

H&R (SDAX)

Nach Bodenbildung dürfte der Kurs wieder aufwärts laufen

Zu Beginn des Geschäftsjahres 2012 war bereits absehbar, dass der Optimismus, mit dem der Vorstand der H&R AG dem zweiten Halbjahr 2011 entgegenblickte, bezogen auf das Ergebnis etwas zu groß ausfiel. Als dies bei der Präsentation der vorläufigen Zahlen am 17.02.2012 in Hamburg deutlich wurde (s. NJ 3/12), begann der Kurs, der sich im Februar noch zwischen € 17 und 18 bewegte, abzubröckeln. Die Talfahrt setzte sich über das gesamte Jahr fort und endete erst im November 2012.

Zu diesem Zeitpunkt wurde die Marke von € 12 unterschritten; den Tiefpunkt bildete ein Kurs von € 11.51 am 08.12.2012. Über den Jahreswechsel 2012/13 konnten zumindest wieder € 12 erreicht werden. Allerdings sind die am 02.01.2013 notierten € 12.10 vom Jahreshoch 2012 bei € 17.80 noch 32 % entfernt. Im Dezember 2012 stellten wir uns, nachdem im Q3 2012 deutliche Verbesserungen erkennbar waren, die Frage, ob der aus fundamentaler Sicht berechtigte Kursrückgang nicht doch zu hoch ausgefallen ist und ob die Börse bei etwa € 12 eine Bodenbildung vornimmt, die eine Basis für einen Wiederanstieg bilden könnte. Sowohl das wirtschaftliche Umfeld bei den Rohstoffen und hier speziell beim Öl als auch die internen Erweiterungs- und Optimierungsprozesse sprechen für künftig wieder steigende Gewinne. Allerdings sollten sich die Aktionäre auf eine Senkung der Dividende von zuletzt € 0.60 je Aktie einstellen, wie der seit Jahresbeginn 2012 amtierende Vorstandsvorsitzende Niels H. Hansen im Interview mit dem Nebenwerte-Journal ausführte.

Das Geschäftsmodell verstehen

In der Berichterstattung über die H&R AG wird das Geschäftsmodell nicht immer zutreffend dargestellt, so dass sich Fehlinterpretationen ergeben. Anleger, die sich für Engagements interessieren, sollten jedoch über die Faktoren, die Umsatz und Ergebnis beeinflussen, Bescheid wissen.

Die H&R-Gruppe mit ihren beiden deutschen Raffinerien im emsländischen Salzbergen und in Hamburg verfügt mit ihren Tochtergesellschaften über ein weltweites Netzwerk mit Raffinerien, Spezialproduktanlagen und Vertriebsgesellschaften, um den Bedarf der Kunden mit Weißöl, Wachsemissionen, Paraffin, Weichmachern und vielen anderen Produkten zu decken. Das Geschäftsmodell des international agierenden Unternehmens der Spezialchemie besteht darin, „aus einem Folgeprodukt der Rohölestillation durch intelligente Verfahren mehr als 800 innovative, umweltfreundliche und qualitativ hochwertige Produkte zu gewinnen“. In den kommenden Jahren will der Vorstand „mit gezielten Investitionen die Wertschöpfung der Raffinerien weiter verbessern“. Über die Tochter Gaudlitz, die bereits zur Vorgängerfirma Wasag-Chemie AG gehörte, werden Präzisions-Kunststoffteile für Automobilzulieferer und die Medizintechnik angeboten.

