

**Surteco**

# Vorstand sieht Chancen nach der Krise, Börse preist aber weiterhin Verluste ein

Zu den Nebenwerten, die über jedes fundamental begründbare Maß hinaus abgestraft wurden, gehört die Surteco SE, die sich zwar von ihrem Allzeittief entfernen konnte, aber immer noch niedrig bewertet ist.

Das Ausmaß des Kursverfalls überraschte selbst die größten Pessimisten und wurde auch von uns so nicht erwartet, als wir in NJ 9/08 bei € 20.80 schon eine Bodenbildung sahen. Tatsächlich verlor die Aktie des Spezialisten für Oberflächenmaterialien zwischen dem 27.05.2008 und dem 12.03.2009 sage und schreibe 77 %: Von € 28.89 auf € 6.65. Bezogen auf das Allzeithoch am 16.05.2007 von € 42.50 gingen sogar 84 % verloren. Bei einem Umsatz von € 403 Mio. entsprach der Börsenwert von € 74 Mio. nur noch 18 % des Umsatzes – eine Relation, die eher auf eine bevorstehende Insolvenz als auf die Zahlung einer Dividende hindeutete. Selbst bei einem Umsatzrückgang auf z. B. € 320 Mio. in diesem Jahr bleibt die Relation mit 23 % überaus niedrig. Eine mögliche Erklärung könnte die Ausweitung des Streubesitzes durch Umplatzierung sein, vorwiegend an angelsächsische Investoren, die mit Fortschreiten der Finanzkrise gezwungen waren, ihre Bestände schnell wieder abzubauen. Diese These bestätigten uns CEO Friedhelm Päfen (siehe Interview Seite 10) sowie ein Frankfurter Börsenmakler, der nicht genannt werden will.

**Kurs zeitweise 60 % unter Buchwert**  
Der Segen liegt im Einkauf. Dieser Kaufmannspruch gilt auch für die Börse und es

erhebt sich die Frage, warum bisher der übertriebene Kursverfall nicht von mehr Investoren genutzt wurde. Das Zahlenwerk für 2008 liefert keine überzeugende Erklärung und die künftigen Aussichten rechtfertigen z. B. keinen Abschlag von zeitweise 60 % gegenüber dem Buchwert, der sich per 31.12.2008 auf € 16.30 je Aktie belief. Natürlich werden aktuell rote Zahlen geschrieben, doch lohnt sich der Blick in die Zukunft, in der auch die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen, die jetzt belasten, dauerhaft für bessere Ergebnisse sorgen sollen.

**Abschwächung zum Jahresende**  
Im Geschäftsjahr 2008 wirkte sich die Finanz- und Wirtschaftskrise zum Jahresende hin immer mehr aus. Der führende Hersteller von Oberflächenmaterialien auf der Basis von Kunststoffen und technischen Papieren für die internationale Bau- und Möbelindustrie verzeichnete gegenüber dem Rekordjahr 2007 einen 3%igen Umsatzrückgang auf € 403 (414.5) Mio., währungsbereinigt waren es -1.2 %. Die Sparte Kunststoff wuchs um 3 % auf € 254.7 Mio., da sich der Erwerb des schwedischen Folienherstellers Gislaved positiv auswirkte, ansonsten wäre ein Rückgang von 5 % eingetreten. In der Sparte Papier verstärkten sich die schon vorher sichtbaren strukturellen Probleme durch die Krise, der Umsatz sank um 11 % auf € 148.3 Mio.

**„Umgehende“ Reaktion auf die Krise**  
Der Vorstand reagierte umgehend auf die sich abzeichnende Abschwächung und leitete ein Restrukturierungsprogramm ein, das



*Dekorative Kantenstreifen sind das Hauptprodukt von Surteco.*

u. a. durch Produktionsverlagerung eine Reduzierung der Belegschaft um 15 % und eine erhöhte Kosteneffizienz in allen Bereichen vorsieht. Der Aufwand von € 7.3 Mio. belastete das EBITDA, das auf € 58.3 (74.4) Mio. zurückging, und das EBIT, das auf € 38.6 (55.5) Mio. schrumpfte.

