

Akt. Kurs (19.08.09, 09:08, Ffm): 4,53 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,80 (5,30) EUR**

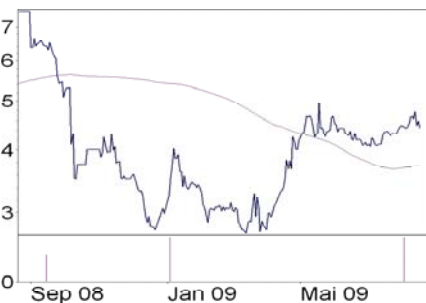
Branche: Papier
Land: Kanada
ISIN: CA34958R1010
Reuters: FTP.F
Bloomberg: LI:GR

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:	4,53 €	
Aktienzahl ges.:	10.308.300	
Streubesitz:	67,2%	
Marktkapitalis.:	46,7 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Umsatz- und Ertragsrückgang im ersten Halbjahr 2009 verzeichnet

Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2009 musste Fortress Paper gemäß den am 10. August publizierten Geschäftszahlen – von uns auf Basis dieses Stichtages umgerechnet in Euro – einen Umsatzrückgang von 2,7 Prozent auf 61,2 (Vj. 63,4) Mio. Euro hinnehmen. Der Rückgang beim Warenausstoß hielt sich dabei im ersten Halbjahr mit minus 7,6 Prozent auf 26.904 (29.129) Tonnen in Grenzen, nachdem noch im ersten Quartal 2009 ein um rund 15 Prozent verringerter Warenausstoß von 12,7 (15,0) Tonnen verkraftet werden musste.

Das operative Ergebnis (EBIT) reduzierte sich im Berichtszeitraum überproportional um 22,4 Prozent auf 5,3 (6,8) Mio. Euro, entsprechend einer Marge von 8,6 (10,7) Prozent. Das Konzernergebnis wurde vom Unternehmen mit 3,5 (4,9) Mio. Euro ausgewiesen, ein Rückgang von 27,4 Prozent. Hauptverantwortlich dafür ist eine deutlich höhere Steuerlast in Höhe von 1,5 (0,5) Mio. Euro. Hierbei gilt es allerdings zu berücksichtigen, dass das zweite Quartal 2008 eine Steuerrückerstattung in Bezug auf die Reduktion des kombinierten Steuersatzes in Landquart in Höhe von 0,7 Mio. Euro enthielt. Je Aktie verdiente Fortress Paper im ersten Halbjahr 2009 0,35 (0,47) Euro.

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	91,4	117,3	112,6	120,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	6,7	12,4	9,8	10,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	3,3	7,9	6,8	7,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,48	0,77	0,66	0,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	5,9	6,9	6,4
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bei isolierter Betrachtung des zweiten Quartals ergibt sich im Fortress Paper-Konzern eine Umsatzsteigerung von 1,0 Prozent auf 31,8 (31,5) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis gab um 12,1 Prozent auf 2,9 (3,3) Mio. Euro nach, entsprechend einer EBIT-Marge von 9,0 (10,3) Prozent. Das Konzernergebnis erreichte 1,2 (2,2) Mio. Euro, entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,12 (0,28) Euro.

Die von Fortress Paper gemeldeten Zahlen zum ersten Halbjahr lagen umsatzseitig über unseren Erwartungen. Insbesondere überraschte uns die in Anbetracht des schwierigen wirtschaftlichen Umfeldes doch sehr stabile Entwicklung der Erlöse im zweiten Quartal. Ertragsseitig blieb das Unternehmen leicht hinter unseren Erwartungen zurück, befindet sich unserer Ansicht nach aber immer noch auf einem guten Weg, unsere Schätzungen für das Gesamtjahr zu erfüllen.

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

Markt für Spezialpapiere weiter unter Druck

Während der Markt für Sicherheitspapiere im ersten Halbjahr 2009 weiter Stärke zeigte musste sich die Spezialpapiersparte, die für rund ein Drittel des gesamten Umsatzes des Standortes Landquart verantwortlich zeichnet, im Laufe des zweiten Quartals auf Grund des weltweiten wirtschaftlichen Abschwungs einigen Herausforderungen stellen.

In der Division Spezialpapiere stellt Fortress beispielsweise Papier für Kunstbücher, Gruß- und Visitenkarten, hochwertige Broschüren, Landkartenpapiere, Briefpapier und Papier mit Wasserzeichen her. Um dem Negativtrend zu

begegnen, hat das Unternehmen zuletzt mit der Implementierung von Einsparinitiativen reagiert. Dennoch fiel das operative Ergebnis im Werk Landquart im ersten Halbjahr 2009 trotz positiver Impulse von der Sparte Sicherheitspapiere um knapp 45 Prozent auf 0,6 (Vj. 1,0) Mio. Euro, obwohl der Umsatz sogar um 1,2 Prozent auf 26,4 (26,1) Mio. Euro gesteigert werden konnte.

Zwar musste auch das Werk Dresden im ersten Halbjahr Einbußen bei Umsatz und Ergebnis hinnehmen, der deutsche Standort ist aber nach wie vor die unangefochtene "Cash-Cow" des Konzerns. So belief sich das operative Ergebnis im Berichtszeitraum auf 6,1 (7,0) Mio. Euro, was einem Rückgang um 13,4 Prozent entsprach. Der Umsatz bildete sich im ersten Halbjahr um 5,4 Prozent auf 35,3 (37,3) Mio. Euro zurück.

Weiterhin keine Unternehmensprognose für das Gesamtjahr publiziert

Schon im Zuge der Veröffentlichung der Zahlen zum ersten Quartal 2009 verzichtete das Fortress-Management auf die Bekanntgabe einer Guidance für das Gesamtjahr. Und auch im Rahmen der Bekanntgabe der Zahlen zum ersten Halbjahr 2009 blieb das Management dieser Linie treu.