„Ziemlich raffiniert“

Wichtige Leitsätze des unternehmerischen Handelns stellte der Vorstand an den Beginn des Geschäftsberichts für das Jahr 2011:

„Wenn man aus Ölderivaten Produkte macht, die das Klima schonen oder unser Leben erleichtern, dann ist das innovativ. Wenn man erfolgreich Geschäfte in Nischen

betreibt, die anderen viel zu klein erscheinen, dann ist das intelligent. Wenn man Kapital so einsetzt, dass es neue Werte schafft, dann ist das effizient. Wenn man aus einer festen Eigentümerstruktur heraus mit Weitblick agiert, dann ist das nachhaltig. Und wenn man all dies gleichzeitig macht, dann ist das ziemlich raffiniert.“

Schwankungen des Ölpreises

Damit wird deutlich, dass H&R abhängig ist von der Entwicklung des Ölpreises. Besonders nachteilig wirken sich schnelle Preiserhöhungen aus, die erst nach Herstellung der Produkte an die Kunden weitergegeben werden können. In der Zwischenzeit bleibt das Preisniveau auf dem vorherigen Stand. Umgekehrt können natürlich plötzliche Preissenkungen zusätzliche Profite auslösen. Aus diesem Szenario folgt, dass für das Ergebnis nicht die absolute Höhe des Ölpreises entscheidend ist, sondern schnelle Veränderungen. Dagegen wird der Umsatz z. B. von konstant hohen Rohstoffpreisen und daraus folgend hohen Produktpreisen beeinflusst, wie dies im Jahr 2011 der Fall war, als sich der Konzernumsatz um 14.4 % auf den Rekordwert von € 1.21 (1.06) Mrd. erhöhte, während der Jahresüberschuss auf € 38.5 (52) Mio. bzw. € 1.29 (1.74) je Aktie zurückging.

Hohe Rohstoffpreise belasteten H1

Das erste Halbjahr 2012 verlief ähnlich wie das Geschäftsjahr 2011: Der Konzernumsatz wuchs um 7.5 % auf € 640.1 (613.5) Mio. Da die Rohstoffpreise jedoch erneut noch schneller stiegen als die Produktpreise, „verminderten sich die Produktmargen temporär deutlich“. Die Sparte Chemisch-Pharma-

H&R AG, Hamburg
Telefon: 040/43218-301
Internet: www.hur-wasag.de
ISIN DE0007757007,
 29973 112 Stückaktien, AK € 76.625 Mio.
Börsenwert: € 362.7 Mio.
Aktionäre: Nils Hansen 50.52 %, Wilhelm Scholten 6.10 %, Prof. Wolfgang Thum 3.28, Streubesitz 40.10 %

Kennzahlen	9M 2012	9M 2011
Umsatz	946 Mio.	906.8 Mio.
EBITDA	46.3 Mio.	73.1 Mio.
Periodenergebnis	10.7 Mio.	34.7 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.36	1.17
EK-Quote	37.7 %	38 %*

*31.12.2011

Kurs am 02.01.2013:
 € 12.10 (Xetra), 17.80 H / 11.51 T
KGV 2013e 10, 2014e 9, KBV 1.55 (9/12)



Bis € 12 scheint der Kurs endlich einen Boden zu finden.

FAZIT: Nach 9M 2012 ist klar, dass die H&R AG im Jahr 2012 den Umsatz halten, vielleicht sogar steigern kann, dass aber die Belastungen aus den hohen Rohstoffpreisen im H1 bis zum Jahresende nicht mehr aufzuholen waren. Der Ergebnisrückgang wird auch eine Kürzung der Dividende bewirken. Diese Entwicklung ist von der Börse eingepreist worden, doch scheint der Rückgang übertrieben zu sein, denn der Blick sollte sich nach vorne richten. Und da gibt es sowohl von der verstärkten internationalen Ausrichtung als auch von den internen Effizienzprogrammen positive Signale, so dass sich bei Gewinnen von € 1.20 bzw. 1.35 das KGV im Jahr 2013e auf 10 und 2014e auf 9 ermäßigt. Zudem sinkt ohne große Investitionen die Verschuldung. **KH**

Die Erweiterung der Hamburger Raffinerie um eine Propanentasphaltierungsanlage ist abgeschlossen.



