

Heidelberger Druckmaschinen (MDAX)

Die Aktie ist eine gute Wette auf ein Anziehen der Konjunktur – Fusionsfantasie gibt es noch obendrauf

Im Moment sieht es eher trist aus bei deutschen Maschinenbauern, ein Blick auf die Quartalsbilanzen ermutigt nicht gerade zum Einstieg. Dabei nutzen Unternehmen wie Heidelberg Druckmaschinen die Krise als Gelegenheit, kräftig Kosten zu sparen, um beim Konjunkturaufschwung besser als je zuvor dazustehen. Mutige Anleger, die auf eine langsame Erholung der Weltwirtschaft setzen, sollten das Papier in jedem Fall auf der Rechnung haben.

Operativ läuft es beim Weltmarktführer für Druckmaschinen nach wie vor schlecht. Allerdings sind durchaus erste Lichtblicke zu erkennen. So stagnierte der bislang rückläufige Auftragseingang in Q1 2009/10 (30.06.) auf niedrigem Niveau bei € 0.55 (1.15) Mrd., der aber immer noch mehr als einer Halbierung zum Vorjahresquartal entsprach. Positiv ist jedoch zu werten, dass damit der Abwärtstrend bei den Auftragseingängen gestoppt werden konnte, nachdem in Q4 2008/09 das Orderbuch nur Zugänge von € 474 Mio. verzeichnen konnte. Ob es mehr als der berühmte Silberstreif am Horizont ist, muss sich erst noch herausstellen.

Gewinnschwelle auf € 2.5 Mrd. Umsatz gedrückt

Für unsere Überlegung, der Heidelberg Druckmaschinen AG eine Titelgeschichte zu widmen, spielt die Quartals-Betrachtung eine eher untergeordnete Rolle. Entscheidend für langfristig orientierte Anleger ist vielmehr, dass die Finanzierung der Gesellschaft für die kommenden Jahre nun

gesichert ist. Bedingt durch ein sehr straffes Kostenprogramm wird die Gesellschaft künftig schon bei Erlösen von € 2.5 Mrd. die Gewinnschwelle erreichen. Zudem hat sich ein nicht unwesentlicher Investitionsstau bei den Kunden aufgebaut.

Zieht nun die Konjunktur auch nur ein wenig an, sollte es den Heidelbergern gelingen, wieder schwarze Zahlen zu schreiben. Im Geschäftsjahr 2009/10 (31.03.) ist dies wahrscheinlich noch nicht möglich, für 2010/11 zeigt sich der Finanzvorstand Dirk Kaliebe schon optimistischer, wie er im Interview mit dem Nebenwerte-Journal erklärte. Wenn diese Langfrist-Perspektive an der Börse überzeugt – wofür einiges spricht – sollte die Aktie deutliches Aufwärtspotenzial besitzen.

Auf Investorensuche

Der deutsche Maschinenbauer hat als eines der ersten Unternehmen Staatshilfe aus dem Konjunkturpaket II im Volumen von € 800 Mio. erhalten. Hinzu kommen noch bis 2012 laufende Kreditlinien, so dass dem Unternehmen nun € 1.4 Mrd. frische Mittel zur Verfügung stehen. Damit sollte die Zeit der Auftragsflaute gut überbrückt werden. Das gesamte Finanzierungspaket umfasst u. a. ein KfW-Darlehen über € 300 Mio. aus dem Sonderprogramm für große Unternehmen. Außerdem bürgen der Bund sowie die Länder Brandenburg und Baden-Württemberg zusammen für € 550 Mio. Hinzu kommt noch eine syndizierte Kreditlinie eines Bankenkonsortiums über ebenfalls € 550 Mio. Dennoch ist Heidel-

berger Druck offen für weitere Investoren. Dazu liefen bereits lose Gespräche, bislang jedoch ohne Ergebnis, bestätigte Kaliebe auf Anfrage des Nebenwerte-Journal. Die Möglichkeit einer umfangreichen Kapitalerhöhung um bis zu 50 % des Grundkapitals von aktuell 78.04 Mio. Stückaktien hatte die Hauptversammlung erst am 23.07.2009 geschaffen.

