

Altana AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: D00076008031)
Chemie	↘	↘	57,1 %	63,3 %	72,0 %	Akquisition/ Konjunktur



Marktdaten

aktueller Kurs in Euro (Stämme)	13,02
in % seit 52 W.-Hoch / Hoch	-4,26% 13,60
in % seit 52 W.-Tief / Tief	72,91% 7,53
Grundkapital (1)	136,10
davon Vorzugsaktien	0,00
Marktkapitalisierung (1)	1.772,00
Streubesitz (Ord.)	9,00%
Skion GmbH (S. Klatten)	91,00%
Tagesumsatz in Stück	84.000

Termine & News Flow

HV	BilanzPK	I.Q/09	I.-II.Q/09	I.-III.Q/09
12.05.2009	18.03.2009	07.05.2009	06.08.2009	05.11.2009

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	23,60%
theor. Wert je Aktie (09e) nach (2-Phasen) DCF-Model:	5,74
theor. Wert je Aktie nach 3-Phasen adj. NAV-Model:	-
Ratings: (Moody's/ S+P/Fitch)	- / - / -

Kennzahlen	2007	2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Ergebnis je Aktie (2)	0,95	0,76	0,23	0,35
Cash-Flow je Aktie (2)	1,25	1,50	0,46	0,69
Dividende (2)	0,51	0,10	0,03	0,05
EBIT-Ratio (in %)	5,1%	12,3%	4,6%	9,3%
Techn. Value (1,3)	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertung a)

P/E	58,7	22,3	56,5	37,4
P/Buchwert	6,7	2,0	1,5	1,4
P/CF	44,9	11,2	28,5	19,0
EV/EBIT	49,1	16,9	28,7	19,2
Dividendenrendite (net.)	0,9%	0,6%	0,2%	0,4%

(1=Mio. EUR; 2=EUR; 3 = 100%= sehr gut; 4 = negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höchstkurse)

+ Kennzahlen für Q2/09 trafen ...+ unsere Erwartungen, also bleibt unsere Schätzung für Umsatz- und Gewinnrückgang 2009 bei > 30 % / >> 70 %. CEO wird optimistischer – Ordertätigkeit jüngst lebhafter. Wachstumsstrategie künftig stärker organisch.

**Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt : 0,78/0,15/0,28
neu : 0,78/0,23/0,35**

➔ Nach dem enttäuschenden Q1/09 haben die **Kostensenkungsmaßnahmen im Q2/09** gegriffen – die Kennzahlen für das 1. Hj. 09 haben unsere Erwartungen übertroffen. Jedoch war dies vor allem auf die kräftigeren Kosteneinschnitte zurückzuführen, während die Nachfrageentwicklung wie erwartet noch schwach blieb. Lt. CEO werden die **Orders (aus Asien) jüngst lebhafter**. Das hohe Innovationstempo wird „halbiert“ – ein aufgestocktes Sparprogramm soll € 55 Mio. (1. Hj/09: € 35 Mio.) bringen. 2009 dürfte u. E. der Umsatz um rund 30 % schrumpfen; die **EBIT-Marge stabilisiert sich im 2. Hj./09**. Das EBIT sinkt 2009 u. E. um gut 75 %; der Cashflow ist auf Jahressicht stark positiv.

➔ Der **faire Wert nach DCF** steht bei gut € 5,-. Nur noch Story-Scores sind recht hoch. Die Dividende für 2008 lag bei € 0,10/Aktie und sollte u. E. nur 2009 stark gedrückt sein.

Das mittelfristige Wachstumsziel von ca. 10 % Umsatzzuwachs bei konstanter Marge **bleibt u. E. valide! Going Private scheint nicht zwingend zu sein!**

➔ Die **SKion GmbH** von Frau Klatten hat laut CEO unverändert **über 91 % der Aktien** aufgekauft. Die Börsennotiz soll bis auf weiteres aufrechterhalten bleiben, ein **Squeeze-out (ab 95 %) scheint nicht zwingend**. Der Wertzuwachs über in-/externes Wachstum braucht neue Zukäufe, denn die Märkte expandieren langsamer.

