

Titelgeschichte: H&R Wasag (SDAX)

Aktuelles Kursniveau bietet wieder Einstiegschancen: Die Erfolgsstory geht weiter

Nach dem Aufschwung bis auf € 50 und der aktuellen Konsolidierung ca. 10 % darunter, stellen sich Aktionäre und potenzielle Käufer die Frage, ob sich der Kursanstieg wieder fortsetzen wird.

Vor fünf Jahren begann eine neue Zeitrechnung für die damalige Wasag-Chemie AG: Die H&R Beteiligung GmbH und Wilhelm Scholten brachten ihre profitable SRS Schmierstoffraffinerie Salzbergen GmbH ein und nutzten dabei den bestehenden Verlustvortrag von ca. € 40 Mio. H&R steht für Hansen & Rosenthal, die in Hamburg seit Jahrzehnten ihr Geschäft mit chemischen Spezialitäten betreibt und ein bedeutender Abnehmer der SRS GmbH war und ist. Sowohl die positive fundamentale Entwicklung der seitdem als H&R Wasag AG firmierenden Gesellschaft als auch den darauf gründenden starken Kursanstieg von € 6.- im Jahr 2001 bis auf kürzlich € 50 (aktuell € 44.80) hat das Nebenwerte-Journal in zahlreichen Beiträgen begleitet, in denen jeweils auf das von uns gesehene Potenzial, zuletzt in NJ 8/06 und 9/06, hingewiesen wurde.

2. Quartal 2006 hervorragend

Träger des Wachstums ist der Bereich Chemisch-pharmazeutische Rohstoffe, der sich „deutlich über Plan“ entwickelt,

da beide Raffinerien ihre Ausbringungsmengen weiter ausgebaut und gleichzeitig Synergieeffekte realisiert haben. Zusätzliche positive Impulse für den Gewinn ergeben sich aus dem schwächeren Ölpreis, der in den vergangenen Monaten keine plötzlich schnell steigenden Preise aufwies. Derartige Risiken sind zwar in

rungsbedingt zu und auch die Kunststoffe verzeichneten ein Wachstum. Insgesamt erhöhte sich der Umsatz im 1. Halbjahr um 37 % auf € 401.6 (293.8) Mio.

Gewinnanstieg überproportional

Vor allem der geringere Anstieg des Ölpreises um 27 % seit Jahresbeginn (Vj. 50 %) und die größeren Mengen führten in Verbindung mit den internen Maßnahmen aus dem „Projekt 18“ zu einem deutlichen Anstieg des EBITDA bis zum 30.06.2006 auf € 50.9 (19.5) Mio.; dies entspricht einer Marge von 13 %. Obwohl die Abschreibungen auf Grund der hohen Investitionen ebenso angestiegen sind wie der durch das größere Volumen gewachsene Zinsaufwand, erreichte das Ergebnis vor Steuern mit einem Plus um 370 % auf € 37.7 (8.0) Mio. ebenfalls einen Rekordwert. Nach Steuern und Anteilen Dritter verblieb ein Periodenüberschuss von € 22.2

(5.7) Mio. bzw. ein Ergebnis je Aktie von € 1.18 (0.30). Damit wurde das Ergebnis je Aktie des gesamten Vorjahres von € 0.55 bereits um mehr als das Doppelte übertroffen.

Chemisch-pharmazeutische Rohstoffe

Das starke Gewicht dieser Sparte innerhalb des Konzerns hat sich nach der Übernahme der BP-Raffinerie in Hamburg vor drei Jah-

Automatisch mehr Leistung und Ertrag

Mobilität erfahren.



Unsere Steuerungsplatte für Automatikgetriebe – ein bedeutender Zukunftsmarkt – steuert automatisch auch zu mehr Wachstum bei.
www.elringklinger.de

elringklinger

den Prognosen berücksichtigt worden, doch kann sich bei extremen Veränderungen nach oben ein zusätzliches Risiko ergeben, nach dem es im Moment aber nicht aussieht.

