

22. Juli 2019
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares AG

Übernahmen schaffen weiteres Wertsteigerungspotenzial

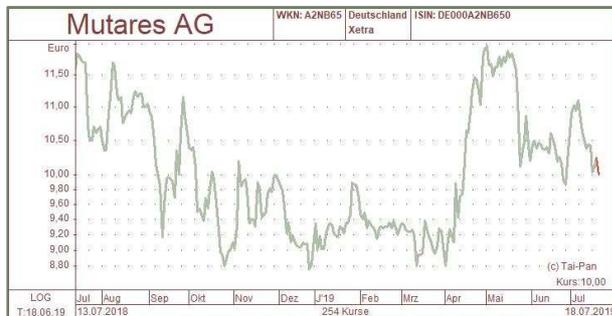
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 10,02 Euro | Kursziel: 16,90 Euro

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

Zwei große Übernahmen im Juli



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	4.782 (31.12.18)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Ticker:	MUX:GR
Kurs:	10,02 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	155,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	134,6 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 61 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	12,26 / 8,58 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	279,6 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	865,1	1.195,0	1.495,0
EBIT (Mio. Euro)	19,4	17,2	18,5
JÜ (AG)*	20,1	16,2	19,3
EpS (AG)*	1,29	1,04	1,25
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,15
Umsatzwachstum	-3,8%	38,1%	25,1%
Gewinnwachstum	13,9%	-19,4%	19,6%
KUV	0,18	0,13	0,10
KGV (AG)*	7,7	9,6	8,0
KCF	-	8,3	-
EV / EBIT	6,9	7,8	7,3
Dividendenrendite	10,0%	10,0%	11,5%

* AG-Einzelabschluss

Aktuelle Entwicklung

Mutares hat den rasanten Expansionskurs auch im Juli fortgesetzt und zwei weitere Akquisitionen, die Nummer sechs und sieben in diesem Jahr, vermeldet. Zunächst hat die Beteiligungsgesellschaft verkündet, dass das komplette Geschäft des Automobilzulieferers Kirchhoff GmbH & Co. KG (KICO) übernommen wird. Der Hersteller von Verschlussystemen, Scharnieren, Verbindungselementen und mechatronischen Systemen, der im laufenden Jahr in die Produktion von insbesondere auch für Elektrofahrzeuge interessanten aktiven Aerodynamiksystemen eingestiegen ist, wirtschaftet im Moment bei einem Umsatz von ca. 100 Mio. Euro leicht profitabel. KICO wird eine neue Plattformgesellschaft im Segment Automotive & Mobility. Damit ist die Tochter im Rahmen der Buy & Build-Strategie von Mutares ein weiterer Kandidat für Add-on-Akquisitionen zur Stärkung der Marktposition. Diesbezüglich gab es in der letzten Woche den nächsten großen Fortschritt bei der Donges-Gruppe, die den finnischen Anbieter von Gebäudesystemlösungen, Ruukki Building Systems, übernehmen konnte. Ruukki soll in 2019 rund 130 Mio. Euro umsetzen und dabei signifikant profitabel wirtschaften.

Fazit

Wie vom Management angestrebt ist es Mutares nun auch gelungen, deutlich größere Unternehmen mit Erlösen im dreistelligen Millionenbereich zu übernehmen. Diese bieten in der Regel mehr Spielraum für die Restrukturierung. Außerdem ist das Wertsteigerungspotenzial für den Fall, dass die Gesellschaften erfolgreich – und ggfs. unterstützt durch synergetische Zukäufe – auf den Wachstumspfad geführt werden, entsprechend höher. Zwar wird es erfahrungsgemäß etwas dauern, bis deutliche operative Ertragsverbesserungen erzielt werden können. Wir sehen das geschaffene Potenzial im Kurs aber nicht adäquat reflektiert und taxieren den fairen Wert weiterhin mit 16,90 Euro deutlich über dem aktuellen Niveau, verbunden mit einem unveränderten Urteil „Buy“.

