

Jenoptik (TECDAX)

Die Anleger glauben zunehmend an das Comeback

Der Optik- und Messtechnik-Konzern Jenoptik hat seine Hausaufgaben erledigt. Nun könnte die Gesellschaft vor einem ordentlichen Wachstums- und vor allem Ergebnisschub stehen – vorausgesetzt, die sich andeutende konjunkturelle Erholung entpuppt sich nicht als Eintagsfliege, wonach es aber nicht aussieht. Daher können Anleger auf stark ermäßigtem Kursniveau den Aufbau einer ersten Position erwägen.

Die Jenoptik AG sieht sich nach ihrer Schrumpfkur gut gerüstet für die Rückkehr in die Gewinnzone. Im Jahr 2009 hatte der Optik- und Messtechnikkonzern vor allem unter dem Auftrageinbruch in der Halbleiter- und Automobilindustrie zu leiden. In der Folge sank der Umsatz nach vorläufigen Zahlen um 14 % auf € 470 (548.3) Mio. Auftragszugang und -bestand fielen um 15 % auf € 430 (508.2) Mio. bzw. um 14 % auf € 340 (395.1) Mio. Zudem belasteten einmalige Restrukturierungsaufwendungen von € -27 Mio. das EBIT, das mit € -19 (37.1) Mio. viel stärker in die Verlustzone rutschte, als Marktteilnehmer erwartet hatten. Im Durchschnitt kalkulierten Analysten mit einem EBIT von € -13 Mio.

Die Höhe der Restrukturierungsaufwendungen hing mit der Einstellung des Geschäfts mit Mittelformatkameras, der Schließung von Standorten sowie der Reduzierung der Mitarbeiterzahl auf 3000 (3400) zusammen. Vor diesem Hintergrund wird das Jahresergebnis tiefrot ausfallen, wenn Jenoptik am 30.03.2010 die Jahresbilanz vorlegt. Anleger müssen seit Jahren mit stark schwankenden Gewinnen leben: Seit 2002 gab es vier Jahre mit Gewinnen und vier mit Verlusten – 2009 eingeschlossen. In Summe gingen

€ -27 Mio. verloren. Inclusive 2009 dürften es zwischen € 50 und 60 Mio. werden.

Enormer Gewinnhebel Steuerquote

Die Zahlen werden Anleger verschmerzen können; denn die Perspektiven hellen sich zusehends auf. Das gilt auch für die Jenoptik-Aktie, die Anfang 2009 noch bei gut € 6.- notierte und bis zur Jahresmitte auf € 2.76 einbrach. Nachdem in den für Jenoptik wichtigen Schlüsselbranchen Automobil und Halbleiter die Krise überwunden schien, legte das Papier kräftig zu und kostete am 19.02.2010 € 4.68. Das muss jedoch noch nicht das Ende der Fahnenstange sein, wie die folgende simple Rechnung zeigt. Für 2010 gab Finanzchef Frank Einhellinger das Umsatzziel € 470 bis 500 Mio. aus (s. Interview S. 10). Der Break-even liegt deutlich darunter, wir schätzen bei € 450 Mio.

Das EBIT soll in der Größenordnung € 15 bis 25 Mio. landen, was allein dank wegfallender Einmaleffekte keineswegs unrealistisch erscheint. Da die Gesellschaft über steuerliche Verlustvorträge von € 400 Mio. verfügt, dürfte die effektive Steuerquote in den kommenden Jahren bei maximal 15 % liegen. Das ist ein enormer Gewinnhebel, wenn die Umsätze nach Abklingen der Wirtschafts- und Finanzkrise wieder anziehen.

