

Jungheinrich (SDAX)

Das operative Geschäft bekommen Anleger auf dem niedrigen Kursniveau nahezu gratis

Die Vorzugsaktie der Jungheinrich AG notiert auf dem Niveau des Jahres 2003. Mit einem KGV von 3,5, einem Börsenwert von € 135 Mio. für die Vorzüge scheint die Börse nunmehr stark nach unten zu über-treiben. Wir erwarten keinen massiven operativen Ergebniseinbruch.

Die Bewertungsrelationen sind aktuell nicht stimmig: Per 30.09.2008 verfügte der Gabelstapler-Konzern über liquide Mittel von € 238 Mio. bzw. € 7.- je Aktie, die einem Großteil des aktuellen Aktienkurses von € 8,44 am 20.11.2008 entsprachen. Das profitable operative Geschäft wird an der Börse demnach nur noch mit der Differenz von € 1,44 je Aktie bzw. mit insgesamt € 49 Mio. bewertet. Allein der Periodenüberschuss per 30.09.2008, der auf € 60,9 (52) Mio. wuchs, deckte diese Differenz zu mehr als 100 % ab.

Der ausgewiesene Buchwert pro Aktie lag per 30.09.2008 mit € 17,84 (15,38) etwa doppelt so hoch wie der Börsenkurs. Der deutliche Kursrückgang lag wohl auch an Zwangsverkäufen von institutionellen Investoren, die zeitweise bis zu drei Viertel des Streubesitzes ausmachten.

Kollabierende Gewinne eingepreist

Die Börse rechnet mit einem starken Umsatzeinbruch für 2009 – ein Worst-Case-Szenario, das nach unserer Einschätzung nicht ganz eintreten wird. Auf jeden Fall dürfte künftig das margenschwächere Neugeschäft leiden. Dies könnten die deutlich margenstärkeren Sparten Miet-

und Gebrauchtgeräte sowie der Kundendienst ausgleichen – vorausgesetzt, es kommt nicht zu einer tiefgreifenden, lang anhaltenden Rezession. Auch die sinkenden Rohstoff- und Energiekosten dürften kollabierende Gewinne verhindern.

Rückläufiger Auftragseingang in Q3

Trübe Aussichten für 2009: Die weltweite Nachfrage für Flurförderzeuge schwächte sich im dritten Quartal 2008 um 4 % ab, ausgehend vor allem von Nordamerika. In Europa stagnierte die Nachfrage. Der Ordereingang dürfte sich in den kommenden Monaten abschwächen.

Auch bei Jungheinrich erreichte der Auftragseingang im dritten Quartal stückzahlmäßig nicht das Niveau des Vorjahreszeitraums, legte aber mit € 531 (527) Mio. leicht zu. In den ersten neun Monaten 2008 lag der Auftragseingang mit € 1,65 (1,57) Mrd. noch um 5,3 % über Vorjahresniveau. Der Auftragsbestand sank nach neun Monaten aber bereits um 6 % auf € 361 (384) Mio.

Produktion zurückgefahren

Auch bei den Produktionszahlen zeigte sich in Q3 bereits die sinkende Nachfrage: Die Stückzahlen nahmen um 5 % auf 20000 (21000) ab. Auf Grund des noch guten Orderbestands stieg der Umsatz bis Ende September 2008 mit einem Auslandsanteil von 74,2 (75) % um 9,8 % auf € 1,58 (1,44) Mrd. Zum Wachstum trugen alle Geschäftssegmente bei. Das mit rund der Hälfte am Konzernumsatz beteiligte Neugeschäft legte ebenso wie



Hochregallager-Lösung von Jungheinrich für Logistik-Dienstleister.

das Miet- und Gebrauchtgerätegeschäft um 12 % zu, der wenig konjunkturrempfindliche Kundendienst um 5 %.

Hohe Kosten für Rohstoffe und Markteintritte

Erhöhte Materialkosten und Vorleistungen für die Erschließung von Wachstumsmärkten wie Russland und China sowie ein erhöhter Aufwand für Forschung und Entwicklung schlugen auf das Ergebnis durch. Das Unternehmen glich dies teilweise mit dem gewachsenen Anteil des Miet- und Gebrauchtgerätegeschäfts und mit dem guten, margenstarken Kundendienstgeschäft aus.

