

Alno

Sanierung mit Aussicht

Gelungene Sanierungen und Restrukturierungen bescheren mutigen Anlegern in der Regel schöne Gewinne. Ein solcher Fall scheint der Küchenbauer Alno zu werden. Da die Bilanz inzwischen bereinigt ist, das operative Geschäft stabil läuft und das neue Management ordentliche Bodenhaftung vermittelt, liegt der Ball sprichwörtlich auf dem Elfmeterpunkt. Jetzt muss ihn das Team um Firmenlenker Jörg Deisel „nur noch“ versenken.

Es ist beileibe nicht der erste Sanierungsversuch, den der Küchenbauer Alno unternimmt. So wie es aussieht, könnte es jedoch der erste Versuch sein, dessen Erfolgsaussichten größer sind als die damit verbundenen Risiken. Und da eine alte Börsenregel besagt, dass an den unteren Wendepunkten das meiste Geld an den Börsen verdient wird, ist dies nun der richtige Zeitpunkt für eine Titelgeschichte über die Alno AG.

Dreh- und Angelpunkt einer Investmententscheidung ist der Sanierungsplan Alno 2013. Er sieht u. a. vor, dass der Großaktionär Küchen Holding GmbH die Bilanz von Konsortialkrediten im Volumen von € 25 Mio. entlastet. Weitere € 25 Mio. Verbindlichkeiten gegenüber dem Lieferanten Bauknecht übernimmt der neue Schweizer Großinvestor Starlet Investment AG, hinter dem der vermögende Privatinvestor Max Müller steckt. Beide Großaktionäre besitzen die Möglichkeit, bis zu € 37.5 Mio. im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bis Ende 2011 in Aktien umzuwandeln (Debt-Equity-Swap). Zu guter Letzt wird ein Besserungsschein der Konsortialbanken über € 10 Mio. annulliert.

Die Verbindlichkeiten von geschätzten € 200 Mio. per Ende 2010 sinken auf diese Weise im ersten Schritt auf € 150 Mio. Sollten Küchen Holding und Starlet weitere € 37.5 Mio. in Eigenkapital tauschen, fielen die Verschuldung rechnerisch auf € 112.5 Mio. Nachdem Alno nach der platzierten Kapitalerhöhung zum Kurs von € 3.- brutto € 26.1 Mio. liquide Mittel zugeflossen sind, dreht das per 30.09.2010 ausgewiesene negative Eigenkapital von € -71.5 Mio. nun leicht in die Pluszone. Kämen weitere € 37.5 Mio. bis Ende 2011 hinzu, läge die EK-Quote in etwa bei 25 %. Als Zielgröße gibt das neue Management 40 % bis 2013 aus. Daher gehen wir davon aus, dass die Sachkapitalerhöhung im Laufe dieses Jahres kommt, was bei einem Kurs von € 3.- eine Verwässerung von 12.5 Mio. Stückaktien zur Folge hätte. Das Grundkapital betrüge dann 38.6 Mio. Stückaktien.

Bilanzielle Aufräumarbeiten erledigt

Nachdem die bilanziellen Aufräumarbeiten nun weitgehend erledigt sind, steht 2011 das Ankurbeln des operativen Geschäfts im Vordergrund. Nach vielen Jahren mit Umsatzrückgängen sollen die Erlöse wieder moderat zulegen. Mehr Augenmerk legt Deisel jedoch auf die Profitabilität. Produkte, die keinen ausreichenden Deckungsbeitrag erwirtschaften, werden eingestellt. Zudem soll die Produktion, ähnlich wie in der Automobilindustrie, wo immer möglich, auf eine einheitliche Plattform umgestellt werden. Damit würden die Produktionskosten deutlich sinken und bei gleichen Preisen mehr Gewinn übrig

bleiben. Geht die Rechnung auf, so könnte bei € 500 Mio. Umsatz und einer EBT-Marge von 5 % im Jahr 2013 ein Vorsteuergewinn von € 25 Mio. in der Erfolgsrechnung stehen. Da, bedingt durch die Verluste in der Vergangenheit kaum Steuern anfallen, entspräche dies einem Gewinn je Aktie in der Größenordnung € 0.95, bezogen auf 26.1 Mio. Stückaktien. Selbst wenn die Aktienzahl auf 38.6 Mio. Aktien klettern sollte, stünde rechnerisch immer noch ein Ergebnis je Aktie von € 0.65 zu Buche. Bei einem Aktienkurs am 24.03.2011 von € 2.64, der praktisch dem Nennwert von € 2.60 entspricht, errechnet sich daraus ein KGV 2013e von 4.1. Zugegeben, das ist noch reine Zukunftsmusik, zeigt aber, welches Potenzial in der Aktie steckt. Offenbar glaubt auch das Management an den Erfolg und hat investiert – grundsätzlich ein gutes Zeichen.

