

29. April 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares AG

Hohe Dividendenrendite als Basis für nachhaltige Kurserholung

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 11,02 Euro | Kursziel: 17,10 Euro

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

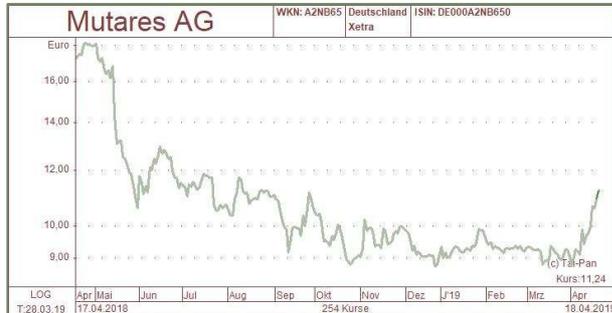
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Portfolio.....	10
Marktumfeld	15
Zahlen.....	19
Equity Story	21
DCF-Bewertung.....	23
Fazit.....	27
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	28
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	29
Impressum & Disclaimer.....	30

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	4.782
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	11,02 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	170,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	150,1 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 61 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	18,50 / 8,58 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	626 Tsd. Euro

Kurzportrait

In den letzten Jahren hat die Beteiligungsgesellschaft Mutares den strategischen Fokus erweitert. Richtete er sich nach der Gründung im Jahr 2008 zunächst auf den Kauf von Gesellschaften mit Restrukturierungspotenzial, der Restrukturierung und den anschließenden Verkauf, so werden inzwischen geeignete Kandidaten weiter betreut und mit einem Buy & Build-Prozess auf einen dynamischen Wachstumspfad geführt. Im Erfolgsfall bietet das einen hohen Ertragshebel, wie das IPO der STS Group, der erste Börsengang aus dem Portfolio, im letzten Jahr gezeigt hat. Aus der Bewertung zum Zeitpunkt der Transaktion errechnete sich ein Multiple von 22 auf das eingesetzte Kapital, und ein Teilverkauf der Position sorgte für einen Gewinn von 27 Mio. Euro. Aktuell baut Mutares zwei weitere Schwergewichte im Portfolio auf, dank derer der Bereich Engineering & Technology im Moment den wichtigsten Werttreiber der Beteiligungsgesellschaft darstellt. Mit dem laufenden Geschäftsjahr segmentiert das Unternehmen das Portfolio nur noch in drei Sektoren (zuvor fünf). Neben Engineering & Technology zählen dazu Automotive & Mobility sowie Goods & Services.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	650,1	899,7	865,1	1.113,1	1.263,1	1.413,1
EBIT (Mio. Euro)	34,6	40,0	19,4	13,7	18,6	24,4
Jahresüberschuss (AG)*	5,5	17,6	20,1	16,2	19,3	22,0
EpS (AG)*	0,36	1,14	1,29	1,04	1,25	1,42
Dividende je Aktie	0,35	1,00	1,00	1,00	1,15	1,24
Umsatzwachstum	-4,9%	38,4%	-3,8%	28,7%	13,5%	11,9%
Gewinnwachstum	-41,8%	219,4%	13,9%	-19,4%	19,6%	13,7%
KUV	0,26	0,19	0,20	0,15	0,14	0,12
KGV (AG)*	31,0	9,7	8,5	10,6	8,8	7,8
KCF	-	-	-	26,9	25,1	18,8
EV / EBIT	4,3	3,8	7,7	11,0	8,1	6,1
Dividendenrendite	3,2%	9,1%	9,1%	9,1%	10,4%	11,3%

*AG-Einzelabschluss

Executive Summary

- **Spezialist für Sanierungsfälle:** Mutares hat sich auf den Erwerb von technologiegetriebenen Industriegesellschaften mit Restrukturierungspotenzial fokussiert. Die Unternehmen werden zunächst saniert und im Erfolgsfall im Anschluss auf einen nachhaltigen Expansionspfad geführt, der mit Add-on-Akquisitionen forciert wird. Dieser Buy & Build-Prozess, der üblicherweise nach einigen Jahren zum Exit führen kann, bietet einen hohen Werthebel. Zu den eigenen Wettbewerbsvorteilen in diesem Geschäft zählt das Unternehmen die schnellen Entscheidungswege sowie die große Flexibilität in der Umsetzung von Transaktionen. Um diese Vorteile auch in dem gewachsenen Konzern zu erhalten, wurde der Hauptversammlung eine Transformation in eine SE & Co. KGaA vorgeschlagen.
- **Neue Schwergewichte:** Zum Ende des letzten Geschäftsjahres zählten zehn Beteiligungen zum Portfolio, die in fünf Segmente gegliedert wurden. Die beiden im Bereich Automotive angesiedelten Töchter STS Group und Elastomer erwirtschafteten 50,5 Prozent der Konzern Erlöse und waren für 27,7 Prozent des Net Asset Value verantwortlich. Von gehobener Bedeutung war zudem dank der neuen Schwergewichte Balcke-Dürr und Donges SteelTec, deren Wachstum mit Akquisitionen vorangetrieben wird, das Segment Engineering & Technology (Anteil an Umsatz und NAV: 22,2 / 42,5 Prozent). Nach einigen Abgängen aus dem Portfolio und einer weiteren Fokussierung der Aktivitäten wird das Portfolio ab diesem Jahr nur noch in drei Sektoren eingeteilt, nämlich Automotive und Mobility, Engineering & Technology sowie Goods & Services.
- **Beteiligungserträge auf Rekordniveau:** Mutares hat den Automobilzulieferer STS Group über mehrere Jahre im Rahmen eines Buy & Build-Prozesses aufgebaut und im letzten Jahr erfolgreich an die Börse geführt. Ein Teil-Exit zum IPO leistete in der Finanzperiode 2018 einen Gewinnbeitrag von 27 Mio. Euro im Einzelabschluss, die Beteiligungsgesellschaft hält aber immer noch einen Anteil von mehr als 60 Prozent. Vor allem dank dieser Transaktion, einem weiteren kleineren Verkauf und Ausschüttungen von Portfoliounternehmen konnten die Erträge aus Beteiligungen im letzten Jahr auf einen neuen Rekordwert von 43,9 Mio. Euro gesteigert werden. Das nutzt die Gesellschaft erneut für eine Ausschüttung von 1,00 Euro je Aktie, woraus sich aktuell eine Dividendenrendite von rund 9 Prozent errechnet.
- **Hohes Ertragspotenzial:** Das Unternehmen strebt eine Fortsetzung dieser aktionärsfreundlichen Dividendenstrategien an. Die dafür notwendigen Erträge sollen aus der weiteren Entwicklung des Portfolios stammen, wobei vor allem die neu entstehenden Schwergewichte Balcke-Dürr und Donges aus unserer Sicht mittelfristig ein hohes Ertragspotenzial bieten. Aber auch die STS-Position birgt trotz des aktuell deutlich reduzierten Kursniveaus noch eine Gewinnreserve von über 40 Mio. Euro. Den Werthebel aus den erfolgreichen Sanierungen und den dynamischen Buy & Build-Prozessen sehen wir weder in der aktuellen Marktbewertung noch im statischen Net Asset Value (aktuell 13,32 Euro je Aktie) richtig abgebildet. Wir haben unser Kursziel auf 17,10 Euro erhöht und bekräftigen das Urteil „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Versiertes Team mit langjähriger Erfahrung im Sanierungsgeschäft.
- Diversifiziertes Portfolio in einem fortgeschrittenen Reifestadium mit aussichtsreichen Schwergewichten.
- Umfangreiche Branchenexpertise in verschiedenen Industriesektoren.
- Mit zahlreichen lukrativen Exits und insbesondere mit dem IPO von STS wurde der große Renditehebel des Geschäftsmodells demonstriert.
- Starke Net-Cash-Position von 41,7 Mio. Euro im Konzern.
- Mit einer EK-Quote von über 90 Prozent ist die AG sehr solide finanziert.
- Die Aktionäre werden mit hohen Ausschüttungen am Erfolg beteiligt.
- Zahlreiche strukturelle Vorsichtsmaßnahmen für den Fall der Insolvenz einer Beteiligung.

Chancen

- Die Bestandsposition an STS bietet auch auf dem gesunkenen Bewertungsniveau noch eine Gewinnreserve für die AG von mehr als 40 Mio. Euro.
- Mit Balcke-Dürr und Donges SteelTec laufen bereits weitere Buy & Build-Projekte mit hohem Ertragspotenzial.
- Für das laufende Jahr sind weitere Exits und Zukäufe zu erwarten.
- Mutares erwirbt inzwischen generell deutlich größere Gesellschaften als in den Anfangsjahren, was einen höheren Werthebel bietet.
- Das Unternehmen notiert mit einer hohen Dividendenrendite von 9 Prozent. Sollten die Anleger die Ausschüttung als nachhaltig einstufen, winkt eine Neubewertung der Aktie.

Schwächen

- STS hat schon beim IPO die Bewertungsziele verfehlt, seitdem ist der Kurs noch deutlich gefallen.
- Die künftige Ertragsentwicklung wird stark von der Entwicklung einiger weniger Schwergewichte abhängen. Noch ist das Portfolio diesbezüglich etwas ungleichgewichtig.
- Die Übernahme von Sanierungskandidaten birgt naturgemäß ein hohes Fehlschlagrisiko und kommt auch in niedrigen operativen Margen auf Konzernebene zum Ausdruck.
- Exits und Zukäufe fallen diskontinuierlich an und sorgen für Sprünge in der Geschäftsentwicklung. Die zeitliche Realisation ist schwer kalkulierbar.
- Mit dem deutlichen Wachstum der Gruppe steigen auch die Fixkosten im Overhead. Neben kontinuierlichen Beratungsgebühren und Ausschüttungen der Töchter sind auch regelmäßige Exits notwendig, um auf der AG-Ebene substanzielle Überschüsse zu generieren.

Risiken

- Die Profitabilität von mehreren Portfoliogesellschaften ist noch gering. Auch ist der grundsätzliche Erfolg von deren Sanierungen noch nicht gesichert.
- Eine Fortsetzung des konjunkturellen Abschwungs in Europa könnte die Sanierungsprozesse beeinträchtigen.
- Sollten sich Exits nur unterhalb des NAV realisieren lassen, wäre der Substanzwert niedriger als gedacht.
- Die Inanspruchnahme von abgegebenen Garantien für Portfoliogesellschaften könnte Mutares finanziell belasten.
- Das Beteiligungsgeschäft ist relativ zyklisch und könnte das Zyklushoch überschritten haben.

Profil

Sanierungsspezialist

Die 2008 gegründete und in München ansässige Beteiligungsgesellschaft Mutares AG hat sich auf die Übernahme, die Sanierung und die Weiterentwicklung von angeschlagenen Unternehmen spezialisiert. Die zumeist defizitären Gesellschaften werden in der Regel vollständig übernommen und im Anschluss finanziell und operativ restrukturiert. Nach dem Abschluss der Sanierung begleitet Mutares die Beteiligungen bei der Rückkehr auf den Expansionspfad und verfolgt einen aktiven Buy & Build-Ansatz, in dessen Rahmen das Wachstum der Töchter bei passenden Gelegenheiten auch mit synergetischen Akquisitionen stimuliert wird. Das Management sieht insbesondere in der Transformation von Sanierungsfällen zu wachstumsstarken, eigenständigen Mittelständlern den größten Werthebel. Der Zeitraum für diesen Prozess erstreckt sich über mehrere Jahre und wird in der Regel mit einem Verkauf abgeschlossen, in dessen Rahmen die erzielte Wertsteigerung realisiert wird.

Plattforminvestitionen und Add-on-Akquisitionen

Adressiert wird mit diesem Modell vor allem der Bereich der Konzernabspaltungen (Spin-offs). Um ein Geschäftsfeld neu zu besetzen, erfolgt in einem ersten Schritt ein sogenanntes Plattforminvestment. Dafür sucht Mutares Unternehmensteile, die über eine substantielle Umsatzbasis (vorzugsweise 50 bis 500 Mio. Euro) verfügen, sich aktuell in Schwierigkeiten befinden und ein ausreichendes Restrukturierungspotenzial aufweisen. Aus dem derart abgegrenzten Kreis werden Gesellschaften akquiriert, die ihren Geschäftsschwerpunkt in Europa haben. Plattforminvestments sollen aber nicht nur selbst Sanierungspotenzial bieten, sondern auch die Grundlage für die Umsetzung einer mittelfristigen Wachstumsstrategie, im Idealfall unter Nutzung von Add-on-Akquisitionen, darstellen. Bei solchen Zukäufen handelt es sich in der Regel nicht mehr um Sanierungskandidaten, sondern um funktionsfähige Teileinheiten von Konzernen, deren

Akquisition und Integration die Chance zur Realisierung von hohen Synergien bieten.