Das EBIT ging bis September 2008 leicht um 2,1 % auf € 93,2 (95,5) Mio. zurück, allein im dritten Quartal sank es bereits stärker auf € 29,7 (33) Mio. Das Neunmonatsergebnis vor Steuern stagnierte bei € 94,4 (94,5) Mio., das

UNTERNEHMENS DATEN

Jungheinrich AG

Am Stadtrand 35, 22047 Hamburg, Telefon 040/6948-0

Internet: www.jungheinrich.de

ISIN DE0006219934 (Vz.), 18 Mio. Stamm- (nicht börsennotiert) und 16 Mio. Vorzugsaktien, Gesamt-AK € 102 Mio.

KGV 2008(e) 3,5

Börsenwert: € 135 Mio. (Vz.)

Kurs am 20.11.2008: € 8,44 (Xetra), 27,17 H / 8,01 T

Aktionäre: Stämme: LJH-Holding GmbH (Familie Lange) und WJH-Holding GmbH (Familie Wolf) mit jeweils 50 %;

Vorzüge: Streubesitz 100 %, darunter 74 % institutionelle Anleger

Kennzahlen	9M 2008	9M 2007
Umsatz	1,58 Mrd.	1,44 Mrd.
EBIT	93,2 Mio.	95,2 Mio.
Periodenüberschuss	60,9 Mio.	52 Mio.
Ergebnis je Aktie	1,79	1,53
Buchwert je Aktie	17,84	15,38



Kurskollaps: Seit Ende 2007 büßte der Aktienkurs von Jungheinrich kräftig ein, vermutlich, weil Institutionelle in großem Stil verkaufen.

Jungheinrich

„Wir werden unsere Geschäfte im Jahr 2009 mit Anstand über die Runden bringen“

Mit einer Prognose für 2009 tut sich der Hersteller von Flurförderzeugen angesichts der drohenden Rezession schwer. Es werde Einbußen im Neugeschäft geben, bestätigte der Vorstandsvorsitzende Hans-Georg Frey im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal. Deutlich stabilere Geschäfte erwartet Frey im margenstarken Miet- und Gebrauchtgerätegeschäft sowie im Kundendienst.

NJ: Welche Faktoren beeinflussen die Geschäftslage der Jungheinrich AG im vierten Quartal 2008 sowie im Jahr 2009?

Frey: Durch die Finanzkrise ist eine enorm hohe Verunsicherung entstanden, die sich in den Köpfen festgesetzt hat. Das gilt im Übrigen für die gesamte deutsche Industrie, nicht nur für unser Geschäft. Der aktuelle Markttrend lautet: Abwarten. Diese Gemengelage wird sich im kommenden Jahr in unserem margenschwächeren Neugeschäft negativ bemerkbar machen. So viel scheint aus heutiger Sicht sicher. Im margenstärkeren Miet- und Gebrauchtgerätegeschäft sowie im Kundendienst rechnen wir eher mit einem stabilen Geschäftsverlauf für 2009.

NJ: Sie gehen also davon aus, Umsatzrückgänge im Neugeschäft zu kompensieren?

Frey: Das Neugeschäft macht etwa 50 % unseres Umsatzes aus, weitere 30 % steuert der Kundendienst bei, 20 % entfallen auf das Miet- und Gebrauchtgerätegeschäft. Eine komplette Kompensation sehe ich für 2009 nicht, aber wir werden unsere Geschäfte mit Anstand über die Runden bringen, wenn Sie mir die saloppe Formulierung gestatten.

NJ: Wie fällt das EBIT in den einzelnen Sparten aus, was heißt für Sie margenstark bzw. margenschwach?

Frey: Diese Zahlen veröffentlichen wir grundsätzlich nicht. Ich kann Ihnen nur soviel sagen: Die höchsten Margen erzielen wir im Kundendienst, gefolgt vom Miet- und Gebrauchtgerätegeschäft.