Keine Wohnung ohne Küche

Durch den Verzicht auf unprofitable Geschäfte, die wieder anziehende Konjunktur, die starke Marke, das führende Design sowie den geschätzten Marktanteil von 17.9 % besitzt Alno neben Nobilia eine starke Marktposition in Deutschland. Aus dieser Position der Stärke und Größe dürfte Alno vom anziehenden Konsum in Deutschland profitieren, zumal das niedrige Zinsniveau sowie die Angst vor Inflation die Nachfrage, insbesondere nach Wohnimmobilien, kräftig ankurbeln. Dabei gilt der Grundsatz: Keine Wohnung ohne Küche.

Neben der Optimierung in der Produktion liegt weiteres Kostensenkungspoten-

Alno AG, Düsseldorf

Telefon: 0211/159785-3246

Internet: www.alno.de

KGV 2011e 24, KBV neg. (9/10)

Aktionäre (voraussichtliche Anteile nach KE):

Küchen Holding GmbH 41.8 %, IRE Beteiligungs GmbH 18.8 %, ABAG Aktienmarkt AG 6.5 %, Management 0.8 %, Streubesitz 32.1 %, darunter Starlet Investment AG, Schweiz: kumuliert 19.2 %

Kennzahlen ¹	9M 2010	9M 2009
Umsatz	344.7 Mio.	361.1 Mio.
EBIT	-7 Mio.	15 Mio.
Periodenverlust	-13.3 Mio.	-12.7 Mio.
Ergebnis je Aktie ²	-0.51	-0.49
Eigenkapital	-71.5 Mio.	-71.1 Mio. ³

¹ungeprüft lt. WP-Verkaufsprospekt; ²auf Basis von 26.1 Mio. Aktien (nach KE), ³per 31.12.2009

Kurs am 24.03.2011:

€ 2.64 (Xetra), 5.62 H / 2.14 T

ISIN DE0007788408, 26.1 Mio. Stückaktien, AK € 67.9 Mio. (nach Kapitalmaßnahme)

Börsenwert: € 68.9 Mio.



Die Aktie notiert derzeit um ihren Nennwert von € 2.60.

FAZIT: Die Voraussetzungen, dass die Sanierung der Alno AG nun gelingt, stuften wir als besser denn je ein. Die bilanziellen Aufräumarbeiten sind weitgehend abgeschlossen, die strukturellen Schwächen erkannt und der Vertrieb gestrafft. Daher sollte es den Düsseldorfern nun gelingen, aus einer vernünftig großen Umsatzbasis von € 500 Mio. auch Gewinne erwirtschaften zu können. Gelingt dies, steht die Aktie vor einer Neubewertung. Da solche Sanierungen mit Risiken behaftet sind und häufig länger dauern als anfänglich veranschlagt, sollten sich hier nur Anleger engagieren, die das Risiko abschätzen können. Ferner ist es ratsam, den Anlagehorizont mit mindestens 18 bis 24 Monaten nicht zu kurz zu wählen. CS

zial in der Verwaltung. In der Vergangenheit wurden die vier Marken Alno, Wellmann, Pino und Impuls weitgehend unabhängig voneinander geführt. Synergien wurden nicht realisiert. Im Gegenteil: Zum Teil haben sich die Konzerntöchter untereinander heftige Konkurrenzkämpfe geliefert. Damit ist nun Schluss. Auch werden den Töchtern einheitliche IT-Strukturen verpasst, um die Steuerung künftig erheblich zu vereinfachen. Einen wichtigen Beitrag liefert auch der Umbau des Vertriebs. Durch die Einführung von Key Account-Managern soll die angesprochene Kannibalisierung der Marken verhindert werden. In Summe sind dies einfache Rezepte, um zurück in die Erfolgsspur zu kommen. Durch die eingeworbenen Gelder sollte sich dies auch in die Tat umsetzen lassen.

Neben den in den kommenden Jahren zu erledigenden Hausaufgaben, die primär den gesättigten europäischen Markt betreffen, entsteht in Asien ein neuer Markt. In H1 2010 konnten mehr als 700 Küchen für € 2 Mio. nach Südkorea ausgeliefert werden. Mehr als 300 Küchen wurden nach China verkauft. Auch Indien sowie die Vereinigten Arabischen Emirate, in denen sich auch eine Produktionsanlage befindet, versprechen künftig interessante Märkte zu werden.