Gute Kaufgelegenheiten

Das Geschäftsmodell bietet für die Verkäufer von Sanierungsfällen zahlreiche Vorteile. Deren Management kann sich direkt auf das verbleibende Kerngeschäft konzentrieren und die Sanierung der ehemaligen Tochter Spezialisten überlassen; auch mögliche Imageschäden aufgrund von nötigen Entlassungen oder Werksschließungen fallen nicht mehr auf den Konzern zurück. Aus diesem Grund sind die Preise für Restrukturierungsfälle attraktiv. Darüber hinaus gibt es für den Käufer oft sogar eine Mitgift, mit der die Sanierung finanziert werden kann. Aus der bereitgestellten Liquidität erhält die Holding in der Restrukturierungsphase Gebühren für die Beratungsarbeit. Die zweite wichtige Einnahmequelle für die Dachgesellschaft stellen die Exit-Erlöse dar, außerdem werden Zinsen für ausgereichte Kredite und Ausschüttungen der Töchter vereinnahmt.

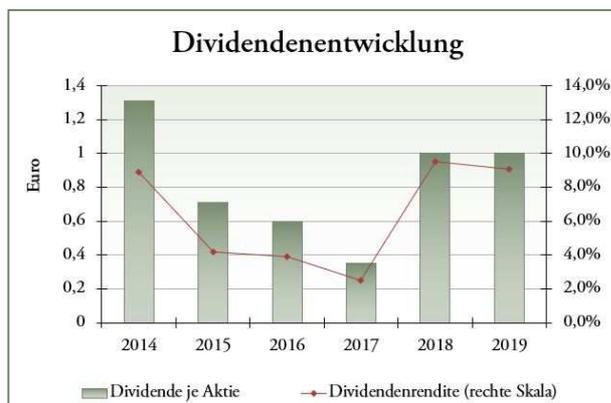
...aber nicht ohne Risiko

Im Gegenzug erwarten die Verkäufer aber auch ein intensives Engagement, das über verschiedene vertragliche Klauseln zusätzlich abgesichert werden kann. So werden teilweise für einen gewissen Zeitraum Bestandsgarantien abgegeben, auch andere finanzielle Garantien, Bürgschaften oder die Zusage von Kapital-spritzen sind möglich. Mutares legt aber hohen Wert darauf, die damit verbundenen Risiken zu begrenzen. So werden grundsätzlich keine Gewinnabführungs- oder Cash-Pooling-Verträge abgeschlossen, darüber hinaus werden die Beteiligungen in rechtlich selbstständigen Zwischenholdings angesiedelt.

Eindrucksvoller Track-Record

Die Risikobegrenzung ist besonders wichtig, denn im Sanierungsgeschäft gelingt üblicherweise nicht jedes Projekt. Dass Mutares eine für die Aktionäre rentable

Erfolgsquote erzielen und zugleich die Auswirkungen von Fehlschlägen eindämmen kann, zeigt der Track-Record der letzten Jahre, in denen die Aktiengesellschaft im ausschüttungsrelevanten Einzelabschluss durchweg deutliche Gewinne ausweisen konnte. Diese wurden für hohe Ausschüttungen an Anteilseigner genutzt, woraus sich hohe Dividendenrenditen in den einzelnen Geschäftsjahren errechnen. Die großzügige Dividendenpolitik soll auch in Zukunft fortgesetzt werden.

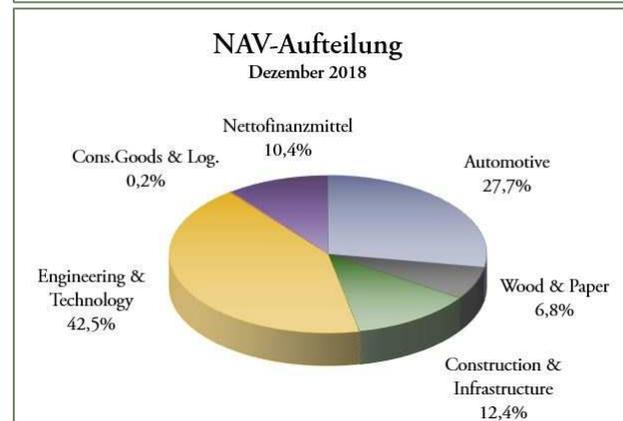
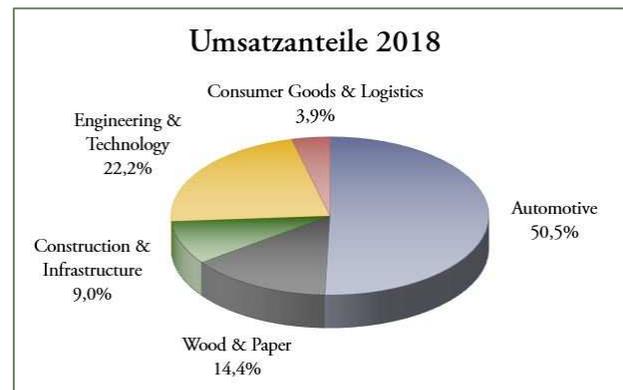


Kurse der jeweiligen Jahre für Renditeberechnung: 15.05.14 / 26.05.15 / 06.06.16 / 24.05.17 / 25.07.18 / 26.04.19; 2014 und 2015 umgerechnet nach Aktiensplit, 2019 Dividenden-vorschlag; Quelle: Unternehmen

Industrie-Fokussierung

Die erfolgreiche Geschäftsentwicklung ist auch das Resultat einer Fokussierung auf ausgewählte Industrien, die sich im Laufe der Jahre herauskristallisiert hat. Im Zuge dessen kann nicht nur spezielles Industrie-Know-how auf- und ausgebaut werden, sondern die bestehenden Aktivitäten und die Vernetzung in der Branche erleichtern auch den Zugang zu weiteren Targets. Das spiegelt sich letztlich auch in dem Plattformkonzept wider, in dessen Rahmen die Töchter mit synergetischen Zukäufen aus dem Branchenumfeld gestärkt werden. In jüngster Zeit hat sich der Fokus des Portfolios durch mehrere Zukäufe und Abgänge etwas verschoben. Nachdem Mutares im Jahr 2016 zunächst fünf Zielbranchen – Automotive, Engineering & Technology, Construction & Infrastructure, Wood & Paper sowie Consumer Goods & Logistics – definiert hat, wird es ab diesem Geschäftsjahr mit Automotive und Mobility, Engineering & Tech-

nology sowie Goods & Services nur noch drei Segmente geben. Aufgrund der besseren Vergleichbarkeit beziehen wir uns in der Analyse aber zunächst auf die Bestandssegmente, die auch noch im Geschäftsbericht 2018 abgebildet sind. Im Schätzmodell werden wir hingegen schon auf der neuen Bereichsstruktur aufsetzen.



Umsatzanteile vor Konsolidierung; Quelle: Unternehmen

Zwei Segmente ragen heraus

Gemessen am Umsatz kam dem Bereich Automotive im letzten Jahr die größte Bedeutung zu. Dank eines erfolgreichen Buy & Build-Prozesses bei der seit 2018 börsennotierten Tochter STS Group konnte der Segmentumsatz um 27 Prozent auf 437 Mio. Euro gesteigert werden. Demgegenüber sind die Erlöse im Bereich Engineering & Technology konsolidierungsbedingt um 10 Prozent auf 191,9 Mio. Euro zurückgegangen. Nach weiteren Add-on-Akquisitionen für die hier erfassten Töchter Balcke-Dürr und Donges SteelTec dürften die Erlöse im laufenden Jahr aber wieder deutlich zulegen. Im Vergleich dazu fallen die übrigen drei Segmente, vor allem wegen mehrerer

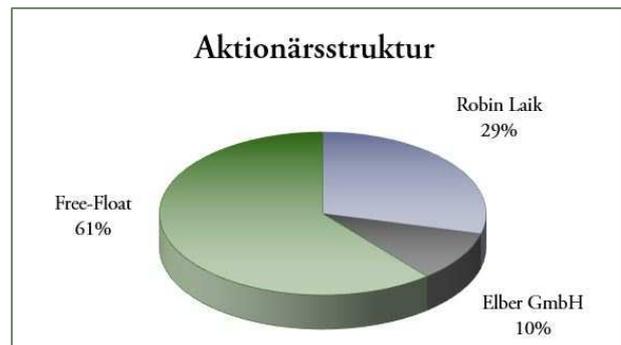
Verkäufe und Entkonsolidierungen, gemessen am Umsatzbeitrag deutlich ab, was letztlich auch ein Auslöser für die Neusegmentierung gewesen sein dürfte. Hinsichtlich des Wertbeitrags der einzelnen Bereiche zu dem von der Gesellschaft vierteljährlich berechneten und veröffentlichten Net Asset Value des Portfolios entfällt mit 86,3 Mio. Euro bzw. 42,5 Prozent inzwischen der größte Anteil auf den Bereich Engineering & Technology (Stand 31.12.18). Automotive liegt mit 56,2 Mio. Euro (27,7 Prozent) auf Platz zwei, da STS nur mit dem anteiligen Börsenwert eingerechnet, der nach dem IPO bis zum Jahresende 2018 deutlich gesunken ist.

Umfangreiches Know-how aufgebaut

Ein zweiter zentraler Erfolgsfaktor neben der Fokussierung auf ausgewählte Industriezweige ist das umfangreiche Sanierungs-Know-how, das in der Gruppe sukzessive aufgebaut wurde. Mittlerweile verfügt Mutares über vier Niederlassungen in München, Paris, Mailand und London mit insgesamt zwölf Transaktionsspezialisten, die aussichtsreiche Kaufkandidaten suchen und auswählen. Nach der Übernahme werden die neuen Töchter intensiv betreut, wofür ein länderübergreifendes Team aus rund 30 Beratern zur Verfügung steht. An der Spitze der Organisation steht ein vierköpfiger Vorstand, der ebenfalls über eine langjährige Sanierungs- und Industrieerfahrung verfügt. So war beispielsweise der Mutares-Mitgründer und CEO Robin Laik im Vorfeld sowohl im Restrukturierungs- als auch im M&A-Geschäft aktiv. Die weiteren Posten werden von Dr. Kristian Schleede (CRO), Dr. Wolf Cornelius (COO) sowie Mark Friedrich (CFO) besetzt.

Gründer größter Einzelaktionär

CEO Robin Laik ist mit einem Anteil von rund 29 Prozent gleichzeitig auch der bedeutendste Einzelaktionär der Gesellschaft, weitere ca. 10 Prozent hält die Elber GmbH, eine Investmentholding für Industriebeteiligungen. Der Streubesitz beläuft sich damit aktuell auf etwa 61 Prozent. Die Aktie notiert im Qualitätssegment Scale der Frankfurter Börse.



Quelle: Unternehmen

Wachstum erfordert Formwechsel

Seit der Gründung wurden rund 45 Unternehmenskäufe und -verkäufe durchgeführt, womit im Trend ein starkes Wachstum erzielt wurde. Im letzten Jahr hat der Konzern einen Umsatz von 865 Mio. Euro erwirtschaftet und in der Holding sowie den zehn Töchtern insgesamt 4.782 Mitarbeiter beschäftigt, das Gros davon in Frankreich (1.604) und Deutschland (971). Nach einer weiteren Übernahme in diesem Jahr ist die Zahl auch hierzulande inzwischen vierstellig, perspektivisch rückt die Schwelle von 2.000 Mitarbeitern in Deutschland in die Nähe. Diese hätte zur Folge, dass ein dann ein auf zwölf Personen vergrößerter Aufsichtsrat paritätisch auch mit Arbeitnehmervertretern besetzt werden muss. Auch in anderen Bereichen bedingt das Wachstum des Konzerns eine höhere Komplexität, weswegen der Vorstand und Aufsichtsrat nach einer Struktur gesucht haben, mit der die bisherigen Wettbewerbsvorteile des Unternehmens, insbesondere die schnelle Entscheidungsfindung und die große Flexibilität bei der Durchführung von Transaktionen, trotz der wachsenden Konzernstruktur weiter erhalten werden können.

Transformation zur SE & Co. KGaA

Als Lösung haben die Gremien der Hauptversammlung einen Wechsel der Rechtsform von einer Aktiengesellschaft in eine SE & Co. KGaA vorgeschlagen. Im Rahmen dessen soll eine neu zu gründende Mutares Management SE zur persönlich haftenden Gesellschafterin, also zur Komplementärin, der KGaA werden. Die Aktionäre würden damit zu Kommanditisten. Der bisherige Vorstand der Mutares AG soll die Leitung der Mutares Management SE übernehmen

und so weiter die Geschäfte führen. An der SE wird Robin Laik mit 60 Prozent die Mehrheit halten, darüber hinaus werden 30 Prozent der Anteile von der KGaA selbst und 10 Prozent von der ELBER GmbH aus dem Aktionariat von Mutares gehalten. Jeder wesentliche Kommanditaktionär (> 25 Prozent) wird in der gewählten Ausgestaltung das Recht haben, ein Mitglied für den Aufsichtsrat der SE (der letztlich auch den Vorstand bestimmt) vorzuschlagen, das von den Gesellschaftern verpflichtend gewählt werden muss. Die Kommanditisten können ihren Einfluss auf

die SE über einen Gesellschafterausschuss wahrnehmen, dessen Mitglieder von der Hauptversammlung gewählt werden, wobei Robin Laik dabei nicht stimmberechtigt ist. Die Mutares Management SE erhält die Kosten für ihre Leistungen ersetzt und als Kompensation für das persönliche Haftungsrisiko eine jährliche Zahlung von 4 Prozent des Stammkapitals der SE (das 120 Tsd. Euro beträgt). Die Zusatzkosten im Vergleich zur bisherigen Ausgestaltung sind daher sehr gering.

