

SKW Metallurgie AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE000SKWM013)
Spez. Chemie	↗	↗	-	-	-	Stahl-Absatz, global



+ Umsatz/EBITDA/Cashflow stiegen im 1. Hj. 10 spürbar um 103%/1900%/wieder negativ, und ...
+ ab 2. Hj. 10 soll Cashflow Schulden senken, Investitionsphase läuft aus. Visibilität ist besser. Zögerliche (Hürden-)Guidance. Wir erwarten für 2010 ein Umsatzplus von 36% und einen Gewinn- und Dividendsprung. Wichtig: Revisionsentscheidung im EU-Kartell-Verf. (bilanziell verarbeitet) wohl erst 2011. Die Börse hat Konjunkturbedenken.

**Gewinn je Aktie 09/10e/11e alt:- 0,79/1,42/2,18
neu:- 0,79/1,42/2,18**

Marktdaten

aktueller Kurs in Euro (Stämme)	13.08.2010	16,40
in % seit 52 W.-Hoch / Hoch	-11,83%	18,60
in % seit 52 W.-Tief / Tief	37,47%	11,93
Grundkapital (1)		6,54
davon Vorzugsaktien		0,00
Marktkapitalisierung (1)		107,34
Streubesitz (Ord.)		81,0%
diverse Instis		21,0%
Handelsvolumen (Stk., tägl.)		23.000

Termine & News Flow

Hauptversammlung	I-IV. Q./09	<u>IQ/10</u>	<u>I-IIQ/10</u>	I-IIIQ/10
9/ Jun 10	26/ Mai 10	12/ Mai 10	13/ Aug 10	ab 08.11.2010

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)		15,00%
theor. Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen) DCF-Model:		20,32
theor. Wert je Aktie nach DivDisc-Model:		14,08
Ratings: (Moody's/ S+P/Fitch)		- / - / -

Kennzahlen

	12.08	12.09:1.12.2010e	31.12.2010e	31.12.2011e
Ergebnis je Aktie (2)	1,04	-0,79	1,42	2,18
Cash-Flow je Aktie (2)	1,12	2,82	0,85	1,31
Dividende (2)	0,34	0,00	0,71	0,87
EBIT-Ratio (in %)	8,2%	-2,1%	7,5%	8,1%
CFROI (in %)	18,3%	43,4%	11,9%	16,6%

Bewertung a)

P/E	27,9	-19,6	11,5	7,5
P/Buchwert	1,6	1,0	1,0	0,9
P/CF	25,8	5,5	19,2	12,6
EV/EBIT	12,4	-18,6	6,5	4,4
Dividendenrendite (net.)	1,2%	0,0%	4,3%	5,3%

(1 =Mo. EUR; 2 =EUR; 3 = 100% = sehr gut; 4 =negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höch

➔ Aufgrund einer hohen Nachfrage aus der dominierenden Kundengruppe der Stahlindustrie sowie der Akquisition von Technosulfur verbesserten sich im 1. Hj. 10 Umsatz/EBITDA-Marge/EBITDA um 128% auf € 189 Mio. bzw. um 7600 BP (auch währungsbedingt!) auf 8,5% und € 16 Mio. Die offizielle Guidance wurde folglich von > € 20 Mio. auf mindestens € 24 Mio. angehoben.
➔ Wir bleiben optimistisch und erwarten unverändert bei einem Umsatzplus von 36% (16%-Punkte durch Konsolidierung) einen Gewinnsprung von ca. 150% und wieder eine **Dividendenzahlung**. Durch neue Kunden und Stahlnachfrageplus von 5% p. a. soll auch 2011 das Wachstum weitergehen.
➔ Der „faire Wert“ nach DCF (12,5%) steigt um € 1,- auf gut € 20,-. Insbesondere die Story Scores sind noch nicht stabil. Recht konjunkturresistent dagegen ist das Geschäftsmodell mit ca. 75% Materialkostenanteil.

➔ Dividendenkontinuität wird von der CEO betont! Durch Technosulfur und erste CaSi-Eigenproduktion in Bhutan steigt das **offizielle EBITDA-Margen-Ziel** strukturbedingt u. E. ab **2011 über Zielmarke** von 9%.

