV | neg. | 5,6 | 6,5 | 6,1 |
| 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

Keine Guidance für das Gesamtjahr publiziert

Im Zuge der Veröffentlichung der Zahlen zum ersten Quartal verzichtete das Management von Fortress auf eine Guidance für das Gesamtjahr 2009.

Ein Indiz dafür, was die nächsten Monate für Fortress Paper bringen könnten, könnte der im Auftaktquartal verzeichnete Warenausstoß liefern. Dieser reduzierte sich im Werk Landquart um rund 19 Prozent auf 3,7 (Vj. 4,6) Tonnen, im Werk Dresden um mehr als 13 Prozent auf 9,0 (10,4) Tonnen. Für den Konzern errechnet sich dadurch im Auftaktquartal ein um rund 15 Prozent verringerter Warenausstoß von 12,7 (15,0) Tonnen.

„quantitative easing“ als Wachstumstreiber am Markt für Banknoten

Nach Angaben von Fortress-COO Alfonso Ciotola in einem Interview mit dem Schweizer Finanzportal „cash.ch“ bringt der derzeitige Trend vieler Notenbanken zur quantitativen Lockerung der Geldpolitik (auch „quantitative easing“ genannt) für Fortress Paper wie auch für andere Banknotenhersteller eine deutlich gesteigerte Nachfrage nach Banknoten-Papieren mit sich.

Dazu kommt, dass Zentralbanken aufgrund der steigenden Tendenz zur Falschgeldproduktion häufiger das Noten-Design erneuern und die Umlaufzeiten der Noten verkürzen. Und auch die zunehmende Verbreitung von Geldautomaten in Schwellenländern verlangt nach qualitativ besseren Banknoten.

Wie Ciotola gegenüber cash.ch erklärte, betragen die Wachstumsraten für den Markt für Banknoten üblicherweise zwischen 3 und 5 Prozent pro Jahr. Aktuell dürften sie nach seiner Einschätzung aber deutlich höher liegen.

Vor diesem Hintergrund hat das Unternehmen eine Erweiterung der Produktionskapazitäten im Fokus. Geprüft wird in diesem Zusammenhang der Kauf einer Maschine, durch die Fortress die Kapazitäten von aktuell 3.000 auf 9.000 Tonnen pro Jahr erhöhen will. Eine Entscheidung darüber soll nach Angaben des Managements aber nicht vor August dieses Jahres fallen.

Markt für Spezialpapiere unter Druck

Während am Standort Landquart das Geschäft mit Banknoten ausgezeichnet läuft, hat das Unternehmen dort derzeit mit der Marktschwäche bei Spezialpapieren zu kämpfen. In dieser Division stellt Fortress beispielsweise Papier für Kunstbücher, Gruß- und Visitenkarten, hochwertige Broschüren, Landkartenpapiere, Briefpapier und Papier mit Wasserzeichen her. Um diesem Negativtrend zu begegnen, hat das Unternehmen jüngst Kosteneinsparinitiativen angekündigt.

Dass das schwächelnde Spezialpapier-Segment für rund ein Drittel des gesamten Umsatzes des Standortes Landquart verantwortlich zeichnet, dürfte nach Ansicht von COO Alfonso Ciotola die positiven Effekte aus der boomenden Division Sicherheitspapiere zunichte machen. Eine Umsatzsteigerung des Standortes Landquart hält er demnach für nur schwer erreichbar.

Markt für Tapetenvliese auf Stabilisierungskurs

Im auf Tapetenvliese spezialisierten Werk in Dresden verzeichnete das Unternehmen gegen Ende des Jahres 2008 eine deutliche Verlangsamung der Nachfrage. Somit war das Unternehmen im Auftaktquartal aufgrund nur mäßig gefüllter Auftragsbücher nicht in der Lage, Produktionspläne mit der aus der Vergangenheit gewohnten Laufrate und Effizienz zu generieren.