Portfolio

Automotive größtes Segment

Wie im vorherigen Abschnitt bereits ausgeführt, hat das Segment Automotive mit 437 Mio. Euro im letzten Jahr etwas mehr als 50 Prozent des Konzernumsatzes erwirtschaftet. Sowohl für das Gros der Sparten Erlöse als auch für deren Wachstum um 27 Prozent war die Tochter STS Group verantwortlich, die ihren Umsatz dank der Konsolidierung von Zukäufen um 29,4 Prozent auf 401,2 Mio. Euro gesteigert hat. Auf die zweite Gesellschaft des Segments, Elastomer, entfielen 36 Mio. Euro (+5,6 Prozent). Auch für die Steigerung des um Einmaleffekte bereinigten Sparten-EBITDA („adjusted“) um 22 Prozent auf 17,6 Mio. Euro war STS verantwortlich. Die Bereinigung betrifft vor allem Bargain Purchases (Erträge aus dem Kauf von Vermögensgegenständen unter Marktwert), Restrukturierungskosten und sonstige Einmalserträge und -aufwendungen (im Fall von STS bspw. die Kosten des IPOs). Das berichtete EBITDA der Automotive-Sparte ist hingegen von 56,8 auf 10,5 Mio. Euro zurückgegangen, insbesondere, da STS im Vorjahr Bargain Purchases im Volumen von 47 Mio. Euro verbucht hatte.

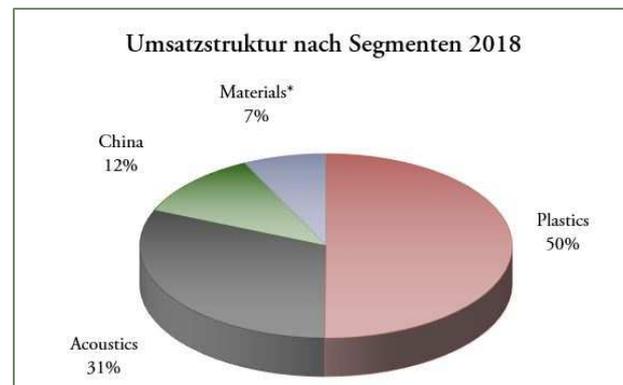
Automotive	2017	2018	Änderung
Umsatz	344,1	437,0	+27%
Adjusted EBITDA	14,4	17,6	+22%
EBITDA	56,8	10,5	-82%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

STS: Buy & Build-Referenzprojekt

Der jüngste Wachstumssprung der STS Group resultierte aus dem vorläufigen Abschluss des Buy & Build-Prozesses, den die Tochter in den letzten sechs Jahren durchlaufen hat. Ausgangspunkt dieses Prozesses waren 2013 die Übernahme und die Restrukturierung des Nutzwagen- und Leichtfahrzeuggeschäftes des italienischen Automobilzulieferers Autoneum, auf die in den Jahren 2016 und 2017 weitere große Zukäufe folgten, mit denen sowohl das Leistungsspektrum als

auch die internationale Präsenz stark ausgebaut wurden. STS hat damit den Sprung zu einem Systemlieferanten geschafft, der vor allem Innen- und Außen-teile und -module für die Fahrerkabinen von LKWs liefert. Die verschiedenen Kompetenzbereiche hat die Gesellschaft in die Sparten „Plastics“ (Umsatz 2018: 198,6 Mio. Euro, adj. EBITDA 16,7 Mio. Euro), „Acoustics“ (Umsatz 2018: 124,4 Mio. Euro, adj. EBITDA -1,2 Mio. Euro) und „Materials“ (Umsatz 2018: 40,0 Mio. Euro, adj. EBITDA 1,9 Mio. Euro) untergliedert, außerdem wird wegen der hohen strategischen Bedeutung über das Chinageschäft (Umsatz 2018: 48,6 Mio. Euro, adj. EBITDA 7,2 Mio. Euro) separat berichtet. Im Reich der Mitte wurde kürzlich ein drittes Werk in Betrieb genommen, mit dem die kontinuierlichen Marktanteilsgewinne der letzten Jahre fortgesetzt werden sollen. Insgesamt betreibt STS 13 Produktionsstandorte in sieben Ländern (neben China noch Mexiko, Brasilien, Italien, Deutschland, Frankreich und Polen) auf vier Kontinenten.



* inklusive Segmentkonsolidierung

Quelle: STS Group

Erstes IPO aus dem Portfolio

Zur Finanzierung der weiteren Expansion hat das Unternehmen im Juni 2018 ein IPO an der Frankfurter Börse durchgeführt und mit der Platzierung von 1 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung 24 Mio. Euro eingenommen. Das stellte zugleich den ersten Börsen-

gang eines Portfoliounternehmens von Mutares dar, so dass sich die Beteiligungsgesellschaft einen weiteren Exit-Kanal erschlossen hat. Im Rahmen des IPOs wurden auch 1,17 Mio. Aktien aus dem Mutares-Bestand veräußert, woraus Bruttoeinnahmen in Höhe von 28,1 Mio. Euro resultierten. Auch wenn damit die ursprünglichen Preisvorstellungen verfehlt wurden, konnte so ein Multiple von 22 auf das eingesetzte Kapital erzielt werden. Mit einem Anteil von 63,8 Prozent hält Mutares nach wie vor die Mehrheit an STS gehalten.

Ehrgeiziges Margenziel

Die Absatzentwicklung des globalen LKW-Marktes hat zuletzt an Dynamik eingebüßt, insbesondere in China ist das Geschäft aktuell rückläufig. STS erwartet aber, dort aufgrund von Marktanteilsgewinnen gegen den Trend zulegen zu können. Für 2019 geht das Management insgesamt von einem stabilen Umsatz aus. Doch dank des hohen Auftragsbestands (1,9 Mrd. Euro) und der weiteren Auslandsexpansion, die auch eine deutliche Ausweitung des Geschäfts in den USA zum Ziel hat, soll bis 2023 ein Umsatz von 500 Mio. Euro erreicht werden. Gleichzeitig soll die EBITDA-Marge auf ein komfortables Niveau von 10 Prozent klettern. Schon für das laufende Jahr wird aufgrund des Wegfalls von Sonderfaktoren mit einem Anstieg von 3,0 auf 5,9 Prozent gerechnet, während das adjusted EBITDA auf Vorjahresniveau erwartet wird.

Elastomer: Wende in Sicht

Die zweite, wesentlich kleinere Gesellschaft der Automotive-Sparte, Elastomer, musste hingegen hinsichtlich der Profitabilität trotz des moderaten Umsatzwachstums in 2018 einen Rückschlag hinnehmen und hat damit das Ziel einer operativen Ergebnisverdoppelung deutlich verfehlt. Der Hersteller von Gummiformteilen für die Automobilindustrie mit einer Kernkompetenz bei Tüllen zum Schutz von Kabelsträngen in automobilen Bordnetzen hatte wie im Vorjahr mit erheblichen Problemen am Standort in der Slowakei zu kämpfen, wo eine hohe Mitarbeiterfluktuation die Produktion hinsichtlich Qualität und Menge beeinträchtigt haben. Die eingeleiteten umfangreichen Gegenmaßnahmen beginnen inzwischen aber zu greifen,

so dass für das laufende Jahr bei einem leicht steigenden Umsatz insgesamt mit einem „außerordentlich“ verbesserten operativen Ergebnis gerechnet wird.

Engineering & Technology	2017	2018	Änderung
Umsatz	213,2	191,9	-10%
Adjusted EBITDA	-16,4	1,8	-
EBITDA	17,4	36,6	+110%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Engineering & Technology: Konsolidierungseffekte prägen Resultate

Auf berichteter Basis ist der Umsatz im Bereich Engineering & Technology im letzten Jahr um 10 Prozent auf 191,9 Mio. Euro zurückgegangen. Das ist allerdings vor allem Konsolidierungseffekten geschuldet: Während die im Laufe des Jahres 2017 veräußerten Gesellschaften Fertigungstechnik Weißenfels, Geesink Group B.V. und A+F Automation + Fördertechnik im Vorjahr noch einen Umsatzbeitrag von 84,9 Mio. Euro geleistet hatten, summierte sich der positive Beitrag aus der Erfassung von Donges SteelTec über zwölf Monate (Kauf Dezember 2017) sowie aus der Erstkonsolidierung der Zukäufe aus 2018, Kalzip und Gemini Rail Group, auf 76,4 Mio. Euro. Hinzu kam ein leichter Erlösrückgang bei dem Segment-Schwergewicht Balcke-Dürr, dessen operatives Ergebnis sich aber stark verbessert hat. Das war maßgeblich verantwortlich für die Steigerung des bereinigten Segment-EBITDA von -16,4 auf 1,8 Mio. Euro. In dem unbereinigten Wert (von 17,4 auf 36,6 Mio. Euro) sind zusätzlich vor allem Effekte aus Bargain Purchases in 2017 (26,5 Mio. Euro) und 2018 (26,2 Mio. Euro) enthalten.

Turnaround von Balcke-Dürr

Nach Auskunft in der Telefonkonferenz zur Veröffentlichung der Geschäftszahlen konnte Balcke-Dürr das bereinigte EBITDA im letzten Jahr von zuvor -10 auf +6 Mio. Euro verbessern. Ermöglicht wurde dies vor allem durch die in 2017 eingeleitete umfassende Restrukturierung, die unter anderem die Schließung mehrerer Standorte, die Konzentration der Produktion in einem deutschen Werk und den Abbau von

Group with sales of approx. EUR 230m				
Brand				
Sales (2019)	EUR 67m	EUR 50m	EUR 62m	EUR 55m
Products	Steel bridges and structures	Metal roofs	Steel bridges and structures, facade systems	Flat roof
Raw material	Steel	Aluminium	Steel, glass	Plastic materials
Region	DACH region	West and South Europe, USA, India	Nordics	Continental Europe
Employees	175	160	220	200
Reference projects				

Die neu formierte Donges SteelTec Gruppe; Quelle: Unternehmen

Personal umfasste. Zudem war die Gesellschaft mit vollen Auftragsbüchern in das Geschäftsjahr gestartet. Das Kerngeschäft von Balcke-Dürr besteht aus Komponenten für die Energieeffizienz und die Emissionsreduktion von Kraftwerken, wobei das Produktportfolio und das Leistungsspektrum nun sukzessive ausgeweitet werden. Im letzten Jahr wurden mit der Übernahme von KSS Consulting sowie der Sparte Heat Transfer Products (HTP) des italienischen Konzerns STF insbesondere die Kompetenzen im Bereich der Dienstleistungen für den Betrieb und den Rückbau kerntechnischer Anlagen gestärkt. Darüber hinaus hat Balcke-Dürr u.a. die Vertriebsbemühungen in der chemischen Industrie intensiviert. In das laufende Geschäftsjahr ist die Tochter mit einem Auftragsbestand von 120 Mio. Euro gestartet, der für eine gute Auslastung sorgt. In Verbindung mit den erfolgten Übernahmen sollte das zu einem signifikanten Umsatzwachstum führen, dabei soll das operative Ergebnis erneut deutlich positiv ausfallen.

Donges wird zur Plattform

Deutlich stärker wachsen wird aber die Tochter Donges SteelTec, die ursprünglich im November 2017 als Add-on-Akquisition für Balcke-Dürr erworben, dann

aber aufgrund aussichtsreicher eigener Wachstumspotentialitäten als eine neue Plattformgesellschaft etabliert wurde. Inzwischen hat Donges bereits drei Add-on-Akquisitionen durchgeführt. Zunächst wurde im Oktober 2018 die Tata-Steel-Tochter Kalzip erworben, mit der der eigene Schwerpunkt im Bereich des Stahlbrückenbaus und des Stahlhochbaus um Dach- und Fassadensysteme aus Aluminium synergetisch erweitert wurde. Damit einher ging auch eine Internationalisierung der Aktivitäten: Während der Schwerpunkt von Donges zuvor im deutschsprachigen Raum lag, war Kalzip deutlich breiter aufgestellt (u.a. mit Töchtern in England, Dubai und Indien). Die Präsenz der Gruppe in Skandinavien konnte dann im Februar dieses Jahres mit dem Zukauf von Normek Oy gestärkt werden. Das Unternehmen ist vor allem in Finnland und Schweden aktiv und stellt mit seinem Schwerpunkt auf Fassadenlösungen und den Stahlhochbau eine ideale Ergänzung dar. Demgegenüber hat die bislang letzte Übernahme der FDT Flachdach-Technologie GmbH & Co. KG im März das Geschäft mit Dachsystemen gestärkt. Mit den Marken „Rhepanol“ und „Rhenofol“ zählt die Gesellschaft zu den etablierten Anbietern von Flachdach-Systemen.