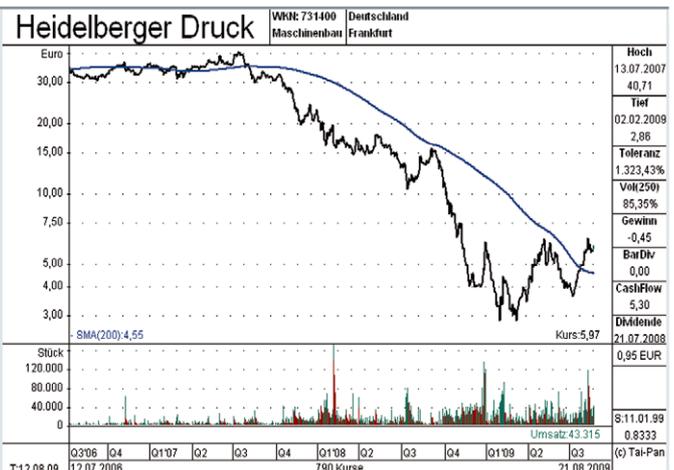
Fusion mit MAN Roland denkbar?

An der Börse trieb jedoch eine andere Variante Blüten. Statt eines Einstiegs von Investoren könnte auch eine Fusion mit dem Branchen-Zweiten MAN Roland eine Lösung sein. „Marktgerüchte kommentieren wir nicht“, antwortete Kaliebe auf unsere Nachfrage. Bestätigen wollte der Finanzvorstand lediglich lose Kooperationsgespräche, wie sie in vielen Branchen – man denke an die Kooperation von BMW und Daimler bei der Motorenentwicklung – üblich seien. Ganz so lose sind die Gespräche nach unseren Informationen allerdings nicht. Der Großaktionär Allianz hält über seine Investmenttochter Allianz Global Investors 65 % an MAN Roland und direkt 12.96 % an Heidelberg Druck. Da liegt es auf der Hand, zumindest über einen Zusammenschluss nachzudenken.

Wie uns ein Branchen-Insider verriet, gehe es im ersten Schritt erst einmal darum, auszuloten, welche Zugeständnisse jeder Partner machen müsste, um eine Fusion überhaupt zu ermöglichen. Immerhin bräuchten es beide Unternehmen bei Bogen-druckmaschinen auf einen Weltmarktanteil von 54 %. Die beiden verbliebenen Kon-

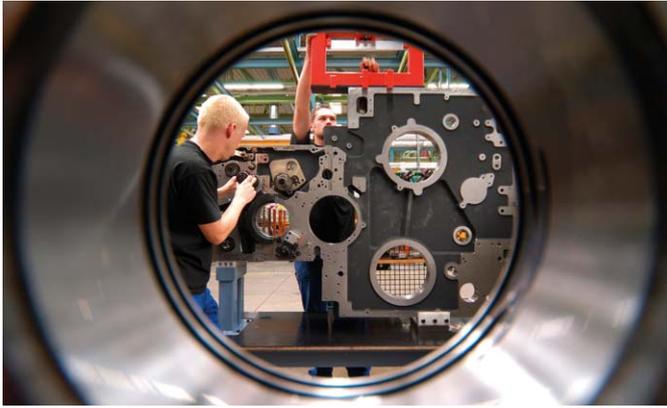
UNTERNEHMENS DATEN

| | | |
|--|-------------------|-------------------|
| Heidelberg Druckmaschinen AG | | |
| Kurfürstenanlage 52-60, 69115 Heidelberg, Telefon 06221/92-6022 | | |
| Internet: www.heidelberg.com | | |
| ISIN DE0007314007, | | |
| 78.04 Mio. Stammaktien, AK € 199.79 Mio. | | |
| KGV 2009/10e neg. | | |
| Börsenwert: € 500.3 Mio. | | |
| Kurs am 20.08.2009: | | |
| € 5.78 (Xetra), 6.65 H / 2.81 T | | |
| Aktionäre: Allianz 12.96 %, RWE 9.62 %, | | |
| SEB Investment GmbH 4.96 %, Streubesitz 72.46 % | | |
| Kennzahlen | Q1 2009/10 | Q1 2008/09 |
| Umsatz | 514 Mio. | 657 Mio. |
| EBIT | -63 Mio. | -35 Mio. |
| Periodenfehlbetrag | -69 Mio. | -39 Mio. |
| Gewinn je Aktie | -0.89 | -0.59 |
| EK-Quote | 23.8 % | 24.6 % |



Die Aktie hat schon deutlich Fahrt aufgenommen, besitzt aber noch weiteres Erholungspotenzial.