Dies resultierte in vermehrter Maschinenstillstandszeit zur Reinigung und zum Wechsel der Produkte, mehr Ausschuss und allgemein niedrigeren Margen. Gegen Ende des Quartals hat sich die Auftragslage wieder auf ein gesundes Level erholt, was nach Unternehmensangaben auch zu merklichen Effizienzsteigerungen geführt hat.

GSC-Schätzungen erneut revidiert

Nach dem erfolgreich verlaufenen Jahr 2008 hat sich bei Fortress Paper die Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2009 merklich eingetrübt. Insbesondere führten rückläufige Margen zu einem deutlich verminderten operativen Ergebnis.

Aus diesem Grund senken wir unsere Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2009 deutlich auf 111,4 (bisher 128,9) Mio. Euro und erwarten demzufolge einen Umsatzrückgang. Für das Betriebsergebnis erwarten wir 9,7 (11,8) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 8,7 (2008: 10,6) Prozent. Nach Steuern und Minderheiten rechnen wir mit einem Konzernergebnis in Höhe von 6,7 (bisher 8,6) Mio. Euro bzw. 0,65 (0,83) Euro je Aktie.

Für 2010 rechnen wir in einem sich stabilisierenden Umfeld mit einem Umsatzanstieg auf 119,0 (bisher 141,5) Mio. Euro. Beim EBIT erwarten wir einen

Wert von 10,8 (13,2) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT Marge von 9,1 Prozent. Unsere Schätzung für das Konzernergebnis liegt bei 7,3 (9,3) Mio. Euro bzw. 0,69 (0,89) 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 Füssli (CH) sowie De la Rue (GB) als Spezialisten für Sicherheitspapiere auf der anderen Seite.

Orell Füssli 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 11,7 (bisher 9,0). 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 0,65 (0,83) Euro je Aktie als Zwischenergebnis ein fairer Wert von 7,59 (6,81) 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 6,68%, Ausgangs-Cash-Flow 5,1 Mio. €, ewiges Wachstum 0%) liefert dabei ein Ergebnis von 5,73 (6,98) Euro je Aktie. Der Hauptgrund für diesen geringeren Wert liegt in der Reduzierung unserer Gewinnschätzung für das laufende Jahr sowie im mittlerweile wieder höheren Zinsniveau.

Als Mittelwert der beiden skizzierten Ansätze ergibt sich somit ein Wert von 6,66 (6,89) Euro je Aktie. Aufgrund der ungewöhnlichen Kapitalmarktstruktur („deutsch-schweizer Firma mit Sitz in Kanada“) sowie der aus Sicht eines deutschen Anlegers bisher bestehenden Einschränkungen (kaum deutschsprachigen Informationen, Notiz nur im Freiverkehr) nehmen wir hierauf einen Abschlag von 20 Prozent vor, woraus sich ein „fairer Wert“ von 5,33 (5,51) Euro für die Fortress-Aktie ergibt.

Wir reduzieren unser Kursziel daher leicht auf 5,30 (bisher 5,50) Euro, stufen das Papier aber unverändert 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 letzten Jahres nichts geändert.

Gravierend verändert hat sich in der Zwischenzeit allerdings das wirtschaftliche Umfeld. Insbesondere das Segment Spezialpapiere verspürte im zurückliegenden Quartal starken Gegenwind und auch die Nachfrage nach Tapetenvliesen hat gegenüber dem Vorjahr merklich nachgelassen. Diese negativen Entwicklungen konnten im ersten Quartal auch durch das boomende Geschäft mit Banknoten nicht kompensiert werden.

An der Börse konnte die Aktie von Fortress Paper seit unserem letzten Analyse-Update im März zeitweise um mehr als 70 Prozent an Wert zulegen, ist inzwischen aber wieder etwas zurückgekommen. Auf dem ermäßigten Kursniveau ist Fortress auf Basis unserer Gewinnschätzung für das laufende Geschäftsjahr 2009 mit einem KGV von 6,5 bewertet.