Integrierter Komplettanbieter

Mit den Übernahmen ist ein integrierter Komplettanbieter für den Stahlhochbau sowie für Dach- und Fassadenlösungen entstanden, außerdem bleibt der Stahlbrückenbau ein Schwerpunkt. Der geplante Als-ob-Umsatz für 2019 liegt bei 230 Mio. Euro, wobei sich die Summe relativ gleichmäßig auf die einzelnen Gesellschaften verteilt (siehe Abbildung auf der vorherigen Seite). Der berichtete Umsatz unter Berücksichtigung von Konsolidierungseffekten wird bei ca. 200 Mio. Euro erwartet. Der Fokus im laufenden Jahr liegt insbesondere auf der Realisierung von Synergien. So kann beispielsweise Normek der Markteintritt in Westeuropa ermöglicht werden, während Kalzip und FDT die Expansion in Skandinavien in Angriff nehmen wollen. Dank der bereits erreichten Restrukturierungsfortschritte bei Donges und Kalzip soll das operative Ergebnis deutlich positiv ausfallen.

Weitere Plattform: Gemini Rail Group

Neben Donges konnte Mutares im letzten Jahr mit der Übernahme der Knorr-Bremse-Töchter RailServices UK sowie Kiepe Electric UK die neu formierte Gemini Rail Group als weitere Plattformgesellschaft im Segment Engineering & Technology etablieren. Der Schwerpunkt der unter einem Dach zusammengefassten Töchter liegt im Bereich der Instandhaltung, Wartung und Modernisierung von Schienenfahrzeugen. Im laufenden Jahr sorgt die Umsetzung einer EU-Vorgabe, die eine behindertengerechte Ausstattung aller Züge bis Januar 2020 vorsieht, für eine Vollauslastung. Nachdem der Umsatz von Gemini im letzten Jahr rechnerisch 76,9 Mio. Euro betragen hat und ein tiefrotes Nettoergebnis von -18,7 Mio. Euro angefallen ist (wovon 14,0 bzw. -8,3 Mio. Euro ab der Konsolidierung im Oktober in die Konzernresultate eingegangen sind), wird für das laufende Jahr ein signifikanter Umsatzanstieg und – dank der Sonderkonjunktur und der Restrukturierungsfortschritte – ein leicht positives EBITDA erwartet.

Infrastructure & Construction	2017	2018	Änderung
Umsatz IFRS	65,1	77,7	+19%
Adjusted EBITDA	-5,0	0,2	-
EBITDA	7,3	-0,9	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Infrastructure & Construction: Zwei Gesellschaften

Der im Jahr 2017 erworbene Anbieter von geschweißten Edelstahlrohren La Meusienne ist mit einem Umsatz von 55 Mio. Euro die größte Tochter im Bereich Infrastructure & Construction. Im Vorjahr lag sein Beitrag konsolidierungsbedingt noch bei 44,3 Mio. Euro, doch auf organischer Basis reduzierten sich die Erlöse in 2018 wegen einer Portfoliobereinigung um mehr als 5 Prozent. Die Restrukturierung und der Fokus auf margenstärkere, komplexere Produkte ermöglichten indes eine Verbesserung des bereinigten EBITDA um 1,7 auf -0,6 Mio. Euro. Im laufenden Jahr soll dieses bei einem gleichbleibenden Umsatz auf einen positiven Betrag im niedrigen einstelligen Millionenbereich weiter gesteigert werden. Demgegenüber wird eine Ergebnisverbesserung der zweiten Gesellschaft dieses Segments, dem Spezialisten für Pipelinebeschichtungen Eupec, nicht gelingen. Nach einem starken und sehr profitablen Vorjahr soll dessen bereinigtes EBITDA 2019 wegen geringerer Projektmargen und steigender Kosten geringer ausfallen, aber positiv bleiben. Der Umsatz wird plangemäß aber, wie schon 2018, weiter steigen. Die Erlössteigerung von Eupec im letzten Jahr und der konsolidierungsbedingt höhere Beitrag von La Meusienne waren verantwortlich für den Anstieg der Segmenterlöse um 19 Prozent auf 77,7 Mio. Euro. Das bereinigte Segment EBITDA hat sich dank der Fortschritte von La Meusienne und Eupec von -5,0 auf 0,2 Mio. Euro verbessert, obwohl der zum Jahresende verkaufte Hersteller von geschweißten Pipelinekomponenten, BSL, noch einen negativen Beitrag von -1,6 Mio. Euro (Vorjahr: -2,1 Mio. Euro) geleistet hat. Der Rückgang des berichteten EBITDA ist hingegen auf die Bargain-Purchase-Erträge aus dem Kauf von La Meusienne in Höhe von 13,1 Mio. Euro in 2017 zurückzuführen.

Wood&Paper	2017	2018	Änderung
Umsatz IFRS	178,8	124,9	-30%
Adjusted EBITDA	-3,9	-7,0	-
EBITDA	-4,5	16,2	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Wood & Paper: Zanders entkonsolidiert

Die Entwicklung im Bereich Wood & Paper war durch gegenläufige Effekte gekennzeichnet. Die größte Tochter in diesem Segment, die Papierfabrik Zanders, wurde durch steigende Rohstoffpreise so stark unter Druck gesetzt, dass sie im Juni 2018 einen Insolvenzantrag stellen musste und anschließend entkonsolidiert wurde. Im Abschluss für 2018 ist noch ein Umsatzbeitrag von rund 52 Mio. Euro für die ersten sechs Monate enthalten, der sich damit in Relation zum Vorjahr nahezu halbiert hat. Damit war Zanders hauptverantwortlich für den 30-prozentigen Umsatzrückgang im Sektor Wood & Paper auf 124,9 Mio. Euro. Ebenfalls mit höheren Einkaufspreisen zu kämpfen hatte der Hersteller von Holzvertäfelungen und -produkten, Norsilk, der in einem wettbewerbsintensiven Umfeld einen moderaten Umsatzrückgang hinnehmen musste. Cenpa, ein Spezialist für Hülsenkartons, profitierte hingegen von gesunkenen Altpapierpreisen und konnte so nicht nur den Umsatz steigern, sondern auch ein höheres, deutlich positives bereinigtes EBITDA erwirtschaften. Dem stand ein negatives Ergebnis von Norsilk in ähnlicher Größenordnung gegenüber, so dass der Bereichsfehlbetrag beim adjusted EBITDA fast vollständig auf Zanders (-6,8 Mio. Euro) zurückzuführen ist. Demgegenüber war der Beitrag von Zanders zum berichteten EBITDA wegen eines hohen Entkonsolidierungsgewinns mit 18,1 Mio. Euro deutlich positiv. Im laufenden Jahr wird für die beiden verbliebenen Segmentgesellschaften ein steigender Umsatz erwartet. Und das trotz einer angespannten Liquiditätssituation von Norsilk zum Geschäftsjahresbeginn, die aus der notwendigen Vorfinanzierung des Materialeinkaufs bei einem stark saisonal geprägten Absatz resultiert. Eingeleitete Verbesserungsmaßnahmen sollen aber einen deutlichen Ergebnisanstieg in positives Terrain ermöglichen. Cenpa dürfte auch 2019 ordentliche Margen erwirt-

schaften, die u.a. wegen steigender Energiekosten aber voraussichtlich unter dem Niveau des Vorjahres liegen werden.

Consumer Goods& Logistics	2017	2018	Änderung
Umsatz	98,6	33,8	-66%
Adjusted EBITDA	-10,0	-1,5	-
EBITDA	-18,1	2,7	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Consumer Goods & Logistics: Nur noch eine Gesellschaft

Nach dem Verkauf des eCommerce-Spezialisten Grosbill in 2017 und der Entkonsolidierung von Artmadis, die im Mai 2018 in ein (letztlich erfolgloses) Sanierungsverfahren überführt wurde, bestand das Segment ab dem zweiten Halbjahr 2018 nur noch aus KLANN Packaging, einem Hersteller von Promotions- und Verkaufsverpackungen aus bedrucktem Weißblech. Die vermeldeten Segmentzahlen haben daher nur noch eine geringe Relevanz. KLANN hat im letzten Jahr bei einem Umsatzzuwachs um 8 Prozent auf 14,1 Mio. Euro ein rückläufiges, aber noch leicht positives bereinigtes EBITDA erzielt. Im laufenden Jahr soll der Umsatz zwar konstant bleiben, das Ergebnis aufgrund einer besseren Zusammenarbeit mit Lieferanten aber wieder deutlich steigen.

Potenzielle neue Plattformgesellschaft

Nach neuer Gliederung zählt KLANN künftig zum Segment Goods & Services. Ein weiterer möglicher Neuzugang für diesen Bereich ist die französische Gesellschaft ArcelorMittal TrefilUnion SAS, eine Tochter des Stahlkonzerns, für die Mutares kürzlich ein verbindliches Kaufangebot abgegeben hat. Das Unternehmen stellt in zwei Werken Drähte und Stahlseile her, die vor allem im Bau und in der Automobilindustrie eingesetzt werden. Weitere Details zu der potenziellen neuen Plattformgesellschaft werden nach der Konsultation der Arbeitnehmervertreter bekannt gegeben.

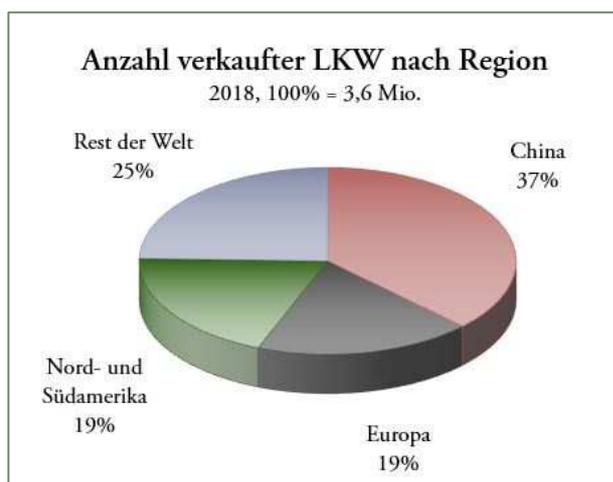
Marktumfeld

Beschränkung auf wichtigste Branchen

Diversifizierte Beteiligungsgesellschaften agieren in der Regel in zahlreichen Branchen, das Marktumfeld ist daher sehr heterogen. Wir fokussieren uns an dieser Stelle auf die Branchen der drei Schwergewichte, namentlich auf die LKW-Industrie (STS Group), die Energiewirtschaft (Balcke-Dürr) und die Bauindustrie (Donges SteelTec). Abgerundet wird das Kapitel durch einen Überblick zur Entwicklung der Beteiligungsbranche, da diese einen Einfluss auf die Einkaufskonditionen und die Exit-Chancen ausübt.

STS-Hauptfokus auf dem LKW-Markt

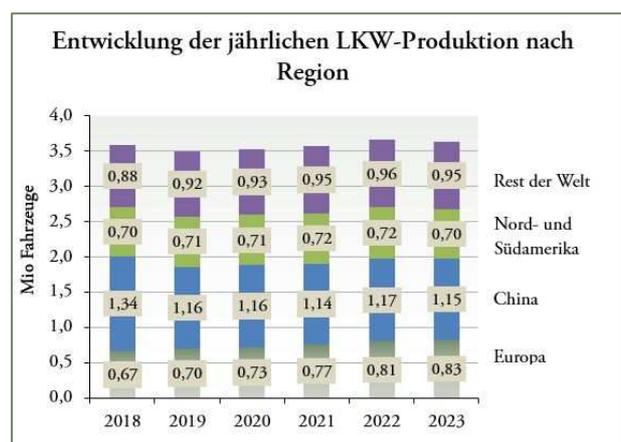
Die einzige börsennotierte Tochter von Mutares, die STS Group, erwirtschaftet zwar auch einen Teil des Umsatzes im PKW-Segment, das Gros der Erlöse wird aber als Zulieferer für LKWs generiert, weshalb wir uns hier auf diesen Markt beschränken. Nach Schätzung des Marktforschungsinstituts IHS wurden 2018 weltweit ca. 3,6 Mio. mittelschwere und schwere LKW hergestellt, wovon China mit einer Produktion von ca. 1,3 Mio. Einheiten bzw. 37 Prozent den wichtigsten Markt bildet. Gesamteuropa stellt mit einem Anteil von knapp 20 Prozent einen wesentlich kleineren Teilmarkt dar.



