

Akt. Kurs (11.12.09, 09:08, Fm): 5,86 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **6,90 (5,80) EUR**

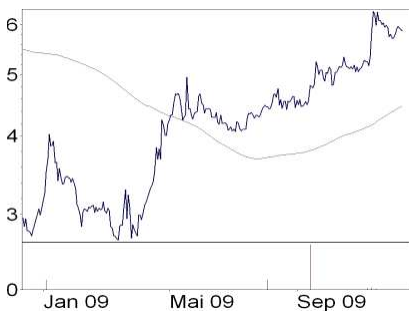
Branche: Papier
Land: Kanada
ISIN: CA34958R1010
Reuters: FTP.F
Bloomberg: LII:GR

Kurzportrait

Fortress Paper Ltd. ist ein führender internationaler Hersteller von Sicherheits- und anderen Spezialpapieren.

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,63 €	2,74 €
Aktueller Kurs:	5,86 €	
Aktienzahl ges.:	10.234.000	
Streubesitz:	67,2%	
Marktkapitalis.:	60,0 Mio. €	



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Zahlen des dritten Quartals 2009 über unseren Erwartungen

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009 verzeichnete Fortress Paper Ltd. gemäß den am 9.11. publizierten Zahlen – von uns auf Basis dieses Stichtages umgerechnet in Euro – einen Umsatzzuwachs von 3,3 Prozent auf 93,6 (Vj. 90,6) Mio. Euro. Der Rückgang beim Warenausstoß konnte nach neun Monaten mit minus 2 Prozent auf 41,2 (42,0) Tonnen deutlich verbessert werden, nachdem noch im ersten Halbjahr 2009 ein um rund 7,6 Prozent verringertes Warenausstoß von 26,9 (29,1) Tonnen verkraftet werden musste.

Das Betriebsergebnis (EBIT) reduzierte sich im Berichtszeitraum um 14,1 Prozent auf 8,5 (9,9) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 9,1 (10,9) Prozent. Das Konzernergebnis wurde vom Unternehmen mit 5,7 (6,3) Mio. Euro ausgewiesen, ein Rückgang von knapp 10 Prozent. Je Aktie verdiente das Unternehmen in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009 damit 0,56 (0,64) Euro.

Bei isolierter Betrachtung des dritten Quartals 2009 ergibt sich im Fortress Paper-Konzern eine Umsatzsteigerung um 16,5 Prozent auf 32,4 (27,8) Mio. Euro. Das Betriebsergebnis (EBIT) verbesserte sich im Berichtszeitraum um 3,1 Prozent auf 3,3 (3,2) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 10,2 (11,5) Prozent. Bedingt durch ein deutlich verbessertes Finanzergebnis und ein im Vorjahresvergleich geringeres Steueraufkommen legte das Konzernergebnis im dritten Quartal überproportional um rund die Hälfte auf 2,2 (1,5) Mio. Euro zu. Je Aktie ergibt dies einen Wert von 0,22 (0,14) Euro. Alle genannten Daten des dritten Quartals stellen Rekordwerte dar.

Die von Fortress Paper Ltd. genannten Zahlen zum dritten Quartal lagen über unseren Erwartungen. Insbesondere hätten wir dem Unternehmen vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise und den verhaltenden Ergebnissen des ersten Halbjahres 2009 nicht zugetraut, im dritten Quartal derart gute Umsatz- und Ergebnisdaten zu liefern.

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	91,4	117,3	125,8	127,1
<i>bisher</i>	---	---	112,6	120,3
EBIT	6,7	12,4	11,7	11,9
<i>bisher</i>	---	---	9,8	10,9
Jahresüb.	3,3	7,9	7,9	8,1
<i>bisher</i>	---	---	6,8	7,3
Erg./Aktie	0,48	0,77	0,76	0,78
<i>bisher</i>	---	---	0,66	0,70
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	7,6	7,7	7,6
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Mag. Roland Pumberger

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

r.pumberger@gsc-research.de

Stabile Entwicklung in beiden Werken

Der Markt für Sicherheitspapiere, welcher Banknoten, Passpapier und andere Hochsicherheitspapiere beinhaltet, zeigte in den ersten neun Monaten 2009 weiterhin Stärke. Dagegen musste sich die Spezialpapiersparte, die für rund ein Drittel des gesamten Umsatzes des Standortes Landquart verantwortlich zeichnet, auch im Laufe des dritten Quartals aufgrund des weltweiten wirtschaftlichen Abschwungs einigen Herausforderungen stellen.