➔ Die Bruttomarge weitete sich zum Vorjahreszeitraum von 26,4% auf 27,4%, so dass sich das **EBIT** im 1. Hj. 10 signifikant von € -2,2 Mio. auf **€ 10,3 Mio. erhöhte**; der Cashflow blieb durch **massiven Vorratsaufbau** im Minus! Der Verschuldungsgrad stieg erneut, denn für Bhutan flossen die Mittel. Das **EPS** (ohne Sondereffekte) betrug **jetzt € 0,75** (1. Hj. 09: € 0,39/Aktie). Die **Projekte** in Bhutan, Russland und in der Türkei **verzögern sich**, sollen aber 2011 **umsatzwirksam** werden. Technosulfur steuert seit 1. Hj. 10 „sehr erfreuliche“ Ergebnisse bei.

➔ **Q1/10:** Umsatz/EBITDA-Marge erholten sich um 68% bzw. auf 6,2% (nach 1,9%).

Unternehmensbeschreibung:

Mit globalem Marktanteil von ca. 20 % führend für Chemikalien zur Roheisenentschwefelung – Tonnagenachfrage bestimmt das Geschäft!

SKW Metallurgie sieht sich mit einem **globalen Anteil von rund 20 %** (Europa: 30 %; USA: 50 %) als Marktführer bei zahlreichen chemischen Zusatzstoffen für die **Roheisenentschwefelung** und bei der **Sekundärmetallurgie**. Der SKW Metallurgie Konzern kann auf mehr als 50 Jahre metallurgisches Know-how zurückblicken und arbeitet in einem **überschaubaren Wettbewerbsumfeld**. Die Aktien der Holding AG sind in Streubesitz (kein Anteil > 3% bekannt), notieren seit dem 1. Dezember 2006 im Prime Standard der Wertpapierbörse in Frankfurt/M. und gehören seit Juni 2008 zum Börsenindex SDAX.

Für zwei Produktionsschritte im Stahlherstellungsprozess werden Chemikalien geliefert. **Nicht der Stahlpreis, sondern die Herstellungsmenge determiniert die Nachfrage bei SK1G, die zu über 90 % von Stahlkunden kommt!**

Im Geschäftsfeld „Fülldrähte“ produziert die französische Tochter Affival industrielle Fülldrähte, ein Produkt zur Veredelung von Rohstahl. 1981 wurde mit der Fertigung in Solesmes (FRA) begonnen. 1985 gelang der Markteintritt in den USA, 1987 in Japan.

Zwei Kernbereiche – sehr variable Produktion

Im Geschäftsfeld „Pulver und Granulate“ werden im Wesentlichen technologische Lösungen zur Roheisenentschwefelung konzipiert und an 6 Produktionsstandorten in den USA (4), der VR China und Kanada sowie über ein Joint Venture in Indien (2) hergestellt und verkauft. Zudem handelt SKW Metallurgie mit Produkten der Sekundärmetallurgie und mit Spezialmagnesium.

Das operative Geschäft des Konzerns gliedert sich in die drei Geschäftsbereiche; davon sind zwei Segmente – „Fülldrähte“ (F) und „Pulver und Granulate“ (P+G) Kernbereiche.

Randbereich „Quab“ (Q) für Papierindustrie wird cashorientiert gesteuert

Der SKW Metallurgie Konzern produziert und vertreibt außerdem Quab-Spezialchemikalien (Geschäftsbereich „Quab“ (Q)), die vor allem in der Produktion von Stärke zur Papierherstellung eingesetzt und in Texas in einem Evonik-Werk hergestellt werden. Epichlorohydrin, Trimethylamin als Rohstoffe für die kationischen Reagenzien sind langfristig gesichert! Inzwischen gilt dieses Geschäft, das 2009 rund 7 % am Konzernumsatz ausmachte, als Randgeschäft; es wird ab Mitte 2009 unter „Sonstige“ klassifiziert und „Cash-neutral“ gesteuert.

Die Kernprodukte des Unternehmens ermöglichen Stahlproduzenten die effiziente Herstellung hochwertiger Stahlprodukte, deren Mengenentwicklung (CAGR 2007-2020e: 4,3 % p. a.) – beschleunigt um den Trend zu höheren Qualitäten – klar die Nachfrage und den Absatz für SK1G bestimmt. Während in Europa die Nachfrage langsam wächst, wird in Schwellenländern immer mehr Stahl geschmolzen – mit seinen teils innenfinanzierten Investitionen (09-10e: ca. € 30 Mio.) folgt SK1G diesem Trend. Jüngstes Beispiel ist Tecnosulfur aus Brasilien, die 2008 einen Umsatz von ca. € 35 Mio. erreichten und aufgrund der Markt- und Kostenführerschaft im mit Abstand größten Stahlmarkt Südamerikas eine EBITDA-Marge aufweisen, die weit über der von SK1G liegt.