**Gewinn im Keller**  
Der Konzerngewinn sackte auf € 6.8 (31.6) Mio. bzw. € 0.61 (2.60) je Aktie ab. Die Dividende für 2008 wurde auf € 0.35 (1.10) drastisch gekürzt, zumal der Vorstand bei der Vorlage der Zahlen ankündigte, 2009 keine Nachfragebelegung zu erwarten. Gleichzeitig wird auf die operative Ertragskraft mit einem Free Cashflow von € 17.5 Mio. im Jahr 2008 verwiesen. Das Eigenkapital von € 180.5 (177) Mio. ergibt bei einer Bilanzsumme von € 490 (515) Mio. eine EK-Quote von soliden 36.8 (34.4) %.

**Pfleiderer-Engagement verhinderte besseres Ergebnis**  
Ursächlich für den drastischen Gewinnrückgang waren Abschreibungen von € 11.5 Mio. auf das an der Pfeleiderer AG gehaltene Aktienpaket von 3.02 %, dessen Erwerb am 11.01.2008, als der Pfeleiderer-

**UNTERNEHMENS DATEN**

<b>Surteco SE</b>		
Johan-Viktor-Bausch-Str. 2, 86647 Buttenwiesen-Pfaffenhofen		
Telefon 08274/510		
Internet: www.surteco.com		
ISIN DE0005176903, 11 075 522 Stückaktien, AK € 11 075 522		
Kurs am 19.06.2009: € 10.10 (Xetra) 10.49 H / 6.65 T		
KGV 2009e 9.2; Börsenwert: € 111 Mio.		
Aktionäre: Familien Bausch/Ahrenkiel/Schürfeld 23.8 %, Klöpfer & Köhler Management GmbH 22.6 %, Familie Linnemann 19.8 %, Familie Schlautmann 10.1 %, Streubesitz 23.7 %		
<b>Kennzahlen</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
Umsatz	403 Mio.	415 Mio.
EBIT	38.6 Mio.	55.5 Mio.
EBIT-Marge	9.6 %	13.4 %
Jahresüberschuss	6.8 Mio.	31.6 Mio.
Gewinn je Aktie	0.61	2.60
EK-Quote	36.8 %	34.4 %



**Mit einem Abschlag von 38 % auf den Buchwert preist die Börse hohe Verluste ein, die wir nicht sehen.**

Chart: Tai-Pan; Foto: Surteco SE

Kurs bei € 13 lag, gemeldet wurde. In Q1 2009 kamen noch einmal Wertberichtigungen von € 6 Mio. hinzu, so dass bisher € 17.5 Mio. auf das Engagement abgeschrieben werden mussten. Ärgerlich, dass die Verluste steuerlich nicht geltend gemacht werden können, mithin ein weiterer Grund, warum solche Beteiligungen geschäftspolitisch äußerst fragwürdig sind.

Weitere Belastungen sind nicht zu erwarten. Wie der Vorstandsvorsitzende Friedhelm Päfgen in der Hauptversammlung am 19.06.2009 ausführte, steht die Pfeleiderer-Aktie aktuell mit einem Wert von € 2.66 in den Surteco-Büchern. Zurzeit kostet die Aktie auch nach der jüngsten Gewinnwarnung immer noch € 4.49, so dass, abgesehen von einer Insolvenz, wohl keine neuen Belastungen mehr auf Surteco zukommen sollten.

#### Enge Zusammenarbeit

Ungeachtet des unglücklich gewählten Einstiegszeitpunkts unterstrich Päfgen die industrielle Logik, die hinter dem Kauf des Aktienpakets steht. Pfeleiderer stellt die Produkte her, aus denen Möbel und Küchen gefertigt werden. Daher macht es durchaus Sinn, die Pfeleiderer-Holzwerkstoffe sozusagen direkt ab Werk mit Surteco-Produkten zu versorgen. Die Frage nach dem Sinn solcher Beteiligungen ist in jedem Fall zu stellen.

