

VTG (SDAX)

Anhaltender Trend zum Schienenverkehr sichert Wachstum, wird aber von der Börse nicht erkannt

In den bisher 18 Monaten ihres Börsenlebens verzeichnet die VTG-Aktie eine hohe Volatilität. Inzwischen wurde ein Niveau erreicht, auf dem sich die Frage stellt, wie sehr dieser Kursverfall übertrieben ist.

Eine Antwort haben wir schon in unserer Erstvorstellung in NJ 6/08 gegeben: Beim Börsengang im Juni 2007 wurde ein großer Teil der 11.12 Mio. platzierten Aktien von institutionellen Investoren übernommen. Nach einem Hoch bei € 18.96 im Oktober 2007 und einem Tief bei € 8.70 im März 2008 folgte eine schnelle Erholung bis auf € 16.99 im Mai 2008, bevor ein noch verhaltener Kursrückgang einsetzte. Alle diese Bewegungen fanden bei täglichen Börsenumsätzen unter 10000 Stück statt. Im September 2008, als VTG in den SDAX aufgenommen wurde, notierte die Aktie noch bei € 14.33. Der anschließende Kursverfall bis auf aktuell € 6.90 ging mit hohen Umsätzen von börsentäglich zwischen 20000 und 50000 Stück einher und lässt den Schluss zu, dass sich die vor allem angelsächsischen Institutionellen jetzt von ihren Beständen trennen mussten. Aufgenommen wurden die Aktien auf tiefem Niveau u. a. von der UBS, die am 10.12. 2008 einen Anteil von 4.2 % meldete.

Drei Geschäftsfelder

Die realisierten Verluste von bedeutenden ausländischen Adressen zeigen, wie groß deren Not sein muss; denn Gründe für Verkäufe „um jeden Preis“ bestehen nicht. Das 1951 als „Vereinigter Tanklager und

Transportmittel GmbH“ gegründete und 1961 privatisierte Unternehmen gehörte 45 Jahre zum Einflussbereich der Preussag (jetzt Tui). Hauptaktionär ist nunmehr die Compagnie Européenne de Wagons S.a.r.l., deren Anteile mehrheitlich von Fonds unter Verwaltung von WL Ross & Co LLC, New York, gehalten werden. Zum Kerngeschäft gehören nunmehr drei Bereiche: Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik.

Führend in der Waggonvermietung

In der für den Ertrag bestimmenden Waggonvermietung gehört die VTG-Gruppe zu den führenden Unternehmen in Europa und ist auch in Nordamerika und Asien vertreten. Aktuell verfügt VTG mit 49300 vermietbaren Schienengüterwagen über den größten privaten europäischen Bestand mit mehr als 900 verschiedenen Wagentypen, so dass für fast jedes Produkt ein geeigneter Wagen zur Verfügung steht. Mit einem umfassenden Netzwerk und regionalen Stützpunkten wird die Nähe zu den Kunden hergestellt. Für die Sicherheit sind eigene Instandhaltungswerke vorhanden.

Ergänzende Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik

Ergänzend zur Waggonvermietung werden europaweit Dienstleistungen als „Full-Service-Spediteur“ angeboten, um den Kunden einen professionell gesteuerten Transportfluss, auch über die Schiene hinaus, zu ermöglichen.

Für Tankcontainer werden weltweit umfassende Transportdienstleistungen, spe-



Dr. Kai Kleeberg, Finanzvorstand der VTG AG, verweist auf die langfristig gesicherten Kreditlinien.

ziell für Produkte aus den Bereichen Chemie, Mineralöl und Druckgas angeboten, wobei 8000 eigene Tankcontainer zur Vermietung zur Verfügung stehen.