Insgesamt konnte dies aber durch das Segment Sicherheitspapiere mehr als ausgeglichen werden, so dass im Jahresvergleich im Werk Landquart ein Umsatzzuwachs von 9 Prozent auf 41,4 (38,0) Mio. Euro erzielt werden konnte. Mit einem erwirtschafteten EBIT von 1,72 (1,76) Mio. Euro bzw. einer EBIT-Marge von 4,2 (4,6) Prozent konnte die Profitabilität zwar mit dieser Entwick-

lung nicht Schritt halten, wir erachten jedoch die Zahlen des Werks Landqart insbesondere vor dem Hintergrund der schwächelnden Spezialpapiersparte als durchaus erfreulich.

Im Werk Dresden verzeichnete die Tapetenvliesparte in den ersten neun Monaten 2009 wieder steigende Aufträge. Dennoch reduzierten sich die Umsätze in diesem Zeitraum im Vorjahresvergleich marginal auf 52,1 (Vj. 52,6) Mio. Euro. Und auch die Profitabilität war hier durch die größere Produktdiversifikation leicht niedriger, was an einem um knapp 11 Prozent rückläufigen EBIT von 9,0 (10,1) Mio. Euro ablesbar ist. Gleichwohl zeigte sich der Fortress-Vorstand mit der gesteigerten Effizienz der Papiermaschine in Dresden und der erzielten EBIT-Marge von 17,3 (19,1) Prozent zufrieden.

Unternehmen für das Gesamtjahr positiv gestimmt

Nach drei Quartalen des Geschäftsjahres 2009 stellte der Vorstand zusammenfassend fest, dass Fortress Paper Ltd. bisher den wirtschaftlichen Abschwung gut überstanden hat und ein zufriedenstellendes Umsatz- und Ertragsniveau vorweisen kann. Mit Blick auf die gesunden Bilanzrelationen prüft das Unternehmen eigenen Angaben zufolge überdies aktuell sowohl interne Wachstums- wie auch Akquisitionsmöglichkeiten.

Dank kontinuierlich positiver Resultate im Werk Dresden sowie einer verbesserten Marge bei Sicherheitspapieren ist die Gesellschaft auch für das Gesamtjahr zuversichtlich, ein zufriedenstellendes Ergebnis erzielen zu können. Diese Aussage basiert auf der Tatsache, dass der Markt für Sicherheitspapiere weiterhin Stärke zeigt und die Auftragsbücher für Tapetenvliese für die nächsten acht Wochen gefüllt sind. Berücksichtigt ist bei dieser Prognose auch, dass sich die Situation im Segment Spezialpapiere kurzfristig nicht aufhellen dürfte.

Auf eine mit Zahlen unterlegte Guidance für das Gesamtjahr ließ sich das Management im Rahmen der Bekanntgabe der Zahlen zum dritten Quartal jedoch nicht ein.

Veränderungen im Vorstand

Ende August gab Fortress Paper Ltd. bekannt, dass Dr. Alfonso Ciotola, zuvor Chief Operating Officer, zum Präsidenten des Unternehmens bestellt worden ist. Chadwick Wasilenkoff bleibt weiterhin Chief Executive Officer und Vorsitzender. Die frei gewordene Stelle des Chief Operating Officer wird nunmehr von Erich Sulser bekleidet. Dieser war zuvor der Chief Financial Officer des Unternehmens und seit der Gründung von Fortress Paper direkt involviert in den Betrieb der beiden Papierfabriken.

GSC-Schätzungen angehoben

Nachdem wir zu Jahresbeginn unsere Gewinnschätzungen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 zurückgenommen hatten, sehen wir uns nach Vorlage der über unseren Erwartungen ausgefallenen Zahlen zum dritten Quartal nun dazu veranlasst, unsere Prognosen nach oben anzupassen.

Wir erhöhen daher unsere Umsatzschätzung – bereinigt um Wechselkurseffekte – für das laufende Geschäftsjahr auf 125,8 (bisher 112,6) Mio. Euro. Für das Betriebsergebnis (EBIT) erwarten wir einen Wert von 11,7 (9,8) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 9,3 (Vj. 10,6) Prozent. Für das Kon-

zernergebnis rechnen wir nunmehr mit von 7,9 (bisher 6,8) Mio. Euro bzw. 0,76 (0,66) Euro je Aktie.