Zum Rekordumsatz von € 203.3 (157.5) Mio. im 2. Quartal 2006 trugen alle drei Geschäftsbereiche bei: Die Chemisch-pharmazeutischen Rohstoffe weiteten ihren Absatz aus, die Explosivstoffe legten wite-

UNTERNEHMENS DATEN

H&R Wasag AG

Neuenkirchener Str. 8, 48499 Salzbergen, Telefon (05976) 945300

Internet www.hur-wasag.de

ISIN DE0007757007, 18.916 Mio. Stückaktien, AK € 48.358 Mio.

HV am 28.06.2006, Dividende € 0.30 (steuerfrei)

Kurs am 20.10.2006: € 44.80 (Xetra), 50.24 H / 14.95 T

KGV 18e (2006), 14e (2007)

Börsenwert: € 847 Mio.

Aktionäre:

H&R Bet. GmbH 39.54 %, Wilhelm Scholten Bet. GmbH 6.65 %, Nils Hansen 2.84 %, Streubesitz 50.87 %

Kennzahlen

	1. Hj. 2006	1. Hj. 2005
Umsatz	402 Mio.	294 Mio.
EBITDA	50.9 Mio.	19.5 Mio.
EBT	37.7 Mio.	8.0 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.18	0.30
EK-Quote	25 %	24 %



Bisher lohnte es sich stets, Konsolidierungsphasen für Neu- oder Nachkäufe zu nutzen.

H&R Wasag

„Mehr als 800 verschiedene Produkte für mehr als 100 unterschiedliche Industrien“

NJ: Herr Dr. Hollstein, Sie äußern sich grundsätzlich nicht zur Kursentwicklung der H&R Wasag AG. Dennoch: Wie erklären Sie den starken Aufschwung in diesem Jahr, der immerhin 300 % ausmacht?

Dr. Hollstein: In den letzten Jahren haben wir eine ganze Menge erreicht und den Konzern in eine Phase des globalen Wachstums geführt. Dies wird inzwischen auch vom Kapitalmarkt anerkannt. Hinzu kommt, dass wir auf Grund des stabilen Umfelds im laufenden Jahr zum ersten Mal unser volles Ertragspotenzial zeigen können. Das überzeugt auch diejenigen Investoren und Analysten, die uns eine solche Profitabilität in der Vergangenheit nicht zugetraut haben.

NJ: Die Belastungen aus dem starken Ölpreisanstieg im Vorjahr sind in diesem Jahr weitgehend entfallen. Ist unser Eindruck richtig, dass künftig auch innerhalb der Chemisch-pharmazeutischen Roststoffe die Risiken aus dem Ölpreis sinken? Bis wie weit kann das Risiko minimiert werden?

Dr. Hollstein: Das Raffineriegeschäft macht einen Großteil der Aktivitäten im Geschäftsbereich Chemisch-pharmazeutische Rohstoffe aus. In diesem Bereich kaufen wir große Mengen an Rohölderivaten und verarbeiten diese zu Spezialprodukten für diverse Industrien. Schnell steigende Rohölpreise können wir auf Grund von Preisvereinbarungen nur mit Zeitverzögerung an die Märkte weitergeben. Diese Belastungen können wir allerdings dann wieder ausgleichen, wenn der Rohölpreis wieder sinkt. Da wir auf Hedginggeschäfte auf Grund der damit verbundenen Risiken grundsätzlich verzichten, werden die Ergebnisse im Raffineriegeschäft immer auch durch die Ölpreisentwicklung beeinflusst werden. Allerdings haben wir inzwischen neben den Raffinerien auch weitere Aktivitäten in diesem Geschäftsbereich gebündelt. Es handelt sich dabei um die Standorte in Übersee und das Dienstleistungsgeschäft in der Schmierstoffproduktion. Diese beiden Segmente zeichnen sich durch eine hohe Unabhängigkeit von der Rohölpreisentwicklung aus und bilden somit einen Risikopuffer, um Belastungen aufzufangen.

Der Vorstandsvorsitzende Dr. Horst-Rüdiger Hollstein sieht die H&R Wasag AG am Beginn einer Phase globalen Wachstums.