Quelle: IHS Markit

Schwacher Wachstumsausblick

In China gab es noch 2017 wegen Vorzieheffekten aufgrund einer verschärften Regulierung einen Absatzanstieg um 40 Prozent. Seitdem ist der Markt allerdings rückläufig, die Analysten von IHS rechnen auch für 2019 mit einer sinkenden Produktion und im Anschluss bis 2023 mehr oder minder mit einer Stagnation. Der europäische Markt steht im Moment besser da. Nachdem der Absatz von mittelschweren und schweren LKW in der EU nach Daten der European Automobile Manufacturers Association (ACEA) in 2018 um 3,4 Prozent auf 0,32 Mio. Stück zugelegt hat, und das trotz einer Eintrübung in der zweiten Jahreshälfte, wird von IHS für Gesamteuropa in den nächsten fünf Jahren ein durchschnittliches Wachstum von 4,3 Prozent p.a. erwartet, das vor allem von Osteuropa getrieben wird. Der Ausblick für den Weltmarkt ist dennoch verhalten. Während der gesamte weltweite Output gemäß einer Studie der Landesbank Baden-Württemberg zwischen 2011 und 2017 um 0,9 Prozent p.a. zugelegt hatte (Quelle: LBBW: „Blickpunkt Automotive, Trucks fahren bald auf eigenen Wegen“), erwartet IHS bis 2023 ein Wachstum von nur 0,2 Prozent p.a.

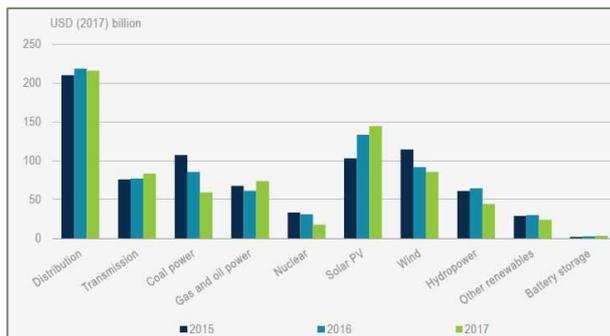


Quelle: IHS Markit, Januar 2019

Wachstumschancen für STS

Dennoch bietet der Markt große Wachstumschancen für STS. In China ist der Marktanteil noch relativ ge-

ring, weshalb sich, auch dank der Eröffnung eines dritten Werks vor Ort, großes Potenzial aus einer weiteren Marktdurchdringung ergibt. Rückenwind kommt dabei von einer vor kurzem erfolgten Gesetzesänderung, die für eine steigende Produktion der für STS attraktiven, da „teileintensiveren“ Long-Nose-LKW sorgen wird. Außerdem dürften ab 2020 schärfere gesetzliche Emissionsziele zu einer verstärkten Substitution von Metall- durch Plastikkomponenten führen. Die wichtigen Entwicklungstrends in der Branche sind generell positiv für die Mutares-Tochter, denn leichte und innovative Kunststoffmaterialien sind ein wesentlicher Faktor zur Gewichtsreduktion und damit einhergehend zur Abgasvermeidung (Verbrennungsmotoren) und Reichweitenerhöhung (Elektromobilität). Nicht zuletzt deswegen besteht auch Potenzial für Marktanteilsgewinne in anderen Regionen. Auch in den USA, wobei sich die Erschließung des großen US-Marktes noch in einem relativ frühen Stadium bewegt.



Globale Investitionen in die Elektrizitätswirtschaft nach Technologie; Quelle: IEA – World Energy Investment 2018

Energiewirtschaft im Umbruch

Kraftfahrzeuge stehen als einer der größten Energieverbraucher besonders im Fokus der Energiepolitik. Mit dem bereits stattfindenden und vor allem mit dem weiterhin geplanten starken Wachstum der Elektromobilität steigen die Anforderungen an die Stromproduktion. Das stellt eine weitere wichtige Determinante für den laufenden dynamischen Strukturwandel der Branche dar. Dank politischer Bemühungen um eine Reduzierung des CO₂-Ausstoßes, verbunden mit einer umfangreichen Förderung Erneuerbarer Energien, sind die Stromerzeugungskosten von Wind- und Solarkraftwerken in den letzten Jahren

stark gefallen. Nicht zuletzt deswegen entfallen mit einem Volumen von rund 300 Mrd. US-Dollar in 2017 inzwischen rund zwei Drittel der globalen Investitionen in neue Anlagen zur Elektrizitätsproduktion auf Erneuerbare Energien. Demgegenüber waren in jüngster Zeit vor allem die Ausgaben für Kohlekraftwerke stark rückläufig, eine Kontraktion gab es aber auch bei der Kernenergie (siehe Abbildung; Quelle: IEA „World Energy Investment 2018“).



Neubau und Stilllegung von Kernkraftwerken; Quelle: IEA – World Energy Investment 2018

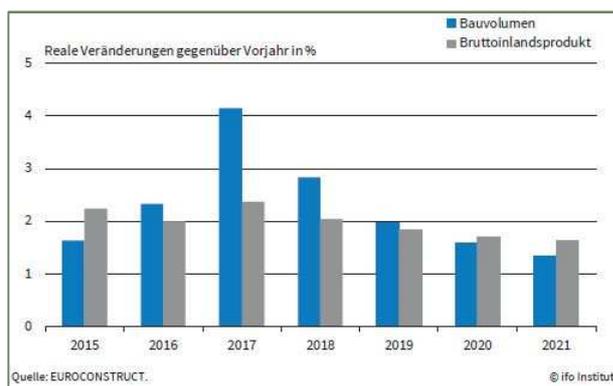
Wandel bietet Chancen

Das geht mit einem dynamischen Wandel in der Erzeugungsstruktur einher, weg von den zentralen Großkraftwerken, hin zu regional verteilten kleinen Einheiten. Für Anbieter wie die Mutares-Tochter Balcke-Dürr, die unter anderem zahlreiche Produkte und Dienstleistungen für Kohle-, Gas- & Dampf- sowie Kernkraftwerke anbietet, schafft das ein anspruchsvolles Marktumfeld, das aber auch neue Chancen bietet. Einerseits hat Balcke-Dürr im Laufe der Jahre sein Angebot bereits um Produkte und Lösungen für Geothermie-, Solarthermie- und Biomassekraftwerke erweitert. Andererseits sind in der Kernenergie Spezialisten für den Rückbau gefragt. Während sich der Bau neuer Kapazitäten in den letzten Jahren auf niedrigem Niveau bewegte und vor allem auf Asien konzentrierte (linke Grafik), wurden in anderen Regionen bereits Kapazitäten in erheblichem Umfang stillgelegt (rechte Grafik). Dieser Prozess wird sich insbesondere in Europa fortsetzen. Während die letzten sieben Anlagen in Deutschland schrittweise bis Ende 2022 vom Netz gehen, hat Präsident Macron angekündigt, in Frankreich bis 2035 14 Atomkraftwerke abzuschalten. Balcke-Dürr hatte mit Zukäufen den Zugang zum

Rückbaugeschäft ebenso wie die dafür notwendigen Kompetenzen, etwa in den Bereichen Strahlenschutz und Dekontaminierung, gestärkt und sich damit für eine erfolgreiche Auftragsakquise positioniert.

Europäische Bauindustrie: Peak in 2017

Das dritte Schwergewicht im Portfolio von Mutares neben STS und Balcke-Dürr, Donges SteelTec, bietet nach mehreren Zukäufen ein breites Leistungsportfolio für den Stahlbrückenbau, den Stahlhochbau sowie Dach- und Fassadenlösungen in Europa an. Eine wesentliche Determinante für die Geschäftsentwicklung sind damit die Bauaktivitäten auf dem Kontinent (hier in der Euroconstruct-Abgrenzung: 15 west- und vier osteuropäische Länder). Nach einer Erhebung des Forschungs- und Beratungsnetzwerks Euroconstruct haben u.a. ein niedriges Zinsniveau, ein verbessertes konjunkturelles Umfeld und eine höhere Ausgabebereitschaft der öffentlichen Hand in den letzten Jahren zu einem Bauboom geführt. Das Bauvolumen hat deutlich stärker zugelegt als die Gesamtwirtschaft, mit einem Wachstum von bis zu 4,1 Prozent in 2017. Auch 2018 war die Steigerungsrate trotz einer Abkühlung mit 2,8 Prozent noch überdurchschnittlich (Datenquelle für den Absatz: ifo Schnelldienst 02/2019: „Europäische Bauwirtschaft bleibt bis 2021 auf Expansionskurs“).



Ab 2019: Prognose; Quelle: ifo, Euroconstruct

Langsame Abkühlung

Die Experten gehen davon aus, dass sich das Wachstum der Baubranche weiter fortsetzt, allerdings mit abnehmendem Tempo. Für 2021 wird noch eine Steigerungsrate von 1,5 Prozent prognostiziert. Denn ei-

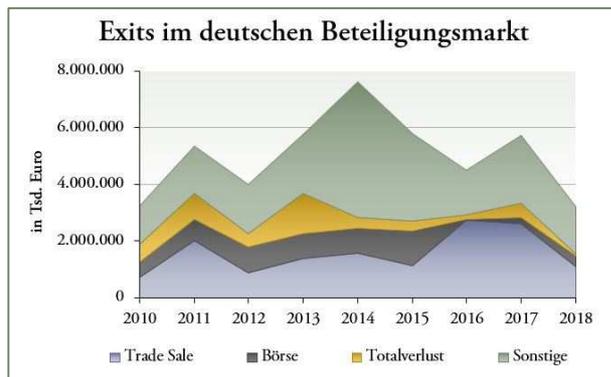
nerseits gibt es weiterhin einen hohen Bedarf für weiteren Wohnraum (Stichwort „Urbanisierung“) sowie für die Erneuerung der in die Jahre gekommenen Infrastruktur, andererseits stößt die Bauwirtschaft zunehmend an ihre Kapazitätsgrenzen. Zudem hat sich das allgemeine konjunkturelle Umfeld zuletzt eingetrübt, was gerade für das für Donges SteelTec besonders wichtige Segment des Nichtwohn-Hochbaus von überdurchschnittlicher Relevanz ist (Datenquelle wie vorheriger Absatz).



Quelle: BVK

Beteiligungsbranche auf hohem Niveau

Die bisherigen Ausführungen betrafen das Umfeld in den Zielmärkten der wichtigsten Tochterunternehmen von Mutares. Aus der Perspektive der Holding spielt darüber hinaus auch die Entwicklung des Beteiligungsmarktes eine wichtige Rolle, da sie die Kaufpreise und die Exit-Chancen beeinflusst. Im letzten Jahr bewegten sich die Aktivitäten der Branche auf einem weiterhin hohen Niveau, auch wenn die Rekordwerte aus dem Vorjahr nicht ganz erreicht wurden. Nachdem unter anderem mehrere Großtransaktionen das Investitionsvolumen in 2017 auf 11,7 Mrd. Euro getrieben hatten, wurden 2018 rund 9,6 Mrd. Euro verzeichnet. Dieser Wert lag immer noch um 27 Prozent über dem Fünfjahresdurchschnitt von 2013 bis 2017. Ein ähnliches Bild zeigt sich beim Fundraising: Die eingeworbenen Mittel reduzierten sich in Relation zum Vorjahr um 11 Prozent auf 2,7 Mrd. Euro, übertrafen damit aber den Durchschnitt der vorherigen fünf Perioden um 9 Prozent (Datenquelle für diesen Absatz: BVK).



Quelle: BVK

Einbruch der Exit-Aktivitäten

Wesentlich stärker ist die Kontraktion beim Exit-Volumen ausgefallen, das mit 3,2 Mrd. Euro um 44 Prozent unter dem Vorjahreswert und um 45 Prozent unter dem Durchschnittsniveau von 2013 bis 2017 lag. Ein Grund dafür waren die geringen Erlöse aus Trade-Sales, die mit 1,09 Mrd. Euro auf den niedrigsten Stand seit 2012 gefallen sind. Eine maßgebliche Rolle dürfte dabei der im Laufe des Jahres eingetretene Konjunkturabschwung gespielt haben, der auch die Börsenentwicklung belastet hat. Dementsprechend gab es im zweiten Halbjahr 2018 nur noch minimale Veräußerungen über die Börse (rd. 30 Mio. Euro), gegenüber 0,36 Mrd. Euro in den ersten sechs Monaten. Insgesamt reduzierte sich das Exit-Volumen von 1,9 Mrd. Euro im ersten Semester auf 1,3 Mrd. Euro von Juli bis Dezember. Trotzdem sind noch keine größeren Probleme in den Portfolien erkennbar: Der Anteil der Totalverluste ist im Gesamtjahr mit 2,2 Prozent auf ein neues Zyklustief gefallen (Datenquelle: BVK).

Stimmung kühlt sich etwas ab

Die jüngste Entwicklung hat aber Spuren in der Stimmungslage der Branche hinterlassen. Vor allem Betei-

ligungsgesellschaften, die im Bereich der Spätphaseninvestments aktiv sind, äußerten sich bezüglich ihrer aktuellen Geschäftsentwicklung und ihrer Erwartungen negativer als zuvor. Daher ist der Geschäftsklimaindex für die gesamte Private-Equity-Branche im zweiten Halbjahr 2018 nach unten abgeknickt. Der gemessene Gesamtwert für 2018 war dennoch der höchste seit Beginn der Erhebung im Jahr 2003. Der BVK interpretiert die Entwicklung im Jahresverlauf als eine normale Reaktion insbesondere auf die temporär negative Börsenentwicklung, erwartet aber „keinen Stimmungs- oder Markteinbruch“ (Quelle: KfW/BVK German Private Equity Barometer 4. Quartal 2018).