NJ: Wieviel Entlastung erwarten Sie für 2009 auf der Rohstoff- und Energiekosten-seite?

Frey: Wir handeln Rohstoffpreise, wie z. B. für Stahl, nicht auf Tagesbasis aus, sondern schlie-

ßen langfristige Kontrakte ab, was wir 2008 vor allem im vierten Quartal spüren werden. Würden wir kurzfristig reagieren, müssten wir mit heftigen Ergebnisschwankungen rechnen. Die neuen Kontrakte sind in der Tat günstiger, insofern wird es 2009 eine Entlastung geben, die sich aber erst mit einem Zeitverzug im zweiten Halbjahr bemerkbar machen wird. Bei den Energiekosten, z. B. in den Fabriken, merken wir es sofort.

NJ: Aber bei rückläufigem Neugeschäft sinkt die Auslastung in den Fabriken, womit ein Teil des Kompensationseffekts wohl entfallen dürfte.

Frey: So ist es. In der Produktion fällt ein gewisser Anteil Fixkosten an. Im vierten Quartal 2008 wird die Auslastung leicht sinken, die Fixkosten bleiben dagegen konstant.

NJ: Wie hoch ist die Fertigungstiefe Ihrer Produktion?

Frey: Unsere geringe Fertigungstiefe hilft uns aktuell. Im Wesentlichen sind wir ein Montagebetrieb mit einem gewissen Eigenanteil, z. B. beim Stahlbau, der Pulverbeschichtung und der Elektronikfertigung. Etwa 30 % bis 40 % unserer Wertschöpfung – je nach Produkt –, über den gesamten Konzern gerechnet, kommen aus unseren Fabriken.

NJ: Haben Sie schon belastbare Zahlen erhoben, ob sich aktuell der Trend, weg vom neuen gekauften Gabelstapler hin zum gemieteten oder gebrauchten Gerät, bestätigt?

Frey: Das werden wir wohl erst in den kommenden Monaten feststellen können. Das hängt auch mit der bereits erwähnten Verunsicherung der Nachfrager zusammen. Des Weiteren unterliegt insbesondere das Mietgeschäft einer gewissen Saisonalität. Hier und jetzt eine verlässliche Antwort auf diese Frage zu geben, wäre reine Spekulation. Ich denke, Anfang 2009 können wir zumindest einen ersten Trend erkennen.

NJ: Aber wenn Ihr Kunde ein Fahrzeug tatsächlich benötigt, muss er sich für eine Variante entscheiden?

Frey: Richtig. Dann könnte es durchaus sein, dass Käufe mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung weiter zurückgestellt werden und stattdessen das Mietgeschäft anzieht.



Der Jungheinrich-Vorstandsvorsitzende Hans-Georg Frey strebt rein organisches Wachstum für den Konzern an.

NJ: Wie sind die Mietverhältnisse gestaltet und finanziert?

Frey: Unsere Mietverhältnisse sind grundsätzlich sehr flexibel. Wir vermieten für einen Zeitraum von einem Tag bis zu zwei Jahren. Außerdem sind wir für Projekte mit Laufzeiten von über zwei Jahren nahezu in Gesamtwesteuropa mit eigenen Leasing- und Finanzierungstöchtern vertreten, die sich fristengerecht lokal refinanzieren. Vereinfacht gesprochen ist das eine Art durchlaufender Posten, um den die Bilanz bereinigt werden müsste, damit man ein korrektes Bild vom Konzern erhält. Grundsätzlich verstehen wir diese Leasing-Dienstleistung als Vertriebsunterstützung. Deshalb wird unsere Finanzsparte nicht als eigenständiges Profitcenter geführt.

NJ: Wo läge dann ihre eigentliche EK-Quote?

Frey: Wir weisen inklusive des Finanzgeschäfts eine EK-Quote um 28 % aus. Die bereinigte Größe läge rund 10 % höher. Damit fühlen wir uns für einen Industriekonzern komfortabel finanziert.

NJ: Sie haben in der jüngeren Vergangenheit viel in den Aufbau neuer Vertriebsgesellschaften in China und Russland investiert. Machen Sie 2009 angesichts der schwierigen Marktbedingungen eine Pause?

