

11. November 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares SE & Co. KGaA

Wachstumsbeschleunigung im dritten Quartal

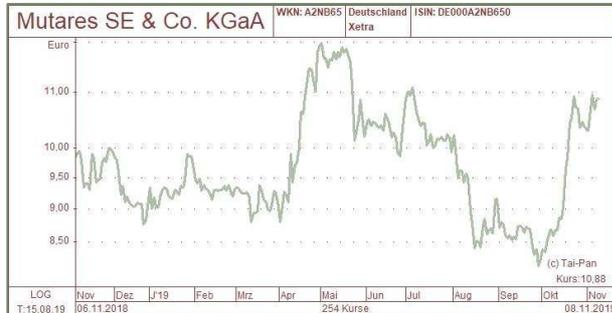
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 10,88 Euro | Kursziel: 15,90 Euro

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	>6.000
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Ticker:	MUX:GR
Kurs:	10,88 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	168,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	163,6 Mio. Euro
Free-Float:	58 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	12,26 / 8,15 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	273,8 Tsd. Euro / Tag

Mutares hat den Konzernumsatz in den ersten neun Monaten dieses Jahres um 12 Prozent auf 728,1 Mio. Euro ausgeweitet. Das EBITDA erhöhte sich währenddessen deutlich überproportional um 172 Prozent auf 73,3 Mio. Euro. Der wesentliche Treiber waren die Erträge aus Bargain Purchases, die sich nach bereits sechs abgeschlossenen Akquisitionen im laufenden Jahr von 6,0 auf 74,2 Mio. Euro vervielfacht haben. Demgegenüber ist das bereinigte Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen von 15,7 auf 5,8 Mio. Euro zurückgegangen, da die in der Regel defizitär wirtschaftenden Neuerwerbungen das operative Ergebnis zunächst einmal deutlich belasten. Mit der Konsolidierung der Zukäufe hat sich das Wachstumstempo im Jahresverlauf deutlich erhöht, so dass der Konzernumsatz im Gesamtjahr voraussichtlich erstmals die Marke von 1 Mrd. Euro überschreiten wird. Im nächsten Jahr dürfte der nächste deutliche Wachstumssprung auf mehr als 1,5 Mrd. Euro anstehen, wenn die bereits vereinbarten Übernahmen von Ruuki Building Systems (Add-on-Akquisition der Tochter Donges, Umsatz ca. 130 Mio. Euro) und Q Logistics (Umsatz ca. 250 Mio. Euro) ebenfalls abgeschlossen werden können.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	650,1	899,7	865,1	1.010,0	1.537,0	1.687,0
EBIT (Mio. Euro)	34,6	40,0	19,4	38,3	14,2	29,1
Jahresüberschuss (KGaA)*	5,5	17,6	20,1	15,6	21,5	24,2
EpS (KGaA)*	0,36	1,14	1,29	1,01	1,38	1,56
Dividende je Aktie	0,35	1,00	1,00	1,00	1,20	1,30
Umsatzwachstum	-4,9%	38,4%	-3,8%	16,7%	52,2%	9,8%
Gewinnwachstum	-41,8%	219,4%	13,9%	-22,2%	37,6%	12,6%
KUV	0,26	0,19	0,19	0,17	0,11	0,10
KGV (KGaA)*	30,6	9,6	8,4	10,8	7,9	7,0
KCF	-	-	-	-	-	-
EV / EBIT	4,7	4,1	8,4	4,3	11,5	5,6
Dividendenrendite	3,2%	9,2%	9,2%	9,2%	11,1%	12,0%

*KGaA-Einzelabschluss

Hohes Expansionstempo

Mutares hat das Portfolio im laufenden Jahr stark ausgebaut: Inzwischen wurden acht Akquisitionen vereinbart und davon bereits sechs abgeschlossen. Die Expansion zeigt sich in zunehmendem Maße in den Geschäftszahlen des Konzerns. Nachdem der Umsatz im ersten Quartal noch um 11,1 Prozent gesunken und im zweiten Quartal nur leicht (um 0,8 Prozent) gestiegen war, wurde von Juli bis September ein Wachstum um rund 57 Prozent auf 285 Mio. Euro erzielt. Summiert über den Neunmonatszeitraum haben die Einnahmen damit um 12 Prozent auf 728,1 Mio. Euro zugelegt. Davon entfallen rund 160 Mio. Euro oder 22 Prozent auf sieben Gesellschaften, die innerhalb der letzten zwölf Monate neu konsolidiert worden sind.