Erste Aufträge aus Asien

Das angepeilte Umsatzziel kann ohne weiteres mit der bestehenden Belegschaft abgearbeitet werden, so dass die Fixkostenbasis nicht belastet wird. Gleichzeitig werden die Margen steigen. Eine zweistellige EBIT-Marge ist daher auf mittlere Sicht allemal möglich. Den Mittelwert der EBIT-Spanne von € 20 Mio. unterstellt, könnte ein Jahresüberschuss



In der Sparte Laser- und Materialbearbeitung schloss Jenoptik kürzlich mehrere Aufträge in Asien ab.

von € 17 Mio. bzw. € 0.30 je Aktie und damit in etwa auf der Höhe des Niveaus von 2008 (€ 16.6 Mio.) erreicht werden. Das KGV 2010e stünde demnach bei 15.6 und dürfte 2011 mit steigenden Umsätzen und Gewinnen in den einstelligen Bereich sinken.

Für 2010 sieht Jenoptik positive Effekte im Halbleitersegment, das 2009 nicht gut gelaufen ist; denn dort wächst die Nachfrage, die bereits in Q4 2009 angezogen hatte. Deshalb sollten Anleger in den kommenden Monaten verstärkt auf die Auftragsgänge in dieser Sparte achten. Am 15.02.2010 hatte der Konzern gemeldet, mehrere Aufträge in dem Geschäftsfeld Laser & Materialbearbeitung aus Asien an Land gezogen zu haben. Insgesamt geht es um Laseranlagen im Wert von mehr als € 5 Mio. Die Installation der Laseranlagen werde dabei in den kommenden Wochen beginnen und voraussichtlich im Laufe des Jahres 2010 abgeschlossen sein, teilte das Unternehmen mit.

Zu den Kunden machte Jenoptik keine näheren Angaben. Die Kontakte zur neuen

Jenoptik AG, Jena

Internet: www.jenoptik.de

ISIN DE0006229107,

52.035 Mio. Stückaktien, AK € 135.29 Mio.

Börsenwert: € 243.5 Mio.

Aktionäre: ECE Industriebeteiligungen

GmbH 25.02 %, Varis Vermögensverwaltungs

GmbH 5.33 %, Streubesitz 69.65 %

Kennzahlen	2009*	2008
Umsatz	470 Mio.	548.3 Mio.
EBIT	-19 Mio.**	37.1 Mio.
Auftragseingang	430 Mio.	508.2 Mio.
Auftragsbestand	340 Mio.	395.1 Mio.
Nettoverschuldung	159 Mio.	191.6 Mio.

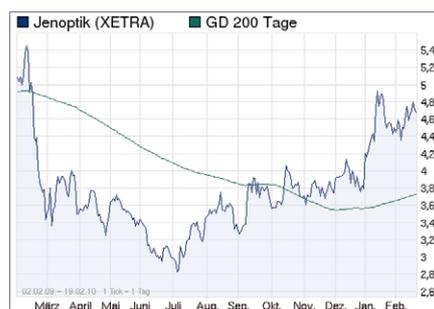
*vorläufige Zahlen;

**inkl. Sondereinflüsse von € -27 Mio.

Kurs am 19.02.2010:

€ 4.68 (Xetra), 5.20 H / 2.76 T

KGV 2010e 15.6, KBV 2009 1.04 (9/09)



Die TECDAX-Aktie könnte demnächst vor einem neuen Hoch stehen.

FAZIT: Die Aussicht auf anziehende Umsätze und vor allem Gewinne, bereits umgesetzte nachhaltige Kostensenkungsmaßnahmen sowie ein solider Cashflow, der für Investitionen, z. B. in den Ausbau des internationalen Vertriebs, eingesetzt werden kann, sprechen für ein Investment in Aktien der Jenoptik AG. Bereits 2010 sollte die Rückkehr in die Gewinnzone gelingen, ab 2011 ist weiteres Wachstum möglich. In Summe sind das gute Gründe, um sich ein paar Stücke ins Depot zu legen, auch wenn zunächst keine Dividende zu erwarten ist und der bereinigte Buchwert je Aktie von € 4.50 bereits erreicht ist. Der Anlagehorizont sollte nicht zu kurz gewählt werden und mindestens zwei Jahre betragen.