2008 mit dynamischem Wachstum

Für die ersten neun Monate 2008 meldet der VTG-Konzern ein „dynamisches“ Wachstum in einem zunehmend schwieriger gewordenen Umfeld, in dem die Finanzkrise beginnt, auf die Realwirtschaft überzugreifen. Der Umsatz wuchs um 12 % auf € 450.7 (402.6) Mio. Mit einem Plus von 18.9 % bzw. 16.5 % legten EBITDA und EBIT auf € 116.9 (98.4) Mio. bzw. € 58 (49.8) Mio. noch stärker zu. Die erfreulich hohen Margen verbesserten sich auf 25.9 (24.4) % bzw. 12.9

UNTERNEHMENS DATEN

VTG AG

Nagelsweg 34, 20097 Hamburg, Telefon (040) 23540

Internet: www.vtg.de

ISIN DE000VTG999, 21 388 889 Stückaktien, AK € 21 388 889

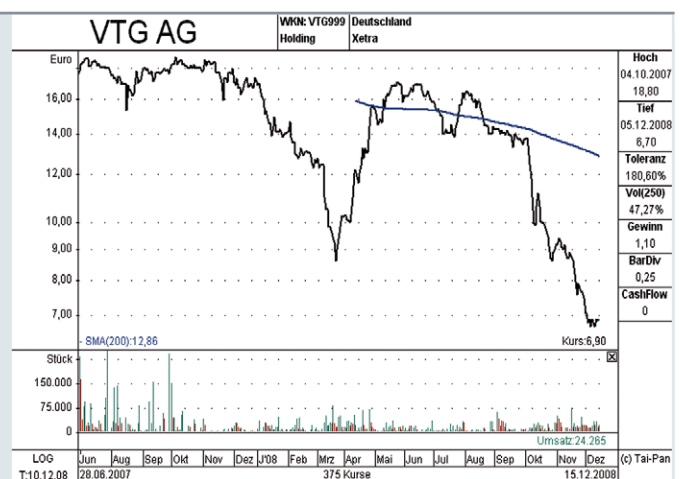
Kurs am 15.12.2008: € 6.90 (Xetra), 16.99 H/ 6.70 T

KGV 2008/e) 5.3, 2009(e) 6; Börsenwert: € 147.6 Mio.

Aktionäre Compagnie Européenne de Wagons S.a.r.l. 54.6 %, ZAM Europe L.P. 5.6 %, UBS 4.2 %, Streubesitz 35.6 %

Kennzahlen	9M 2008	9M 2007
Umsatz	450.7 Mio.	402.6 Mio.
EBITDA	116.9 Mio.	99.4 Mio.
EBIT	58 Mio.	49.8 Mio.
EBIT-Marge	12.9 %	12.4 %
Überschuss	22 Mio.	12.2 Mio. *
Ergebnis je Aktie	0.99	0.57
EK-Quote	24.2 %	23.9 %

* bereinigt



Es hat den Anschein, als ob nunmehr die „schwachen Hände“ weitgehend ausgestiegen sind.

„Die Zahlung einer Dividende spielt für uns eine wichtige Rolle.“

Der Vorstand der VTG AG ist trotz zunehmend rezessiver Tendenzen in der Realwirtschaft und immer düsterer Prognosen durchaus noch „zuversichtlich“ gestimmt. Über die Gründe für die Stabilität des an der Börse dennoch zurzeit nicht anerkannten Geschäftsmodells sprachen wir mit Dr. Kai Kleeberg, dem Finanzvorstand der VTG AG. Immerhin bietet der Ausstieg angelsächsischer Investoren Chancen zum Einstieg auf dem tiefsten Niveau seit dem Börsengang.

NJ: Gelten die bei der Vorlage der Neunmonatszahlen genannten Prognosen für 2008 weiterhin?

Dr. Kleeberg: Mit der Veröffentlichung unseres Halbjahresabschlusses haben wir unsere Prognose erhöht und diese erhöhte Prognose im Bericht zum 30. September bekräftigt. Wir werden die Prognose erfüllen und dabei eher am oberen Ende unserer Einschätzungen landen.

