

4. März 2019
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares AG

Donges wird zum Schwergewicht im Portfolio

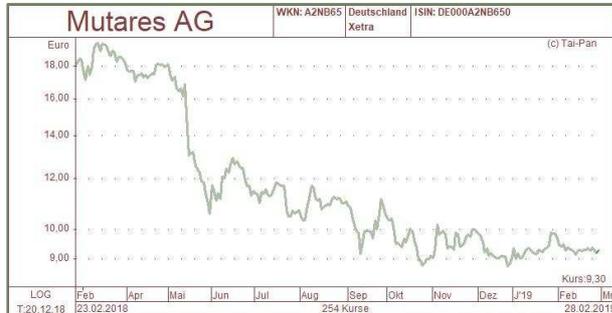
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 9,34 Euro | Kursziel: 15,50 Euro

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Donges übernimmt finnische Unternehmen



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	5.262 (30.06.18)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Kurs:	9,34 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	144,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	135,8 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 38 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	20,50 / 8,58 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	652,8 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	899,7	871,5	1.041,5
EBIT (Mio. Euro)	40,0	30,3	15,6
JÜ (AG)*	17,6	9,2	8,1
EpS (AG)*	1,14	0,59	0,52
Dividende je Aktie	1,00	0,50	0,52
Umsatzwachstum	38,4%	-3,1%	19,5%
Gewinnwachstum	219,4%	-47,9%	-12,0%
KUV	0,16	0,17	0,14
KGV (AG)*	8,2	15,8	17,9
KCF	-	-	-
EV / EBIT	3,4	4,5	8,7
Dividendenrendite	10,7%	5,4%	5,5%

* AG-Einzelabschluss

Aktuelle Entwicklung

Mit der konsequenten Umsetzung der bewährten Buy-and-Build-Strategie entwickelt Mutares die Donges-Gruppe zum dritten Portfolioschwergewicht neben Balcke-Dürr und der bereits börsennotierten STS Group. Nachdem Donges im letzten Jahr mit dem Kauf der Tata-Steel-Tochter Kalzip auf Als-ob-Basis die Schwelle von 100 Mio. Euro Umsatz überschritten haben dürfte, wurde nun der Zukauf des finnischen Unternehmens Normek Oy vermeldet. Als Spezialist für den Stahlhochbau und Fassadenlösungen mit einem regionalen Schwerpunkt in Finnland und Schweden sowie einem Umsatz von 65 Mio. Euro in 2018 stellt die Add-on-Akquisition eine hochsynergetische Ergänzung für die vom Leistungsspektrum ähnlich aufgestellte Donges-Gruppe dar. Diese zählt damit zu den Wachstumstreibern im Portfolio und geht einen ähnlichen Weg wie die STS Group, die den Umsatz in 2018 nach vorläufigen Zahlen wegen Konsolidierungseffekten aus Übernahmen deutlich von 310,0 auf 401,2 Mio. Euro gesteigert hat. Damit wurde unsere Schätzung von 420 Mio. Euro aber nicht ganz erreicht.

Fazit

Nachdem Donges zunächst als eine Add-on-Akquisition für Balcke-Dürr erworben worden war, wurde das Unternehmen 2018 als eigenständige Plattformgesellschaft positioniert und mit Zukäufen gestärkt. Nach zwei synergetischen Übernahmen zählt die Donges-Gruppe, der wir ein erhebliches Wertsteigerungspotenzial zutrauen, inzwischen zu den Schwergewichten im Portfolio. Da wir die weitere Expansion von Mutares über Zukäufe bereits in unserem Modell eingeplant hatten, entspricht die Akquisition unseren Erwartungen und erfordert keine größeren Modellanpassungen (Details siehe Seite 3). Aus unseren Schätzungen resultiert ein neues Kursziel der Aktie von 15,50 Euro, das mehr als 60 Prozent über der aktuellen Notierung liegt. Auf dieser Basis lautet das Urteil weiterhin „Buy“.

Anhang I: AG-Schätzmodell

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	11,7	12,5	13,3	13,9	14,6	15,4	16,1	17,0
Rohertrag	9,6	10,3	10,9	11,4	12,0	12,6	13,2	13,9
EBITDA	-20,8	-16,3	-17,3	-18,1	-19,0	-20,0	-21,0	-22,0
EBIT	-21,1	-16,5	-17,5	-18,4	-19,3	-20,3	-21,3	-22,4
Erträge Beteiligungen	29,5	23,5	27,0	31,1	35,7	41,1	47,3	54,4
EBT	9,7	8,5	11,4	15,0	19,2	24,3	30,2	37,1
JÜ	9,2	8,1	10,8	14,2	18,3	23,0	28,6	35,2
Diskontierungsfaktor	1,02	0,92	0,84	0,76	0,69	0,63	0,57	0,52
Abgezinster Gewinn	9,3	7,5	9,1	10,9	12,7	14,5	16,4	18,3
Terminal Value	141,3							
Ertragswert	239,9	Je Aktie: 15,47 Euro						

