

Titelgeschichte: Pfeleiderer (MDAX)

Deutlich wachsender Umsatz, mehr Gewinn sowie eine höhere Dividende sprechen für die Pfeleiderer-Aktie

Seit unserer letzten Besprechung der Pfeleiderer AG in NJ 8/05 sind nun knapp anderthalb Jahre vergangen. Wer damals zu Kursen um € 5.- eingestiegen ist, kann sich heute über 300 % Kursgewinn freuen. In der Spitze waren es gar 400 %. Da der Holzwerkstoff-Konzern weiter organisch und anorganisch wachsen will, scheinen höhere Kurse aus unserer Sicht nur eine Frage der Zeit zu sein.

Im Grunde genommen ist die Rechnung denkbar einfach: Setzt der Vorstandsvorsitzende Hans H. Overdiek seinen Erfolgskurs fort – und davon ist auszugehen – soll der Konzernumsatz der Pfeleiderer AG bis zum 31.12.2008 auf mehr als € 2 Mrd. steigen. Dazu hat der Konzernlenker bereits angekündigt, Erlöse von € 500 Mio. zuzukaufen zu wollen. Entsprechende Investitionsziele seien bereits ausgemacht. Da Pfeleiderer grundsätzlich nur dann investiert, wenn es nicht zu einer massiven Verwässerung der hohen Margen kommt, ist das ein anspruchsvoller, aber nicht unrealistischer Plan.

Gewinn je Aktie für 2008: € 3.- sind möglich

Aus € 2 Mrd. Umsatz dürfte dann ein EBITDA von € 300 Mio. zu erwirtschaften sein. Nach den ersten neun Monaten 2006 sind es schon € 144 Mio., im Gesamtjahr 2006 könnte es an die € 200 Mio. heranlaufen. Will heißen: Die Ergebnisziele 2008 sind nicht so weit von den aktuellen Zahlen entfernt. Käme es so, stünde etwa ein Jahresüberschuss von € 150 Mio. in den Büchern. Umgerech-

net auf die Pfeleiderer-Aktie würde das ein Ergebnis je Aktie von € 3.- bedeuten, woraus sich ein KGV von 6.7 ableitet. Auch dürfte die Dividende von zuletzt € 0.15 signifikant steigen. Für das Geschäftsjahr 2006 rechnen wir mit einer Ausschüttung je Aktie von mindestens € 0.30 – Tendenz weiter steigend, wie Hans H. Overdiek dem Nebenwerte-Journal andeutete.

Wachstum vor allem im Ausland

Getragen wird diese Erwartung vom Wachstum auf den Auslandsmärkten. Neben der kürzlich angelaufenen Rohspanproduktion im neuen russischen Werk in Novgorod, das damit nun den Gesamtbetrieb inklusive der Oberflächenbeschichtung aufgenommen hat, plant die Gesellschaft, Werke in weiteren osteuropäischen Staaten zu errichten.

Daneben kann sich Pfeleiderer vorstellen, ein weiteres Werk im Süden der USA zu bauen oder zu kaufen. Damit wird schnell deutlich, dass das zunächst ambitioniert anmutende Wachstumsziel auf mehr als € 2 Mrd. Umsatz durchaus erreichbar ist.

Starke Neunmonatszahlen

Ein Blick auf die Neunmonatszahlen gibt die Marschrichtung vor: Erstmals überstieg der Konzernumsatz für einen Neunmonatszeitraum die Marke von € 1 Mrd. Die Erlöse legten um rund 79 % auf € 1041.5 (582.3) Mio. zu. Gleichzeitig verdoppelte sich das EBITDA auf € 144.3 (72.2) Mio. Damit verbesserte sich die EBITDA-Marge auf 13.9 (12.4) %.

Das EBIT stieg um 129.6 % auf € 89.1 (38.8) Mio. Dies entspricht einer EBIT-



In einem Kühlstermender kühlen die Spanplatten nach dem Pressvorgang von 110 auf rund 60 Grad Celsius ab.

Marge von 8.5 (6.7) %. Das operative Vorsteuerergebnis fortzuführender Aktivitäten legte um 90.5 % zu und belief sich auf € 54.1 (28.4) Mio. Das Konzernergebnis nach Ertragsteuern und Anteilen der polnischen Minderheitsgesellschafter an der Pfeleiderer Grajewo S.A. hat sich bis zum 30. September 2006 mit € 61.7 (10.1) Mio. mehr als versechsfacht. Das Konzernergebnis je Aktie erhöhte sich trotz der Kapitalerhöhung und des damit verbundenen Anstiegs der außenstehenden Aktien von 42.685 auf 49.7 Mio. signifikant auf € 1.24 (0.24). Davon entfallen € 0.52 (0.18) je Aktie auf fortzuführende Aktivitäten.