Hinreißen ließ sich Vorstandsvorsitzender Chadwick Wasilenkoff lediglich zu der Aussage, dass er weiterhin von einem Wachstum im Segment Sicherheitspapiere ausgehe. Andererseits wird sich seiner Einschätzung nach vor dem Hintergrund der weiter um sich greifenden Wirtschaftskrise aber auch im Segment Spezialpapiere die Lage kurzfristig nicht entspannen. Betreffend das Werk Dresden ist Wasilenkoff weiter optimistisch, da sich hier seinen Angaben zufolge die Auftragslage wieder auf ein gesundes Niveau erholt hat.

GSC-Schätzungen werden aufrecht erhalten

Nachdem wir in unserem letzten Analyse-Update zu Fortress Paper unsere Gewinnschätzungen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 zurücknehmen mussten, fühlen wir uns nach Vorlage der Halbjahreszahlen in diesem Schritt bestätigt.

Wir halten daher unsere Prognosen – bereinigt um Wechselkurseffekte - weiter aufrecht, die für das laufende Geschäftsjahr einen Umsatz in Höhe von 112,6 Mio. Euro vorsehen. Für das Betriebsergebnis erwarten wir weiterhin 9,8 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 6,8 Mio. Euro bzw. 0,66 Euro je Aktie.

Für 2010 rechnen wir in einem sich stabilisierenden Umfeld unverändert mit einem Umsatzanstieg auf 120,3 Mio. Euro. Beim EBIT erwarten wir einen Wert von 10,9 Mio. Euro, entsprechend einer EBIT Marge von 9,1 Prozent. Unsere Schätzung für das Konzernergebnis liegt weiter bei 7,3 Mio. Euro bzw. 0,70 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 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 13,1 (bisher 11,7). 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 0,66 Euro je Aktie als Zwischenergebnis ein fairer Wert von 8,65 (7,59) 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 6,61%, Ausgangs-Cash-Flow 5,3 Mio. €, ewiges Wachstum 0%) liefert dabei ein Ergebnis von 5,95 (5,73) 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 7,30 (6,66) 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 deutschsprachige Informationen, Notiz "nur" im Freiverkehr) nehmen wir hierauf einen "kapitalmarktorientierten" Abschlag von 20 Prozent vor, woraus sich ein „fairer Wert“ von 5,84 (5,33) Euro für die Fortress-Aktie ergibt. Wir erhöhen unser Kursziel aus bewertungstechnischen Gründen trotzdem auf 5,80 (bisher 5,30) Euro und stufen das Papier 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.

Wenngleich das zurückliegende zweite Quartal 2009 eine gewisse Stabilisierung erkennen ließ, sind die Ergebnisse von Fortress Paper dennoch geprägt von dem mittlerweile deutlich schwierigeren wirtschaftlichen Umfeld. Insbesondere das Segment Spezialpapiere ist es, das derzeit deutlich unter Druck steht und die ansonsten zufrieden stellende Entwicklung des Konzerns beeinträchtigt.

An der Börse konnte sich die Aktie von Fortress Paper in den letzten Monaten erfolgreich über der Marke von 4 Euro etablieren. Auf Basis unserer Gewinnschätzung für das laufende Geschäftsjahr 2009 ist das Papier aktuell mit einem KGV von 6,9 bewertet. Damit verfügt die Fortress-Aktie unserer Ansicht nach immer noch über Kurspotenzial, weshalb wir die Aktie weiterhin als Kauf einstufen und das Kursziel aus bewertungstechnischen Gründen um 50 Cent leicht auf 5,80 Euro erhöhen.

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%	112,6	100,0%	120,3	100,0%	126,7	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			28,3%		-3,9%		6,8%		5,3%	
Materialaufwand u. bez. Leistungen	71,3	78,0%	88,1	75,1%	86,7	78,2%	92,6	77,0%	97,3	76,8%
Veränderung zum Vorjahr			23,5%		-1,5%		6,8%		5,0%	
Pers., Vertriebs- und Verw.aufwand	11,5	12,6%	13,7	11,7%	13,3	11,0%	13,7	11,4%	14,2	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			18,7%		-2,7%		3,2%		3,5%	
EBITDA	8,6	9,4%	15,5	13,2%	12,6	11,2%	14,0	11,6%	15,2	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			81,5%		-18,8%		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%	9,8	8,7%	10,9	9,1%	12,0	9,5%
Veränderung zum Vorjahr			86,1%		-20,6%		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%	9,2	8,1%	10,0	8,3%	11,2	8,8%
Steuerquote	40,4%		29,8%		25,7%		26,5%		26,5%	
Ertragssteuern	2,3	2,5%	3,4	2,9%	2,4	2,1%	2,6	2,2%	3,0	2,3%
Jahresüberschuss	3,3	3,6%	7,9	6,7%	6,8	6,0%	7,3	6,1%	8,2	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			136,3%		-13,5%		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%	6,8	6,0%	7,3	6,1%	8,2	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			136,3%		-13,5%		7,7%		11,7%	
Anzahl der Aktien	6,935		10,275		10,350		10,450		10,450	
Gewinn je Aktie	0,48		0,77		0,66		0,70		0,78	

Aktionärsstruktur

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

Termine

November 2009	Bericht über das dritte Quartal 2009
März 2010	Geschäftszahlen 2009
Mai 2010	Bericht über das erste Quartal 2010
August 2010	Bericht über das zweite Quartal 2010
November 2010	Bericht über das dritte Quartal 2010

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
25.05.09	4,26 €	Kaufen	5,30 €
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 30.06.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,2%	55,6%
Halten	27,8%	29,6%
Verkaufen	19,0%	14,8%

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.