#### Q1 2009 mit roten Zahlen

Der negative Verlauf des ersten Quartals überraschte nicht. Der Umsatz schrumpfte um 22 % auf € 84.9 (108.6) Mio. Die Kunststoffsparte litt vor allem unter der schwachen Auslandsnachfrage und setzte nur noch € 53.7 (67.2) Mio. um. Die seit Jahren mit einem schwierigen Umfeld kämpfende Sparte Papier verlor sogar 25 % auf € 31.2 (41.4) Mio. Das EBITDA fiel um

#### FAZIT

Vom früher genannten mittelfristigen Umsatzziel von € 800 Mio. bis 2011 muss sich die **Surteco SE** verabschieden. Ebenso ist eine Aufnahme in den SDAX, die eine erneute Ausweitung des Streubesitzes erfordern würde, in weite Ferne gerückt. Dennoch hat die Börse bei der Aktie der Surteco SE u. E. zu stark nach unten übertrieben. Vor allem angelsächsische Investoren sollen nach unseren Informationen ursächlich für den Kursverfall gewesen sein. Da wir für 2009 nicht mit roten Zahlen, sondern mit einem höheren Ergebnis je Aktie und einer zumindest konstanten Dividende von € 0.35 je Aktie rechnen, sollten langfristig orientierte Investoren an schwachen Tagen bei dem Titel zugreifen.

KH/CS

32 % auf € 13.6 (19.9) Mio. Das EBIT halbierte sich fast auf € 8.6 (16.3) Mio. Die Beteiligung an der Pfeleiderer AG erwies sich, wie erwähnt, erneut als „Klotz am Bein“, erforderte die schon genannte Abschreibung von € 6 Mio. und zog das Periodenergebnis mit € -1.4 (9) Mio. bzw. € -0.12 (0.81) je Aktie in die Verlustzone. Bei einer auf € 464 Mio. gesunkenen Bilanzsumme und einem Eigenkapital von € 177.2 Mio. stellte sich die EK-Quote auf unverändert komfortable 38.2 %. Das Gearing betrug 87 % (-8 %). Surteco wies eine Nettoverschuldung von € 153.6 Mio. aus.

#### Q2 2009 operativ schwarz

In der Hauptversammlung am 19.06.2009 ließ Friedhelm Päfgen durchblicken, dass Q2 2009 keine Trendwende gebracht habe, sondern auf ähnlichem Niveau wie die ersten drei Monate des Jahres gelaufen sei. Da jedoch durch den deutlich höheren Aktienkurs der Pfeleiderer-Aktie keine neuerlichen Abschreibungen anfallen werden, dürfte Surteco den zweiten Turnus mit deutlich schwarzen Zahlen abschließen. Bereinigt um den Pfeleiderer-Effekt hätte der Gewinn je Aktie in Q1 2009 € 0.40 statt € -0.12 betragen. Eine ähnliche Entwicklung für den Rest des Jahres vorausgesetzt, würde sich der Gewinn je Aktie auf € 1.10 stellen, so dass auch eine höhere Dividende möglich wäre. Die grundsätzliche Absicht, für 2009 wieder eine Dividende zu zahlen, hob Päfgen übrigens in seiner HV-Rede hervor. Bereinigt um den Pfeleiderer-Effekt könnte sogar ein Gewinn je Aktie von € 1.60 in den Büchern stehen. Das unbereinigte 2009er KGV stellt sich somit auf 9.2, das bereinigte nur auf 6.3. Die Skepsis der Börse gegenüber der Surteco-Aktie können wir daher nicht nachvollziehen, da selbst ein Pfeleiderer-Insolvenzscenario den Gewinn je Aktie rechnerisch auf etwa € 0.70 drücken und damit das KGV 2009e auf 14.4 erhöhen würde.