➔ Im **Q2/09 sackte** der Umsatz ggü. Q1/09 weniger schnell um 20 % (Volumen –28 %) ab. Die Bruttomarge liegt mit 36,51 % 600 BP über Q1/09, aber immer noch 200 BP unter Vorjahr. Das EBIT (€ 28 Mio.) verlor 47 % gegenüber Vj.! **EPS im 1. Hj. 09 sank auf € –0,11/Aktie (€ 0,51)** – nach € 0,00 im Q1/09.

➔ Wichtige Kundenbranchen haben den Lagerzyklus wohl fast beendet – **erste Belebung** in Asien, andere Regionen folgen.

SKion GmbH hält über 90 % der Aktien – Notiz könnte u. E. bestehen bleiben

Ziele: mittelfristiges Umsatzplus rund 10 % p. a. – EBITDA-Marge im Zielband 18–20 % – wohl nur durch Zukäufe erreichbar

Breite Produktpalette mit vielen Zielmärkten stabilisiert – wachsendes Erstausrüster-geschäft macht konjunkturanfälliger

Unternehmensbeschreibung:

Die ALTANA AG ist ein **Spezialchemiekonzern**, der sich im weitesten Sinne auf **Oberflächen-schutz und -veredelung spezialisiert** hat, nachdem Nycomed aus Dänemark zum 31.12.2006 die gesamte Pharma-Sparte für € 4,7 Mrd. kaufte. 2007 gab es eine Sonderausschüttung i. H. v. ca. € 33,-/Akte zur ordentlichen Dividende von € 1,30 + € 0,50 Bonus (total € 4,45 Mrd.), seitdem notiert die Aktie im MDAX. Im 4. Quartal 2008 bot die **Beteiligungsgesellschaft SKion GmbH der BMW-Erbin Susanne Klatten € 13,-** je Alt-Aktie. Inzwischen **hält sie über 91 % des Grundkapitals**. Ein **Squeeze-out scheint nicht zwingend**, vielmehr dürfte die Notierung beibehalten werden. Oberste Zielsetzung des als **Spartenkonzern** mit Sitz in Wesel am Niederrhein durch einen zweiköpfigen Vorstand geleiteten Chemie-Multis ist die kontinuierliche **Steigerung des Unternehmenswertes**.

Im mehrjährigen Mittel soll jedes Jahr ein zweistelliges Umsatzwachstum erreicht werden – und dies, ohne dabei das Ergebnis zu verwässern! Das heißt, im Durchschnitt ist ein **organisches Wachstum von 6 % p. a.** Planungsgrundlage und weitere 4 % p. a. sollen durch Firmenübernahmen erzielt werden. Die **Buy-and-build-Strategie** sieht arrondierende Akquisitionen (wie jüngst die High-Performance-Additive der DyStar-Gruppe per 30. 3. 2009), aber auch die Übernahme eines größeren Unternehmens als weiterer, dann fünfter Geschäftsbereich innerhalb der ALTANA-Gruppe vor.

Der **internationale Umsatzanteil von rund 83 %** wird also noch steigen – US-Dollar und asiatische Währungen sind also von herausragender Bedeutung. Mittelfristiger Zielkorridor der EBITDA-Marge: 18–20 % (2008: 18,1 %). Die zentralen Elemente der Unternehmenssteuerung sind Marktführerschaft, (absolutes) Wachstum, operative Effizienz (EBITDA) und optimaler Kapitaleinsatz (ROCE).