Operativer Cashflow signifikant gesteigert

Der operative Cashflow belief sich im Neunmonatszeitraum 2006 auf € 109.3

UNTERNEHMENS DATEN

Pfeleiderer AG		
Ingolstädter Str. 51, 92318 Neumarkt/Oberpfalz, Telefon 09181 / 28-0		
Internet: www.pfeleiderer.com		
ISIN DE0006764749, 49.7 Mio. Stückaktien, AK € 127.232 Mio.		
KGV (2006e) 10.0		
Börsenwert: € 988.5 Mio.		
Kurs am 15.12.2006: € 19.89 (Xetra), 27.07 H / 15.90 T		
Aktionäre: Familie Pfeleiderer ca. 11.0 %, Henderson Global Investors ca. 5.0 %, Fidelity ca. 10.0 %, Streubesitz ca. 74.0 %		
Kennzahlen	30.09.2006	30.09.2005
Umsatz	1041.5 Mio.	582.3 Mio.
Periodenüberschuss	61.7 Mio.	10.1 Mio.
Ergebnis je Aktie*	1.24	0.20
EK-Quote	37.0 %	30.0 %
Dividende	0.20(e)	0.15

* auf Basis von 49.7 Mio. Aktien



Der Höchstkurs aus 2006 scheint wieder erreichbar zu sein.

Pfleiderer

„Wir wollen 2008 mehr als € 2 Mrd. umsetzen und eine EBITDA-Marge von 16 % erzielen“

Nach der Fokussierung auf den Geschäftsbereich Holzwerkstoffe zählt die im MDAX notierte Pfleiderer AG zu den führenden Systemanbietern für Holzwerkstoffe, Oberflächenveredelung und Laminatfußböden. Mit derzeit rund 5100 Mitarbeitern und 20 Produktionsstandorten in Ost- und Westeuropa sowie Nordamerika erzielte der Pfleiderer-Konzern im Neunmonatszeitraum 2006 einen Umsatz von mehr als € 1 Mrd. Das Geschäft brummt, wie der Vorstandsvorsitzende Hans H. Overdick im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal bestätigte. Ein Trend, der in den kommenden Jahren weitergehen dürfte.

NJ: Herr Overdick, die Frage nach den geplanten Investitionen in Osteuropa und den Auswirkungen auf den Standort Neumarkt ist in jüngster Vergangenheit kontrovers in der Öffentlichkeit diskutiert worden. Was sind Beweggründe für diese unternehmerische Entscheidung?

Overdick: Lassen Sie mich eines vorab klarstellen: Es geht uns nicht darum, in Zukunft den Standort Neumarkt zu schwächen – ganz im Gegenteil. Doch die derzeit deutlich höheren Wachstumschancen liegen in Osteuropa. Hier müssen wir verstärkt Präsenz zeigen. Das gleiche gilt für Nordamerika. In beiden Regionen wachsen die Volkswirtschaften schneller als in Deutschland. Und wenn Sie einen Blick auf unsere Renditen werfen, stellen sie fest, dass wir in den genannten Gebieten deutlich höhere Margen erzielen als auf unserem Heimatmarkt.

NJ: Siedeln nicht auch Ihre Kunden wie die Möbelindustrie aus Kostengründen ihre Produktionsstätten verstärkt nach Osteuropa um?

Overdick: Danke für die Steilvorlage, genauso ist es bereits seit Mitte der 90er Jahre. Und wir müssen als Zulieferer dorthin gehen, wo unsere Kunden sitzen – so wie dies in der Vergangenheit auch der Fall war. Lassen Sie mich anhand einiger Zahlen die Entwicklung verdeutlichen. Als ich im Jahr 2001 zur Pfleiderer AG kam, machten wir in Osteuropa einen Umsatz von gut € 120 Mio. Wir erwarten in diesem Jahr Umsatzerlöse von über € 290 Mio. Im kommenden Jahr liegt unser Umsatzziel in Polen inklusive Russland und der Slowakei bei € 400 Mio. Der Trend wird sich unserer Meinung nach in den kommenden Jahren fortsetzen.