Chart: Tai-Pan; Foto: Heidelberg Druckmaschinen AG



Facharbeiter montieren im Werk Wiesloch-Walldorf eine Seitenwand für die Speedmaster XL 105.

kurrenten König & Bauer (SDAX) sowie die japanische Komori-Gruppe dürften mit Argusaugen darüber wachen, dass das Kartellrecht nicht ausgehebelt wird. Nach dem Motto: Wo ein Wille ist, ist auch ein Weg, sollte sich u. E. auch eine Möglichkeit finden lassen, um die Bedenken des Kartellamts auszuräumen, notfalls per Ministererlaubnis mit dem Totschlagsargument „Rettung von Arbeitsplätzen“.

Ein Viertel der Jobs fallen weg

Bis Ende dieses Jahres will die Gesellschaft insgesamt 5000 der 20000 Arbeitsplätze abgebaut haben. Gut die Hälfte konnten bereits über Altersteilzeit und sonstige sozialverträgliche Lösungen gestrichen werden, der Rest führt über den Weg von betriebsbedingten Kündigungen. Den entsprechenden Tarifvertrag hatte das Unternehmen zum 30.06.2009 gekündigt. Nun liefen Gespräche mit dem Betriebsrat und den Gewerkschaften, so Kaliebe. Er sei aber zuversichtlich, das Ziel bis zum 31.12.2009 erreichen zu können. Angesichts einer momentanen durchschnittlichen Kapazitätsauslastung von 50 % gäbe es zum Stellenabbau keine ernsthafte Alternative, legte der Finanzvorstand dar. Das Instrument der Kurzarbeit reiche nicht aus.

Der Abbau von Arbeitsplätzen ist ein wichtiger Baustein des Restrukturierungsprogramms „Heidelberg 2010“, mit dem jährlich Kosten von bis zu € 400 Mio. eingespart werden sollen. Im laufenden Geschäftsjahr sind bereits Einsparungen von € 350 bis 380 Mio. eingeplant, die dazu führen, dass die Gewinnschwelle künftig schon bei Erlösen von € 2.5 Mrd. erreicht wird.

Rückläufiger Umsatz in Q1 2009/10

Mit Blick auf das erste Quartal 2009/10 wird schnell deutlich, dass dieses Ziel trotz sehr schwacher Erlöse von nur € 514 (657) Mio. keineswegs unerreichbar scheint. Da die Gesellschaft typischerweise etwa 40 % ihrer Umsätze im ersten und 60 % im zwei-

ten Halbjahr erzielt, sollten für 2009/10 Erlöse in der Größenordnung von € 2.2 Mrd. und demzufolge ein neuerlicher Jahresfehlbetrag in den Büchern stehen.

Da aber auf Grund der übersichtlichen Zahl der Wettbewerber, des nach wie vor hervorragenden Rufs und eines guten Preis-Leistungs-Verhältnisses keine größere Ausschreibung an Heidelberger Druck vorbei gehen dürfte, stehen u. E. die Chancen, im Jahr 2010/11 wieder schwarze Zahlen zu schreiben, nicht schlecht – vorausgesetzt, die leichte konjunkturelle Erholungstendenz entpuppt sich nicht als Eintagsfliege, wonach es nicht aussieht.

Tiefrote Zahlen zum Jahresauftakt

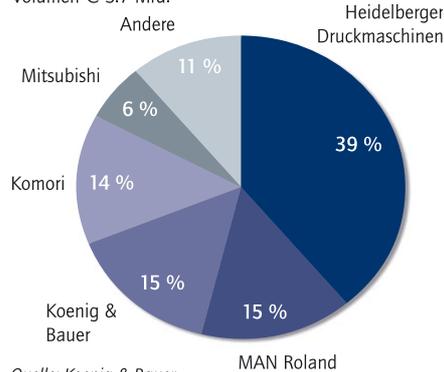
Beim EBIT ohne Sondereinflüsse von € -63 (-35) Mio. konnte der Heidelberger-Konzern bereits von den Einsparungen im Rahmen des Programms „Heidelberg 2010“ profitieren. So wurden die fehlenden Deckungsbeiträge aus dem Umsatzrückgang teilweise kompensiert. Die Personalkosten sanken kurzfristig, vor allem durch die deutschlandweite Kurzarbeit, auf € 194.9 (291.6). Im Vorjahresquartal war das Ergebnis zudem durch den Aufwand für die Fachmesse Drupa belastet.