SMC-Schätzungen

Modellanpassungen

Als Reaktion auf die vorläufigen Geschäftszahlen der Tochter STS Group für 2018 (Umsatz 401,2 Mio. Euro, EBITDA 11,9 Mio. Euro) und die Prognose für 2019 (Umsatz auf Vorjahresniveau, EBITDA mindestens 23,8 Mio. Euro) haben wir unsere Schätzungen für den Mutares-Konzern etwas nach unten angepasst. Umsatz und EBITDA in 2018 sehen wir nun bei 871,5 und 59,3 Mio. Euro (zuvor: 890,3 und 60,6 Mio. Euro), für 2019 schätzen wir die beiden Kennzahlen jetzt auf 1.041,5 und 41,2 Mio. Euro (zuvor: 1.080,3 und 43,0 Mio. Euro). Die Übernahme von

Normek Oy durch Donges hat hingegen vorerst zu keinen Modellanpassungen geführt, da wir weitere Zukäufe auf hypothetischer Basis bereits berücksichtigt hatten. Für die bewertungsrelevante AG-GuV sind die Auswirkungen der Aktualisierungen moderat. Lediglich die künftigen Erträge aus Beteiligungen haben wir etwas abgesenkt und damit den moderateren Wachstumspfad von STS berücksichtigt. Daraus resultiert ein neuer fairer Wert von rund 240 Mio. Euro bzw. ein neues Kursziel von 15,50 Euro je Aktie (zuvor: 15,80 Euro je Aktie).

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	228,1	216,7	233,7	251,5	270,1	289,3	309,3	329,9	351,2
1. Immat. VG	35,7	36,6	37,3	38,1	38,8	39,5	40,2	41,0	41,7
2. Sachanlagen	170,6	162,3	178,6	195,7	213,5	232,0	251,2	271,1	291,8
II. UV Summe	444,7	384,0	440,3	512,3	598,1	698,6	809,4	930,7	1.062,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	165,5	214,7	239,4	279,3	331,0	394,6	466,9	547,3	635,6
II. Rückstellungen	144,7	46,9	53,3	60,4	68,1	76,7	86,1	96,4	107,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	48,9	48,9	52,8	57,6	63,3	69,9	77,2	85,2	94,1
2. Kurzfristiges FK	313,7	290,2	327,1	365,1	404,4	445,3	487,1	530,2	574,8
BILANZSUMME	672,8	600,7	672,6	762,4	866,7	986,4	1.117,2	1.259,1	1.412,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	899,7	871,5	1.041,5	1.341,5	1.641,5	1.941,5	2.241,5	2.541,5	2.841,5
Gesamtleistung	895,6	867,5	1.036,5	1.336,5	1.636,5	1.936,5	2.236,5	2.536,5	2.836,5
Rohhertrag	326,0	327,2	399,1	516,8	633,5	750,2	866,9	983,6	1.100,3
EBITDA	67,1	59,3	41,2	58,1	72,2	86,3	100,4	114,5	128,6
EBIT	40,0	30,3	15,6	29,8	41,2	52,5	63,7	74,8	85,7
EBT	35,5	24,2	9,3	23,1	34,0	44,6	55,1	65,3	75,4
JÜ	44,2	18,3	1,4	9,2	16,8	25,0	30,9	36,6	42,2
EPS (AG)	1,14	0,59	0,52	0,70	0,92	1,18	1,49	1,85	2,27

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	-29,1	-15,7	1,8	6,6	10,5	15,3	17,4	19,5	21,7
CF aus Investition	23,9	-25,0	27,1	28,9	31,0	33,5	36,4	39,7	43,5
CF Finanzierung	34,5	28,3	6,7	9,7	11,4	12,9	12,3	11,2	9,7
Liquidität Jahresanfa.	69,5	98,9	86,5	122,0	167,1	220,1	281,7	347,7	418,2
Liquidität Jahresende	98,9	86,5	122,0	167,1	220,1	281,7	347,7	418,2	493,2

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	38,4%	-3,1%	19,5%	28,8%	22,4%	18,3%	15,5%	13,4%	11,8%
Rohtragsmarge	36,2%	37,5%	38,3%	38,5%	38,6%	38,6%	38,7%	38,7%	38,7%
EBITDA-Marge	7,5%	6,8%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%
EBIT-Marge	4,4%	3,5%	1,5%	2,2%	2,5%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%
EBT-Marge	3,9%	2,8%	0,9%	1,7%	2,1%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,9%	2,1%	0,1%	0,7%	1,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 04.03.2019 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 04.03.2019 um 8:45 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
03.12.2018	Buy	15,80 Euro	1), 3), 4), 10)
26.11.2018	Buy	15,70 Euro	1), 3), 4), 10)
14.10.2018	Buy	17,40 Euro	1), 3)
10.08.2018	Buy	18,90 Euro	1), 3)
03.07.2018	Buy	19,00 Euro	1), 3)
24.04.2018	Buy	27,00 Euro	1), 3)
08.03.2018	Buy	24,00 Euro	1), 3)
15.12.2017	Buy	21,60 Euro	1), 3), 4)
07.11.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
21.09.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
23.08.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
12.05.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)
26.04.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)
24.04.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und vier Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.