zeitische Rohstoffe National litt besonders und musste einen Einbruch des EBITDA auf € 17.3 Mio. gegenüber den im H1 2011 besonders guten € 45.4 Mio. hinnehmen. Das internationale Segment legte, ebenfalls preisgetrieben, beim Umsatz um 11.9 % auf € 136.6 (122.1) Mio. zu. Durch den größeren Anteil höherwertiger Produkte und eine gute konjunkturelle Entwicklung in ausländischen Märkten, insbesondere in Asien, kletterte das EBITDA um 7.9 % auf € 9.6 (8.9) Mio. Die kleinere Sparte Kunststoff erreichte mit 16.3 % auf € 29.3 (25.2) Mio. den prozentual stärksten Anstieg beim Umsatz. Das EBITDA wurde jedoch von der Ausweitung der Kapazitäten am tschechischen Standort belastet und halbierte sich auf € 0.6 (1.3) Mio.

Verbesserung im Q3 2012

Im Q3 führten sich „erholende Produktmargen“ bei Absatzmengen auf einem „robusten

Niveau“ zu einer wieder aufwärts gerichteten Ergebnisentwicklung, die allerdings „deutlich“ hinter dem Vorjahresergebnis zurückblieb. Um die unbefriedigende Ertragslage in den Raffinerien auch durch interne Maßnahmen zu verbessern, ist das Programm „KAT10+“ aufgelegt worden. KAT steht für Katalysatoren. Das sind Stoffe, die chemische Reaktionen unterstützen, um auf diese Weise die Effizienz der Produktionsprozesse, aber auch anderer Bereiche, zu erhöhen. Das angestrebte Ergebnispotenzial wird mit nachhaltig € 10 Mio. pro Jahr beziffert.

Das EBITDA kletterte im Q3 2012 auf € 20.1 (17.1) und der Überschuss auf 6.6 (6.2) Mio. Trotz des nach 9M auf € 946 (906.8) Mio. gestiegenen Umsatzes konnten die Belastungen aus dem ersten Halbjahr nicht kompensiert werden. Im Segment Chemisch-Pharmazeutische Rohstoffe National ermäßigte sich das EBITDA auf € 34.5 (58

Mio., während es im internationalen Segment mit € 14.1 (13.9) Mio. stabil ausfiel. Das EBITDA im Segment Kunststoffe blieb weiterhin auf Grund des Kapazitätsausbaus in Tschechien mit € 0.8 (1.8) Mio. hinter dem Vorjahr zurück.

In der Konzernbilanz macht bei einer Bilanzsumme von € 621.7 (635.2 per 31.12. 2011) Mio. das Eigenkapital von € 2341 (241.1) Mio. einen Anteil von soliden 37.7 (38) % aus, die den Großteil der langfristigen Vermögenswerte von € 262.3 (259.8) Mio. abdecken. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit fällt mit € 29.4 (-0.67) Mio. deutlich positiv aus. Hier wirkte sich der Abschluss der Investition in die neue Propanentasphaltierungsanlage in Hamburg bemerkbar aus.

Für 2013 leichter Optimismus

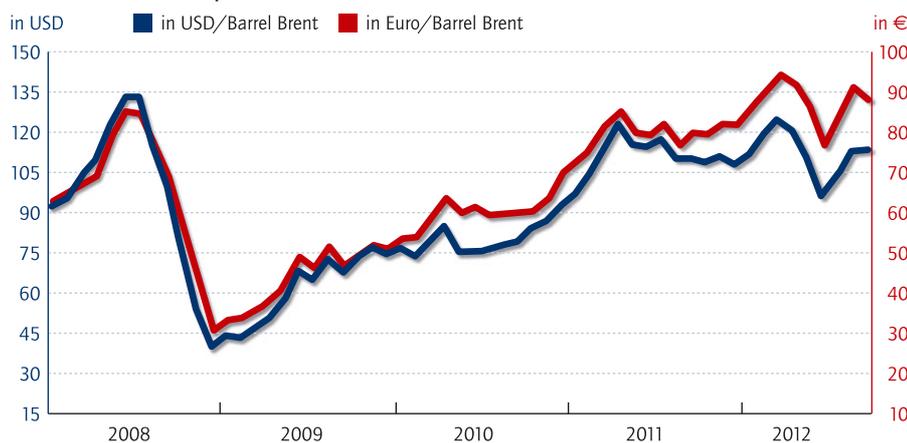
Mit der Eröffnung einer Vertriebsrepräsentanz in Singapur im August 2012 und der geplanten Gründung einer Tochtergesellschaft in Indien schreitet die Internationalisierung weiter voran, die ein erklärtes Ziel der Strategie ist, den Anteil des chemisch-pharmazeutischen Geschäfts außerhalb Europas, bei Bedarf auch mit Partnerschaften, bis 2015 von derzeit 18 auf 30 % auszuweiten.