Regionale Expansion in den BRIC-Staaten und Innovation mit „PapCal“

Man verfolgt eine Strategie der horizontalen und vertikalen Expansion; Lieferzuverlässigkeit und Qualitätsgesichtspunkte sind obligatorisch. **Zudem ist der Konzern bestrebt, zusätzliche Einnahmeströme entlang der Wertschöpfungskette der beiden Hauptgeschäftsfelder zu generieren.** Man setzt auf klare Marktführerschaft durch den Aufbau weiterer Produktionsstätten in den expansiven Schwellenländern. Die **Konkurrenz ist deutlich kleiner und regional orientiert**. Durch regionale Expansion gewinnt man sowohl bei den globalen Stahl-Giganten als auch bei lokal bedeutenden Anbietern Marktanteile. Eine aktive Forschungs- und Entwicklungsstrategie (knapp € 1 Mio. p. a.) erschließt neue Märkte. „PapCal“-Fülldrähte der Marke Affival z. B. sind **um ein Vielfaches effizienter** als herkömmliche Fülldrähte; ab 2010 wird die Zertifizierungsphase der Beta-Kunden beendet sein und es werden

nennenswerte Umsätze erzielbar sein. Dieses neue Produkt ergänzt im Segment „P+G“ die herkömmlichen prozesstechnischen Optimierungslösungen (in Europa in der Kalziumkarbid-, in den USA in der Magnesium-Technologie), die **künftig auch jenseits der Kernkundengruppe Stahl** in Gießereien und der Kupferindustrie eingesetzt werden sollen. **Das Top-Line-Wachstum sollte in toto über 5 % p. a. liegen. Anvisierte Zukäufe müssen finanziert werden; eine nachhaltige und steigende Dividende erscheint uns möglich.**

**EBITDA-Marge soll
künftig > 9 % über-
steigen**

Mittelfristig, das heißt nach Ende der globalen Rezession, soll die operative EBITDA-Marge, wie für 2011 (**Umsatzziel € 360 Mio.**) zum IPO angekündigt, **9 % (2008: 7,7 %)** erreicht, ja in der neuen Struktur überschritten haben! Die Kapitalziele sehen statische (Gearing) und dynamische Verschuldungszielgrößen (Netto-Schulden/EBITDA) vor. Die Akquisitionshürden stehen bei 4-6 x EBITDA. **Eine hohe Ausschüttungsquote wird angestrebt.**

**Stahlproduktion
nach Rezession
zurück auf Wach-
stum: CAGR 2007 –
2020e: +4,3 %**

Das **Geschäftsmodell ist weniger Asset-lastig** als vielmehr von **hohem Vormaterialaufwand** (knapp 80 %!) und geringem Energieeinsatz (rund 80 % der Rohstoffe sind allerdings energieintensiv) geprägt. Erstmals in Bhutan soll noch 2010 mit dem Produktionsstart des JV ein Kalziumsilizium- und Fülldrahtwerk „online gehen“ und die **Rückwärtsintegration vorangetrieben** werden. Angestrebt seien ferner eigene Magnesium-Lager in der VR China; oder auch JV für ein Kalziumsilizium-Lager. Damit reduziert sich das Risiko und erweitert sich der Wertschöpfungsanteil. In Europa beschafft man seit der Beendigung des Liefervertrags mit AlzChem von allen wichtigen Kalziumkarbid-Lieferanten das Vorprodukt.

Die **Preisüberwälzung** der teils stark oszillierenden **Magnesiumpreise (Q2/10: \$ 2.800/t; Q1/10: \$ 2.900-3.000,-/t; 2008 bis \$ 6.000,-/t)** ist i. d. R. mit 8-12 Wochen zügig machbar – die Brutto-Marge kann also so „verteidigt“ werden. Grundsätzlich regeln Langfristverträge die **Ordervergabe auf Armeslänge**.