Frey: Die weiteren Expansionsschritte machen wir Zug um Zug. Sollte die Nachfrage weiter so

hoch bleiben wie bisher, bauen wir gezielt weiter aus und umgekehrt. Wir verfolgen die Entwicklung sehr genau, beinahe auf Tagesbasis.

NJ: Könnten Sie sich auch vorstellen, im In- und Ausland zuzukaufen? Die üppige Kasenlage würde das ermöglichen, vor allem, wenn die Preise für Akquisitionen sinken.

Frey: Wir haben einen festen Grundsatz, der lautet: Wir wollen organisch und aus eigener Kraft wachsen. Und dabei bleibt es auch.

NJ: Daher investieren Sie weiter wie geplant in neue Werke?

Frey: Unser Werk für Niederhubwagen in Landsberg bei Leipzig wird wie geplant fertig gebaut und im zweiten Quartal 2009 in Betrieb gehen. Wir rücken davon nicht ab, weil wir dadurch Kosten in der Produktion einsparen. In Moosburg hingegen wollten wir dieser Tage mit dem Bau des Werkes beginnen, dieses Projekt wird sich bis ins Frühjahr 2009 verschieben. Das Werk wird gebaut, es geht nur um den richtigen Zeitpunkt.

NJ: Trauen Sie sich eine Prognose für 2009 zu?

Frey: Eine Prognose für 2009 ist sehr schwierig – es sind zu viele Unsicherheitsfaktoren im Markt. Das Jahr 2008 ist für uns praktisch in trockenen Tüchern. Wir erwarten 6 % Umsatzplus, womit unsere Ursprungsplanung nahezu erfüllt wäre. Die hohen Investitionen in China und Russland sowie einige Sondereffekte, die mit der Konjunktur zusammenhängen, werden einen Gewinnsprung verhindern. Beim Jahresüberschuss wird uns eine deutlich niedrigere Steuerquote von etwa 35 % zugute kommen. Für das Jahr 2009 wäre eine Seitwärtsbewegung beim Jahresüberschuss bereits eine ausgezeichnete Leistung.

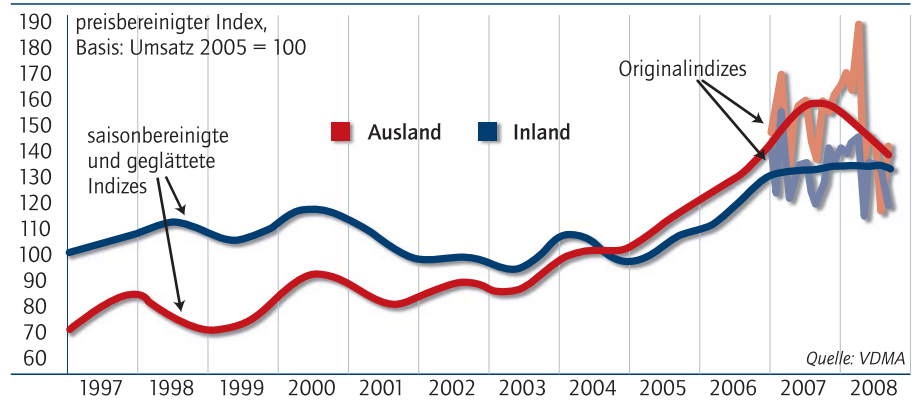
NJ: Und bitte noch ein Wort zur Dividende für 2008.

Frey: Über die Höhe kann und will ich noch nichts sagen. Nur soviel: Wir verfolgen eine konservative Dividendenpolitik, d. h. unsere Ausschüttungsquote ist eher moderat. Im Gegenzug schwankt die Höhe der Ausschüttung auch nicht so stark. Das Stichwort heißt Dividendenkontinuität waren.

NJ: Wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führten
Claus Müller und Carsten Stern.

AUFTRAGSEINGANG IM DEUTSCHEN MASCHINENBAU



Die Auslandsaufträge sind seit Ende 2007 stark gesunken, während im Inland die Nachfrage seit zwei Jahren stagniert.