Die Prognose nach 9M 2012 geht für 2012 unverändert von einem Umsatz zwischen € 1.1 und 1.3 Mrd. und einem EBITDA aus, das „deutlich hinter dem Vorjahresergebnis von € 89. Mio. zurückbleibt“. Für 2013 verbreitet der Vorstand dagegen schon einen leichten Optimismus und erwartet „unter der Voraussetzung, dass weitere Verwerfungen an den Rohölmärkten ausbleiben“, ein wieder steigendes EBITDA.

Klaus Hellwig

Ölpreisentwicklung 2008 bis 2012

Monatsdurchschnittspreise



Quelle: H&R AG

H&R (SDAX)

„Die Erschließung weiterer Märkte in Übersee befindet sich in der Planung“

Die erste Ausgabe des Nebenwerte-Journal erschien im Januar 1993 und bereits im Juli desselben Jahres stellten wir im ersten Bericht über die damalige Wasag Chemie AG die Frage, wie es mit dem Essener Traditionskonzern, der von der Familie Bohlen und Halbach beherrscht wurde, wohl weitergehen würde. In den vergangenen fast zwanzig Jahren begleiteten wir die wechselvolle Geschichte des Unternehmens bis zur heutigen H&R AG. Mit der 2001 beschlossenen Verschmelzung mit der SRS Schmierstoffraffinerie Salzbergen GmbH entstand ein profitables und Dividenden zahlendes Unternehmen der Spezialchemie, das chemisch-pharmazeutische Spezialprodukte auf Rohölbasis entwickelt und herstellt. Die Produktion von Präzisionskunststoffteilen stammt noch aus der Zeit der Wasag.

Nach einem verhaltenen Ausblick auf das gerade begonnene Geschäftsjahr im Februar (s. NJ 3/12) begab sich der Kurs nach einer Erholung auf € 16.80 auf eine anhaltende Talfahrt und hat bei aktuell € 12.10 wohl einen Boden gefunden. So groß waren und sind offenbar die Ängste der Börse vor einem konjunkturellen Einbruch, dass die positive Entwicklung im Q3 2012 mit einem EBITDA von € 20.3 (17.1) Mio. und einem Quartalsergebnis von € 6.6 (6.2) Mio., sowie die angekündigte Effizienzsteigerung verpufften. Fast 20 Jahre nach unserem ersten Bericht sprachen wir mit dem seit dem 01.01.2012 amtierenden Vorstandsvorsitzenden Niels H. Hansen bei einem Börsenwert von nur noch € 363 Mio. trotz eines Umsatzes 2012e von € 1.1 bis 1.3 Mrd. über Gründe und Perspektiven.

NJ: Es ist, zugegeben, schwierig, doch wagen Sie bitte einen Ausblick auf die Rohstoffpreise, speziell beim Öl, für das Jahr 2013.

Niels H. Hansen: Eine in der Tat sehr schwierige Frage. Wir gehen aktuell für das Jahr 2013 im Mittel von einem Rohölpreis auf dem aktuellen Niveau von USD 110 je Barrel für die Nordseesorte Brent aus.

NJ: Ihr internes Effizienzprogramm „KAT10+“ soll das Ergebnispotenzial „nachhaltig“ um € 10 Mio. pro Jahr erhöhen. Ab wann ist die volle Summe wirksam?

