

## Fortress Paper Ltd.

### Zusammenfassung

- **Starkes viertes Quartal:** Nachdem der Hersteller von Spezial-, Sicherheits- und Tapetenbasispapier bereits im Sommer eine deutliche Belebung des Geschäfts gemeldet hat, konnte dieser Trend zum Jahresende fortgesetzt werden. So wurde im vierten Quartal der Umsatz im Vorjahresvergleich um 10 Prozent und das EBIT sogar um 43 Prozent gesteigert.
- **Gesamtjahr im Plus:** Damit wurde auch das Gesamtjahr 2009 mit einem Umsatzplus von fast 5 Prozent abgeschlossen. Auch das Ergebnis konnte insbesondere dank des höheren Anteils des margenträchtigen Banknotenpapiers minimal gesteigert werden.
- **Cashflow auf Rekordhoch:** Der operative Casflow-Überschuss erreichte fast 22 Mio. CAD, wodurch sich der Bestand an liquiden Mitteln auf annähernd ein Viertel der Bilanzsumme erhöhte.
- **Produktinnovation vor Markteinführung:** Das in einem mehrjährigen Prozess entwickelte neuartige Banknotenpapier Durasafe wird derzeit von einigen Zentralbanken getestet. Im Erfolgsfall dürfte die Neuentwicklung für eine stark anziehende Nachfrage sorgen.
- **Kursziel erhöht:** Der von uns geschätzte faire Wert liegt nun bei 14,95 Euro und damit 60 Prozent über dem aktuellen Kurs. Wir bestätigen deswegen unser Kaufurteil.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. CAD)	189,0	198,3	218,0	237,6	CAGR Umsatz 08-11 (e)	7,9%
Umsatzwachstum	30,1%	4,9%	9,9%	9,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	12,4%
EBIT (Mio. CAD)	20,0	19,7	22,8	28,4	CAGR EpS 08-11 (e)	14,5%
EBIT-Marge	10,6%	9,9%	10,5%	12,0%		
EpS	1,14	1,14	1,37	1,70	Enterprise Value (Mio. CAD)	136,6
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. CAD)	86,6
KUV	0,77	0,73	0,67	0,61	EV / Umsatz 10 (e)	0,6
KGV	11,5	11,5	9,5	7,7	EV / EBIT 10 (e)	6,0
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,7

### Kaufen (unverändert)

#### Kursziel

**14,95 Euro**

Aktueller Kurs

9,30 Euro (Frankfurt)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	9,69	9,69	9,69
Tief (Euro)	7,40	5,71	2,74
Performance	25,6%	46,0%	205,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	8.273	4.133	3.026

### Stammdaten

ISIN / WKN	CA34958R1010 / A0MWAX
Branche	Spezialpapiere
Sitz der Gesellschaft	Vancouver
Internet	www.fortresspaper.com
Ausstehende Aktien	10,2 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 2007
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung	95,2 Mio. Euro
Free Float	ca. 70 %
Rechnungslegung	IFRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Umsatzwachstum trotz Krise

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat der kanadische Hersteller von Spezial-, Sicherheits- und Tapetenrohpapier 198,3 Mio. CAD umgesetzt und damit den Vorjahreswert um knapp 5 Prozent übertroffen. Hiervon wurden im Abschlussvierteljahr 51 Mio. CAD Erlöst, genauso viel wie in dem starken dritten Quartal und 10 Prozent mehr als im Vorjahr. Die angesichts des turbulenten wirtschaftlichen Umfelds beachtliche Umsatzsteigerung wurde dabei vor allem durch die Dresdner Papiermühle erzielt, die dank der ungebrochen hohen Nachfrage nach Rohpapier für Vliestapeten ihre Einnahmen um 7,6 Prozent (auf 113,6 Mio. CAD) steigerte. Im zweiten Segment, der an dem Schweizer Standort Landqart angesiedelten Herstellung von Sicherheitspapier für Banknoten, Pässe, Visa etc, wurde hingegen lediglich ein Zuwachs um 1,5 Prozent auf 84,7 Mio. CAD erzielt.