Die **Produktpalette ist in vier Geschäftsfeldern aufgeteilt** und umfasst sowohl Additive, Effektpigmente, Speziallacke, Dichtungs- und Vergussmassen, Imprägnierharze als auch Prüf- und Messinstrumente. Die oftmals innovativen Produkte sind **kundenindividuelle Lösungen**, ergänzt um intensiven Service vor Ort. Daher ist das Marktumfeld **weniger durch Preiskonkurrenz** als vielmehr durch hohe Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet. **Innovation, Service und Markenimage (Qualität) spielen eine zentrale Rolle**. Dabei sind die Bereiche Forschung und Entwicklung, Anwendungstechnik und Produktion/Vertrieb eng miteinander verzahnt. Die F&E-Quote mit 5,4 % des Umsatzes (2007: 4,9 %) liegt deutlich über dem Branchendurchschnitt von rund 2–3 %.

Die Produkte finden sich in Farben und Lacken, Verpackungen, elektrischen und elektronischen Bauteilen, Kunststoffen oder auch Kosmetika. Rund **86 % des Umsatzes werden außerhalb Deutschlands erwirtschaftet**. Große Auslandsmärkte sind die europäischen Nachbarländer, die USA (23 %) und der fernöstliche Raum (24 %). Die Festigung und der Ausbau der Marktposition hat insbesondere in Nordamerika, Asien (3 neue Werke in der VR China) und den sich neu bildenden Wachstumsregionen strategische Bedeutung, ebenso das Innovationsmanagement. Das Unternehmen zeichnet damit ein weit über dem Branchendurchschnitt liegender Spezialisierungsgrad und eine hohe Innovationsgeschwindigkeit aus. Das **Erstausrüstergeschäft gewinnt** zulasten des Ersatzgeschäfts **an Bedeutung**. Alle vier Geschäftsbereiche unterhalten weltweit Produktionsstandorte sowie Netzwerke von Spezialisten und anwendungstechnischen Labors. Diese Netzwerke werden regional gezielt weiter ausgebaut.

Der **Geschäftsbereich Additives & Instruments (BYK)** bietet in drei Segmenten ein breites Produktportfolio: von Netz- und Dispergieradditiven zur gleichmäßigen Verteilung und Stabilisierung fester Stoffe in Flüssigkeiten über Entschäumer und Entlüfter zur Vermeidung von Luftblasen in Lacken und Kunststoffen bis hin zu Oberflächen-Mess- und Prüfinstrumenten. Mit € 450 Mio. Umsatz und einem EBIT von € 107 Mio.

ist BYK **das bedeutendste Geschäftsfeld im Konzern**, der mit knapp 4.800 Mitarbeitern 2008 € 1,34 Mrd. Umsatz und ein EBITDA und EBIT von € 243 Mio. bzw. € 170 Mio. erwirtschaftete.

Der **Geschäftsbereich ECKART Effect Pigments** als **Nr. 2** verfügt über insgesamt sieben Produktionsstätten in fünf Ländern in Europa und den USA; eine weitere entsteht in der VR China. € 351 Mio. Umsatz standen 2008 für 26 % des Konzernumsatzes; die **EBITDA-Marge von 19 % liegt etwas über dem gruppenweiten Mittel**. Der Geschäftsbereich zeichnet sich durch seine weite Produktionstiefe aus, die die gesamte Prozess- und Wertschöpfungskette umfasst. Die Pigmente geben Lacken, Druckfarben oder Kosmetikartikeln ihren besonderen Glanz. ECKART ist Weltmarktführer in den Geschäftsfeldern Lackanwendungen, Druckfarben und Grafische Industrie sowie Technische Anwendungen und nimmt in den Bereichen Kosmetik und Kunststoffanwendungen bedeutende Positionen ein. Die 887 Mitarbeiter im Geschäftsbereich Electrical Insulation fokussieren sich in drei Business Lines auf flüssige Elektroisoliermaterialien wie Überzugslacke, Tränklacke, Harze und Vergussmassen.