Niels H. Hansen: Wir konnten bei unserem Effizienzsteigerungsprogramm in den letzten

Wochen und Monaten erfreuliche Erfolge erzielen, so dass ein wesentlicher Teil der Maßnahmen bereits im Jahr 2013 greift. Das volle Ergebnispotenzial von „KAT 10+“ sollte dann erstmals im Jahr 2014 abgerufen werden können.

NJ: Welche Vorleistungen sind notwendig, um den Umsatzanteil außerhalb Europas von derzeit 18 auf die bis 2015 angestrebte Zielmarke von 30 % anzuheben? Gelten Ziel und Zeitrahmen weiterhin?

Niels H. Hansen: Die Ziele und der Zeitrahmen gelten selbstverständlich weiterhin! Nachdem wir bereits im dritten Quartal 2012 eine Vertriebsrepräsentanz in Singapur eröffnet haben, ist die Eröffnung eines weiteren Verkaufsbüros in Indien im ersten Quartal 2013 vorgesehen. Die Erschließung weiterer Märkte in Übersee befindet sich in der Planung.

Dabei werden wir uns nicht nur auf Vertriebsaktivitäten beschränken, sondern auch die Produktion ausweiten. Um hohe Anlaufinvestitionen zu vermeiden, sind Produktionspartnerschaften mit lokalen Partnern die erste Wahl. Darüber hinaus sind aber auch kleinere Akquisitionen denkbar.

NJ: Ein Wort zu den Aussichten im Kunststoffbereich, der auch die Automobilindustrie beliefert. Kommen da Belastungen auf Sie zu?

Niels H. Hansen: Die gute Nachricht vorweg. Die Erweiterungsmaßnahmen am tschechischen Standort, die das Ergebnis in den Vorquartalen belastet hatten, sind nahezu abgeschlossen. Richtig ist jedoch auch, dass wir im Kunststoffbereich, trotz beachtlicher Erfolge bei unseren Diversifikationsbestrebungen, weiterhin den überwiegenden Teil unserer Umsätze mit Kunden aus dem Automobilbereich erzielen. Entsprechend ist die Automobilkonjunktur eine wichtige Einflussgröße für das Ergebnis des Kunststoffbereichs.

NJ: Für das Jahr 2013 rechnen Sie, wenn „weitere Verwerfungen an den Rohölmärkten ausbleiben“, mit einem weiter steigenden EBITDA. Sind die 2011 erreichten € 89.1 Mio. ein realistisches Ziel?

Niels H. Hansen: Die Festlegung auf eine konkrete Ergebnisgröße für das kommende Jahr wäre zum jetzigen Zeitpunkt, auch vor dem Hin-



Niels H. Hansen, Vorstandsvorsitzender der H&R AG, ist davon überzeugt, dass sich ab 2014 die volle Wirkung des Effizienzprogramms „KAT10+“ mit Einsparungen von € 10 Mio. pro Jahr entfalten wird.

tergrund der großen Unsicherheiten über die weitere konjunkturelle Entwicklung in Europa, absolut unseriös. Mit positiven Ergebniseffekten ist aber u. a. durch die neue Propanentaspaltungsanlage in Hamburg, das Effizienzsteigerungsprogramm „KAT10+“ und die fortschreitende Internationalisierung des chemisch-pharmazeutischen Geschäftsbereichs zu rechnen.

NJ: Sie betonen in Ihrem Neunmonats-Ausblick, auch in den kommenden Jahren „angemessene Dividenden“ ausschütten zu wollen. Lässt sich diese für private Anleger wichtige Aussage etwas präzisieren?

Niels H. Hansen: Auch wenn wir keine feste Ausschüttungsquote definiert haben, ist natürlich auch bei uns die Höhe der Dividende von der Ergebnisentwicklung abhängig, so dass unsere Aktionäre mit einer niedrigeren Ausschüttung als im Vorjahr rechnen müssen.

NJ: Herr Hansen, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig

CHARTHINWEIS

Die in diesem Heft verwendeten Charts stammen von der

Ariva.de AG
Walkerdamm 17, 24103 Kiel