#### Konsolidierungsdruck der Branche bietet Chancen

Zwar rechnet der Vorstand damit, dass die Krisenfolgen die Geschäftstätigkeit bis weit in das Jahr 2010 beeinträchtigen werden, ist aber gleichwohl davon überzeugt, dass die Surteco AG langfristig von den durch die Krise geänderten Rahmenbedingungen profitieren wird, zumal rechtzeitig mit Kostensenkungsprogrammen und Anpassungsmaßnahmen reagiert wurde. Als Markt- und Technologieführer werde Surteco die aus dem Konsolidierungsdruck der Branche entstehenden Chancen nicht zuletzt auf Grund der soliden Finanzausstattung nutzen können.

Klaus Hellwig/Carsten Stern



**NESTOR**  
**FONDS**

NESTOR,  
der Fondsspezialist  
in Nebensegmenten

Fehlt Ihrem Depot der Glanz?

Wir freuen uns  
auf Ihre Anfrage!

NESTOR-Fonds-Vertriebs-GmbH  
Ottostraße 5  
D-80333 München

Tel.: +49 (0) 89 / 54 59 03-80  
Fax: +49 (0) 89 / 54 59 03-85

info@nestor-fonds.de  
www.nestor-fonds.com

## Surteco

## „Unsere EBITDA-Marge von 16.6 % in Q1 2009 ist aller Ehren wert“

Der Surteco SE, die sich auf Entwicklung, Design, Herstellung und den Vertrieb von Oberflächenmaterialien auf Papier- und Kunststoffbasis spezialisiert hat und in einigen dieser Bereiche Weltmarktführer ist, stehen zwei mageren Jahre bevor. Vor 2011 sieht der Vorstandsvorsitzende Friedhelm Päfgen keine realistische Chance auf nachhaltiges Wachstum, wie er im Interview mit dem Nebenwerte-Journal erläuterte.

**NJ:** Kaum ein Punkt ist so kontrovers diskutiert worden, wie der Einstieg bei der Pfeiderer AG. Erläutern Sie uns die industrielle Logik hinter dem Einstieg.

**Päfgen:** Pfeiderer gehört ohne Zweifel weltweit zu den Top-3-Unternehmen der Holzwerkstoffindustrie und zählt damit auch zu unseren Top-3-Potenzialkunden. Insofern macht es Sinn, sich ein Stück enger aneinander zu binden, auch wenn wir wissen, dass Pfeiderer die Surteco niemals zum alleinigen Haus- und Hoflieferanten bestellen wird.

**NJ:** Für eine Kooperation dieser Art hätte es keiner Beteiligung bedurft oder war der Kauf des Aktienpakets eine notwendige Voraussetzung?

**Päfgen:** Das war unsere alleinige wirtschaftliche Entscheidung, die Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam getroffen haben. Sie war mit Pfeiderer nicht abgestimmt. Und um ihre nächste Nachfrage gleich vorweg zu beantworten: Es hat auch nichts mit dem seinerzeitigen Großaktionärwechsel bei Pfeiderer zu tun. Der Einstieg von One Equity Partners und Surteco fällt nur zufällig in denselben Zeitraum.

**NJ:** In Summe haben Sie bis zum 31.03. 2009 € 17,5 Mio. auf dieses Engagement abgeschrieben. Erwarten Sie weitere Belastungen im Jahr 2009?

**Päfgen:** Mittlerweile steht die Pfeiderer-Aktie mit einem Wert von € 2,66 in unseren Büchern. Sollten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht noch weiter verschlechtern, wovon ich ausgehe, sind keine weiteren Abschreibungen zu erwarten.

**NJ:** In Q1 2009 führten die Wertberichtigungen von € 6 Mio. auf das Pfeiderer-Aktienpaket zu einem Periodenfehlbetrag, im operativen Geschäft haben Sie schwarze

Zahlen geschrieben, nach ihren Aussagen liegt Q2 operativ ähnlich wie Q1. Können Sie vor diesem Hintergrund rote Zahlen für das Gesamtjahr 2009 ausschließen?

**Päfgen:** Wenn Q3 und Q4 uns keine herben Einbrüche bescheren sollten, werden wir für 2009 einen Jahresüberschuss ausweisen. Lassen Sie mich noch einen Punkt Ihrer Frage präzisieren: Wir haben in Q1 2009 eine EBITDA-Marge von 16,6 % erzielt. Das ist selbst in guten konjunkturellen Phasen eine hohe Gewinnmarge und in schwierigen Zeiten, wie aktuell, aller Ehren wert.