H1 2010: Umsatz rückläufig

Asien ist allerdings Zukunftsmusik; aktuell hat das Management alle Hände voll zu tun, um das operative Kerngeschäft in Schwung zu bringen. So sank der Umsatz per 30.06.2010 um 2.6 % auf € 233.7 (240) Mio. Hintergrund dieser Entwicklung war in erster Linie das immer noch schwache Exportgeschäft infolge der Immobilienkrise in Südeuropa und Großbritannien. Die außerhalb Deutschlands erwirtschafteten Umsätze sanken um knapp 8 % auf € 66.8

Holt imaginär die Seeluft in die Küche: Das ausgefallene, aber durch und durch schlichte Alno Mare Cucina-Design.



Mio. Die Inlandserlöse hingegen nahmen lediglich um ca. 1 % auf € 166.9 Mio. ab, obwohl im Deutschlandgeschäft bewusst auf margenschwache Umsätze verzichtet wurde, um die Profitabilität zu steigern. Insgesamt wiesen drei der vier Konzernmarken (Wellmann, Impuls und Pino) steigende Erlöse aus. Die Umsätze der Marke Alno wurden auf Grund von Neupositionierung und Sortimentsbereinigung strategisch zurückgefahren.

9M 2010: Tieftrote Zahlen

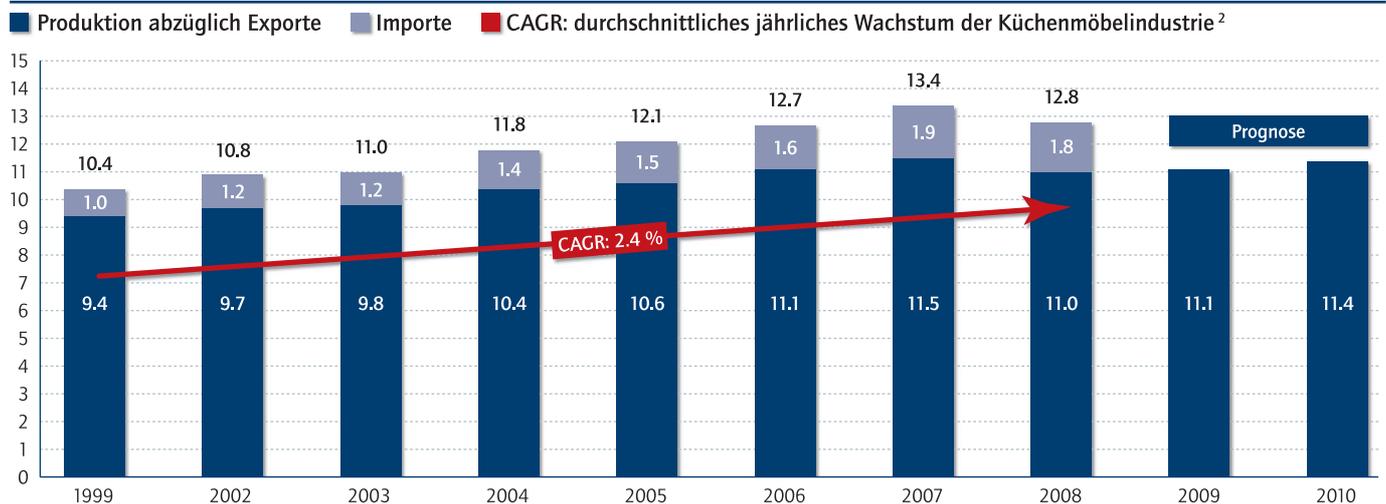
Nach ungeprüften Zahlen zum 30.09.2010, wie sie im Wertpapierverkaufsprospekt nachzulesen sind, setzte sich der Umsatzrückgang fort. Die Erlöse gaben um 4.5 % auf € 344.7 (361.1) Mio. nach. Stellte sich das EBIT in H1 noch auf € 1.5 (-2.8) Mio., so gab es nach 9M auf € -7 (15) Mio. nach. Das Periodenergebnis stellte sich auf € -13.3 (-12.7) Mio. bzw. € -0.51 (-0.49) je Aktie, bezogen auf 26.1 Mio. Stückaktien. Da sich Alno mitten in der Sanierung befindet, sind solche erratischen Ausschläge keine Überraschung.