NJ: Bei unseren Schätzungen über das künftige Wachstum sind wir von einer Ausweitung der Kapazitäten der bestehenden Raffinerien und Konversionsanlagen ausgegangen. Wenn die Möglichkeit besteht, von den großen Playern der Branche erneut eine Spezialraffinerie günstig zu erwerben, sollte dann eine Kapitalerhöhung vorgenommen werden und welches Volumen könnte sie umfassen?

Dr. Hollstein: Wir sehen große Chancen, in den kommenden Jahren auch durch Akquisitionen oder Kooperationen weiter wachsen zu können. Der Trend in der Branche ist weiterhin intakt: Die großen Mineralölgesellschaften konzentrieren sich auf ihr großvolumiges Kerngeschäft und trennen sich sukzessive von ihren Nischenaktivitäten. Wir prüfen alle Möglichkeiten sehr genau und würden bei einem entsprechenden Finanzierungsvolumen auch eine Kapitalerhöhung als Alternative in unsere Überlegungen mit einbeziehen.

NJ: Besteht nicht die Gefahr, dass mit zunehmender Bedeutung der Raffinerie-Aktivitäten die beiden kleineren, aber dennoch profitablen Bereiche Kunststoffe und Explosivstoffe ein wenig „untergehen“, oder anders ausgedrückt, wird hier nicht für relativ wenig Volumen zu viel Kapazität gebunden? Mögliche Erlöse könnten danach in die Sparte Rohstoffe investiert werden?

Dr. Hollstein: Sie haben natürlich recht, dass sich der Schwerpunkt unserer Geschäftsakti-

vitäten deutlich zu Gunsten der Chemisch-pharmazeutischen Aktivitäten verschoben hat. Auf Grund der aufgezeigten Wachstumspotenziale in diesem Bereich wird sich dieser Trend in Zukunft eher noch verstärken, auch wenn wir für die beiden anderen Geschäftsbereiche Kunststoffe und Explosivstoffe noch zusätzliche Ertragspotenziale sehen. Wir prüfen aktuell allerdings sehr intensiv, ob wir eine Re-Positionierung im Explosivstoffgeschäft vornehmen. Im europäischen Markt für zivile Sprengstoffe findet zur Zeit eine Konsolidierung statt. Hier bieten sich für uns verschiedene Alternativen, die auch einen möglichen Exit umfassen.

NJ: Zum Schluss des Interviews eine immer gern gestellte Frage: Wo sehen Sie die H&R Wasag AG im Jahr 2010, also in vier Jahren?

Dr. Hollstein: Wir konzentrieren uns in den kommenden Jahren voll auf die vorhandenen Wachstumspotenziale im Chemisch-pharmazeutischen Geschäft. Wir wollen den Konzern zum globalen Marktführer für Chemisch-pharmazeutische Spezialprodukte ausbauen. Während wir in Europa die bereits bestehenden Kapazitäten über das „Projekt 40“ deutlich erweitern, können wir in den übrigen Regionen der Welt vor allem über Akquisitionen und Kooperationen weiter zulegen.

NJ: Herr Dr. Hollstein, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Gespräch führte Klaus Hellwig

ren noch erhöht. Hinzu kommen die Übersee-Aktivitäten in Südafrika, Australien und Thailand. An diesen Standorten werden aus Zukäufen in Konversionsanlagen Spezialprodukte nach Kundenwünschen erstellt und vertrieben. Das zweite Standbein in diesem Bereich bildet das Mischen und Abfüllen für Schmierstoffe in den beiden Blending-Anlagen in Hamburg und in Salzbergen. Während sich Hamburg standortbedingt vor allem auf Schmierstoffe für Schiffe konzentriert, ist Salzbergen insbesondere auf Automobile und Industrieanwendungen ausgerichtet. Mit einem Umsatzanstieg um 39 % auf € 347.3 (250.3) Mio. auf Grund größerer Mengen und höherer Preise entfiel auf diese Sparte ein Umsatzanteil von 86.5 %. Besonders erfreulich verlief der Absatz bei den kennzeichnungsfreien Weichmachern, die auf Grund der Diskussion um Schadstoffe aus Abrieben von der Reifenindustrie stark nachgefragt werden. Auch die Standorte in Übersee verzeichneten eine höhere Auslastung und mehr Umsätze. Das EBITDA dieser Sparte von € 46.9 (14.7) Mio. macht inzwischen 92.1 (75.4) % des Konzernergebnisses aus.