Konzernzahlen	9M 2018	9M 2019	Änderung
Umsatz	649,5	728,1	+12,1%
EBITDA	27,0	73,3	+171,5%
adj. EBITDA	15,7	5,8	-63,1%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Hohe Erträge aus Bargain Purchases

Der Akquisitionsfokus von Mutares liegt insbesondere auf Sanierungsfällen, weswegen die Unternehmen zumeist mit einem Abschlag zum Fair Value erworben werden, was zu Erträgen aus „günstigem Erwerb“ (Bargain Purchase) führt. Wegen der zahlreichen Zukäufe summierten sich diese Erträge in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres auf 74,2 Mio. Euro, gegenüber lediglich 6,0 Mio. Euro im Vorjahr, was zu einem Anstieg des berichteten EBITDA von 27 auf 73,3 Mio. Euro geführt hat. Das um Erträge aus Bargain Purchases, Restrukturierungs- und Einmalaufwendungen sowie Entkonsolidierungseffekten bereinigte Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen reduzierte sich hingegen von 15,7 auf 5,8 Mio. Euro. Dabei haben die in den letzten zwölf Monaten neu erworbenen Gesellschaften das Ergebnis erwartungsgemäß belastet, und zwar mit 6,5 Mio. Euro, während die Unternehmen, die schon vorher zum Portfolio gehörten, einen operativen Überschuss von 12,3 Mio. Euro erzielt haben.

Automotive & Mobility	9M 2018	9M 2019	Änderung
Umsatz	335,9	327,4	-3%
EBITDA	9,9	18,0	+82%
adj. EBITDA	16,2	15,5	-4%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Bereinigtes Konzern-EBITDA stammt aus der A&M-Sparte

Die Aufschlüsselung auf die einzelnen Segmente zeigt, dass das bereinigte operative Ergebnis vollständig von der Sparte Automotive & Mobility erzielt wurde, deren adjusted EBITDA mit 15,5 Mio. Euro leicht unter dem Vorjahreswert (16,2 Mio. Euro) lag. Der wesentliche Beitrag stammt von der börsennotierten Tochter STS, die trotz der schwieriger gewordenen Branchenbedingungen im Automotive-Markt ein bereinigtes Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen von 14,1 Mio. Euro (Vorjahr: 21,1 Mio. Euro) für den Neunmonatszeitraum gemeldet hatte. Der Umsatz von STS war mit -10,6 Prozent auf 276,3 Mio. Euro rückläufig, was maßgeblich für den dreiprozentigen Rückgang der Segmenterlöse auf 327,4 Mio. Euro verantwortlich war. Einen entgegengesetzten Effekt hatten die erstmaligen Erlösbeiträge der Neuerwerbungen Plati (Juni 2019) und KICO (Juli 2019).

Engineering & Technology	9M 2018	9M 2019	Änderung
Umsatz	153,5	312,9	+104%
EBITDA	8,4	5,5	-35%
adj. EBITDA	4,5	-2,0	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Starkes Wachstum im Bereich Engineering & Technology