Unternehmensentwicklung:

**Q2/10: Umsatz:
+142 % – EBITDA
mit € 9,9 Mio.**

Das operative Geschäft war **im Q2/10** zunehmender Dynamik der globalen Stahlherstellung ausgesetzt, so dass der Dreimonatsumsatz **um 142 % von € 43,2 Mio. auf € 105,8 Mio. anstieg**. Die ausgeweitete **Auslastung** ließ die Brutto-Marge zum Q1/10 nochmals 10 BP auf 28,52 % gewinnen; das EBIT von € 6,7 Mio. entsprach einer Marge von 6,4 % – nicht ganz eine Verdopplung zum Q1/10!

Im 12-Monats-Vergleich gewann die **6-Monats-Brutto-Marge** 97 PB auf 27,35 %, denn die Materialkosten lagen bei € 136,8 Mio. (+ 50 %), während der **Halbjahresumsatz** um 103 % **auf € 188,8 Mio. sprang** und von der erfreulichen Nachfrage in Nordamerika (+69 %), Europa (+45 %) und Brasilien (+28 %) profitierte. Ohne Kurzarbeit sank die Personalkostenquote auf 8,8 %, obgleich die absoluten Kosten auf € 16,6 Mio. (+31,5 %) stiegen, denn mit 734 Mitarbeitern arbeiten 2,6 % mehr als zu Jahresbeginn (ggü. Vj. +59 %), die erfolgsbezogen bezahlt werden!

**1. Hj. 10: Umsatz:
+103 % – EBITDA-
Marge 8,5 % nach
0,9 % im Vj.**

Das operative **6-Monats-EBITDA von € 16,1 Mio. (Vorjahr: € 0,8 Mio.)** entsprach einer **Marge von 8,5 % (1. Hj. 09: 0,9 %)** und verbesserte sich somit in **Richtung der „Decke“ der historischen Bandbreite**. Die **Währungsgewinne sprangen** spürbar von € 0,3 Mio. auf aktuell € 6,3 Mio. (Q1/10: € 1,2 Mio.) Das gesteigerte Fracht- und Provisionsaufkommen erhöhte die Sonstigen Aufwendungen um € 10 Mio. auf € 24,33 Mio. Das **EBIT von € 10,3 Mio.** lag € 12,5 Mio. über dem Wert vom 1. Hj. 09.

Auch das negative Finanzergebnis (€ -1,4 Mio.) war per 31.6. schon dreimal größer als zum Ende Q1/10 und ließ ein Vorsteuerergebnis i. H. v. € 8,9 Mio. übrig, das € 5,7 Mio. über dem Q1/10-Wert lag. Nach der 31,8%igen Steuerabführung verblieb ein Netto-Ergebnis von € 5,77 Mio. Der größte Teil der € 0,87 Mio.

Positiver Brutto-Cashflow durch NWC-Swing i. H. v. € 36 Mio. ggü. Vj. belastet – Verschuldung steigt

Q1/10: P+G-Umsatz: 71 % wg. Brasilien – EBITDA mit € 4,5 Mio. – Marge sehr erholt

Anteile Dritter stand den Technosulfur-Aktionären zu. Das **EPS schoss auf € 0,75 (€ -0,39 im 1. Hj. 09), nachdem 2009 noch € -0,79 erzielt wurden.**

Aufgrund der massiven Nachfrage mussten **zur Jahresmitte 2010 Lager- und Forderungsbestände ausgeweitet werden**, was das Working Capital kräftig (Swing zum Vorjahr in Höhe von € 36 Mio.) aufblähte und den Brutto-Cashflow von € 7,3 Mio. (Vj. € 0,7 Mio.) auf € -3,87 Mio. (Vj.: € 18,4 Mio.) senkte. **Nach Abzug der Investitionen i. H. v. € 12,1 Mio. fiel der Finanzmittelbestand auf € 12,3 Mio. (31.12.2009: € 11,5 Mio.)**, denn die Nettoverschuldung stieg wieder, weil das Großprojekt Bhutan jetzt hohe Abflüsse verursachte. Nach der kontinuierlichen Reduktion 2009 stiegen im Q1 und Q2/10 die Netto-Schulden um € 5,7 Mio. und € 16,6 Mio. auf € 55,1 Mio.

Das **EPS stieg bereits im Auftaktquartal 2010 kräftig auf € 1,19 Mio. oder € 0,18 (€ -0,01 € im Q1/09)**, denn die Kunden orderten – beschleunigt um den Lagereffekt – deutlich mehr. Erstmals trug auch die 75 %-Beteiligung Technosulfur – überdurchschnittlich profitabel – zur Expansion bei.