NJ: Das Ziel, eine Dividende von € 0.30 je Aktie für 2008 zu zahlen, wird demnach erreicht?

Dr. Kleeberg: Richtig, der Vorstand wird der Hauptversammlung die Zahlung einer Dividende von 0.30 € je Aktie vorschlagen. Lassen Sie mich an dieser Stelle ergänzen, dass die Zahlung einer Dividende für uns eine wichtige Rolle spielt, um den Aktionär am Unternehmenserfolg zu beteiligen. Insofern möchten wir mit dieser Dividende starten.

NJ: Wie wirkt sich die Rezession in Ihrer Branche aus?

Dr. Kleeberg: Sehr unterschiedlich; denn dazu müssen wir zwischen unseren Geschäftsbereichen unterscheiden. Die Sparte Waggonvermietung, die rund 90 % zum Ergebnis beiträgt, enthält eine starke Infrastrukturkomponente. Viele unserer Kunden binden die Waggonen in die Basisversorgung ihrer Produktionsstätten oder Raffinerien mit ein, die auch bei einer Rezession – wenn auch teilweise gedrosselt – weiter betrieben werden. Insofern spüren wir zum heutigen Zeitpunkt noch wenig. Sollte diese Rezession jetzt lange anhalten, dann dürften wir dies im Laufe von 2009 merken. Verbessert sich die wirtschaftliche Lage aber, dann kann es gut sein, dass diese Krise an uns vorbeigeht, ohne größere Spuren zu hinterlassen.

Die beiden Logistikbereiche sind da schon konjunkturanfälliger, tragen aber zusammen nur 10 % zum Ergebnis bei. Umsatzrückgänge kommen auf Grund der hohen durchlaufenden Kosten nur in geringem Umfang im Ergebnis an. Während wir im Bereich der Schienenlogistik bisher kaum Auswirkungen spüren, sehen wir in der Tankcontainerlogistik die ersten deutlichen Anzeichen. Allerdings können wir in beiden Bereichen flexibel auf eine sinkende Nachfrage reagieren, indem wir beispielsweise angemietete Waggonen bzw. Container zurückgeben.

NJ: Werden sich die drei Geschäftsfelder Waggonvermietung, Schienenlogistik und Tankcontainerlogistik unterschiedlich entwickeln?

Dr. Kleeberg: In unserem größten Geschäftsbereich, der Waggonvermietung, nimmt neben der kontinuierlichen Entwicklung und dem Ausbau unserer Waggonflotte unsere Wachstumsstrategie die zentrale Rolle ein. So wollen wir in den USA weiter wachsen, unsere Präsenz in Südost- und Osteuropa weiter ausbauen und wir prüfen den Eintritt in die GUS-Märkte. Darüber hinaus entwickeln wir auch unsere Logistikbereiche ständig weiter. Bei der Schienenlogistik haben wir beispielsweise die grenzüberschreitenden Ganzzugsverkehre ausgebaut, während wir bei der Tankcontainerlogistik durch ein Joint Venture mit Cosco Logistics unsere Position in China gestärkt haben. So entwickeln wir jeden Geschäftsbereich individuell entsprechend unserer strategischen Ausrichtung.

NJ: Wie groß ist Ihr Investitionsvolumen 2009 und werden Sie die Investitionen aus eigener Kraft finanzieren können?

Dr. Kleeberg: In diesem Geschäftsjahr werden wir rund € 125 Mio. investieren und für 2009 gehen wir von einer ähnlichen Größenordnung aus. Durch unseren stabilen und visiblen Cashflow können wir diese Investitionen im Wesentlichen aus eigener Kraft finanzieren, wobei uns allerdings insbesondere zur Finanzierung unseres starken Wachstums langfristig Kreditlinien zur Verfügung stehen.

NJ: Durch die Finanzkrise wird die Verschuldung der Unternehmen besonders kritisch beobachtet. Sehen Sie den VTG-Konzern in dieser Hinsicht gut aufgestellt?