Für das Geschäftsjahr 2010 prognostizieren wir in einem sich stabilisierenden Umfeld einen Umsatzanstieg auf 127,1 (120,3) Mio. Euro. Beim EBIT erwarten wir einen Wert von 11,9 (10,9) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT Marge von 9,4 Prozent. Unsere Schätzung für das Konzernergebnis liegt bei 8,1 (7,3) Mio. Euro bzw. 0,78 (0,70) Euro je Aktie.

Mit der Ausschüttung einer Dividende rechnen wir auf absehbare Zeit weiterhin nicht.

Bewertung

Zur Bewertung der Fortress Paper Ltd. greifen wir einerseits auf eine Peer Group aus „Close Comparables“ sowie das durchschnittliche Branchen-KGV zurück, zum anderen ziehen wir ein DCF-Modell heran.

Da es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das sowohl im Segment „Vlies-tapeten“ als auch im Bereich „Sicherheitspapiere“ tätig ist, haben wir für unsere Peer Group Unternehmen mit Schwerpunkten in jeweils einem der beiden Bereiche ausgewählt. Neben A.S. Création (D) sind dies Walker Greenbank (GB) als Tapetenunternehmen auf der einen Seite und Orell Füssli (CH) sowie De la Rue (GB) als Spezialisten für Sicherheitspapiere auf der anderen Seite.

Orell Füssli ist zwar überwiegend im Verlagswesen und Buchhandel tätig, als Hersteller von Schweizer Banknoten aber in Teilbereichen ein direkter Wettbewerber von Fortress. Während De la Rue (Umsatz 2008/09e: ca. 700 Mio. €) sich als Weltmarktführer im Bereich Sicherheitspapiere in einer anderen Größenliga bewegt, ist Orell Füssli (Umsatz 2008: 250 Mio. €) nur etwa doppelt so groß wie Fortress. Von ihrer Größe her besser mit Fortress vergleichbar sind A.S. Création (185 Mio. €) und Walker Greenbank (80 Mio. €).

Auf Basis der Konsensus-Gewinne für 2010 dieser Peer Group und des durchschnittlichen Branchen-KGVs einer Gruppe internationaler Papierunternehmen ergibt sich ein Durchschnitts-KGV von aktuell 12,6 (bisher 13,1). Daraus resultiert in Verbindung mit dem von uns für 2010 geschätzten Fortress-Gewinn von 0,78 Euro je Aktie als erstes Zwischenergebnis ein Wert von 9,74 (8,65) Euro für die Fortress-Aktie.

Um die individuelle Ertragskraft von Fortress Paper Ltd. mit abzubilden, haben wir zusätzlich eine Bewertung nach dem DCF-Verfahren durchgeführt. Unser DCF-Modell (Diskontierungszinssatz 6,44%, Ausgangs-Cash Flow 9,1 Mio. €, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen der konjunkturellen Unsicherheiten und der schwächelnden Spezialpapiersparte) liefert dabei ein zweites Zwischenergebnis von 7,43 (5,95) Euro je Aktie. Der Hauptgrund für diesen höheren Wert liegt in der Erhöhung unserer Gewinnschätzungen für 2009 und 2010 sowie im mittlerweile wieder gesunkenen Zinsniveau.

Als Mittelwert der beiden Modelle ergibt sich ein Wert von 8,58 (7,30) Euro je Aktie. Aufgrund der ungewöhnlichen Kapitalmarktstruktur („deutsch-schweizerische Firma mit Sitz in Kanada“) sowie der aus Sicht eines deutschen Anlegers bisher bestehenden Einschränkungen (kaum deutschsprachige Informationen, Handel nur im Freiverkehr) nehmen wir hierauf einen „kapitalmarktorientierten“ Abschlag von 20 Prozent vor, woraus sich ein fairer Wert von 6,87 (5,84) Euro für die Fortress-Aktie ergibt. Wir erhöhen unser Kursziel daher auf 6,90 (5,80) Euro und stufen das Papier unverändert als Kauf ein.

Fazit

Nach zwei eher verhaltenen Quartalen konnte der Fortress Paper-Konzern im dritten Quartal 2009 seine Umsatz- und Ertragskraft deutlich besser entfalten und sogar Rekordergebnisse präsentieren.

Neben der boomenden Sparte Sicherheitspapiere zeigte zuletzt auch die Sparte Tapetenvliese eine deutlich aufwärts gerichtete Tendenz. Als „Cash Cow“ des Unternehmens ist dieser Bereich bzw. die Entwicklung des Werks Dresden von entscheidender Bedeutung für die Ergebnissituation der Fortress Paper Ltd.