Geschäftszahlen (Mio. CAD)	GJ 2008	GJ 2009	Änderung
Umsatz	189,00	198,31	+4,92%
- Landqart	83,43	84,68	+1,49%
- Dresden	105,57	113,64	+7,64%
EBIT	19,994	19,715	-1,40%
- Landqart	4,01	4,90	+22,04%
- Dresden	20,01	19,28	-3,62%
Jahresüberschuss	12,68	12,70	+0,13%

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Fortress Paper; Quelle: Unternehmen

### Stabiles Ergebnis

Trotz dieses geringen Erlösanstiegs konnte gerade die Schweizer Niederlassung eine deutliche Ergebnissteigerung erzielen. Dank der in Richtung höhermargiger Erzeugnisse veränderten Umsatzzusammensetzung sowie der im Frühjahr beschlossenen Kostensenkungen (vor allem Übergang von Vier- auf Dreischichtbetrieb bei der Herstellung von einfacherem Spezialpapier) lag das Sparten-EBIT bei 4,9 Mio. CAD und damit um 22 Prozent über dem Vorjahreswert. Demgegenüber hat sich in Dresden der Anteil günstigerer Produkte überdurchschnittlich erhöht, so dass hier trotz der Umsatzausweitung ein geringfügig niedrigeres EBIT erzielt wurde. Auch auf Konzernebene lag das operative Ergebnis minimal unter dem Vorjahreswert. Durch Verbesserungen beim Finanzergebnis sowie durch die reduzierte Steuerbelastung blieb unter dem Strich aber ein konstantes Ergebnis von 12,7 Mio. CAD, gleichbedeutend mit einer gerade angesichts der Wirtschaftskrise beachtlichen Nettomarge von 6,4 Prozent.

### Starker Jahresendspurt

Betrachtet man das Abschlussquartal separat, hat Fortress vor Steuern und Zinsen 6,3 Mio. CAD verdient, womit zwischen Oktober und Dezember fast ein Drittel des Gesamtjahres-EBIT anfiel. Die operative Marge lag dementsprechend bei 12,3 Prozent, während die Nettoerlöse bei einem Quartalsüberschuss von 3,7 Mio. CAD 7,3 Prozent erreichte. Besonders eindrucksvoll gestaltet sich aber

der Vergleich mit dem – zugegebenermaßen schwachen – Vorjahresquartal. Bei einer Umsatzsteigerung um 10 Prozent erhöhte sich der Quartalsüberschuss um mehr als ein Drittel, das EBIT wurde sogar um 43 Prozent gesteigert.

### *Komfortable Liquiditätsausstattung*

Auch beim Cashflow brachten die Schlussmonate des letzten Jahres eine sehr positive Entwicklung: Operativ wurde hier ein Überschuss von 14 Mio. CAD erwirtschaftet, im Gesamtjahr summierte sich der Liquiditätszufluss aus dem laufenden Betrieb auf 21,9 Mio. CAD. Damit konnte der Bestand an liquiden Mitteln trotz weiterhin hoher Ausrüstungsinvestitionen (9,7 Mio. CAD) um 9,4 Mio. CAD gesteigert werden. Mit 33 Mio. CAD belaufen sich die liquiden Mittel somit auf fast ein Viertel der Bilanzsumme – eine Größenordnung, die ähnlich wie die Eigenkapitalquote von fast 62 Prozent die bilanzielle Stabilität des Unternehmens unterstreicht. Damit ist Fortress bestens gerüstet, um sowohl den geplanten Umbau einer Produktionslinie in der Schweiz (statt Spezialpapier soll sie nun Banknotenpapier herstellen, gleichzeitig soll die Kapazität auf jährlich 10.000 Tonnen vervierfacht werden) als auch um etwaige Akquisitionen in Angriff zu nehmen.

## **Ausblick**

### *Intakte Perspektiven*

Gerade mit der geplanten Kapazitätserweiterung im Bereich des hochmargigen Banknotenpapiers schafft Fortress die notwendigen Grundlagen für eine weitere Expansion. Denn in dieser Sparte hat das Unternehmen auch im letzten Jahr mit voller Auslastung gearbeitet. Gleichzeitig dürften die angekündigten Produktinnovationen dafür sorgen, dass die Auftragsbücher voll bleiben. Mit besonderer Spannung darf in diesem Zusammenhang sicherlich der Abschluss der Tests von Durasafe erwartet werden. Dieses neuartige Banknotenpapier enthält zwischen zwei Lagen Baumwollpapier eine Polymerschicht, wodurch nicht nur die Haltbarkeit der darauf gedruckten Banknoten massiv erhöht, sondern auch die Variationsbreite der Sicherheitsmerkmale deutlich ausgeweitet wird. Als eine einzigartige Neuerung nennt das Unternehmen in diesem Zusammenhang die Möglichkeit, halb- oder ganztransparente Fenster in unterschiedlichen Formen nahtlos in die Banknoten zu integrieren. Nach mehrjähriger Entwicklungsarbeit wurde das Produkt im letzten Dezember offiziell vorgestellt, derzeit laufen Tests bei mehreren Zentralbanken. Doch auch wenn die erfolgreiche Markteinführung von Durasafe die Ertragsdynamik deutlich erhöhen dürfte, ist das Unternehmen nicht ausschließlich darauf angewiesen. So erfreut sich auch die Produktion von Tapetenbasispapier weiterhin steigender Nachfrage, die sich seit der Jahresmitte in einem hohen Auftragseingang niedergeschlagen hat.