Das operative Geschäft war **im Q1/10** geprägt vom Anspringen der globalen Produktionsvolumina bei den Stahlwerken, so dass der Dreimonatsumsatz **um 68 % von € 50,0 Mio. auf € 83,8 Mio. anstieg**. Die stark ausgeweitete **Auslastung** ließ die Brutto-Marge im 12-Monats-Vergleich noch um 36 PB auf 27,43 % fallen – ggü. dem Q4/09 stellte sich bereits die Verbesserung (um +594 BP) ein. Die Kurzarbeit wurde in fast allen Werken beendet, die Personalkostenquote sank und profitierte von der spürbar besseren Kapazitätsauslastung; stieg aber absolut, denn die Lohnliste verlängerte sich auch durch die Konsolidierung von Technosulfur. Das operative **EBITDA von € 6,2 Mio. (Vorjahr: € 1,9 Mio.) entsprach einer Marge von 7,4 % (Q1/09: 3,8 %) und lag somit wieder im Mittel der historischen Bandbreite**. Die Währungsgewinne sprangen spürbar von € 0,1 Mio. auf aktuell € 1,2 Mio. Sie blieben unter den auf € 11,3 Mio. angewachsenen sonstigen Aufwendungen, deren Anstieg ihre Ursache in dem gesteigerten Fracht- und Provisionsaufkommen hatte. **Das EBIT von € 3,5 Mio. lag € 3,1 Mio. über dem Wert von Q1/09.**

„Pulver und Granulate“ profitierten im 1. Hj. 10 mit 92 % (2009: -39 %) auf Erlöse von € 90,3 Mio. – das Segment-EBIT konnte von € -0,9 Mio. auf € 5,6 Mio. – im Q2/10 schneller als zum Jahresauftakt – ausgeweitet werden. Der seit Q4/09 registrierte Produktionsanstieg war entscheidend; und seit Q1/10 waren **Erlöse von Tecnosulfur** (gestiegener bras. Real!) dazuzuzählen. Magnesiumpreisverteuerungen kamen bis ins Q2/10 hinzu und konnten i. W. übergewälzt werden. Das ausgewiesene EBITDA erreichte € 11,0 Mio. (Vj. € 0,6 Mio.; Marge verbesserte sich von 1,3 % auf 12,2 %). **Im Auftaktquartal 2010 zeigten** die Erlöse i. H. v. € 42,9 Mio. 71 % Zuwachs und das Segment-EBIT sprang von € 0,4 Mio. auf € 2,5 Mio. um 526 %. Das ausgewiesene EBITDA vervierfachte sich auf ca. € 4,5 Mio., so dass die Marge um +610 BP auf 10,5 % anstieg, also das obere Drittel der Bandbreite erreichte.

Mit einem kräftig verbesserten Segment-EBIT im **1. Hj. 10** in Höhe von € 5,6 Mio. schloss der Bereich **„Fülldrähte“** ab, denn es drückten nicht wie im Vorjahr Bestandsabwertungen und „Bad Stock“-Effekte auf das EBITDA, das aktuell € 6,6 Mio. (Vj.: € 0,2 Mio.; Marge: 7,5 % nach 0,6 %) erreichte. Grundlage hierfür war die drastische Nachfragebelebung der Stahlhersteller, die auch im Q2/10 Wirkung zeigte und den Umsatz um 184 % auf € 51,2 Mio. ggü. dem Zyklustief im Q2/09 emporschnellen ließ. Damit erreichte der Halbjahreserlös in Höhe von € 88,0 Mio. einen Zuwachs von 128 %. Der zuvor, im Q1/10, durch die drastische Nachfrageerholung der Stahlhersteller – insbesondere in der NAFTA-Region – um knapp 78 % auf € 36,8 Mio. ausgeweitet werden konnte. Folge war ein kräftig verbesserter Segmentgewinn (EBIT € 2,3 Mio. nach € 0,30 Mio.). Erste Orders aus neuen Kundenkreisen (Gießereien) ergänzten das Bild.