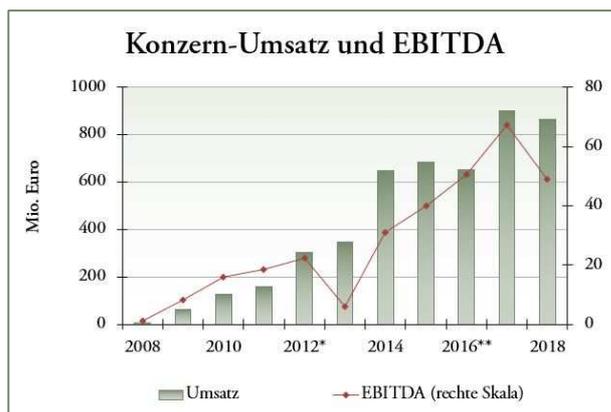


Quelle: KfW, BVK

Zahlen

Umsatz-CAGR von 27 Prozent

Die dynamische Entwicklung des Mutares-Konzerns hat sich in diesem Jahrzehnt entsprechend in der Entwicklung von Umsatz und EBITDA niedergeschlagen. Die durchschnittliche Erlössteigerung seit 2010 beträgt 27 Prozent, das operative Ergebnis wurden in diesem Zeitraum vervielfacht (wobei die Zahlen wegen des Wechsels auf IFRS ab 2016/17 nur bedingt vergleichbar sind). Die Entwicklung verläuft aber oft sprunghaft in Abhängigkeit von großen Zukäufen, während Verkäufe und Entkonsolidierungen in einzelnen Perioden das Umsatzwachstum dämpfen oder sogar zu einem Rückgang führen können.



* 2012 Rumpfgeschäftsjahr, der Bilanzstichtag wurde auf den 31.12. geändert; ** ab 2016 IFRS; Quelle: Unternehmen

Moderater Umsatzrückgang

So ist es im Geschäftsjahr 2018 gewesen, in dem der Konzernumsatz um 3,8 Prozent auf 865,1 Mio. Euro zurückgegangen ist. Einen wesentlichen Einfluss hatte die Entkonsolidierung von Gesellschaften in 2017 (rechnerisch -105,1 Mio. Euro) sowie im Jahresverlauf 2018 (-101,6 Mio. Euro), was durch den Beitrag neu erworbener Unternehmen noch nicht vollständig kompensiert werden konnte. Die Bestandsgesellschaften haben aber zum überwiegenden Teil ein leichtes organisches Wachstum erzielt. Die Entwicklung lag in etwa im Rahmen unserer Erwartungen, unsere Erlös-

schätzung hatte im Vorfeld bei 871,5 Mio. Euro gelegen.

Konzernzahlen	2017	2018	Änderung
Umsatz	899,7	865,1	-3,8%
Adjusted EBITDA	-27,9	4,5	-
EBITDA	67,1	49,1	-26,8%
Konzernergebnis	44,2	14,7	-66,7%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Deutliche operative Verbesserung

Auch das Konzern-EBITDA ist im letzten Jahr gesunken, und zwar um 26,8 Prozent auf 49,1 Mio. Euro, was sich im Konzernergebnis nach Anteilen Dritter deutlich niedergeschlagen hat (-66,7 Prozent auf 14,7 Mio. Euro). In dem Rückgang spiegeln sich aber vor allem geringere Erträge aus Bargain Purchases wider, die mit 32,3 Mio. Euro weit unter dem Vorjahreswert (87,3 Mio. Euro) lagen. Demgegenüber zeigt das bereinigte EBITDA, das von -27,9 auf +4,5 Mio. Euro drehte, eine erhebliche Verbesserung der operativen Performance. Diese ist zwar zum Teil auf den Abgang von Verlustbringern zurückzuführen, die 2018 nur noch einen Fehlbetrag von -9,9 Mio. Euro zum Ergebnis beisteuerten, gegenüber -20,6 Mio. Euro im Vorjahr. Aber auch die Gesellschaften, die sich per Ende Dezember im Bestand befanden, lieferten einen wesentlich, von -7,3 auf 14,5 Mio. Euro, verbesserten Beitrag. Ein Haupttreiber war dabei Balcke-Dürr, dessen bereinigtes EBITDA nach Angaben des Managements von -10 auf +6 Mio. Euro verbessert wurde.

Starke Nettofinanzposition

Deutliche Fortschritte waren auch beim Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit zu verzeichnen, der mit -11,1 Mio. Euro zwar negativ blieb, aber damit deutlich über dem Vorjahreswert von -29,1 Mio. Euro lag. Hinzu kam ein leicht negativer Investitions-Cashflow von -3,1 Mio. Euro, nachdem in diesem Bereich maß-

geblich durch Abgänge aus dem Konsolidierungskreis in 2017 noch ein Überschuss von 23,9 Mio. Euro angefallen war. Die große STS-Transaktion wurde aber im Investitions-Cashflow nicht erfasst, sondern im Finanzierungs-Cashflow. Der Finanzmittelzufluss aus dem IPO in Höhe von 52,1 Mio. Euro (davon brutto 24 Mio. Euro an STS und der Rest an die Holding) war der wesentliche Faktor für den Überschuss im Finanzierungs-Cashflow von 23,4 Mio. Euro (Vorjahr: 34,5 Mio. Euro). Damit hat der Konzern die Cash-Position per Saldo weiter um 9,2 auf 108,1 Mio. Euro ausgebaut. Dem standen kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten in Höhe von 66,4 Mio. Euro gegenüber, so dass zum Bilanzstichtag eine starke Nettofinanzposition von 41,7 Mio. Euro bestand. Mit der ertragsneutralen Verbuchung der Effekte aus dem STS-Börsengang im Eigenkapital ist zudem die Eigenkapitalquote von 24,6 auf 33,0 Prozent gestiegen.

Eigenkapitalquote von 91,5 Prozent

Noch stärker steht die Aktiengesellschaft isoliert betrachtet da. Nachdem im letzten Geschäftsjahr die Rückstellungen (von 8,1 auf 4,5 Mio. Euro) und die Verbindlichkeiten (von 7,2 auf 2,1 Mio. Euro) deutlich zurückgeführt werden konnten, belief sich die Eigenkapitalquote im Einzelabschluss per Ende Dezember bei einem Eigenkapital von 71,6 Mio. Euro auf 91,5 Prozent. Mit 20,7 Mio. Euro entfiel 26,5 Prozent der Bilanzsumme (78,2 Mio. Euro) auf den Kas senbestand.

AG: Beteiligungserträge ziehen an

Für die Aktionäre sind die Konzernzahlen ein Indikator für die Entwicklung der Gruppe und das künftige Gewinnpotenzial, doch für die Ausschüttungen ist der Gewinn im Einzelabschluss entscheidend. Der wichtigste Ergebnistreiber der Mutares AG sind Erträge aus Beteiligungen inklusive der Gewinne aus Veräußerungen. Diese konnten im letzten Jahr deutlich von 35,2 auf einen neuen Rekordwert von 43,9 Mio. Euro gesteigert werden. Eine wichtige Komponente war der Ergebnisbeitrag aus dem STS-Aktienverkauf zum Börsengang in Höhe von 27 Mio. Euro. Darüber hinaus leistete auch der im Dezember erfolgte Verkauf der Beteiligung BSL (mit einem Gesamtverkaufspreis

von 2,0 Mio. Euro) einen kleinen Beitrag, außerdem hat Mutares Ausschüttungen von den Töchtern erhalten. Unsere Schätzung von 29,5 Mio. Euro wurde damit deutlich übertroffen. Hinzu kamen sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 4,5 Mio. Euro (Vorjahr: 0,6 Mio. Euro), wovon 2,6 Mio. Euro als Earn-out-Ertrag im Nachgang zum Verkauf der Beteiligung A+F in 2017 verbucht wurden.

AG-Zahlen	2017	2018	Änderung
Umsatz	10,8	10,6	-2,6%
Erträge Beteiligungen	35,2	43,9	+24,6%
Jahresüberschuss	17,6	20,1	+13,8%
Dividende	1,00	1,00*	0,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

** Dividende für 2018: Vorschlag*

Erneut hoher Überschuss

Die Umsätze aus Beratungsleistungen sind hingegen mit 10,6 Mio. Euro (unsere Schätzung: 11,7 Mio. Euro) leicht zurückgegangen, da die Kapazitäten stark durch den Börsengang von STS gebunden waren. Die damit verbundenen Kosten waren auch maßgeblich für den deutlichen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 13,3 auf 21,4 Mio. Euro verantwortlich, in denen außerdem der Aufwand in Höhe von 5,5 Mio. Euro erfasst wurde, der aus der Zahlung von 7,5 Mio. Euro (wovon für 2 Mio. Euro Rückstellungen bestanden) an die Diehl AKO Stiftung & Co. KG zur Beilegung eines jahrelangen Rechtsstreits resultierte. Höher ausgefallen sind auch die Abschreibungen auf Finanzanlagen (von 4,3 auf 5,9 Mio. Euro) und der Aufwand für bezogene Leistungen (von 1,9 auf 2,1 Mio. Euro), während die Personalkosten nach dem Ausscheiden von Vorstand Dr. Geuer von 10,5 auf 9,7 Mio. Euro zurückgegangen sind. Unter dem Strich konnte der Jahresüberschuss der AG von 17,6 auf 20,1 Mio. Euro gesteigert werden, womit unsere Erwartung von 9,2 Mio. Euro deutlich übertroffen wurde. Auf dieser Basis haben die Gremien erneut die Ausschüttung einer Dividende von 1,00 Euro je Aktie vorgeschlagen.

Equity Story

Asymmetrische Konstellation

Die Attraktivität des Sanierungsgeschäfts resultiert aus einer asymmetrischen Konstellation. Konzerne mit notleidenden Bereichen befinden sich in der Regel in einer Drucksituation. Verlustreiche und womöglich bereits erfolglos restrukturierte Sparten binden Managementkapazitäten und schmälern die Performance des Gesamtkonzerns. Die notwendigen Anpassungsmaßnahmen unterliegen aber umfangreichen Restriktionen, damit beispielsweise keine negativen Rückkopplungen auf das Image des Unternehmens entstehen. Ein externer Sanierer ohne Konzernzwänge kann hingegen eine Sanierung meist entschiedener angehen, zudem verfügt er dank der permanenten Beschäftigung mit Restrukturierungsfällen über notwendiges Spezialwissen sowie über Managementkapazitäten extra für solche Fälle. Die Möglichkeit, schwierige Sparten auf diesem Weg abzugeben, lassen sich Konzerne üblicherweise sogar etwas kosten, die Sanierungsmaßnahmen werden vom Verkäufer oftmals finanziell abgesichert.

Enormer Werthebel

Aus demselben Grund sind die geforderten Preise für Sanierungsfälle relativ gering, der abgebende Konzern profitiert ja schon dadurch, dass die Managementkapazitäten entlastet und weitere negative Effekte auf die Gesamtperformance verhindert werden. Das spiegelt sich in der Regel darin wider, dass der Kaufpreis noch deutlich unter dem neu bewerteten saldierten Buchwert der Aktiva und Passiva liegt (Bargain Purchase). Im Fall einer erfolgreichen Sanierung bietet das einen enormen Werthebel, wenn die profitable Gesellschaft im Anschluss zu üblichen Ertrags-Multiples wieder verkauft werden kann. Mutares geht aber noch einen Schritt weiter und baut aussichtsreiche Plattformunternehmen im Rahmen einer Buy & Build-Strategie mit synergetischen Akquisitionen weiter aus. Aus diesem Prozess sollen letztlich expandierende und profitable Mittelständler mit einer gefestigten Marktstellung hervorgehen. Mit dem Verkauf von Beteiligungen, die diesen Prozess erfolgreich durchlaufen ha-

ben, können noch deutlich höhere Erlöse erzielt werden als mit Gesellschaften unmittelbar nach dem Turnaround.

Starker Track-Record

Das hat Mutares mit dem Börsengang von STS und dem damit verbundenen Teil-Exit erstmals eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Dem Unternehmen wurde zum IPO ein Marktwert von 144 Mio. Euro zugestanden, was einem Multiple von 22 auf der eingesetzte Kapital entsprach. Mit dem Teilverkauf von knapp 1,2 der 5 Mio. Aktien aus dem Bestand von Mutares wurde ein Erlös von 28,1 Mio. Euro erzielt. Das war ein wichtiger Beitrag zu den Erträgen aus Beteiligungen und Exits im letzten Geschäftsjahr (im Einzelabschluss) in Höhe von 43,9 Mio. Euro. Zugleich hat die Holding aber auch Ausschüttungen in Millionenhöhe von den Portfoliogesellschaften erhalten, was zeigt, dass sich diese zu einem substanziellen Teil in einem fortgeschrittenen Reifestadium befinden und damit künftig regelmäßig Ergebnisbeiträge auch ohne Anteilsverkäufe liefern können. In Summe konnte die Aktiengesellschaft so im ausschüttungsrelevanten Einzelabschluss einen Überschuss in Höhe von 20,1 Mio. Euro (+13,8 Prozent) ausweisen. Damit wurde eine eindrucksvolle Gewinnserie fortgesetzt. In diesem Jahrzehnt sind der Gesellschaft beständig lukrative Transaktionen gelungen, so dass jedes Geschäftsjahr mit Gewinn abgeschlossen wurde.