CS

asiatischen Klientel kamen nach Aussage des Finanzvorstands über das im Sommer 2009 in Korea gegründete Joint Venture Jenoptik Korea Corp. zustande. Dort hat die Gesellschaft zusammen mit der Telstar-Hommel Corp. in ein Applikationszentrum für Laseranlagen investiert, das seinen Geschäftsbetrieb Ende 2009 aufgenommen hat. Überhaupt will Jenoptik kräftig in den Ausbau des internationalen Vertriebs investieren. Neben Asien steht dabei auch die US-Westküste im Fokus.

Militärsparte reüssiert

Außerdem lockt ein Großauftrag im Segment Verteidigung und Zivile Systeme für den Schützenpanzer Puma im Volumen von € 70 Mio., den Einhellinger eigentlich schon für 2009 erwartet hatte und der weder im Auftragseingang noch -bestand berücksichtigt ist. Da das Unternehmen dabei Komponenten an den Verhandlungsführer Rheinmetall liefert, können die Jenaer nur abwarten. Immerhin sei der Auftrag bereits erteilt, letzte Vertragsdetails würden aktuell noch ausgehandelt. Beim Puma handelt es sich wie schon beim Leopard 2 um ein weiteres Nachfolgesystem im Bereich Panzerstabilisierung, bei dem Jenoptik seit mehr als 20 Jahren mit Rheinmetall zusammenarbeitet.

Des Weiteren rechnet der Finanzvorstand mit zusätzlichen Bestellungen im Segment Verkehrssicherheit. Entsprechende Verhandlungen seien weit gediehen, ließ er durchblicken, um einige Tage nach dem Interview zu melden, dass es am 18.02.2010 gelungen ist, das wahlweise aus mobilen und stationären Anlagen kombinierbare System zur Verkehrsüberwachung, sprich Blitzer, in die Schweiz, nach Österreich und in ein arabisches Land zu verkaufen. Das Auftragsvolumen beträgt insgesamt € 4 Mio. Die Umsetzung der Projekte läuft bis Ende 2010 bzw. Anfang 2011. In allen drei Ländern ist Jenoptik seit mehreren Jahren mit Anlagen zur Verkehrsüberwachung präsent. Weitere Aufträge dieser Art und Größenordnung könnten 2010 folgen.

2009: Nur ein stabiles Segment

2009 profitierte der Konzern vor allem vom stabilen Umsatzbeitrag des Segments Verteidigung & Zivile Systeme, das mit € 205 (208.5) Mio. ähnlich gut wie im Vorjahr abschloss. Stabil bis positiv entwickelten sich auch die Verkehrssicherheit, die Geschäfte mit Laseranlagen für die Photovoltaikindustrie sowie die Medizintechnik-Laser. Insgesamt reichte die erfreuliche Entwicklung in den genannten Teilbereichen nur aus, um den Umsatzrückgang abzufedern. Unter dem Strich trug das Segment Laser & Optische Systeme mit einem Umsatz von € 165 (207) Mio. zu den Gesamterlösen bei. Auf das Segment Messtechnik entfiel ein Umsatz von € 95 (126.3) Mio.

Das EBIT vor Sondereinflüssen betrug nach vorläufigen Zahlen € 7 Mio. Sondereinflüsse, die insgesamt € 27 Mio. ausmachten, entstanden durch den bereits im Sommer 2009 erfolgten Rückzug aus dem Geschäft mit Mittelformatkameras, das allein € 9 Mio. ausmachte. Hinzu kamen, im Wesentlichen aus den in Q4 2009 erfolgten Standortschließungen, Personalmaßnahmen und einmalige Restrukturierungskosten. Neben Personalanpassungen nutzte Jenoptik auch das Instrument der Kurzarbeit und baute Leiharbeit ab. Die mit diesen Maßnahmen verbundenen Einmalaufwendungen sind vollständig im Ergebnis 2009 verarbeitet. Die Auszahlungen im Jahr 2010 werden aus dem positiven operativen Cashflow erfolgen.