Anhang I: AG-Schätzmodell

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	50,2	55,7	61,3	67,4	74,2
EBT	17,0	20,4	23,2	25,8	28,5	30,8	33,5	36,0
JÜ	16,2	19,3	22,0	24,5	27,1	29,3	31,8	34,2
Diskontierungsfaktor	0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,59	0,53	0,48
Abgezinster Gewinn	15,3	16,6	17,2	17,4	17,5	17,2	16,9	16,5
Terminal Value	127,7							
Ertragswert	262,2	Je Aktie: 16,92 Euro						

SMC-Schätzungen

Modellanpassungen

Nach den beiden Übernahmen im Juli haben wir unsere Schätzung für den Konzernumsatz im laufenden Jahr von 1.112 Mio. Euro auf 1.195 Mio. Euro erhöht und auch die Erlösreihe der Folgeperioden angepasst. Grundsätzlich ist damit auch das Potenzial für die künftigen Erträge aus Beteiligungen – den zentralen Werttreiber unseres Bewertungsmodells – gestiegen. Wir hatten einen dynamischen Expansionspro-

zess bereits grundsätzlich unterstellt und verzichten daher zunächst auf eine Anhebung. Sollten sich mehrere Schwergewichte aus dem aktuellen Portfolio positiv entwickeln, dürfte das Unternehmen unsere Schätzungen mittelfristig aber übertreffen. Damit besteht ein noch nicht berücksichtigtes Upsidepotenzial. Vorerst bleibt unser Kursziel unverändert 16,90 Euro.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

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	291,2	316,2	342,3	370,8	400,8	432,1	464,6	498,2
1. Immat. VG	41,4	52,8	54,1	55,5	56,8	58,2	59,5	60,9	62,2
2. Sachanlagen	133,3	202,9	226,6	251,3	278,5	307,2	337,1	368,3	400,5
II. UV Summe	420,6	484,4	496,0	515,5	545,4	585,3	636,8	703,7	785,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	208,1	217,7	226,8	241,0	263,8	295,1	335,8	387,8	450,1
II. Rückstellungen	93,8	122,9	132,9	143,9	156,0	169,4	184,0	200,1	217,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	32,8	84,2	83,1	82,6	82,9	83,7	85,3	87,9	91,5
2. Kurzfristiges FK	296,1	350,7	369,4	390,2	413,5	437,9	463,9	492,5	523,8
BILANZSUMME	630,8	775,6	812,2	857,7	916,2	986,2	1.069,0	1.168,4	1.283,3

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	1.195,0	1.495,0	1.645,0	1.795,0	2.045,0	2.295,0	2.545,0	2.795,0
Gesamtleistung	865,2	1.191,0	1.491,0	1.641,0	1.791,0	2.041,0	2.291,0	2.541,0	2.791,0
Rohertrag	332,8	456,7	568,6	627,7	687,1	785,4	884,2	983,5	1.086,1
EBITDA	49,1	50,5	54,0	63,1	72,9	87,7	103,5	122,8	140,8
EBIT	19,4	17,2	18,5	24,6	32,7	43,1	54,3	68,8	81,9
EBT	14,8	12,6	8,8	15,0	22,9	33,3	44,2	58,5	71,1
JÜ	14,7	9,6	5,9	9,4	14,5	20,9	27,9	36,8	44,8
EPS (AG)	1,29	1,04	1,25	1,42	1,58	1,75	1,89	2,05	2,21

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

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	18,6	-2,8	0,6	4,5	9,8	15,9	24,7	32,6
CF aus Investition	-3,1	-4,3	-5,8	-4,4	-2,4	-3,5	-4,4	-5,0	-5,3
CF Finanzierung	23,4	-8,3	-19,8	-19,7	-18,2	-17,3	-15,9	-13,6	-11,8
Liquidität Jahresanfa.	98,9	108,1	114,1	85,8	62,4	46,4	35,4	31,0	37,0
Liquidität Jahresende	108,1	114,1	85,8	62,4	46,4	35,4	31,0	37,0	52,5

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-3,8%	38,1%	25,1%	10,0%	9,1%	13,9%	12,2%	10,9%	9,8%
Rohtragsmarge	38,5%	38,2%	38,0%	38,2%	38,3%	38,4%	38,5%	38,6%	38,9%
EBITDA-Marge	5,7%	4,2%	3,6%	3,8%	4,1%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%
EBIT-Marge	2,2%	1,4%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,7%	2,9%
EBT-Marge	1,7%	1,1%	0,6%	0,9%	1,3%	1,6%	1,9%	2,3%	2,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,7%	0,8%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	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 22.07.2019 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 22.07.2019 um 8:10 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
18.06.2019	Buy	16,90 Euro	1), 3), 4), 10)
22.05.2019	Buy	16,80 Euro	1), 3), 10)
29.04.2019	Buy	17,10 Euro	1), 3), 10)
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)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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