Damit verfügt die Fortress-Aktie immer noch über Kurspotenzial, weshalb wir die Aktie weiterhin als Kauf einstufen, unser Kursziel jedoch leicht von 5,50 auf 5,30 Euro senken.

Gewinn- und Verlustrechnung

| Fortress Paper Ltd. | | | | | | | | | | |
|--|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12. | 2007 | | 2008 | | 2009e | | 2010e | | 2011e | |
| Umsatzerlöse | 91,4 | 100,0% | 117,3 | 100,0% | 111,4 | 100,0% | 119,0 | 100,0% | 125,3 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 28,3% | | -5,0% | | 6,8% | | 5,3% | |
| Materialaufwand u. bez. Leistungen | 71,3 | 78,0% | 88,1 | 75,1% | 85,8 | 78,2% | 91,6 | 77,0% | 96,2 | 76,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 23,5% | | -2,6% | | 6,8% | | 5,0% | |
| Pers., Vertriebs- und Verw.aufwand | 11,5 | 12,6% | 13,7 | 11,7% | 13,1 | 11,0% | 13,6 | 11,4% | 14,0 | 11,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 18,7% | | -3,8% | | 3,2% | | 3,5% | |
| EBITDA | 8,6 | 9,4% | 15,5 | 13,2% | 12,5 | 11,2% | 13,8 | 11,6% | 15,0 | 12,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 81,5% | | -19,6% | | 10,6% | | 9,0% | |
| Sonstiges Ergebnis (Aktienprogramm) | -0,6 | -0,6% | -0,9 | -0,7% | -0,6 | -0,6% | -0,7 | -0,6% | -0,8 | -0,6% |
| Abschreibungen | 1,3 | 1,4% | 2,3 | 1,9% | 2,1 | 1,2% | 2,3 | 1,9% | 2,4 | 1,9% |
| EBIT (Operating Income) | 6,7 | 7,3% | 12,4 | 10,6% | 9,7 | 8,7% | 10,8 | 9,1% | 11,9 | 9,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 86,1% | | -21,5% | | 11,2% | | 9,9% | |
| Finanzergebnis (inkl. Währungseffekte) | -1,1 | -1,2% | -1,2 | -1,0% | -0,7 | -0,6% | -1,0 | -0,8% | -0,9 | -0,7% |
| <i>Info: a.o. Ergebnis</i> | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Ergebnis vor Steuern | 5,6 | 6,1% | 11,2 | 9,6% | 9,1 | 8,1% | 9,9 | 8,3% | 11,0 | 8,8% |
| Steuerquote | 40,4% | | 29,8% | | 25,7% | | 26,5% | | 26,5% | |
| Ertragssteuern | 2,3 | 2,5% | 3,4 | 2,9% | 2,3 | 2,1% | 2,6 | 2,2% | 2,9 | 2,3% |
| Jahresüberschuss | 3,3 | 3,6% | 7,9 | 6,7% | 6,7 | 6,0% | 7,3 | 6,1% | 8,1 | 6,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 136,3% | | -14,5% | | 7,7% | | 11,7% | |
| 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 | 3,3 | 3,6% | 7,9 | 6,7% | 6,7 | 6,0% | 7,3 | 6,1% | 8,1 | 6,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 136,3% | | -14,5% | | 7,7% | | 11,7% | |
| Anzahl der Aktien | 6,935 | | 10,275 | | 10,350 | | 10,450 | | 10,450 | |
| Gewinn je Aktie | 0,48 | | 0,77 | | 0,65 | | 0,69 | | 0,78 | |

Aktionärsstruktur

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

Termine

| | |
|---------------|--------------------------------------|
| 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

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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 10.03.09 | 2,78 € | Kaufen | 5,50 € |
| 03.11.08 | 4,40 € | Kaufen | 6,00 € |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2009):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen | 59,2% | 60,0% |
| Halten | 23,7% | 26,7% |
| Verkaufen | 17,1% | 13,3% |

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

| Firma | Disclosure |
|---------------------|------------|
| Fortress Paper Ltd. | 1 |

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.