Solider Cashflow

Trotz der schwierigen konjunkturellen Lage gelang es Jenoptik, 2009 einen deutlich positiven Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit zu erwirtschaften, der etwas über dem Niveau des Vorjahres von € 46.5 Mio. liegen sollte. Der freie Cashflow erhöhte sich ersten Schätzungen zufolge auf € 40 (27.9) Mio., so dass die Gesellschaft ihre Investitionen und Kapitalkosten vollständig begleichen und vor allem in Q4 2009 kurzfristige Finanzverbindlichkeiten tilgen konnte, sagte Finanzvorstand Einhellinger dem Nebenwerte-Journal. Dies führte zu einer deutlich geringeren Nettover-

schuldung von € 159 (191.6) Mio. Der Großteil (89 %) ist langfristiger Natur mit Laufzeiten über einem Jahr. Insgesamt verteilen sich die Verbindlichkeiten auf zehn Banken und sind teils an finanzielle Kennzahlen, so genannte Covenants, gekoppelt. Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen wurden in den Jahren 2001 bis 2002 teilweise mittels Schuldbetritt an den Pension Trust übertragen.

Die ECE Industriebeteiligungen GmbH ist eine in Wien ansässige Beteiligungsgesellschaft (Family Office), die seit Februar 2008 einen Anteil von 25.02 % an Jenoptik hält. Am 27.11.2007 hatte ECE den Anteil des Freistaats Thüringen (14.8 %) übernommen und stieg so zum größten Einzelaktionär auf, der drei Vertreter in den Aufsichtsrat entsandte. Ein vierter Vertreter ist dem zweiten Großaktionär Varis aus München zuzurechnen, so dass vier der sechs AR-Mitglieder auch gleichzeitig Aktionäre sind, die daher ein vitales Interesse haben, dass die Geschäfte laufen. Insgesamt besteht der Jenoptik-AR aus zwölf Mitgliedern.

2011 sollen Ergebnisse weiter steigen

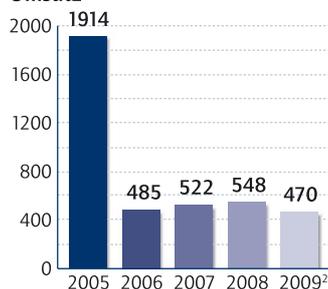
Für das Gesamtjahr 2010 erwartet Jenoptik eine bessere Geschäftslage als 2009, insbesondere in den Sparten Halbleiter, Photovoltaik, Medizintechnik, Automotive und Verkehr. „Das vierte Quartal, das umsatz-, ergebnis- und auftragsseitig ein gutes und das beste insgesamt im Jahr 2009 war, stützt diese Prognose,“ sagte Finanzvorstand Einhellinger im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal. Ab 2011 rechnet Jenoptik mit weiter steigenden Ergebnissen. Neben der anziehenden Nachfrage kommen die 2009 eingeleiteten Maßnahmen zur Kostensenkung im laufenden Geschäftsjahr voll zum Tragen, so dass mit einer weiteren Einsparung von deutlich über € 10 Mio. gerechnet wird. Zu den Kostensenkungsmaßnahmen zählten 2009 auch eine umfassende Neustrukturierung der Lieferanten und Prozessoptimierungen im gesamten Unternehmen im Rahmen des „Jenoptik Exzellenz-Programms“.