Kunststoffe

Das kräftige Wachstum der Chemisch-pharmazeutischen Rohstoffe ließ die relative Bedeutung der beiden anderen Sparten weiter schrumpfen, wobei nicht vergessen werden sollte, dass in der Vergangenheit die Gaudlitz GmbH in Coburg eine Zeitlang ganz alleine das Überleben der damaligen Wasag-Chemie AG gesichert hat. Der Kunststoffbereich legte im 1. Halbjahr 2006 um 13.8 % auf € 21.4 (18.8) Mio. zu und erwirtschaftete dabei ein EBITDA von € 2.7 (2.6) Mio. Getragen wurde die Ausweitung vor allem von den Automobilzulieferern, die allerdings auch starken Druck auf die Preise ausübten. Hinzu kamen Kosten aus dem verzögerten Anlauf des Werks in China, das inzwischen aber nahezu wie geplant produziert.

Explosivstoffe

Mit der unter Auflagen seit dem 31.12. 2005 in den Konzernabschluss einbezogenen Sprengstoffwerk Gnauschwitz GmbH sind die Zahlen nur eingeschränkt mit dem Vorjahr vergleichbar. Nach dem Ende des langen Winters sind die Umsätze wieder angezogen, so dass bis zum 30. Juni € 32.6 (24.8) Mio. erreicht wurden. Während der inländische Markt unter Preisdruck stand, zog der Absatz in Osteuropa deutlich an. In dieser Region werden derzeit Standorte aufgebaut, um die guten Chancen dort nutzen zu können. Die Schwäche des 1. Quartals ist bis zum Ende des Halbjahres jedoch

nicht mehr ausgeglichen worden; das EBITDA ging auf € 2.9 (3.6) Mio. zurück.

Working Capital ausgeweitet

Die ausgeweiteten Aktivitäten führten zu einer Bilanzsumme im Konzern von nunmehr € 412 (373) Mio., von denen € 234 (192) Mio. auf das Umlaufvermögen entfielen, da sich Vorräte und Forderungen auf € 207 (168) Mio. erhöhten. Das größere Working Capital (Rohölkäufe müssen sofort bezahlt werden) erforderte die Aufnahme neuer Kredite, so dass die Verbindlichkeiten gegenüber Banken auf € 151 (136) Mio. anstiegen. Der Cashflow blieb mit € -2.1 (-4.3) Mio. im negativen Bereich. Das Eigenkapital von € 103.4 (89.9) Mio. entspricht einem Anteil von 25 (24) % an der Bilanzsumme.

Prognose nochmals angehoben

Im Ausblick des Halbjahresberichts erwartete der Vorstand für alle drei Geschäftsbereiche eine positive Entwicklung und weist auf hohe Auftragsbestände, interne Maßnahmen und ein derzeit relativ niedriges Ölpreisniveau hin. Allerdings ist trotz eines zunehmend reduzierten Ölpreisrisikos nicht auszuschließen, dass plötzliche, starke Erhöhungen die Margen belasten können. Insgesamt

samt ging der Vorstand im August für das laufende Jahr 2006 von einem Konzernumsatz von € 810 Mio. und einem Ergebnis vor Steuern von € 50 Mio. aus. Die Ergebnisprognose wurde bereits am 14.09.2006 auf Grund des erfreulichen Geschäftsverlaufs bei den Chemisch-pharmazeutischen Rohstoffen um 30 % auf € 65 Mio. angehoben.