Aufwendungen für Sondereinflüsse fielen im Berichtsquartal nur noch in sehr geringem Umfang an. Ferner wurden die Investitionen in Sachanlagen und immateriel-

WELTMARKTANTEILE...

...bei Bogenoffsetmaschinen 2008

Volumen € 3.7 Mrd.



Quelle: Koenig & Bauer

le Vermögenswerte um 77 % auf nur noch € 10 Mio. deutlich reduziert. Das Finanzergebnis hat sich im ersten Quartal auf € -22 (-16) Mio. verschlechtert. Das Ergebnis vor Steuern lag bei € -86 (-69) Mio., der Periodenfehlbetrag summierte sich auf € -69 (-39) Mio. bzw. € -0.89 (-0.59) je Aktie.

Buchwert je Aktie ohne Bonus auf das operative Geschäft

Bilanziell sieht es trotz der anhaltenden Verlustsituation noch solide aus. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Vorräte konnten deutlich abgebaut werden, die Forderungen aus Absatzfinanzierung gingen ebenfalls leicht zurück. Zusätzlich haben sich die Sonstigen Vermögenswerte durch den Verrechnung des Körperschaftsteuerguthabens verringert. In Summe standen in Q1 2009/10 lang- und kurzfristige Vermögenswerte von € 1.25 Mrd. bzw. € 1.8 Mrd. in den Büchern. Das Eigenkapital reduzierte sich auf Grund des Quartalsverlustes zum 30.06.2009 auf € 728 (796) Mio., die EK-Quote betrug 23.8 (24.6) %. Umgerechnet auf eine Aktie errechnet sich ein Buchwert je Aktie von € 9.33 (10.20). Eine ähnliche Entwicklung wie in Q1 2009/10 im kompletten Geschäftsjahr fortgeschrieben, würde der Buchwert je Aktie in Richtung € 6.- fallen. Damit ist im aktuellen Aktienkurs keinerlei Aufgeld für das operative Geschäft enthalten. Sobald sich andeutet, dass die Ergebniswende in Sicht kommt, sollte die Börse bereit sein, einen Aufschlag zu gewähren. Das dürfte spätestens der Fall sein, wenn das erste Quartalsergebnis mit positiven Vorzeichen veröffentlicht wird.

Carsten Stern

FAZIT

Ein versierter Börsianer hat einmal gesagt: „Das meiste Geld lässt sich an der Börse verdienen, wenn es gelingt, in der Nähe des unteren Wendepunkts einzusteigen.“ Es kommt also nicht darauf an, exakt den Wendepunkt, sprich den Tiefkurs, zu erwischen. Diese Weisheit hat sich schon oft bewährt und sollte auch für die Aktien der Heidelberg Druckmaschinen AG gelten. Die Vorzeichen, mit diesem Investment richtig zu liegen, stuften wir als durchaus günstig ein. Ein Restrisiko besteht allerdings angesichts der nach wie vor labilen konjunkturellen Lage.

CS

Zum Titelbild: Filmszene aus dem Kinofilm „Catch me if you can“: Die von Leonardo di Caprio gespielte Hauptfigur führt mit selbst gefälschten Schecks einen aufwändigen Lebensstil. Die Imitate wurden auf einer Heidelberger Druckmaschine hergestellt. Der FBI-Agent Tom Hanks ist dem Fälscher auf der Spur, auf dem Titelfoto hält er einen nachgemachten Scheck in den Händen.