Carsten Stern

Nettoverschuldung deutlich reduziert

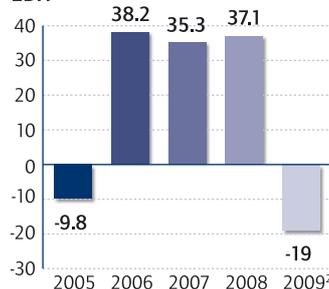
5-Jahresübersicht Jenoptik AG¹

Umsatz

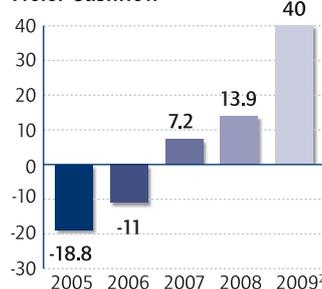


¹ alle Angaben in Mio. €, ² vorläufige Zahlen

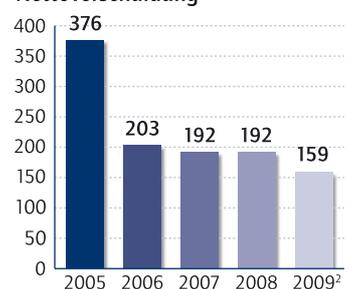
EBIT



Freier Cashflow



Nettoverschuldung



Jenoptik

„Mittelfristig streben wir im Konzern eine EBIT-Marge von 9 bis 10 % an“

Die Jenoptik AG will ihren Vertrieb, insbesondere in den USA und in Asien, kräftig ankurbeln. Welche Erwartungen der deutsche Technologiekonzern für 2010 und die Folgejahre damit verknüpft, erläuterte der Finanzvorstand Frank Einhellinger im Interview mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Einhellinger, Jenoptik geht laut der jüngsten Pressemitteilung optimistisch in die Jahre 2010 und 2011. Wie begründen Sie Ihre Zuversicht?

F. Einhellinger: Wir glauben nicht, dass die Weltwirtschaft quasi ungebremst wieder auf Wachstum umschaltet. Es wird Teilmärkte geben, die weiter unter der andauernden Wirtschaftskrise leiden, aber eben auch solche, die das Tief bereits hinter sich haben. Auch in den für Jenoptik relevanten Märkten sehen wir die Bäume kurzfristig nicht in den Himmel wachsen. Daher sind wir mit einer Umsatzprognose für 2010 von € 475 bis 500 Mio. nach rund € 470 Mio. für 2009 eher vorsichtig. Der leichte Umsatzanstieg soll vor allem aus den Segmenten Laser & Optische Systeme und der Sparte Verkehrssicherheitstechnik kommen. Unser dritter Bereich Verteidigung & Zivile Systeme hat sich 2009 stabil gehalten, hier rechnen wir auch 2010 mit einer stabilen Entwicklung.

NJ: Inwiefern hat Sie die Krise in der Automobilbranche getroffen?

F. Einhellinger: Das Geschäft hat gelitten, ganz klar – vor allem unsere Sparte Industrielle Messtechnik. Einen Trend zur nachhaltigen Erholung sehen wir hier noch nicht, wohl aber eine gewisse Stabilisierung auf niedrigem Niveau, von dem aus Wachstum wieder möglich erscheint. Zudem haben wir hier Restrukturierungen, z. B. bei Standorten und Personal vorgenommen. Dafür hat sich unsere Sparte Laser und Materialbearbeitung vor allem in den Märkten Medizintechnik und Photovoltaik im Jahr 2009 ganz achtbar geschlagen.

NJ: Gibt es neben der Medizintechnik noch weitere Bereiche, von denen Sie sich 2010 Wachstum erwarten?

F. Einhellinger: Zufrieden bin ich mit der Sparte Verkehrssicherheitstechnik, die sich bereits im Jahr 2009 ordentlich gehalten hat. Unsere Pipeline für 2010 und 2011 sieht sehr vielversprechend aus, da wir mit Großaufträgen aus Nordafrika und Asien rechnen, die quasi das Sahnehäubchen für unser stabiles Grundgeschäft in Europa wären. Ich spreche hier von Vo-

lumina von mehreren Millionen Euro je Einzelauftrag. Die Wahrscheinlichkeit, dass es uns 2010 gelingt, solch einen Großauftrag an Land zu ziehen, lässt sich auf Grund des langen Entscheidungszeitraums solcher Projekte nicht abschätzen. Wachstum erwarten wir zudem aus der Erholung der Halbleiterindustrie in unserer Sparte Optische Systeme sowie im Bereich Photovoltaik der Sparte Laser & Materialbearbeitung.

NJ: Ich fasse zusammen: Leichtes Umsatzplus für 2010 zu erwarten. Da die Kosten kräftig reduziert wurden, ist ein überproportionaler Gewinnprung realistisch?