Der **ELANTAS-Umsatz** von € 327 Mio. erwirtschaftete 2008 eine EBITDA-Marge von 15,2 %. **In den beiden Wachstumsmärkten** Primär- und Sekundärisoliermaterialien (Drahtlacke und Tränk- und Gießmittel) ist dieser Geschäftsbereich **bereits Marktführer**, während im größten Markt Elektronik und Technische Anwendungen neue Wachstumspotenziale gesehen werden. Ein großer Anteil geht in die Produktion von Magnetdrähten ein, die wiederum in Elektromotoren, Transformatoren und Generatoren zum Einsatz kommen. Weitere Materialien werden für die Bearbeitung von Sensoren und Leiterplatten verwendet. Diese Bauteile finden unter anderem Verwendung in elektrischen Haushaltsgeräten, Fernsehapparaten, Computern, Leuchten, Motoren und Windkraftträdern.

Das Portfolio im **kleinsten Geschäftsbereich Coatings & Sealants** umfasst **Produkte für die Druck- und Verpackungsindustrie**. Im Unterschied zum Wettbewerb können die 670 Mitarbeiter von ACTEGA ihren Kunden komplette Lösungen für Verpackungssysteme anbieten. Dazu gehören Lacke und Dichtungsmaterialien, die in Kosmetikprodukten, auf elektronischen Datenträgern sowie in Verpackungen für Lebens- und Arzneimittel Anwendung finden. In den Märkten Graphic Arts und Converting Specialties nimmt der Geschäftsbereich jeweils führende Marktstellungen ein.

Unternehmensentwicklung:

Gegenüber dem vorangegangenen Q1/09 zeigte die **Erlösentwicklung in den Monaten April bis Juni 2009** einen – sich beschleunigenden – **positiven Trend**, der aber das schlechte erste Quartal nicht kompensieren konnte. Der Umsatz bzw. das EBIT verfehlten im Q1/09 um € 106 Mio. und € 52 Mio. oder rund 30 und 97 % (!) die noch unter sehr positiven Vorzeichen erwirtschafteten Vergleichskennzahlen des Q1/08.

Bereits im **Startquartal 2009 war der Mengenrückgang von 35 % prägend**, während Preise, Akquisitionen und Wechselkurse zusammen 5 Prozentpunkte „gutachten“. Das EBITDA verringerte sich um 71 % auf € 20,8 Mio. Demzufolge brachen auch die EBITDA- und EBIT-Margen von 20,1 % auf 8,3 % und von 15,04 % auf 0,75 % ein – alles Negativrekorde! Das Kostensenkungsprogramm aus dem Spätsommer 2008 brachte im Startabschnitt über € 10 Mio.; im Q2/09 waren es schon € 25 Mio. In den sechs Monaten 2009 brachten die Kostenersparnisse rund € 35 Mio.

Q1/09: Konjunkturelle
Wende

**Q2/09: Asien hilft –
Umsatz sinkt nur noch um
20 %, EBIT fällt noch um
47 % – EPS 0,11/Aktie**

**Asien-Nachfrage im 1. Hj.
09 nur noch 23 %; Europa
hinkt hinterher (–30 %)**

**Lagerzyklus im 1.Q./09
mit Bodenbildung – An-
zeichen auf Erholung –
Dynamik?**

Der **Volumenrückgang** konnte unterdessen **bis Juni 2009 auf 28 % eingegrenzt** werden. D. h. es wurde ein **6-Monats-Umsatz von € 541 Mio. gemeldet**. Das EBITDA verringerte sich im 1. Hj./09 noch doppelt so schnell (–52 %) auf € 68 Mio. (EBITDA-Marge: 12,6 % und damit 710 BP unter Vorjahreswert). Die **Brutto-Marge verlor im Q2/09** noch 507 BP ggü. dem Q2/08 – im Q1/09 war der Rückgang mit 830 BP noch deutlich höher. Das 6-Monats-EBIT erreichte noch € 30 Mio. – ein Rückgang von 72 %. **Die Marge im Q2/09 lag mit 9,7 % wieder deutlich über der des Q1/09 von 0,7 %.**

Der Forderungsabbau war entscheidend für den mit € 40 Mio. nur um € 10 Mio. verjüngten operativen Cashflow, der die Netto-Schuldenposition auf € 74 Mio. reduzierte. Investitionen wurden verschoben.