Dr. Kleeberg: Die VTG ist in dieser Hinsicht sehr gut aufgestellt. Unsere Finanzierung ist über Kreditverträge, die wir mit einem aus 18 Banken bestehenden Konsortium abgeschlossen haben, bis 2015 sichergestellt. Ebenfalls haben wir bis 2015 die Zinsraten auf die erwarteten Schulden abgesichert. Wenn wir uns jetzt einmal die Relation von Nettoverschuldung inklusive Pensionen zum EBITDA ansehen, so betrug diese per Ende September 3.6. Das mag auf den ersten Blick viel sein, aber es ist für uns ein historisch niedriger Wert. Zu unserem Geschäftsmodell gehört einfach eine gewisse Verschuldung, die wir uns auf Grund der Assets und vor allem der stabilen Cashflows auch leisten können. Dies berücksichtigt im Übrigen auch unser Kreditvertrag, der eine für dieses Geschäftsmodell geeignete Verschuldung explizit erlaubt.

NJ: Die gegenwärtige Bewertung von VTG an der Börse fällt nach allen klassischen Regeln (KGV, KUV, KCV, KBV) viel zu niedrig aus. Da die Börse bekanntlich die Zukunft vorwegnimmt,

müsste Ihr Gewinn innerhalb eines Jahres dramatisch einbrechen. Besteht da eine realistische Gefahr?

Dr. Kleeberg: Insgesamt sehe ich diese Gefahr nicht. Wie ich eben ausgeführt habe, liefert die Waggonvermietung rund 90 % des Ergebnisses und spürt die Auswirkungen dank ihres Infrastrukturcharakters erst mit deutlicher zeitlicher Verzögerung. Selbst in langen Rezessionen hatten wir immer eine Auslastung unserer Flotte von mindestens 83 %. Dies garantiert auch in Rezessionen stabile Cashflows und Ergebnisse – allerdings auf niedrigerem Niveau.

NJ: Bisher bot jede Börsenkrise gute Einstiegschancen. Das dürfte u. E. auch diesmal der Fall sein. Als Logistiker spüren Sie schnell Abschwächungen, aber auch früh Besserungen. Mit welchen zeitlichen Abläufen rechnen Sie in der Regel?

Dr. Kleeberg: Bei unseren zwei Logistikbereichen, vor allem in der Tankcontainerlogistik, werden wir die Abschwächungen als erstes spüren, dort werden wir auch die Besserungen am schnellsten sehen. In unserem weitaus ergebnisstärksten Geschäftsbereich, der Waggonvermietung, hingegen werden wir auf Grund des Infrastrukturcharakters eben nicht über Nacht, sondern erst mit merklichem zeitlichen Vorlauf und dann relativ schwächer als andere Branchen getroffen. Für uns wird sich bis Mitte 2009 zeigen, wie sich die Wirtschaft und damit unser Geschäft entwickelt und in welchem Umfang wir betroffen sein werden. Ich gehe allerdings von einer weiterhin profitablen Geschäftsentwicklung der VTG aus.

NJ: Stimmen Sie abschließend der Einschätzung zu, dass in der Tendenz alle äußeren Einflüsse einen verstärkten Einsatz des Schienenverkehrs zwangsläufig erfordern und sich hier also ein „Megatrend“ abzeichnet?

Dr. Kleeberg: Auch wir sehen eine deutliche positive Entwicklung des Schienengüterverkehrs, die sich mittel- und langfristig so fortsetzen wird, trotz der aktuellen wirtschaftlichen Lage. Durch die Vergrößerung der Transportstrecken in der Europäischen Union und der wachsenden Transportvolumina wird die Schiene weiter an Bedeutung gewinnen. Begünstigt wird dieser Trend zusätzlich zum Beispiel durch tendenziell steigende Maut- und Energiekosten sowie die Diskussionen über den Klimaschutz – dies alles sind Punkte, die für den Ressourcen schonenden und effizienten und somit nachhaltigen Verkehrsträger Schiene sprechen.