Deutlich spürbarer waren die Wachstumseffekte aus Akquisitionen im Segment Engineering & Technology. Mehrere Add-on-Zukäufe für die Plattformgesellschaft Donges und die Übernahme von zwei Töchtern der Knorr-Bremse-Gruppe, aus denen die Ge-

mini Rail Group geformt wurde, führten zu einem Erlösanstieg um 104 Prozent auf 312,9 Mio. Euro. Das bereinigte operative Ergebnis wurde aber insbesondere noch durch die Defizite der neuen Donges-Töchter belastet und reduzierte sich von +4,5 auf -2,0 Mio. Euro. Ähnlich ist die Entwicklung im dritten Bereich Goods & Services verlaufen, dessen Erlöse nach dem Erwerb von TréfilUnion (Mai 2019) und keeper (Juni 2019) um 10 Prozent auf 87,9 Mio. Euro zugelegt haben, dessen bereinigtes EBITDA aber von +2,8 auf -5,4 Mio. Euro zurückgegangen ist. Neben dem negativen Ergebnis der neuen Segmentgesellschaften dürfte aber auch das wirtschaftliche Umfeld, das von Mutares in den hier adressierten Märkten weiter als herausfordernd bezeichnet wird, für eine Belastung gesorgt haben.

Goods & Services	9M 2018	9M 2019	Änderung
Umsatz	80,0	87,9	+10%
EBITDA	2,2	51,8	+2.255%
adj. EBITDA	2,8	-5,4	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

NAV fast unverändert

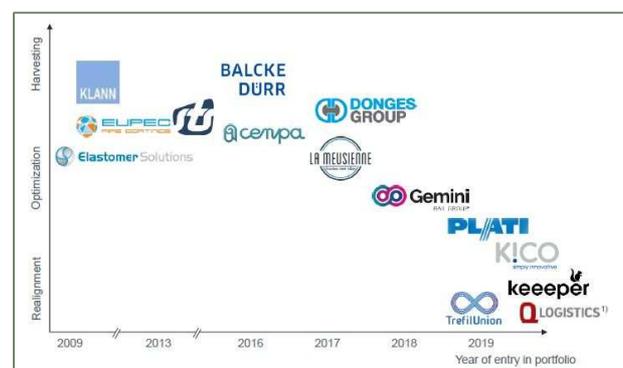
Auf den von der Gesellschaft berechneten Net Asset Value zum 30. September hatte die Entwicklung im dritten Quartal nur einen relativ geringen Einfluss. Der Wertbeitrag des Segments Automotive & Mobility hat sich wegen des weiter gesunkenen Börsenkurses von STS von 44,8 auf 39,1 Mio. Euro reduziert, was aber durch einen Zuwachs im Bereich Engineering & Technology (von 125 auf 135 Mio. Euro) wegen der Fortschritte der Donges-Gruppe mehr als kompensiert wurde. Zusammen mit dem konstanten Wert des Segments Goods & Services (16,5 Mio. Euro) und dem reduzierten Netto-Finanzmittelbestand führte das zu einem in etwa konstanten NAV von 12,87 Euro je Aktie. Die Neuerwerbungen TréfilUnion, keeper und KICO sind darin vorerst nur mit den Akquisitionskosten angesetzt, während der Wert von Plati (Segment Automotive & Mobility) wegen erster sichtbarer Fortschritte im Rahmen des Optimierungsprogramms etwas angehoben wurde.

Segmente	NAV 12/18	NAV 06/19	NAV 09/19
A&M	56,2	44,8	39,1
E&T	104,5	125,0	135,0
G&S	21,0	16,5	16,5
Nettofinanzmittel	21,2	9,4	5,5
Gesamt	202,9	195,7	196,1
je Aktie (Euro)	13,32	12,85	12,87

in Mio. Euro bzw. Euro; Quelle: Unternehmen

Mehrere Verkaufskandidaten

Aus Sicht des Managements befindet sich ein großer Teil der Unternehmen im Portfolio inzwischen in einem fortgeschrittenen Reifestadium. Auf dem Kapitalmarkttag im Oktober wurde erstmals eine Übersicht der Beteiligungen nach dem Stand der Unternehmensentwicklung (von der Neuausrichtung bis zur „Erntezeit“) und der Verweildauer im Portfolio präsentiert. Demzufolge befinden sich acht von 14 Gesellschaften inzwischen zumindest im Zustand einer fortgeschrittenen Optimierung. Das Management prüft für diese derzeit die Verkaufsoptionen und rechnet mit mehreren Veräußerungen innerhalb der nächsten drei Jahre.