Die regionalen Trends waren im Q2/09 – bis auf Asien – trendstabil. Alle Regionen verzeichneten weiterhin rückläufige Erlösentwicklungen; in Asien aber wurde der Umsatzrückgang mit € 135 Mio. deutlich abgeschwächt (1. Hj./09: operativ –23 % nach –42 % im Q1/09). Europa, wo mit € 263 Mio. rund die Hälfte der Verkäufe erzielt werden, verzeichnete einen Rückgang von 30 %. In Amerika verringerte sich der Umsatz um 20 % (CC –29 %) auf € 124 Mio.

Wegbrechende Nachfrage aus der Auto- und Bauwirtschaft sorgten insbesondere bei BYK und ECKART seit Q3/08 für Umsatz- und Margeneinbrüche. **Im Q2/09 startete die Erholung.**

ECKART Effect Pigments verbuchte ein **operatives Umsatzminus von 37 %** (nach –42 % im Q1/09) auf € 125,4 Mio. Die **EBITDA-Marge** war mit 5,3 % (Q1/09: –0,3 %) **wieder positiv**, aber immer noch 1840 BP unter Vj.

Der Umsatz im Geschäftsbereich **BYK Additives & Instruments** sackte **operativ um 28 %** (im Q1/09 –40 %) auf € 186 Mio. ab. Die EBITDA-Marge verdoppelte sich fast auf 21,6 % (Q1/09: 13,0 %) – was aber immer noch 840 BP unter Vj. liegt.

Im Geschäftsbereich **ELANTAS Electrical Insulation** verringerte sich der Umsatz um rund 32 % (im Q1/09: –31 %) auf € 129 Mio. Die EBITDA-Marge konnte hier **nach den Optimierungsarbeiten** des Vorjahres sogar um 130 BP auf 16,7 % – und damit 70 BP über Q1/09 – **gesteigert** werden.

Relativ **stabil** war der Umsatz im Geschäftsbereich **ACTEGA Coatings & Sealants** mit einem Minus von rund 13 % (im Q1/09: –12 %) auf aktuell € 101 Mio. Die € 13 Mio. im EBITDA entsprechen einer Marge von 12,8 % (12,4 % im Q1/09).

Ausblick:

Im 1. Hj./09 scheint der Lagerzyklus seinen Boden durchschritten zu haben. Seit Mai 2009 wird die Ordertätigkeit lebhafter und die – insbesondere asiatischen – Kunden suchen gezielt nach innovativen Produkten, um ihre Kostenposition für den kommenden Aufschwung zu reduzieren. **Der CEO** wird optimistischer, **erwartet aber keine schnelle und nachhaltige Erholung.** In Deutschland wird nicht mehr kurzgearbeitet. Die Halbierung des in der Vergangenheit hohen Investitionstempos (auf das Niveau der Abschreibungen) zeigt in der Erfolgsrechnung Wirkung. Das **Sparprogramm ist jüngst auf € 55 Mio. ausgeweitet** worden. Hauptaugenmerk 2009 werden operative Margen und der Cashflow sein. Zum Q4/09 erwarten wir spätestens wieder ein Anziehen der Nachfrage. Das vorausgesetzt, **erhöhen wir unsere Schätzung auf:**

Umsatz-/EBIT-Rückgang 2009 auf –30 %/–75 % und ein **EPS von € +0,23/Aktie (–70%)**.

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 07.08.2009

erstellt worden. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schießle.

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:

EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schießle