Hohe Ausschüttungen

Da das Unternehmen im Einkauf aufgrund der skizzierten asymmetrischen Konstellation von günstigen Preisen profitiert und nur selektiv und in einem überschaubaren Ausmaß eigenes Kapital einsetzen muss, kann der AG-Gewinn zu einem hohen Anteil ausgeschüttet werden. In den letzten vier Jahren (unter Einrechnung des Dividendenvorschlags für 2018) wurden jeweils rund 90 Prozent des Nettoüberschusses ausgekehrt. Auf Basis der angekündigten Ausschüt-

tung beträgt die Dividendenrendite der Aktie aktuell rund 9 Prozent. Mutares will diese aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik weiter fortsetzen.

Weitere Kandidaten im fortgeschrittenen Aufbau

Im Trend dürfte nach unserer Einschätzung das Potenzial für hohe Ausschüttungen weiter zunehmen. Allein die Bestandsposition an STS birgt trotz des aktuell deutlich reduzierten Kursniveaus noch eine Gewinnreserve von mehr als 40 Mio. Euro. Weitere Erfolge in dieser Größenordnung sind gut möglich. Denn während sich Mutares in der Unternehmenshistorie zunächst auf den Kauf von Sanierungsfällen und den Verkauf von erfolgreich restrukturierten Gesellschaften fokussiert hat, werden aussichtsreiche Beteiligungen nun länger betreut und mit einem aktiven Buy & Build-Prozess in eine andere Umsatzdimension überführt, aus der ein deutlich höheres Einnahmepotenzial resultiert. Nach dem STS-Coup ist dieser Wachstumsprozess bei Balcke-Dürr und Donges SteelTec schon weit fortgeschritten. Allein diese beiden Schwergewichte bieten nach unserer Einschätzung im Fall einer erfolgreichen Fortsetzung der Entwicklung ein hohes Gewinnpotenzial. Zudem kann Mutares inzwischen deutlich größere Unternehmen

erwerben, als dies in den Anfangsjahren der Fall war, was sich ebenfalls positiv in den erzielbaren Erträgen niederschlägt.

Günstige Bewertung

Obwohl der Aktie nach der Bekanntgabe der finalen Zahlen für 2018 und der Dividendenankündigung die aus unserer Sicht überfällige Erholung gelungen ist, ist die Bewertung immer noch moderat. Gemessen am zuletzt veröffentlichten Net Asset Value von 13,32 Euro notiert das Unternehmen mit einem Abschlag von mehr als 15 Prozent. Und dieser Substanzwert ist konservativ kalkuliert. Nachdem das Management die Bewertungschancen von STS im Vorfeld des IPOs überschätzt hat, wird seitdem als Reaktion darauf eher vorsichtig agiert. Insbesondere im Segment Engineering & Technology sehen wir erhebliches Aufwärtspotenzial. Die drei Unternehmen in diesem Bereich (nach alter Segmentierung) wurden per Ende Dezember mit 86,3 Mio. Euro bewertet. Dem steht nach den jüngsten Add-on-Akquisitionen von Donges ein geschätztes kumuliertes Umsatzvolumen von 480 Mio. Euro in 2019 (Als-ob-Basis) gegenüber. Und alle drei Gesellschaften sollen in diesem Jahr auf bereinigter Basis profitabel wirtschaften.

DCF-Bewertung

Diskontinuierliche Wertrealisation

Die Bewertung von Beteiligungsgesellschaften, deren Kerngeschäft aus dem Ankauf und Verkauf von Unternehmen besteht, ist schwierig. Grund dafür ist zum einen, dass weitere Zukäufe bis zum Moment der Realisierung schwer eingeplant werden können. Aber auch nach dem Erwerb bleibt die Einschätzung in zweierlei Hinsicht kompliziert. Zum einen ist die Datenverfügbarkeit für einzelne Beteiligungen in der Regel deutlich geringer, als das bei börsennotierten Gesellschaften mit einem stetigen Geschäft üblicherweise der Fall ist, zum anderen ist der Zeitpunkt möglicher Verkäufe schwer zu taxieren. Eine Verschiebung einzelner Transaktionen hat aber einen großen Einfluss auf die Resultate einzelner Finanzperioden.

Segmente	NAV 12/16	NAV 12/17	NAV 06/18	NAV 12/18
AM	104,7	239,9	103,4	56,2
W&P	37,2	15,6	7,2	13,7
C&I	69,4	43,4	25,7	25,1
E&T	64,9	63,6	69,6	86,3
CG&L	28,2	4,3	0,7	0,4
Nettofinanzmittel	3,5	31,9	41,4	21,2
Gesamt	307,9	398,6	248,0	202,9
NAV je Aktie	19,87	25,72	16,00	13,32

in Mio. Euro; Legende: AM Automotive, W&P Wood & Paper, C&I Construction & Infrastructure, E&T Engineering & Technology, CG&L Consumer Goods & Logistics; Quelle: Unternehmen

Unternehmen veröffentlicht NAV

Üblicherweise wird in solchen Fällen ein Sum-of-Parts-Ansatz gewählt, in dessen Rahmen der aktuelle Wert der einzelnen Beteiligungen ermittelt wird. Zusammen mit der Nettofinanzposition der Holding führt das zu dem Substanzwert (Net Asset Value). Das Unternehmen führt eine derartige Berechnung durch, wobei zur Ermittlung der Werte der einzelnen Betei-

ligungen die DCF-Methode benutzt wird. In den letzten zwölf Monaten hat sich der NAV nahezu halbiert, von 398,6 Mio. Euro oder 25,72 Euro je Aktie Ende 2017 auf 202,9 Mio. Euro oder 13,32 Euro je Aktie zum 31. Dezember 2018. Das ist zum größten Teil auf den massiven Wertabschlag im Bereich Automotive in diesem Zeitraum zurückzuführen. Dieser wiederum resultiert daraus, dass die Wertvorstellungen für STS in einem schwieriger werdenden Kapitalmarkt- und Branchenumfeld zum IPO nicht realisiert werden konnten und dass auch die Kursentwicklung im Anschluss negativ war. Als Reaktion darauf wurden die Bewertungsmethoden im Rahmen der DCF-Modellierung konservativer ausgestaltet, beispielsweise durch eine Absenkung der „ewigen Wachstumsrate“ von 1,5 auf 0,5 Prozent (obwohl durchaus auch 2,0 Prozent als EZB-Zielinflationsrate theoretisch gut begründbar sind). Weiterhin basieren die Berechnungen auf den Planungen der Beteiligungen für die nächsten drei Jahre und einer Diskontierung mit firmenspezifischen WACC von 6 bis 11 Prozent. Der durchschnittliche Zins liegt nun bei 9 Prozent, per Ende 2017 waren es hingegen noch 6,4 Prozent. Mit der jüngsten Veröffentlichung erfolgte auch eine Umrechnung auf die Net Asset Values der neuen Segmente, die Basis unserer Konzernschätzungen sind.

Neue Segmente	NAV 12/18
Automotive & Mobility	56,2
Engineering & Technology	104,5
Goods & Services	21,0
Nettofinanzmittel	21,2
Gesamt	202,9
NAV je Aktie	13,32

in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Sanierung und Expansion

Die konservativen Wertansätze im aktuellen NAV sehen wir als eine gute Indikation für die aktuell erzielbaren Preise im Rahmen von Beteiligungsverkäufen. Ansonsten unterschätzt der Net Asset Value allerdings das Wertpotenzial, das insbesondere aus der Weiterentwicklung der Unternehmen im Rahmen von Buy & Build-Prozessen resultiert. Wir wählen daher keinen statischen Sum-of-Parts-Ansatz, sondern diskontieren die geschätzten künftigen Erträge, die aus der potenziellen Weiterentwicklung des Portfolios resultieren. Diese werden in der AG-GuV vor allem in den Erträgen aus Beteiligungen abgebildet. Daraus resultiert letztlich der AG-Gewinn, der den wichtigsten Gradmesser des Erfolgs sowie die Basis der Ausschüttungen darstellt und damit die Kerngröße unseres Schätzmodells ist. Den fairen Wert leiten wir daher aus der Prognose der AG-GuV ab.

Managementprognose für 2019

Dennoch haben auch die Konzernzahlen für das Modell eine hohe Bedeutung, denn diese spiegeln die Entwicklung des Portfolios wider, aus dem letztlich das Gewinnpotenzial für die Holding resultiert. Die Prognose des Managements für das Jahr 2019 sieht Konzernerlöse von mehr als 1 Mrd. Euro vor. Dabei ist aufgrund der bereits durchgeführten Transaktionen ein starker Umsatzanstieg im Bereich Engineering & Technology absehbar, während sich die Bereiche Automotive & Mobility sowie Goods & Services in etwa auf dem Vorjahresniveau bewegen sollen. Letzteres gilt auch für das berichtete EBITDA (auf Basis

der bislang durchgeführten Transaktionen), während das bereinigte EBITDA wegen des Abgangs von Verlustbringern und erwarteter Fortschritte im Bereich Engineering & Technology „außerordentlich“ ansteigen soll. Neben den in der Prognose bereits abgebildeten Zukäufen von Normek Oy und FDT plant das Management mindestens drei weitere Transaktionen für dieses Jahr. Mit dem verbindlichen Angebot für TrefilUnion befindet sich eine davon bereits in einem fortgeschrittenen Stadium.

Segmente (Bestand)	Umsatz 2019e	EBITDA 2019e
Automotive & Mobility	437	24
Engineering & Technology	449	9
Goods & Services	147	4
Gesamt	1.033	37

Schätzungen SMC-Research; in Mio. Euro

Hoher Anstieg beim Bestands-EBITDA

Wir haben aus den Ausführungen zu den einzelnen Gesellschaften im Geschäftsbericht Erlös- und Ergebnisprognosen für die einzelnen Segmente in diesem Jahr erstellt. Dabei handelt es sich um den Ist-Bestand inklusive der in 2019 bereits durchgeführten Add-on-Akquisitionen für Donges. Den Beitrag von Donges im Bereich Engineering & Technology schätzen wir auf 200 Mio. Euro (während der Als-ob-Umsatz von Donges 230 Mio. Euro beträgt). Balcke-Dürr und Gemini sehen wir deutlich über Vorjahr und Eupec auf dem Vorjahresniveau. Das bereinigte EBITDA dürfte zu einem großen Teil von Balcke-Dürr stam-

Konzern-GUV (in Mio. Euro)	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	1.113,1	1.263,1	1.413,1	1.563,1	1.813,1	2.063,1	2.313,1	2.563,1
Gesamtleistung	1.109,1	1.259,1	1.409,1	1.559,1	1.809,1	2.059,1	2.309,1	2.559,1
Rohertrag	425,7	483,6	542,9	602,5	701,3	800,6	898,1	995,6
EBITDA	47,0	53,9	62,2	72,3	86,3	100,8	115,9	128,8
EBIT	13,7	18,6	24,4	33,3	43,3	53,5	64,0	72,2
EBT	9,2	12,5	18,2	26,8	36,5	46,3	56,3	63,9
JÜ	7,0	8,5	11,5	16,9	23,0	29,2	35,5	40,3

SMC-Schätzungen

men. Demgegenüber bleibt STS der Hauptpfeiler des Segments Automotive & Mobility mit einem Umsatz und bereinigtem EBITDA auf Vorjahresniveau gemäß der Managementprognose. Im Bereich Goods & Services rechnen wir mit Erlössteigerungen bei Cenpa und Norsilk sowie mit einer Stagnation bei La Meusienne und Klann; die Profitabilität bleibt (mit Ausnahme von Cenpa) gering.

Weitere Zukäufe unterstellt

Für den Saldo aus Erträgen aus Bargain Purchases, Restrukturierungskosten und dem Entkonsolidierungsergebnis setzen wir pauschal einen positiven EBITDA-Beitrag (berichtet) von 20 Mio. Euro an. Darüber hinaus unterstellen wir ebenfalls pauschal einen negativen operativen Ergebnisbeitrag von weiteren Akquisitionen in Höhe von 10 Mio. Euro. Mit einem so geschätzten EBITDA von 47 Mio. Euro bewegen wir uns im Rahmen der Managementprognose. Darin ist ein geschätzter positiver Effekt aus der IFRS-16-Umstellung in Höhe von 12,5 Mio. Euro (Managementprognose: 10 bis 15 Mio. Euro) enthalten, der im Gegenzug zu entsprechend höheren Abschreibungen und einer Bilanzverlängerung führt. Der Umsatz der Gruppe sollte sich als Summe aus dem Bestand (1.033 Mio. Euro) sowie weiteren hypothetisch unterstellten Zu- und Abgängen (Saldo: 80 Mio. Euro) auf 1,11 Mrd. Euro belaufen.