Für 2010 peilt Alno Umsätze von € 470 Mio. an, für einen Jahresüberschuss wird es noch nicht reichen. Im Jahr 2011

sollen es dann € 480 Mio. sein, hier wäre ein kleiner Nettogewinn von € 6.5 bzw. € 0.11 je Aktie möglich. Für 2012 ist mit € 500 Mio. Umsatz sowie einem Jahresüberschuss von mindestens € 15 Mio. zu rechnen. Da die Konkurrenz EBIT-Margen von mehr als 10 % erwirtschaftet, kann von Alno nach abgeschlossener Sanierung im Jahr 2013 ähnliches erwartet werden. Dann sollte der Gewinn eher in der genannten Größenordnung von € 20 bis 25 Mio. liegen. Wenn wir unterstellen, dass das Grundkapital dann in 38.6 Mio. Stückaktien eingeteilt ist, errechnet sich daraus ein KGV 2013e von etwa 4. Das Doppelte wäre dann gerechtfertigt, so dass der Kurs einschließlich einkalkulierter Verwässerung eher bei € 4.50 liegen müsste. Da bei solchen Sanierungen regelmäßig nie alles glatt läuft, sollten sich hier nur Anleger engagieren, die sich erstens des Risikos bewusst sind und zweitens einen Anlagehorizont von mindestens 18 bis 24 Monaten mitbringen. Dafür stehen die Chancen nicht allzu schlecht, dass sie dafür mit einer Kursverdoppelung belohnt werden, sofern die Börsen nicht auf Baisse-Modus umschalten, wonach es aktuell nicht aussieht.

Carsten Stern

Entwicklung des europäischen Küchenmarkts 1999 bis 2010¹



¹ Angaben in Mrd. €, ² Daten des Centre for Industrial Studies (CsiI) Quelle: Alno AG

Alno

„Was nutzen wunderbare Designpreise, wenn die Kasse nicht stimmt?“

Der Küchenbauer Alno hat schon einige Versuche unternommen, um den Turn-around zu schaffen, bisher jedoch ohne Erfolg. Warum der aktuelle Versuch viel aussichtsreicher ist, erläutern die Vorstände Jörg Deisel (CEO) und Jörg Artmann (CFO) im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Deisel, lassen Sie es mich flapsig formulieren: Alno braucht schon wieder Geld. Was macht Sie so sicher, dass es diesmal nicht verbrannt wird, so wie die vielen Male zuvor?

J. Deisel (schmunzelt): Ganz einfach, wir als Management haben selbst einen siebenstelligen Betrag in die Hand genommen und haben demzufolge keine Lust, unser Kapital zu versenken, um ebenso flapsig zu antworten. Im Ernst: Wir glauben an das Zukunftskonzept Alno 2013, für das wir in Summe rund € 60 Mio. benötigen. Dafür haben wir nun mit den Finanzierungspartnern ein Sanierungspaket geschnürt, das wir als große Lösung bezeichnen. Es beinhaltet eine Entlastung um Verbindlichkeiten gegenüber unserem Lieferanten und Gesellschafter Bauknecht in Höhe von € 25 Mio. Zudem verschwinden Bankschulden von ebenfalls € 25 Mio. aus der Bilanz. Diese Maßnahmen sollen bis spätestens Ende 2011 vollständig abgeschlossen sein. Hinzu kommt die Anfang März 2011 erfolgreich platzierte Kapitalerhöhung um brutto € 26 Mio. Uns bringt das also mehr als € 70 Mio. – zusätzlich zu den € 30 Mio., die durch verschiedene Maßnahmen 2010 bereits wirksam wurden. Dem Konzern sind also in den vergangenen zwölf Monaten über € 100 Mio. zu Gute gekommen.

NJ: Warum haben Sie die Kapitalerhöhung in Ihrer Situation – Alno stand bildlich gesprochen mit dem Rücken zur Wand – im Q4 2010 verschoben, obwohl nach Ihrer eigenen Planung die Mittel ausgereicht hätten. War das nicht riskant?

J. Deisel: Es hatten sich bei der Kapitalerhöhung im Herbst Investoren gemeldet, die gerne größer bei Alno investieren wollten. Diese waren aber auf Grund interner Prozesse und der notwendigen Zustimmung von Gremien nicht in der Lage, so schnell zu zeichnen. Wir wollten diesen Investoren die Möglichkeit geben, teilzunehmen. Nach zahlreichen Gesprächen mit allen Finanzierungspartnern konnten wir mit Hilfe der neuen Schweizer Investorengruppe zudem nun mit der beschriebenen großen Lösung aufwarten. Es war allen wichtig, Alno auf einen Schlag wieder auf ein finanziell starkes Fundament zu



Für zweistellige EBIT-Margen, die in der Branche möglich sind, müssen die Alno-Vorstände Jörg Deisel (r.) und Jörg Artmann erst ihre industriellen Hausaufgaben erledigen.

stellen, damit auch am Markt klar ist: Alno ist wieder ein starker Partner. Dafür starten wir nun mit einem Konzerneigenkapital um die Nulllinie statt bei etwa € -40 Mio. bei der ursprünglich angestrebten kleineren Lösung. Ich finde, dafür kann man auch einige Monate länger auf das Geld warten. Ich muss an dieser Stelle nicht gesondert betonen, dass sich dadurch unsere Startvoraussetzungen signifikant verbessert haben.