„Quab“ spürte im Q2/10 eine kräftige Erlösausweitung, was auf das relativ **starre Kostenkorsett** traf und lt. CEO ein ausgeglichenes Ergebnis ermöglichte. Der berichtete Umsatzanstieg von 40,2 % auf € 10,5 Mio. (Segment „Sonstiges“) ließ den **EBITDA-Verlust im 1. Hj. auf € -1,5 Mio. stiegen** (1. Hj. 09: € -0,1 Mio.). **„Quab“** dürfte im Q1/10 zum Vorjahresquartal noch gehaltene Erlöse erzielt haben. Der ausgeweite-

te Quartalsverlust des Segments „Sonstiges“ – € 1,3 Mio. nach € 0,3 Mio. im Q1/09 – hatte seine Ursache lt. Management nur zum kleinen Teil im Quab-Geschäft (SK1-Anteil: 90 %)! Genaue Zahlen werden nicht veröffentlicht, da nicht mehr zum Kerngeschäft gehörend, wengleich auch noch nicht offiziell „for sale“.

**Ohne ao. Effekte
blieben EBITDA-
Margen (bis auf
Quab) positiv**

Kurzer Rückblick auf das Geschäftsjahr 2009:

Der **Jahresumsatz wurde um fast 42 % auf € 221 Mio. (Vorjahr: € 377,8 Mio.) gedrückt** und man erreichte trotz des Minderumsatzes von € 157 Mio. fast noch ein **ausgeglichenes EBITDA (€ -0,5 Mio.; Vj.: € 26,0 Mio.)**. Außerordentliche Sondereinflüsse (insbesondere der sogenannte „Bad Stock“-Effekt i. H. v. € 7,3 Mio. – hiervon in den ersten drei Quartalen € 4,3 Mio. – und Marktpreisabwertungen i. H. v. 2,2 Mio.) summierten sich auf € 9,9 Mio., so dass die darum bereinigte EBITDA-Kennzahl mit € 9,4 Mio. nach € 32,3 Mio. im Vorjahr deutlich im Plus blieb und einer Marge von 4,3 % (2008: 5,8 %) entsprach.

**2009: operativer
Cashflow verbessert
– Schuldenabbau –
Kapitalerhöhung für
Technosulfur**

Das um den gleichen Korrekturbetrag angepasste EBIT sackte vom Vorjahreswert um € 23 Mio. auf € 2,9 Mio. ab. Dank des hohen variablen Kostenanteils (Kurzarbeit) stieg die **Brutto-Marge sogar um +40 BP auf 21,5 %**. Das **EPS sank auf € -0,79 (€ -0,62 € im 1. Hj./09), nachdem 2008 noch € 2,28 erzielt wurden.**

Aussicht:

**Ab 8/10 neue Guidance:
2010: EBITDA > € 24
Mio. (alt: € 20 Mio.)**

Im Geschäftsjahr 2010 soll die globale Stahlproduktion – lt. der aktuellen Verbandsschätzungen der World Steel Association – wieder um gut 11,7 % auf 1.24 Mio. t steigen – die BRIC-Staaten werden ähnlich schnell wachsen, NAFTA- und EU-Regionen mit 23,5 % (17,1 %) und 13,7 % (12,4 %) expandieren. Und die Kapazitätsauslastungen sollen nach Verbandsumfragen diesjährig deutlich über 80 % steigen – zu Jahresbeginn bei 72 % lag diese global gesehen bei gut 80 % Auch CEO Ines Kolmsee traut nun 2010 offiziell ein EBITDA von >€ 24 Mio. zu (alt: > € 20 Mio.) zu.

**Investitionspro-
gramm läuft
ungebremst –
2011 Umsatzziel
von > € 360 Mio.**

Zum Marktwachstum kommen 2010 signifikante Umsatz- und Ergebnisbeiträge der Neuerwerbung Tecnosulfur (Brasilien) sowie der Wegfall außerordentlicher Sondereinflüsse (Abwertungen, Kartellbuße-Rückstellung), so dass wir einen Anstieg des Konzernumsatzes von gut 35 % und ein EBITDA von € 27 Mio. erwarten – was konsistent mit der indirekten Guidance (EBITDA > € 20 Mio.) des Managements ist.

Das Geschäftsjahres-EBIT wird u. E. **um 150 % auf € 17 Mio. steigen** und die EBITDA-Marge aus dem negativen Terrain auf 9,2 % steigen. Das EPS (ohne möglichen Einfluss der Kartellbuße-Revision – rückgestellt sind € -1,54/Aktie) springt nach EQUITS-Schätzung auf **€ 1,42 nach € -0,79/Aktie**. Eine „besonders aktionärsfreundliche“ Dividende sollte somit 2011 wieder angepeilt werden.