NJ: Erst ging die Möbelproduktion nach Polen, heute nach Russland. Wird in den kommenden Jahren der Zug dann noch weiter in Richtung Osten gehen, um noch mehr Kostenvorteile zu heben?

Overdick: Polen ist für die Pfleiderer AG der Brückenkopf in Osteuropa. Aber wir werden sicher weiter gen Osten ziehen, wenn es unsere Kundschaft verlangt. Weitere Märkte in Osteuropa sind für uns interessant. Ich kann mir durchaus vorstellen, dass wir in nicht allzu ferner Zukunft uns intensiv mit Entscheidungen in diese Richtung beschäftigen werden.

NJ: Dann verfolgen Sie aktuell eine Doppelstrategie mit dem Ausbau der Aktivitäten in Osteuropa und in den USA?

Overdick: Ja, so ist es. Aber gestatten Sie mir ein paar ausführlichere Worte zu Nordamerika. Wir haben an unserem Spanplattengeschäft viel Freude. Offenbar kommt es aus Kostengründen hier vermehrt zu einer Substitution von Vollholz durch unsere Produkte. Insofern tangiert uns die nachlassende konjunkturelle Dynamik in Übersee kaum. Wir haben in den USA eine EBITDA-Marge von 18 % im dritten Quartal 2006 geschrieben. Das hat uns keiner der Konjunkturexperten auch nur ansatzweise zugetraut. Im Neunmonatszeitraum 2006 kommt die Pfleiderer AG auf eine EBITDA-Marge von 15 % im BC Nordamerika. Aber Sie dürfen nicht vergessen, dass wir auch erhebliche Investitionen vorgenommen und Produktionsstillstände akzeptiert haben, so dass wir für 2007 mit einem deutlichen Schub bei Umsatz und Gewinn des Nordamerika-Geschäfts rechnen.

NJ: Glaubt man den Konjunkturforschern, wird sich das Wirtschaftswachstum in den USA zumindest im ersten Halbjahr 2007 weiter abschwächen. Und das soll keinerlei Auswirkung auf ihr Geschäft haben?

Overdick: Konjunkturforscher betrachten den Gesamtmarkt. Wir glauben, uns von dieser Entwicklung aus zwei Gründen erfolgreich abkoppeln zu können. Erstens: Wir profitieren von der Branche. Hier gibt es Konsolidierungstendenzen überall, von denen können wir profitieren. In diesem Zusammenhang können wir uns durchaus vorstellen, eine weitere Akquisition in den USA zu tätigen. Vorausgesetzt, sie schafft einen Mehrwert für unsere Aktionäre. Zweitens: Der Laminatfußboden gewinnt immer mehr an Beliebtheit trotz eines derzeit schwächelnden Marktes und verdrängt zune-



Hans H. Overdick, Vorstandssprecher der Pfleiderer AG: „Alle Zeichen stehen auf Wachstum.“

hend die Teppichböden aus den Häusern und Wohnungen. Zusätzlich kommt noch ein gewisser Substitutionseffekt von Vollholzküchen oder -möbeln hin zur Spanplatte. In der Summe heißt das: Wir betrachten die USA ungeachtet der prognostizierten konjunkturellen Entwicklung für das nächste Jahr als Wachstumsmarkt.

NJ: Haben Sie schon ein Akquisitionsziel in den USA im Auge?

Overdick: Lassen Sie mich es salomonisch so formulieren: Wir möchten gerne einen Produktionsstandort im Südosten der USA aufbauen. Über welchen Weg wir das erreichen, ist die zweite Frage. Lieber wäre uns der Kauf eines Standortes. Grundsätzlich gilt für alle Märkte, auf denen wir aktiv sind – wir wollen sowohl organisch als auch über Akquisitionen wachsen.

NJ: Wo kommen ihre Produkte stärker zum Einsatz – im Neubaubereich oder in der Renovierung bzw. Sanierung von Bestandsimmobilien?

Overdick: Dass der Hausneubau in den USA derzeit schwächelt, trifft uns nicht so stark. Unser Hauptgeschäft liegt ganz klar auf der Renovierungsseite. Lassen Sie es mich so umschreiben: Ein gutes Neubaugeschäft wäre das berühmte Tüpfelchen auf dem „I“. Das haben wir momentan nicht. Unser Geld verdienen wir, wenn sich Hausbesitzer für einen neuen Fußboden, neue Möbel oder eine neue Küche entscheiden. Und bei diesen Einrichtungsgegenständen sind unsere Produkte erste Wahl. Daher ruht unsere Zuversicht. Im Gegenteil: Wer seltener umzieht, wird mehr in die Ausstattung seines alten Hauses investieren. Davon profitieren wir.