F. Einhellinger: Ja, das erwarten wir. Zum einen rechnen wir für 2010 nicht noch einmal mit größeren Sondereffekten. Zum anderen werden sich die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen im Jahr 2010 spürbar in der Gewinn- und Verlustrechnung niederschlagen. Wir erwarten insgesamt Einsparungen von mehr als € 10 Mio. Bitte bedenken Sie, dass wir unsere Mitarbeiterzahl von 3400 auf 3000 reduzieren.

NJ: Dann sparen Sie sich sozusagen reich?

F. Einhellinger: Wir sehen in diesen Schritten die Grundlage, um nachhaltig profitabel wirtschaften zu können und die Volatilität aus unseren Ergebnissen zu nehmen. Dafür benötigen Sie, statistisch gesprochen, ein Basisjahr. Das wird 2010 sein. Wenn es uns dann gelingt, die Umsätze auch nur leicht zu steigern, wird sich unsere Profitabilität automatisch erhöhen. Nehmen Sie unsere EBIT-Prognose von € 15 bis 25 Mio für 2010, die einer Marge von 3 bis 5 % entspricht. Mittelfristig streben wir eine EBIT-Marge von 9 bis 10 % an, die auch erreichbar ist. Voraussetzung ist allerdings eine mittelfristig solide Entwicklung der für uns wichtigen Halbleiterindustrie. Die Auftragseingänge der vergangenen Monate stimmen mich zuversichtlich.

NJ: Das heißt, Ihr Langfristziel von einer EBIT-Marge von 10 % ist nach wie vor gültig?

F. Einhellinger: Ja, das geben sowohl die Märkte, unsere Produkte als auch unsere Marktstellung her. Die Wirtschaftskrise hat sicher zu Verzögerungen beim Erreichen des Ziels geführt, keine Frage.

NJ: Welcher Anteil dieses Umsatz- und Gewinnwachstums beruht auf Akquisitionen?

F. Einhellinger: An organischem Wachstum führt kein Weg vorbei. Firmenkäufe, so sie denn



Finanzvorstand Frank Einhellinger will das operative Geschäft weiterhin aus dem Cashflow finanzieren.

uns und unseren Aktionären einen Mehrwert bieten, kommen obendrauf. Zeitlich planbar sind sie nicht, da strategischer Fit und Rendite auf den Kaufpreis stimmen müssen. Auch schauen wir uns nicht nach großen Übernahmetriegen um, sondern fokussieren uns mehr auf Unternehmen, die uns im weltweiten Vertrieb ein Stück voranbringen.

NJ: Ihre Nettoverschuldung konnten Sie um € 33 Mio. auf jetzt knapp € 160 Mio. reduzieren. Planen sie einen weiteren Abbau?

F. Einhellinger: Ja, aber nicht um jeden Preis. Sollte es uns z. B. gelingen, einen Teil der nicht betriebsnotwendigen Immobilien zu veräußern, könnte eine weitere Schuldentilgung in Frage kommen. Über den Gesamtkonzern betrachtet, wäre das immerhin ein zweistelliger Millionenbetrag. Ziel ist und bleibt es, unser operatives Geschäft sowie Zinsen aus dem Cashflow zu finanzieren. Was dann noch übrig bleibt, ist sozusagen zur freien Verwendung und kann auch zur Refinanzierung der Nettoverschuldung eingesetzt werden.

NJ: Bitte zum Schluss noch ein Wort zu ihrer internationalen Expansionsstrategie?

F. Einhellinger: Gerne, Jenoptik war schon immer in Deutschland und in Europa stark. Nun gehen wir die Regionen USA, hier insbesondere die Westküste, sowie Asien verstärkt an. Hierzu müssen wir in den Vertriebsausbau, insbesondere in die Kundennähe, investieren. Die Internationalisierungsstrategie ist ein großer Wertebel für Jenoptik.

Das Gespräch führte Carsten Stern.