Heidelberger Druckmaschinen

„Wir wollen die Abhängigkeit vom Werbemarkt deutlich reduzieren“

Die deutsche Maschinenbau-Ikone Heidelberger Druckmaschinen AG ist der finanziellen Restrukturierung jüngst einen wichtigen Schritt näher gekommen. Bis Mitte 2012 sei die Finanzierung von € 1.4 Mrd. nun gesichert, erläuterte der Finanzvorstand Dirk Kaliebe im Interview mit dem Nebenwerte-Journal. Bis dahin prüfe das Unternehmen auch die Option „neue Investoren“, erste Gespräche liefen. Nun gehe es darum, die eigenen Sparziele zu erreichen, um bei niedrigeren Kosten aus wieder profitabel zu werden, wenn der konjunkturelle Aufschwung kommt. Das laufende Geschäftsjahr 2009/10 (31.03.) dürfte jedoch mit einem Fehlbetrag zu Ende gehen.

NJ: Herr Kaliebe, Sie haben gerade die Finanzierung der Heidelberger Druckmaschinen AG bis ins Jahr 2012 gesichert. Auf welche zusätzlichen Zinslasten müssen sich Anleger einstellen?

Kaliebe: Wir sind bis Mitte 2012 solide finanziert und zahlen dafür aus heutiger Sicht marktgerecht etwas höhere Zinsen. Das Finanzergebnis wird deshalb von rund € 120 Mio. aus dem vergangenen Geschäftsjahr auf nun € 130 bis 150 Mio. steigen.

NJ: Wie gedenken Sie die Verbindlichkeiten künftig zurückzuführen?

Kaliebe: Wir betreiben ein striktes Working-Capital-Management, indem wir die Vorräte senken und die Investitionen verringern. Dem wirken dieses Jahr einmalig die Belastungen für den Personalabbau entgegen. Daher gehen wir davon aus, die Finanzmittel aus dem freien Cashflow tilgen zu können. Wir haben uns substanzial verbessert, was auch mit unserem Maßnahmenprogramm zu tun hat, das uns Kosteneinsparungen von € 400 Mio. p. a. beschern soll. Etwa € 350 bis 380 Mio. können wir schon im laufenden Geschäftsjahr realisieren.

NJ: Das heißt, Sie werden künftig mit weniger Umsatz die Gewinnschwelle erreichen. Wo liegt etwa rechnerisch die Grenze?

Kaliebe: Bislang liegt die Gewinnschwelle bei über € 3 Mrd. Umsatz, wir planen nun die Meßlatte bei operativ € 2.5 Mrd. Mit dieser Größenordnung bei den Erlösen gehen wir künftig davon aus, profitabel zu arbeiten.

NJ: In Q1 2009/10 haben Sie € 514 (657) Mio. Erlöse verbucht. Wenn ich das aufs Jahr hochrechne, käme ihre Gesellschaft auf einen Umsatz um die € 2 Mrd. Sind vor diesem Hintergrund rote Zahlen fürs Gesamtjahr 2009/10 unausweichlich?

Kaliebe: Ganz so linear verläuft unser Geschäft nicht. Historisch gesehen entfallen etwa

40 % unseres Umsatzes auf das erste Halbjahr, 60 % auf den zweiten Turnus. Wir gehen davon aus, beim Umsatz insgesamt unter Vorjahr zu liegen. Da die aktuelle Lage in den einzelnen globalen Märkten noch durch große Unsicherheiten geprägt ist, können wir zum jetzigen Zeitpunkt keine konkrete Vorhersage geben.

NJ: Um die Kosten zu drücken, greifen Sie auf ein ganzes Maßnahmenbündel, u. a. auch auf Kurzarbeit, zurück. Wie hoch sind ihre Produktionskapazitäten derzeit ausgelastet?

Kaliebe: Um ihre nächste Frage gleich zu beantworten, betriebsbedingte Kündigungen werden wir nicht vermeiden können. Entsprechend haben wir den Beschäftigungssicherungsvertrag zum 30.06.2009 gekündigt und hoffen, bis Ende 2009 eine einvernehmliche Lösung mit dem Betriebsrat gefunden zu haben. Angesichts einer Kapazitätsauslastung von etwa 50 % in der Produktion ist das leider ein unverzichtbarer Schritt, um das Unternehmen nachhaltig zu sichern. Ziel ist es, die Belegschaft um 5000 auf rund 15000 Mitarbeiter zu verkleinern.

NJ: Wir wirken sich diese Maßnahmen auf Ihre Personalkosten aus?