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

Das Interview führte Klaus Hellwig



Die in der Tochtergesellschaft VOTG gebündelte Tankcontainerlogistik spürt erste Anzeichen der Rezession.

(12.4) %. Der um vorjährige steuerliche Sondereffekte bereinigte Konzernüberschuss sprang um 80.9 % auf € 22 (12.2) Mio. bzw. € 0.99 (0.57) je Aktie.

Hohe Margen in der Waggonvermietung

Entscheidend für das Ergebnis ist bei VTG jeweils der Bereich Waggonvermietung, der in 9M 2008 bei einem Umsatz von € 216.9 (190.9) Mio. ein EBITDA von 112.7 (99.1) Mio. bei einer erneut hohen Marge von 52 (51.9) % erwirtschaftete. Das EBIT von € 57.2 (53.8) Mio. ergibt eine Marge von 26.4 (28.2) %. Zu diesem sehr guten Ergebnis trugen sowohl eine starke Nachfrage in Europa als auch der Ausbau des US-Geschäfts bei.

In der Schienenlogistik und in der Tankcontainerlogistik fallen die Margen im Verhältnis zum Umsatz auf Grund der anderen Struktur der Geschäfte deutlich geringer aus, so dass sich die Margen auf die jeweiligen Roherträge beziehen. In der Schienenlogistik belief sich der Umsatz auf

€ 131 (117.2) Mio. und das EBITDA auf € 6.3 (3.6) Mio. bzw. auf 47.8 (40.6) % des Rohertrags. Der Bereich Tankcontainerlogistik erlöste € 102.8 (94.4) Mio. bei einem EBITDA von € 7.2 (6.1) Mio., das 46 (42.6) % des Rohertrags ausmacht.

Dividende von € 0.30 angestrebt

Die auf € 108.6 (89.8) Mio. ausgeweiteten Investitionen in das Anlagevermögen überstiegen zwar die Abschreibungen von € 59 (48.6) Mio. erheblich, lagen aber unter dem Cashflow von € 113.8 (75.6) Mio. Die flüssigen Mittel per 30.09.2008 belaufen sich auf € 55.8 (48) Mio. Aus heutiger Sicht bestehe kein Grund, daran zu zweifeln, dass der kommenden Hauptversammlung, wie angekündigt, eine Dividende von € 0.30 vorgeschlagen werde, betonte Finanzvorstand Dr. Kai Kleeberg im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

Sachanlagen prägen Bilanz

Die Bilanz zum 30.09.2008 ist naturgemäß geprägt von einem hohen Anteil der Sachanlagen von € 797.9 (729.7) Mio. an den langfristigen Vermögenswerten von € 1.05 (0.99) Mrd. Kleeberg erläuterte, dass Schienenwaggons bei Laufzeiten von bis zu mehr als 40 Jahren über einen Zeitraum von 28 bis 35 Jahren abgeschrieben werden. Bei einer Bilanzsumme von € 1.24 (1.17) Mrd. entfällt auf das Eigenkapital von € 299.5 (278.7) Mio. ein für das langfristige Geschäft ausreichender Anteil von 24.2 (23.9) %. Der überwiegende Teil der Finanzschulden von € 550.2 (519.2) Mio. ist bis zum Jahr 2015 abgesichert.

Prognosen 2008 bestätigt

Mit einer Auslastungsquote von 93.9 % war VTG praktisch ausgebucht. Im Hin-

blick auf das gut angelaufene Q4 wurde die im August 2008 angehobene Prognose für 2008 nochmals bestätigt: Der Umsatz soll um 8 % bis 10 % (2007: € 541.4 Mio.) und das EBITDA um 11 % bis 14 % (2007: € 137 Mio.) zulegen. Auf Grund des hohen Anteils langfristiger Verträge, die sich kurzfristig nicht verändern, ist das Jahresergebnis verlässlich auszurechnen.