**NJ:** Wenn Sie sich den Umständen entsprechend wacker im operativen Geschäft schlagen, warum ist dann der Aktienkurs so stark eingebrochen?

**Päfgen:** Das Übel ist in Großbritannien zu suchen. Ein Fonds hat seine Position zum Jahresende 2008 unlimitiert auf den Markt geworfen. Wir hatten auf Grund der Kürze der Zeit keine Chance, andere Investoren anzusprechen. Das Ergebnis sehen Sie im Kursverlauf.

**NJ:** Sie haben im Jahr 2007 eine Anleihe im Gesamtvolumen von € 150 Mio. begeben. Laufen Sie Gefahr, die Anleihebedingungen zu verletzen und könnten die Zeichner eine vorzeitige Rückzahlung verlangen?

**Päfgen:** Die Anleihe unterteilt sich in drei Tranchen von sieben, zehn und zwölf Jahren und weist einen durchschnittlichen Zinssatz zwischen 5 % und 6 % auf, so dass unsere Zinsbelastung p. a. bei € 7,5 bis 8 Mio. liegt. Da wir einen Teil der Mittel wiederum verzinslich angelegt haben, liegt die saldierte Zinslast in der Größenordnung zwischen € 3 bis 4 Mio. jährlich, was wir gut aus dem Cashflow bedienen können. Zudem haben wir uns gegen Zins- und Währungsschwankungen über die Laufzeit abgesichert, da eine Tranche von USD 70 Mio. darunter ist. Eine Rückzahlungsklausel ist in den Bedingungen enthalten, das ist heute üblich. Die Gefahr, dass sie gezogen werden könnte, sehe ich aktuell nicht.

**NJ:** Welche Maßnahmen zur Kostenreduzierung haben Sie ergriffen?

**Päfgen:** Im Dezember 2007 haben wir bereits in der Jahresplanung für 2008 Einsparpotenziale beziffert, deren Auswirkungen Sie in unseren Q1-



Der Vorstandsvorsitzende Friedhelm Päfgen muss das Umsatzziel von € 800 Mio. bis 2011 um zwei bis drei Jahre verschieben.

Zahlen 2009 erkennen können – namentlich € 5 Mio. geringere Personalkosten und um € 6 Mio. gekürzte Investitionen, um nur zwei Beispiele zu nennen. Das war intern nicht leicht zu vermitteln, denn in H1 2008 liefen unsere Geschäfte noch besser als in H1 2007.

**NJ:** Ihr Umsatzziel, bis 2011 Erlöse von € 800 Mio. erzielen zu wollen, ist dann wohl nicht mehr zu schaffen?

**Päfgen:** Sie haben Recht, dieses Ziel bis 2011 erreichen zu wollen, ist vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Lage unrealistisch. Ich rechne für 2009 und auch für 2010 nicht mit einer grundlegenden Wende zum Besseren. Ab 2011 könnte sich dann eine gewisse Normalisierung des Welthandels für unsere Branche zeigen. Das Umsatzziel von € 800 Mio. streben wir erst ab 2013 oder 2014 an.

**NJ:** Ohne Akquisitionen ist das Ziel nicht zu schaffen oder sehen Sie Möglichkeiten, organisch so stark wachsen zu können? Wenn ja, in welchem Bereich?

**Päfgen:** In diesem Szenario waren Akquisitionen vorgesehen. Anders wäre ein Umsatzsprung in diese Größenordnung nicht zu schaffen. Wir sehen allerdings weniger Chancen, in unserem Geschäftsfeld Papier Zukäufe zu tätigen als vielmehr im Geschäftsfeld Kunststoff. Hier gibt es einige interessante Kandidaten im europäischen Ausland. Und mit Fortschreiten der Krise könnte das ein oder andere Unternehmen zu einem vertretbaren Preis zu erwerben sein. Wir halten auf jeden Fall die Augen offen.

**NJ:** Wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.