Konzernentwicklung ab 2020

Für die Zeit danach kalkulieren wir auf Basis der Entwicklung der letzten zwei Jahre nun etwas konservativer mit einem Umsatzzuwachs von zunächst 150 Mio. Euro p.a. und dann ab 2023 mit 250 Mio. Euro p.a. aus weiteren Akquisitionen (inklusive organischem Wachstum sowie Konsolidierungseffekten aus Zukäufen des Vorjahres, abzüglich Entkonsolidierungen) und bilden damit die Fortsetzung der bisherigen Wachstumsstrategie ab. Zuvor hatten wir an dieser Stelle 300 Mio. Euro angesetzt. Zuletzt hat sich aber gezeigt, dass wir die Zahl der Portfolioabgänge im Zeitablauf (und damit den entfallenden Umsatz) unterschätzt haben. In der Kostenstruktur des Konzerns unterstellen wir wie bislang aufgrund der positiven Entwicklung der „Altgesellschaften“ eine graduelle Margenverbesserung. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Struktur der Konzern-GUV.

Steigende Werte im Zeitablauf

Dieses Gerüst stellt die Basis dar, damit die Muttergesellschaft laufende Erträge aus den Beteiligungen generieren und weitere Exits realisieren kann. Für 2019 unterstellen wir bei einem leichten Umsatzanstieg der AG einen Rückgang der Beteiligungserträge, da sich keine Transaktion in der Größenordnung des STS-

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	11,3	12,0	12,6	13,2	13,9	14,6	15,3	16,1
Rohertrag	9,3	9,8	10,3	10,8	11,4	11,9	12,5	13,2
EBITDA	-14,7	-15,8	-16,9	-18,0	-19,1	-20,4	-21,4	-22,5
EBIT	-14,9	-16,1	-17,1	-18,2	-19,4	-20,7	-21,7	-22,8
Erträge Beteiligungen	35,1	40,4	45,2	50,6	56,7	62,4	68,6	75,5
EBT	17,0	20,4	23,2	26,2	29,5	31,9	34,7	37,3
JÜ	16,2	19,3	22,0	24,9	28,0	30,4	32,9	35,5
Diskontierungsfaktor	0,93	0,85	0,77	0,70	0,63	0,58	0,52	0,48
Abgezinster Gewinn	15,1	16,4	16,9	17,4	17,8	17,5	17,2	16,9
Terminal Value	130,4							
Ertragswert	265,5	Je Aktie: 17,13 Euro						

SMC-Schätzungen

Teilexits abzeichnet. Gleichwohl rechnen wir damit, dass ein oder zwei Unternehmen veräußert werden. Als Kandidaten sehen wir Cenpa und Eupec. Ab 2020 rechnen wir dann mit einem stetigen Anstieg der Beteiligungserträge, was den steigenden Reifegrad des Portfolios abbildet. Wir gehen davon aus, dass künftig im Fall einer erfolgreichen Weiterentwicklung einer großen Tochter erneut der Weg über einen Teilverkauf mittels eines Börsengangs beschritten werden dürfte, was einen hohen Ertragshebel bietet. Als weitere Stütze unseres Gewinnmodells sehen wir die bestehende Gewinnreserve in der STS-Position in Höhe von über 40 Mio. Euro. Die auf der vorherigen Seite abgebildete Tabelle zeigt die aus diesen Annahmen resultierende GUV der AG im Detailprognosezeitraum. Wir halten diese Kalkulation für konservativ, da die Beteiligungserträge annahmegemäß erst im Jahr 2021 wieder das Niveau von 2018 erreichen. Und das, obwohl der zunehmende Reifegrad der Gesellschaften auch mit höheren laufenden Ausschüttungen an die Mutter verbunden sein dürfte.

Adjustiertes DCF-Modell

Aus diesen Daten leiten wir im Rahmen eines adjustierten DCF (Ertragswert) den fairen Wert ab. Das ist dann zulässig, wenn man hypothetisch eine Vollausschüttung der erzielten Gewinne unterstellt. Da Mutares bislang den Großteil der erwirtschafteten Gewinne auskehrt und auch weiterhin eine hohe Ausschüttungsquote anstrebt, erscheint das nicht unangemessen. Den Überschuss diskontieren wir mit dem Eigenkapitalkostensatz nach CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Als Beta nehmen einen fundamental angemessenen Wert für eine Beteiligungsgesellschaft in Höhe von 1,4. Daraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 10,1 Prozent.

Kursziel: 17,10 Euro je Aktie

Aus unseren Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, EK-Kostensatz 10,1 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 265,5 Mio. Euro, bzw. 17,13 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein Kursziel von 17,10 Euro ab, was deutlich über unserem vorherigen Wert (15,50 Euro) liegt. Die Anhebung resultiert im Wesentlichen aus einer optimistischeren Einschätzung der Beteiligungserträge, nachdem die Ausschüttungen der Töchter in 2018 überraschend hoch ausgefallen sind und die weitere Reifung des Portfolios im Trend weitere Zuwächse erwarten lässt.

Überdurchschnittliches Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Bewertung schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Das Geschäft von Mutares ist zyklisch und unterliegt in Abhängigkeit von einzelnen Transaktionen hohen Schwankungen. Mittlerweile wurde allerdings ein diversifiziertes Portfolio aufgebaut, das in den nächsten Jahren tendenziell eine Verstetigung der laufenden Erträge und auch der Exit-Aktivitäten erlauben sollte. In Summe sehen wir daher ein leicht überdurchschnittliches Prognoserisiko (4 Punkte).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
9,1%	20,66	19,89	19,22	18,62	18,10
9,5%	19,33	18,69	18,11	17,60	17,15
10,1%	18,17	17,62	17,13	16,69	16,29
10,5%	17,14	16,67	16,24	15,86	15,52
11,1%	16,23	15,82	15,45	15,11	14,81

Sensitivitätsanalyse

Als Ergänzung der Ergebnisse nehmen wir eine Sensitivitätsanalyse vor. Bei einer Variation der Inputparameter Diskontierungssatz (zwischen 9,1 und 11,1 Prozent) und ewiges Gewinnwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert der faire Wert der Aktie zwischen 14,81 und 20,66 Euro.

Fazit

Mutares hat in den letzten anderthalb Jahren erhebliche Fortschritte gemacht. Mit Balcke-Dürr und Donges SteelTec reifen zwei weitere Schwergewichte im Portfolio heran, deren Marktposition mit Add-on-Akquisitionen gestärkt wird und die mittelfristig erhebliches Ertragspotenzial aufweisen. Die Blaupause für diesen Prozess liefert der erfolgreiche Aufbau der Tochter STS Group, der im letzten Jahr mit dem IPO an der Frankfurter Börse gekrönt wurde.

Mutares hält immer noch mehr als 60 Prozent an STS, hat aber beim Börsengang einen Teil der Position verkauft und damit einen Ergebnisbeitrag von rund 27 Mio. Euro in 2018 erwirtschaftet. Das war ein wichtiger Treiber der Beteiligungserträge auf der Ebene der Aktiengesellschaft, die im letzten Jahr um 25 Prozent auf einen neuen Rekordwert von knapp 44 Mio. Euro gesteigert werden können. Darin enthalten sind aber auch Ausschüttungen der Tochtergesellschaften an die Holding im Millionenbereich, die verdeutlichen, dass der Reifegrad im Portfolio zunimmt. Damit hat das Unternehmen unsere Schätzung zu dieser wichtigen Erfolgskennzahl, die sich auf 29,5 Mio. Euro belaufen hatte, weit übertroffen.

Auf Basis des hohen Jahresgewinns der Aktiengesellschaft von 20,1 Mio. Euro haben die Gremien eine unveränderte Dividende von 1,00 Euro je Aktie vorgeschlagen. Daraus errechnet sich aktuell eine Dividendenrendite von rund 9 Prozent. Nachdem im Durchschnitt der letzten vier Jahre 90 Prozent des AG-Gewinns ausgekehrt wurden, soll diese aktionärs-

freundliche Ausschüttungspolitik auch in Zukunft soll fortgesetzt werden.

Eine gute Basis, um die dafür notwendigen Erträge auch zu erwirtschaften, ist unseres Erachtens gegeben. Während zunächst noch kleinere Gesellschaften veräußert werden dürften, birgt mittelfristig vor allem der Aufbau neuer Portfolioschwergewichte ein erhebliches Exit-Potenzial. Zudem bietet die STS-Position im Einzelabschluss noch eine Gewinnreserve von mehr als 40 Mio. Euro, und das, obwohl sich deren Kurs seit dem IPO deutlich ermäßigt hat.

Diese schwache Kursperformance der Tochter schmälert das positive Bild etwas und war maßgeblich dafür verantwortlich, dass der Net Asset Value der Gesellschaft per Ende 2018 auf 13,32 Euro je Aktie gesunken ist. Allerdings wird der Wert inzwischen von Mutares auch konservativer kalkuliert, als es noch im Vorfeld des STS-Börsengangs der Fall war.

Wir gehen ohnehin davon aus, dass diese eher statische Kennzahl das Potenzial von Mutares unterschätzt, das durch den dynamischen Buy & Build-Prozess geschaffen wird. Wir haben diesen in unserem Bewertungsmodell abgebildet und unsere Schätzung nach den starken Ertragskennzahlen für 2018 angehoben. Infolgedessen ist der fairer Wert auf 17,10 Euro je Aktie (zuvor: 15,50 Euro) gestiegen, was die Basis für ein unverändertes Votum „Buy“ darstellt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	210,2	279,9	301,7	325,1	351,3	379,4	409,0	440,1	472,6
1. Immat. VG	41,4	42,8	44,1	45,5	46,8	48,2	49,5	50,9	52,2
2. Sachanlagen	133,3	201,7	222,1	244,1	269,0	295,7	324,0	353,8	384,9
II. UV Summe	420,6	432,3	458,8	491,5	534,8	586,5	647,7	719,3	799,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	208,1	214,9	226,8	243,3	268,8	302,0	343,4	393,0	449,4
II. Rückstellungen	93,8	102,9	112,9	123,9	136,0	149,4	164,0	180,1	197,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	32,8	83,1	83,5	84,3	85,6	87,2	89,2	91,6	94,4
2. Kurzfristiges FK	296,1	311,3	337,2	365,0	395,7	427,2	460,1	494,6	530,6
BILANZSUMME	630,8	712,2	760,5	816,6	886,1	965,8	1.056,7	1.159,5	1.272,3

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	865,1	1.113,1	1.263,1	1.413,1	1.563,1	1.813,1	2.063,1	2.313,1	2.563,1
Gesamtleistung	865,2	1.109,1	1.259,1	1.409,1	1.559,1	1.809,1	2.059,1	2.309,1	2.559,1
Rohertrag	332,8	425,7	483,6	542,9	602,5	701,3	800,6	898,1	995,6
EBITDA	49,1	47,0	53,9	62,2	72,3	86,3	100,8	115,9	128,8
EBIT	19,4	13,7	18,6	24,4	33,3	43,3	53,5	64,0	72,2
EBT	14,8	9,2	12,5	18,2	26,8	36,5	46,3	56,3	63,9
JÜ	14,7	7,0	8,5	11,5	16,9	23,0	29,2	35,5	40,3
EPS (AG)	1,29	1,04	1,25	1,42	1,61	1,81	1,96	2,13	2,29

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-11,1	6,4	6,8	9,1	13,0	17,5	22,5	28,0	32,2
CF aus Investition	-3,1	-3,0	-2,3	-0,9	1,1	0,0	-0,9	-1,5	-1,8
CF Finanzierung	23,4	-13,8	-13,3	-13,7	-12,2	-12,0	-11,6	-11,1	-11,2
Liquidität Jahresanfa.	98,9	108,1	97,6	88,8	83,2	85,2	90,7	100,6	116,0
Liquidität Jahresende	108,1	97,6	88,8	83,2	85,2	90,7	100,6	116,0	135,2

Konzern-Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-3,8%	28,7%	13,5%	11,9%	10,6%	16,0%	13,8%	12,1%	10,8%
Rohtragsmarge	38,5%	38,2%	38,3%	38,4%	38,5%	38,7%	38,8%	38,8%	38,8%
EBITDA-Marge	5,7%	4,2%	4,3%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	2,2%	1,2%	1,5%	1,7%	2,1%	2,4%	2,6%	2,8%	2,8%
EBT-Marge	1,7%	0,8%	1,0%	1,3%	1,7%	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,7%	0,6%	0,7%	0,8%	1,1%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%

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 29.04.2019 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 29.04.2019 um 7:40 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
04.03.2019	Buy	15,50 Euro	1), 3), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und fünf 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.