Langfristige Aussichten positiv

Auch bei der Einschätzung der künftigen Entwicklung ist die überwiegend mindestens ein Jahr dauernde Anmietung ein stabiler Faktor für das Vermietgeschäft. Bei faktischer Auslastung werden Kunden eher Waggons für eine gewisse Zeit nicht nutzen als das Risiko einzugehen, bei wieder einsetzendem Bedarf ohne Transportmittel dazustehen. Als Vermieter und Vermittler von Transportkapazitäten ist VTG von konjunkturellen Schwankungen erst mit Verzögerung und nur eingeschränkt betroffen, so dass der Vorstand „zuversichtlich“ in die Zukunft blickt, zumal der Transport über die Schiene nicht nur in Deutschland nach Jahren des Niedergangs seit 2001 kontinuierlich zunimmt. Der immer größer werdende europäische Binnenmarkt einschließlich Ost- und Südosteuropa, aber auch das in den USA aufgenommene Vermietgeschäft sprechen für ein anhaltendes Wachstum, das zudem noch durch neue Waggonsegmente verstärkt werden kann.

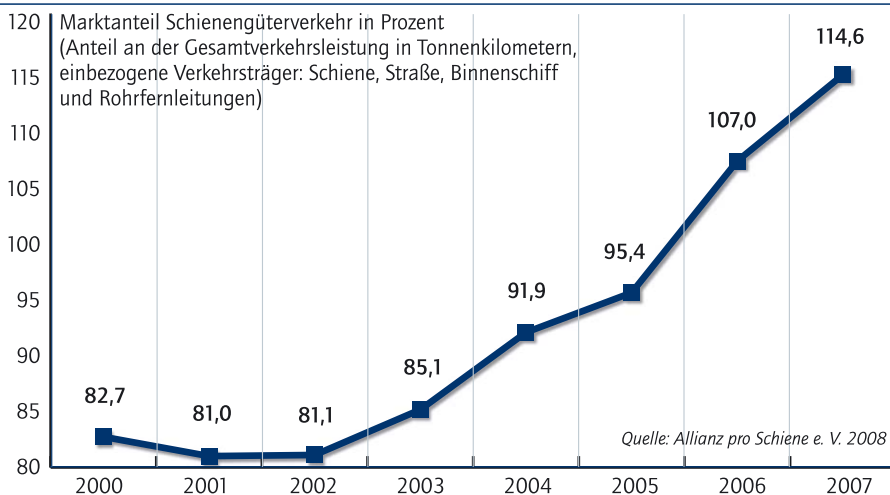
Klaus Hellwig

FAZIT

Aus fundamentaler Sicht ist die Aktie der VTG AG nach klassischen Regeln unterbewertet: Das KGV beträgt 5.3, das KCV 1.3, das KUV 0.25 und das KBV 0.49, hinzu kommt eine Dividendenrendite von 4.3 %. Da jedoch an der Börse die Zukunft gehandelt wird, dürfen Finanzkrise und Rezession nicht außer Acht gelassen werden. Dies sieht der Vorstand genauso, weist aber darauf hin, dass auch 2009 die langfristigen Verträge den Rückgang mildern werden. Über das kommende Jahr hinaus kann davon ausgegangen werden, dass die Schiene von zunehmenden Maßnahmen für den Klimaschutz ebenso profitieren wird wie von praktischen Gründen, da auf langen Strecken viele Güter nun einmal nur per Güterwaggon schnell, sicher und kostengünstig befördert werden können. Daher dürften sich die günstigen Bewertungskriterien auch im schlimmsten Fall nicht wesentlich verschlechtern, bei Besserung der Lage dem Kurs aber deutlichen Spielraum nach oben bieten.

KH

DIE SCHIENE KOMMT



Seit 2001 gewann der Schienengüterverkehr in Deutschland immer höhere Marktanteile.