NJ: Wie können Sie Ihre Marge noch erhöhen?

Overdick: Wir bieten unseren Kunden heute überwiegend veredelte Produkte an, die z. B. in

der Küchenmöbelindustrie zum Einsatz kommen. Für diese Produkte können wir ein höheres Preisniveau durchsetzen. Und das über das gesamte Sortiment. Lassen Sie uns bei dem Beispiel Küchenmöbel bleiben. Pfeleiderer liefert der Küchenmöbelindustrie beschichtete MDF-Platten oder Spanplatten für den Corpus, Fronten mit verschiedenen Dekoren, die fertige Arbeitsplatte und Rückwände aus besonders dünnen MDF-Platten. Will heißen: Wir sind ein Komplettanbieter für One-Stop-Shopping, wie es so schön neudeutsch bezeichnet wird.

NJ: Und wie hoch liegen die Margen in diesem Bereich?

Overdiek: Gegenüber den unbeschichteten Produkten können sie etwa 5 % bis 10 % höhere Margen erzielen. Dennoch tun wir uns durchaus schwer, unser Konzernziel einer EBITDA-Marge von 15 % im Heimatmarkt zu erreichen. Das liegt sowohl an den hohen Material- als auch den Lohnkosten in Deutschland.

NJ: Wenn das alles so kommt, wie Sie es prognostizieren, dann werden Umsatz und Ertrag in den nächsten Jahren deutlich steigen. Die Frage lautet nur: Wie stark?

Overdiek: Sie haben Recht, wir wollen Umsatz und Ertrag deutlich steigern. Wir halten ein zweistelliges Umsatzwachstum und einen proportional höheren Anstieg im Ertrag für realistisch. Soweit zum organischen Wachstum. 2008 wollen wir im Umsatz über € 2 Mrd. liegen. Das schaffen wir nicht nur organisch. Aber wir haben ja schon bekannt gegeben, bis zu € 500 Mio. auch in neue Akquisitionen zu stecken, wenn sie die richtige Rendite bringen. Wir sind da schon wahrlich.

NJ: Wenn ich laut rechne, komme ich für 2007 auf ein Umsatzziel von deutlichen € 1.5 Mrd. Umsatz und ein EBITDA von mehr als € 225 Mio. Liege ich mit dieser Rechnung richtig?

Overdiek: Eine konkrete Aussage werden sie von mir zu dieser Thematik nicht hören. Nur soviel: Ich werde Ihnen, nicht nur aus diskussionstaktischen Erwägungen heraus, nicht widersprechen.

NJ: Dürfen sich Ihre Aktionäre dann über steigende Dividenden freuen?

Overdiek: Wir werden unser Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr deutlich gegenüber 2005 steigern können. Daher können wir uns eine moderate Anhebung der Dividende vorstellen. Unser Ziel ist es, künftig eine Art Sockeldividende auszuschütten. Und in guten Jahren kommt noch ein bisschen obendrauf.

NJ: Wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern

(61.8) Mio. Der Free Cashflow erhöhte sich auf € 46.4 (7.6) Mio. und spiegelt die deutlich verbesserte Ertragskraft des Konzerns wider. Der operativer Cashflow erreichte im Berichtszeitraum € 70.1 (56.7) Mio.

Nettoverschuldung deutlich reduziert

Die Bilanzsumme konnte zum Stichtag 30. September 2006 auf € 1.40 (31.12.2005: 1.44) Mrd. verkürzt werden. Das Eigenkapital erhöhte sich auf Grund der Mittelzuflüsse und Buchgewinne aus dem Verkauf der Pfeleiderer track systems, auf Grund der Kapitalerhöhung im April 2006 sowie der guten operativen Ergebnisse auf € 517.2 (31.12.2005: 275.1) Mio. Die Eigenkapitalquote entsprach damit zum Bilanzstichtag 37.0 % (31.12.2005: 19.1 %) der Bilanzsumme. Die Nettoverschuldung wurde deutlich auf € 354.1 (31.12.2005: 627.5) Mio. reduziert.