An der Börse konnte die Fortress-Aktie seit unserer Kaufempfehlung Mitte August rund 30 Prozent an Wert zulegen und notiert damit aktuell knapp unter der Marke von 6 Euro. Auf Basis unserer Gewinnschätzung für das Geschäftsjahr 2010 ist das Papier trotz des jüngsten Kursanstiegs derzeit lediglich mit einem KGV von 7,6 bewertet.

Damit verfügt die Fortress-Aktie unserer Ansicht nach immer noch über Kurspotenzial, weshalb wir den Titel bei einem um 1,10 Euro auf 6,90 Euro erhöhten Kursziel weiterhin als Kauf einstufen.

Gewinn- und Verlustrechnung

Fortress Paper Ltd.										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse	91,4	100,0%	117,3	100,0%	125,8	100,0%	127,1	100,0%	134,7	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			28,3%		7,3%		1,0%		6,0%	
Materialaufwand u. bez. Leistungen	71,3	78,0%	88,1	75,1%	96,1	76,4%	97,1	76,4%	103,5	76,8%
Veränderung zum Vorjahr			23,5%		9,1%		1,0%		6,6%	
Pers., Vertriebs- und Verw.aufwand	11,5	12,6%	13,7	11,7%	14,8	11,8%	14,9	11,7%	15,1	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			18,7%		8,6%		0,2%		1,5%	
EBITDA	8,6	9,4%	15,5	13,2%	14,8	11,8%	15,1	11,9%	16,2	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			81,5%		-4,4%		1,9%		6,9%	
Sonstiges Ergebnis (Aktienprogramm)	-0,6	-0,6%	-0,9	-0,7%	-0,8	-0,6%	-0,8	-0,6%	-0,8	-0,6%
Abschreibungen	1,3	1,4%	2,3	1,9%	2,4	1,9%	2,4	1,9%	2,6	1,9%
EBIT (Operating Income)	6,7	7,3%	12,4	10,6%	11,7	9,3%	11,9	9,4%	12,8	9,5%
Veränderung zum Vorjahr			86,1%		-5,7%		2,1%		7,1%	
Finanzergebnis (inkl. Währungseffekte)	-1,1	-1,2%	-1,2	-1,0%	-0,8	-0,6%	-0,8	-0,6%	-0,9	-0,7%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	5,6	6,1%	11,2	9,6%	10,9	8,7%	11,2	8,8%	11,9	8,8%
Steuerquote	40,4%		29,8%		28,0%		27,5%		26,5%	
Ertragssteuern	2,3	2,5%	3,4	2,9%	3,1	2,4%	3,1	2,4%	3,1	2,3%
Jahresüberschuss	3,3	3,6%	7,9	6,7%	7,9	6,3%	8,1	6,4%	8,7	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			136,3%		0,1%		2,9%		7,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	3,3	3,6%	7,9	6,7%	7,9	6,3%	8,1	6,4%	8,7	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			136,3%		0,1%		2,9%		7,5%	
Anzahl der Aktien	6,935		10,275		10,350		10,450		10,450	
Gewinn je Aktie	0,48		0,77		0,76		0,78		0,83	

Aktionärsstruktur

Chadwick Wasilenkoff (CEO)	22,3%
ABC Funds	10,5%
Streubesitz	67,2%

Termine

März 2010	Geschäftszahlen 2009
Mai 2010	Bericht über das 1. Quartal 2010
August 2010	Bericht über das 2. Quartal 2010
November 2010	Bericht über das 3. Quartal 2010

Kontaktadresse

Fortress Paper Ltd.
2nd Floor – 157 Chadwick Court
North Vancouver BC
Canada V7M 3K2

Tel.: +1 / 604 / 904 – 2328
Fax: +1 / 604 / 988 – 5327

E-Mail: info@fortresspaper.com
Internet: www.fortresspaper.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Kai Hoffmann (Privilege Relations LLP)

Tel.: +44 (0) 203 / 051 – 1044
Fax: +44 (0) 203 / 051 – 1045
E-Mail: fortresspaper@privilege-relations.com

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
19.08.09	4,53 €	Kaufen	5,80 €
25.05.09	4,26 €	Kaufen	5,30 €
10.03.09	2,78 €	Kaufen	5,50 €
03.11.08	4,40 €	Kaufen	6,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Fortress Paper Ltd.	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.