NJ: Herr Artmann, dann trifft der Vorwurf einer gescheiterten Kapitalerhöhung in Q4 2010 nicht zu?

J. Artmann: Ganz und gar nicht, auch wenn es der eine oder andere Börsianer so gesehen haben mag. Aber dieses Risiko, dass sich bei einem zweiten Anlauf die Parameter an der Börse so stark geändert haben, dass sich nun keine Investoren mehr finden, sind wir bewusst eingegangen. Der Erfolg gibt uns Recht. Nebenbei bemerkt, haben wir ja auch unser Ziel eines Streubesitzes von 30 % erreicht, was für die Handelbarkeit der Aktie positiv ist.

NJ: Das leuchtet ein. Kommen wir zur Gewinnseite, da fallen hohe Abschreibungen auf. Wo kommen die her und wie lassen sie sich vermeiden oder zumindest reduzieren?

J. Artmann: Wir haben zwei Arten von Abschreibungen. Zum einen sind das reguläre Abschreibungen auf das Anlagevermögen, zum anderen sind es Kosten für die Präsentation von Musterküchen im Fachhandel. Das erklärt sich wie folgt: Der Händler kauft die Küche mit dem üblichen Rabatt. Alle Installations- und Gestaltungs-kosten aktivieren wir und schreiben sie über zwei Jahre ab. Das heißt im Umkehrschluss, je mehr Abschreibungen dieser Art, desto besser läuft unser operatives Geschäft. Die außerplanmäßigen Abschreibungen im Jahresab-

schluss 2009 kamen in Folge eines Impairment-Tests der Alno AG hinzu.

NJ: Gut, nun wird Sie ein Konzerneigenkapital von Null nicht auf Dauer zufriedenstellen, wo liegt ihre Zielgröße und wie wollen Sie sie erreichen?

J. Deisel: Eine EK-Quote von 40 % ist unser erklärtes Ziel für die Zukunft. Ein Teil kommt aus den geplanten Gewinnen, ein Teil möglicherweise aus weiteren Kapitalmaßnahmen, wenngleich momentan nach dem großen Schluck aus der Flasche nichts dergleichen geplant ist, da wir bis Ende 2013 durchfinanziert sind. Daraus können Sie ersehen, dass in den kommenden Jahren mit einer Dividendenausschüttung erst mal nicht zu rechnen ist.

NJ: Stichwort Gewinne: Kann man im Küchengeschäft überhaupt Geld verdienen?

J. Artmann: Und ob! Zweistellige EBIT-Margen sind keine Utopie, die Besten in der Branche erzielen diese Margen seit Jahren. Wir müssen unsere industriellen Hausaufgaben erledigen, dann können wir auch in diese Richtung kommen. Am einfachsten lässt sich das am Beispiel der Autobauer erklären. Ein Schlüsselwort lautet Plattformstrategie – hohe Individualität im Design bei möglichst vielen baugleichen Teilen in der Konstruktion.

NJ: Das klingt zu einfach, um wahr zu sein. Warum haben das ihre Vorgänger dann nicht längst schon in die Tat umgesetzt, denn Alno hatte nie ein Umsatz-, sehr wohl aber ein Kostenproblem?

J. Deisel: Diese Frage haben wir uns natürlich auch gestellt. Wir denken, man hätte viel früher beginnen müssen, aus vier weitgehend eigenständig am Markt agierenden Unternehmen einen Konzern zu schmieden. Das ist unterblieben, so dass die Kostenstrukturen suboptimal sind, um es vorsichtig auszudrücken. Diese alten Zöpfe haben wir abgeschnitten. Was nutzen wunderbare Designpreise, wenn die Kasse nicht stimmt? Es wurden im Fall der Marke Alno Küchen zum Teil unter Herstellungspreisen verkauft, die Marke regelrecht verschleudert. Das kann auf Dauer nicht sinnvoll sein. Wir setzen wieder auf wertorientierte Faktoren statt auf Volumen, auf Marge statt auf Menge. Deshalb verzichten wir auch bewusst auf margenschwaches Geschäft, um Produktivität und Profitabilität zu verbessern.

NJ: Wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.