Expansionspläne werden konsequent verfolgt, wenn auch einige Verzögerungen bis heute zu erwähnen sind. Zum Ende des Jahre 2010 sah die SKW-Planung die Fertigstellung ihres Kalziumsili-um- und Fülldrahtwerkes in Bhutan sowie ihres Fülldrahtwerks in Russland vor – jetzt spricht CEO I. Kolmensee von „sicheren Umsatzbeiträgen ab 2011“. Die Nettoschulden sollen spürbar gesenkt werden.

**2011 mit Margenziel von
>9 % – scheint uns konserva-
tiv – Beteiligungserträge aus
Bhutan werden EPS und Divi-
dende beflügeln**

Auch für 2011 ist der Vorstand also „sehr zuversichtlich“, nochmals signifikant – u. E. deutlich zweistellig – zu wachsen (Umsatz 2011: > € 360 Mio.), denn mit neuen Produkten und Kunden dürften Marktanteilsge- winne erzielbar sein. Die dann in Aussicht gestellte EBITDA-Marge (bei unverändertem Investitionsniveau von rund € 11 Mio.) von mindestens 9 %; dürfte angesichts der zusätzlichen Umsatz- und Ergebnispotenzia- le (insbesondere Produkt „PapCal“) aus SKWs zukünftiger Produktion in Russland und den Aussichten in Brasilien (Olympiade 2012) eher konservativ sein. Die Brutto-Marge wird dann durch die zunehmende Rückwärtsintegration (Beteiligungserträge aus Bhutan) als strategisches Steuerungsinstrument an Bedeu- tung verlieren!

**Neue Erlösquellen
in Russland (plan-
mäßig) und Indien
(verzögert)**

Die Entscheidung in der Revision der EU-Kartellbuße könnte noch 2010 ergehen, was aktuell wohl nicht mehr zu halten sein wird.

– In **Brasilien** plante man ursprünglich den Markteintritt für Roheisenschwefelungsmittel durch die Vor-Ort-Belieferung des neuen ThyssenKrupp SCA-Stahlwerks, das Ende Mai 2010 „Blast furnace“ feiern wird, und des Eisenerzlieferanten Vale. Mit dem **75 %-Anteilskauf an Tecnosulfur** (2010e Umsatz > € 30 Mio.; hohe EBITDA-Margen) kaufte man u. E. für ca. € 107 Mio.(+ Earn-out bis 2012) – vorwiegend fremdfinanziert – stattdessen gleich den Markt- und Kostenführer im mit Abstand größten Stahlmarkt Südamerikas (natural hedge; keine „sunk cost“ des Ursprungsprojekts), der 2010 und 2011 um ca. 9 % bzw. knapp 8 % wachsen dürfte.

– **Indien** wird über das dort bereits bestehende Joint Venture **Jamipol** (at equity) für **Roheisenschwefelungsmittel** sowie hinsichtlich der **Fülldrähte durch das neue Joint Venture (51 %) in Bhutan** abgedeckt; in Bhutan besteht das aktuell größte Investitionsprojekt: **Ab Spätherbst 2010** soll – mehr und mehr verzögert – die (zuerst „FeSi“- , dann) „CaSi“-Produktion durch einen preiswerten Elektro-Ofen anlaufen. Somit gelingt teilweise eine Rückwärtsintegration durch die 7.000/jato-Kapazität (25.000 Jato Eigenbedarf) zur Herstellung des Rohstoffs Kalziumsilizium für die Fülldrahtproduktion. Bei geringem Umsatz-, ist mit hohem (Beteiligungs-)Ergebnisbeitrag ab 2011 zu rechnen!

– Im weltgrößten Stahlmarkt **China** ist SKW Metallurgie bereits seit 2007 mit zwei Tochtergesellschaften erfolgreich präsent. **Weitere Expansion** wird in den kommenden Jahren im Süden des Landes **gesucht**.

– Die **Pläne** in der Türkei werden bedächtig vorangetrieben – ein JV arbeitet bereits.

– In **Russland** entsteht ein Fülldrahtwerk (auch für ukrainische Kunden). Schwierige Genehmigungen; Produktionsstart im Q4/10e.

– In den **USA** begannen die Arbeiten für eine weitere Produktionsanlage für Spezial-Magnesium.

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 13.08.2010

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

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.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

Wir sprechen KEINE konkreten Anlage-Empfehlungen aus, vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schießle (Investmentanalyst DVFA).

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

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

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.