Nettoergebnis stieg auf € 60.9 (52) Mio. bzw. € 1.79 (1.53) je Aktie.

Personalabbau geplant

Im Konzern wurden die Expansionspläne überprüft. Das neue Werk in Landsberg (Sachsen-Anhalt), in das die Produktion von Niederhubwagen aus dem Werk Norderstedt ausgelagert wird, soll planmäßig im zweiten Quartal 2009 starten. Der Kapazitätenaufbau im bayerischen Degernpunkt bei Moosburg wird genauso verschoben wie der geplante Neubau der Hauptverwaltung in Hamburg-Wandsbek. In den ersten drei Quartalen stieg der Investitionsaufwand noch auf € 39 (33) Mio.

Bis Ende September nahm die Beschäftigtenzahl im Konzern auf 10723 (10023) zu. In den kommenden Monaten soll hingegen die Leiharbeit, die in der Spitze rd. 20 % des Personalbestands ausmacht, zurückgeführt werden. Befristete Arbeitsverträge werden nicht verlängert, Arbeitszeitkonten abgebaut.

Solide Bilanzstruktur bewahrt

Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit weist unverändert € 59.5 (59.6) Mio. aus. Selbst das Finanzergebnis ist mit € 1.2 (-0.7) Mio. positiv. Das Eigenkapital betrug zum 30.09.2008 einschließlich Bilanzgewinn € 607 (554) Mio., die EK-Quote liegt nur deshalb bei 27.7 (26.7) %, weil die Bilanz von langfristigen Vermögenswerten geprägt ist. Diese setzen sich unter anderem aus € 218.8 (200.4) Mietgeräten, € 182 (166.2) Mio. Leasinggeräten und € 320.3 (288.1) Mio. entsprechenden Forderungen gegenüber den Leasingkunden zusammen. Diese Forderungen hat Jungheinrich fristengerecht refinanziert, somit sind die Finanzierungskosten wie ein durchlaufender Posten zu bewerten (s. Interview).

Die um Finanzdienstleistungen bereinigte EK-Quote, die das operative Indus-

triebsgeschäft betrifft, fällt mit 36 (34.2) % solide aus. Die langfristigen Verbindlichkeiten von € 873 (844) Mio. und die kurzfristigen Schulden von € 709 (675) Mio. muten bei einer auf € 2.19 (2.07) Mrd. ausgedehnten Bilanzsumme per 30.09.2008 zunächst hoch an, jedoch ist der Effekt aus dem Finanzdienstleistungsgeschäft zu berücksichtigen.

Prognose 2008 leicht reduziert

Für 2008 hatte Jungheinrich ursprünglich ein Umsatzwachstum auf € 2.2 (2) Mrd. geplant; aktuell werden € 2.1 Mio. prognostiziert. In Q4 werden die niedrigere Auslastung der Produktionskapazitäten und das hohe Preisniveau für die eingekauften Vormaterialien belasten. Die noch gute Ertragslage im ersten Halbjahr wird voraussichtlich noch ein Ergebnis je Aktie auf Vorjahresniveau ermöglichen (€ 2.40). 2007 machte die Dividende je Vorzugsaktie mit € 0.58 (0.54) nur etwa ein Viertel des Gewinns je Aktie aus. Sollte die Ausschüttung konstant bleiben, entspräche das angesichts des niedrigen Kursniveaus einer für Jungheinrich eher untypisch hohen Dividendenrendite von 6.9 %.

Claus Müller,
Finanzanalyst DVFA

FAZIT

Ein deutlicher Rückgang beim Absatz von Neufahrzeugen ist möglich, doch der hohe Anteil des Miet- und Gebrauchtwagengeschäfts sowie das profitable Kundendienstgeschäft sollten Umsatz und Ertrag der Jungheinrich AG stabilisieren. Ein Ergebnisrückgang dürfte sich 2009 mit rd. 10 % bis 15 % in Grenzen halten. Die Vorzugaktien sind, bei einer attraktiven Dividendenrendite von 6.9 % moderat bewertet. Engagements bieten selbst für geduldige Anleger aktuell mehr Chancen als Risiken.

CM