Ausgezeichnete Perspektiven

Nach einer Phase der Restrukturierung, die 2001 bei einem Kursniveau von unter € 5.-endete, folgten vier Jahre der Konsolidierung und Integration, die den Kurs bis Ende 2005 auf € 15 voranbrachten. Mit Beginn des laufenden Jahres ist nach den Worten des Vorstandsvorsitzenden Dr. Horst-Rüdiger Hollstein eine Phase globalen Wachstums eingeleitet worden, dessen Ertragspotenzial durch das „Projekt 40“ zusätzlich gestärkt wird.

Die Aktivitäten der Spezialraffinerien konzentrieren sich auf die Nebenprodukte der Grundölproduktion, aus denen 800 verschiedene Produkte für mehr als 100 verschiedene Branchen hergestellt und vertrieben werden. Bekannte Produkte sind medizinische und technische Weißöle sowie Paraffine für Kosmetik, Pharmazie, Lebensmittel etc.; kennzeichnungsfreie Weichmacher für Autoreifen und Gummiindustrie etc.; Feindestillate für Druckfarben etc. In allen Bereichen werden führende Positionen eingenommen. Quasi als profitables Nebenprodukt werden Schmierstoffe im Auftrag großer Schmierstoffproduzenten als Dienstleistung („Blending“) verwertet. Diese Sparte überzeugt durch ihre Kostenführerschaft.

Mit Investitionen von € 54 Mio. sollen die Kapazitäten in beiden Raffinerien so ausgebaut werden, dass bis zum Jahr 2009 ein zusätzliches Ertragspotenzial von € 40 Mio. erschlossen wird: Ein Return von 1.3 Jahren! Der Ertrag im Übersee-geschäft soll sich in diesem Zeitraum auf € 12 Mio. verdoppeln.

Im Bereich Kunststoffe werden jährliche Wachstumsraten von 8 % und eine höhere Rentabilität angestrebt. Zu diesem Zweck soll die Produktionsstätte in China besser ausgelastet und eine Basis in Osteuropa aufgebaut sowie verstärkt Partnerschaften mit globalen Konzernen eingegangen werden.

Der Bereich Explosivstoffe sieht sich als „Technologieführer in Wachstumsmärkten und Marktführer in Deutschland, Polen und Ungarn“. Angesichts der Marktverhältnisse wird unabhängig vom Ausbau des eigenen Geschäfts der Aufbau eines europäischen Sprengstoffkonzerns angestrebt. Der Vorstand prüft derzeit mehrere Optionen vom Börsengang bis zu einem möglichen Exit.

Klaus Hellwig

FAZIT

Wir sehen die **H&R Wasag AG** auf Grund der beherrschenden Stellung der Chemisch-pharmazeutischen Rohstoffe auf dem Weg zu einem Konzern mit Milliardenumsatz, bei dem in einigen Jahren die beiden kleineren Bereiche Kunststoffe und Explosivstoffe abgegeben sein werden. Da wir von einem überproportionalen Anstieg der Netto-Umsatzrendite von jetzt 5.5 % ausgehen, erwarten wir dann einen Jahresüberschuss von ca. € 65 Mio. bzw. € 3.43 je Aktie. Auf Grund der breiten Aufstellung gelingt es in der Sparte Rohstoffe zunehmend, Risiken auszugleichen, so dass auch in dieser Hinsicht die Bedeutung der beiden anderen Sparten abnimmt. Der Kursverlauf in diesem Jahr zeigt, dass ohne extreme Belastungen aus dem plötzlichen Anstieg der Rohölpreise die Börse das Potenzial der Aktie erkannt hat. Allerdings ist auch festzustellen, dass ausgeprägte Konsolidierungsphasen den steilen Aufschwung gestützt haben. Wir sehen den Kurs unterhalb von € 50 in einer solchen, auch psychologisch begründbaren Phase, deren Dauer zwar nicht absehbar ist, die aber bei normalem Verlauf die Basis für einen weiteren Anstieg um ca. 30 % bis 40 % bis Ende nächsten Jahres bilden sollte. Die für dieses Geschäftsjahr angekündigte Verdoppelung der Dividende auf € 0.60 dürfte nicht das Ende der Fahnenstange sein.

K. H.