Starkes viertes Quartal lässt gutes Gesamtergebnis 2006 erwarten

Für das vierte Quartal 2006, das mit den Gesamtzahlen für 2006 wohl erst Ende März 2007 zur Bilanzpressekonferenz vorgelegt wird, erwarten wir ähnlich gute Zahlen wie für das dritte Quartal 2006. In diesem Zeitraum stiegen die Erlöse um 81.5 % auf € 362.3 (199.6) Mio. Gleichzeitig wurde ein EBITDA von € 54.2 (27.7) Mio. erwirtschaftet, das überproportional zum Umsatz um rund 96 % zulegte.

Die konsequente Nutzung von Skaleneffekten, aktives Kostenmanagement und eine Fokussierung auf Produkte mit höheren Margen führten zu einer EBITDA-Marge von 15.0 (13.9) % im dritten Quartal. Das EBIT wurde mehr als verdoppelt und stieg um 118.4 % auf € 35.6 (16.3) Mio. Die EBIT-Marge erreichte 9.8 (8.2) % vom Umsatz. Das Ergebnis fortzuführender Aktivitäten erhöhte sich um 118.2 % auf € 28.8 (13.2) Mio. Das Konzernergebnis nach Ertragsteuern und Anteilen der polnischen Minderheitsgesellschafter an der Pfeleiderer Grajewo S.A. wurde deutlich auf € 15.5 (2.8) Mio. verbessert. Damit hat sich das Ergebnis je Aktie auf € 0.31 (0.07) mehr als vervierfacht.

Positive Geschäftsentwicklung in allen Regionen

Die positive Geschäftsentwicklung wird von allen drei Regionen (Osteuropa, Westeuropa und Nordamerika) getragen. Das Business Center Nordamerika erzielte im dritten Quartal 2006 einen Umsatz von € 97.9 Mio. und ein EBITDA von € 17.7 Mio. Das entspricht einer EBITDA-

Marge von 18.1 %. Für den gesamten Neun-Monatszeitraum beliefen sich die Erlöse in Nordamerika auf € 273.5 Mio. bei einer EBITDA-Marge von insgesamt 15.1 %.

Das Business Center Osteuropa profitierte von der anhaltend positiven Absatz- und Preisentwicklung in Polen, in den übrigen östlichen Nachbarstaaten und in Russland.

Dies spiegelt sich in den deutlich verbesserten Erlösen von € 75.3 Mio. im dritten Quartal bzw. € 206.7 Mio. im Neun-Monatszeitraum wider. Das EBITDA von € 15.4 Mio. im 3. Quartal entspricht einer Marge von 20.5 %, das kumulierte EBITDA von € 40.7 Mio einer Marge von 19.7 %.

Das Business Center Westeuropa erzielte im 3. Quartal 2006 einen Umsatz von € 192.9 Mio. und ein EBITDA von € 23.2 Mio. Die entsprechende Marge beträgt 12.0 %. Für den gesamten Berichtszeitraum Januar bis September 2006 belaufen sich die Erlöse in Westeuropa auf € 574.8 (406.2) Mio. Das kumulierte EBITDA beträgt € 72.0 Mio. Die Umsatzrendite von 12.5 % ist eine deutliche Verbesserung gegenüber 9.8 % im Vergleichszeitraum des Vorjahres.

Wachstumsprognose für 2006 bekräftigt

Für das Gesamtjahr 2006 strebt Pfeleiderer nach den Worten Overdieks einen Umsatz in Höhe von € 1.4 Mrd. und ein EBITDA von mindestens € 200 Mio. an. Dies entspricht einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von 14.3 %. Unter dem Strich sollte ein Jahresüberschuss von etwa € 100 Mio. stehen, der einem Gewinn je Aktie von € 2.- entspricht. Das 2006er KGV stellt sich unserer Schätzung nach auf etwa 10. Auch für die Folgejahre ist der Vorstand der Pfeleiderer AG sehr zuversichtlich. Im Geschäftsjahr 2007 erwartet Pfeleiderer weitere Steigerungen bei Umsatz und operativer Marge – wir auch.

Carsten Stern

FAZIT

Das geplante Umsatz- und Ertragswachstum der Pfeleiderer AG ist unseres Erachtens das Ergebnis einer soliden Unternehmensführung. Angesichts der Planung eines Umsatzes von mehr als € 2 Mrd. bis Ende 2008, die wir für realistisch halten, schätzen wir einen Gewinn je Aktie in der Größenordnung von € 3.-. Daraus errechnet sich ein KGV von 6.7. Die Dividende sollte auf mindestens € 0.75 steigen. Nach wie vor stufen wir daher die Pfeleiderer-Aktie als grundsolides Basis-Investment ein. C. S.