Kaliebe: Ein erstes Indiz, in welche Richtung es gehen wird, bietet der Vergleich von Q1 2008/09 mit Q1 2009/10. Kommend von € 291 Mio. Personalkosten stehen wir aktuell bei € 194 Mio., wobei ein Teil auf die Kurzarbeit und ein Teil auf das bereits abgebaute Personal entfällt. Das zeigt: Unsere Maßnahmen greifen.

NJ: Wie hart ist der Preisdruck am Markt?

Kaliebe: Mit dem Preisdruck muss sich in der heutigen Zeit jeder Unternehmer auseinandersetzen. Heidelberg hat jedoch immer auf Innovation gesetzt, und unsere Produkte sind so gut, dass wir nicht über den Preis verkaufen, so dass wir in toto von konstanten Margen ausgehen.

NJ: Inwiefern beeinträchtigen Finanzierungsschwierigkeiten Ihrer Kunden das Geschäft?

Kaliebe: Das grundlegende Thema heute ist die Auslastung der Druckereien und damit auch der vorhandenen Maschinen. Ist diese nachweislich vorhanden, bekommt der Kunde in der Regel auch eine Finanzierung, wenn auch in einem etwas längeren Prozess und zu höheren Konditionen. Die Höhe des Kaufpreises für unsere Druckmaschine ist nur ein Punkt. Sie müssen die Gesamtkosten der Maschine inklusive Papier und Personal betrachten. 40 % bis 50 % entfallen auf das Material, 28 % bis 35 % auf Personal und schließlich 5 % bis 10 % auf Abschreibungen. Lassen sich nun durch die neue Maschine Kosten sparen, z. B. durch einen höheren Grad der



Dirk Kaliebe, Finanzvorstand der Heidelberger Druckmaschinen AG, plant künftig die operative Gewinnschwelle bei einem Umsatz von € 2.5 Mrd.

Automatisierung, wird weniger Personal benötigt und die Effizienz erhöht.

NJ: Warum ist dann der Auftragseingang, auf Jahresbasis gesehen, so stark geschrumpft?

Kaliebe: Vor allem die schwachen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und eine anhaltende Investitionszurückhaltung der Kunden prägen zurzeit insgesamt den Geschäftsverlauf in unserer Branche. Die Druckereien bestellen weniger Maschinen, wenn ihnen die Druckaufträge wegbrechen. Hinzu kommen dann unter Umständen noch Schwierigkeiten bei der Finanzierung. Die Auswirkungen sehen Sie in unserem Orderbuch, wobei ich betonen möchte, dass sich eine erste Bodenbildung abzeichnet. In Q3 2008/09 lag unser Auftragseingang bei € 560 Mio., in Q4 2008/09 bei € 474 Mio. und in Q1 2009/10 dann wieder bei € 550 Mio. Damit liegen wir allerdings sehr deutlich unter den Orders von € 1.15 Mrd. in Q1 2008/09, die aber von den Bestellungen in der alle vier Jahre stattfindenden Fachmesse Drupa bestimmt waren.

NJ: Welche Maßnahmen haben Sie ergriffen, um den Umsatz zu stabilisieren?

Kaliebe: Wir setzen künftig auf einen anderen Umsatzmix, um unsere indirekte Abhängigkeit vom Werbemarkt deutlich zu reduzieren. Der Verpackungsdruck sowie die Services und Verbrauchsmaterialien sollen künftig 50 % unseres Umsatzes ausmachen – bei auskömmlichen Margen. Hinzu kommt in den kommenden Jahren noch das Thema Ersatzinvestitionen. Die Druckereien rüsten in der Regel nach. Der Investitionsstau, wenn sie ihn so nennen wollen, wird nicht ewig anhalten. Spielt die Konjunktur dann noch mit, könnte das unseren Umsatz bei gleichzeitig reduzierter Kostenbasis wieder ansteigen lassen. Die Folge wären profitable Zahlen, die jedoch von einer nachhaltigen Konjunkturerholung abhängen und die wir frühestens ab dem Kalenderjahr 2010 erwarten. Ein Jahresfehlbetrag lässt sich für 2009/10 wohl nicht vermeiden. **Das Gespräch führte Carsten Stern.**