### *Überproportionales Gewinnwachstum erwartet*

Angesichts der konsequenten Bemühungen des Managements, gerade die margenstärkeren Segmente auszubauen, halten wir eine überdurchschnittliche Ge-

winnsteigerung in den nächsten Jahren für realistisch. Bei – organischen – Umsatzwachstumsraten von bis zu 10 Prozent sollten deshalb die Gewinne um bis zu 25 Prozent p.a. zulegen. Den größten Ertragsprung erwarten wir für das nächste Jahr, in dem plangemäß die umgebaute Produktionslinie in der Schweiz ihren Betrieb aufnehmen und die Kapazität in der Herstellung von Banknotenpapier um jährlich 10.000 Tonnen erweitern soll. Da aber dafür die betroffene Anlage im laufenden Jahr nur eingeschränkt zur Verfügung steht, dürfte sich das dämpfend auf die diesjährige Umsatz- und Ergebnisentwicklung auswirken. Nichtsdestotrotz halten wir auf Konzernebene eine deutliche Steigerung beider Kennzahlen für möglich, wenn sich der Trend der letzten sechs Monate bestätigt und die Dresdner Mühle ihren dynamischen Kurs beibehält. Mittelfristig haben wir geringfügig abnehmende Expansionsraten und eine moderate Margenentwicklung unterstellt, unsere Zielmarge liegt mit 6,8 Prozent in etwa auf dem Niveau des letzten Jahres und damit gerade mal auf „Krisenniveau“. In Summe kalkulieren wir mit den folgenden Annahmen bezüglich der Umsatz- und Gewinnentwicklung bis 2017:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. CAD)</b>	<b>218,0</b>	<b>237,6</b>	<b>259,0</b>	<b>279,7</b>	<b>299,3</b>	<b>318,8</b>	<b>339,5</b>	<b>361,5</b>
Erlöswachstum		9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%
Nettorendite	7,0%	8,0%	8,2%	8,5%	8,0%	7,5%	7,1%	6,8%
<b>Gewinn (Mio. CAD)</b>	<b>15,26</b>	<b>19,01</b>	<b>21,24</b>	<b>23,78</b>	<b>23,94</b>	<b>23,91</b>	<b>24,10</b>	<b>24,59</b>
Gewinnwachstum		24,6%	11,7%	12,0%	0,7%	-0,2%	0,8%	2,0%

### *Fairer Wert 14,95 Euro je Aktie*

Unter Annahme eines sich anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent und einer Diskontierungsrate von 10,7 Prozent (bestehend aus einem risikolosen Zins von 2,8 Prozent, der Marktrisikoprämie von 5,7 Prozent und einem Betafaktor von 1,5) resultiert hieraus ein Unternehmenswert von 238,2 Mio. CAD bzw. 166,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht dies 21,35 CAD bzw. 14,95 Euro, womit das Papier trotz der vollen Verwässerung ein Kurspotenzial von 60 Prozent aufweist.

### **Fazit**

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Fortress Paper hat das Krisenjahr 2009 mit Bravour gemeistert. Bei einem fast fünfprozentigen Umsatzanstieg konnte auch der Nettoüberschuss minimal erhöht werden, lediglich das EBIT war leicht rückläufig. Dabei hat das kanadische Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte eine deutlich zunehmende Dynamik entwickelt, allein im vierten Quartal lag das EBIT um 43 Prozent über dem Vorjahr. Da gleichzeitig auch beim Cashflow ein sehr hoher Überschuss (im Gesamtjahr fast 22 Mio. CAD) erzielt wurde, ist Fortress kerngesund aus der Krise hervorgegangen. Aber auch die mittelfristigen Perspektiven sind weiterhin über-

zeugend, weswegen wir der Aktie ungeachtet der bislang schon sehr positiven Entwicklung noch großes Potenzial zutrauen. Wir schätzen den fairen Wert auf 14,95 Euro je Aktie, rund 60 Prozent über dem aktuellen Kurs. Vor diesem Hintergrund belassen wir unser Urteil unverändert auf „Kaufen“.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

### Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

### Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

**Telefon:** + 49 (0)89 / 44 77 16-0

**Fax:** + 49 (0)89 / 44 77 16-20

**Internet:** <http://www.performaxx.de>

**E-Mail:** [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

## Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. A. Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung \_\_\_\_\_ Kurs bei Veröffentlichung \_\_\_\_\_ Anlageurteil  
(keine, Erststudie im Oktober 2008))

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: (keine)**

## Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.