Mutares-Portfolio; Quelle: Unternehmen

1) Übernahme noch nicht abgeschlossen

Dividendenziel bekräftigt

Für das laufende Jahr war bisher ein Exit in Aussicht gestellt worden, der einen Beitrag zur Erreichung des kommunizierten Dividendenziels von 1,00 Euro je Aktie leisten sollte. Diese Aussage wurde zuletzt da-

hingehend relativiert, dass nun ein Verkauf innerhalb der nächsten sechs Monate – also möglicherweise nicht mehr in diesem Geschäftsjahr – anvisiert wird. Anlässlich der Präsentation der Neunmonatszahlen hat das Management aber bekräftigt, dass das Dividendenziel nach aktueller Einschätzung auch ohne Exit-Erlöse erreichbar ist. Das werten wir als ein starkes Signal bezüglich der bereits erzielten und der erwarteten Erträge der Holding aus dem Portfoliobestand.

Aktualisierung der Konzernschätzungen

Mit den Zahlen zum dritten Quartal ist erstmals der Effekt der zahlreichen Akquisitionen aus jüngster Zeit auf die Konzern-GuV deutlich sichtbar geworden. Daraus lässt sich ableiten, dass wir den positiven Erlösbeitrag der Neuerwerbungen in den einzelnen Bereichen etwas überschätzt haben, zudem dürfte die operative Entwicklung angesichts der schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen in etlichen Branchen, die sich insbesondere in den Segmenten Automotive & Mobility sowie Goods & Services auswirken, ebenfalls unter unseren zuletzt formulierten Erwartungen verlaufen. Außerdem hatten wir bislang pauschal weitere 30 Mio. Euro zu konsolidierende Erlöse aus zusätzlichen Übernahmen in 2019 unterstellt, die wir angesichts des weit fortgeschrittenen Geschäftsjahres nun im Modell streichen. In Summe die-

ser Effekte haben wir daher unsere Umsatzschätzungen für die einzelnen Bereiche auf 441,4 Mio. Euro (A&M, zuvor: 470,5 Mio. Euro), 437,9 Mio. Euro (E&T, zuvor: 475 Mio. Euro) und 130,9 Mio. Euro (G&S, zuvor 147,5 Mio. Euro) abgesenkt. Daraus ergibt sich eine neue Schätzung für den Konzernumsatz von 1,01 Mrd. Euro in 2019 (zuvor: 1,12 Mrd. Euro), den wir als Basis für die Erwirtschaftung eines bereinigten Konzern-EBITDA von 11 Mio. Euro (zuvor: 14,5 Mio. Euro) sehen. Die Absenkung der Erlösschätzung für 2019 setzt sich in den Folgeperioden in einem entsprechend niedrigeren Umsatzpfad fort (bspw. Konzernumsatz 2020: jetzt 1,54 Mrd. Euro statt zuvor 1,65 Mrd. Euro).

Dividendenschätzung unverändert

Da die Anpassung der Konzernschätzungen insbesondere konjunkturellen – und damit eher temporären – Effekten geschuldet ist, sehen wir die mittel- bis langfristigen Perspektiven für die Beteiligungserträge auf der Ebene der Holding nicht wesentlich geschmälert und haben lediglich das unterstellte durchschnittliche Wachstum in den Jahren von 2022 bis 2026 von 10,5 auf 9,5 Prozent reduziert. Größere Anpassungen haben wir aber in den Jahren davor durchgeführt. Einen Exit noch in 2019 unterstellen wir aus Vorsicht nicht mehr, stattdessen kalkulieren wir mit substanziellen Erlösen aus Anteilsverkäufen erst in den nächsten bei-

KGaA-GUV (in Mio. Euro)	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	15,0	15,0	15,0	15,8	16,5	17,4	18,2	19,1
Rohertrag	12,6	12,6	12,6	13,2	13,9	14,6	15,3	16,1
EBITDA	-11,4	-13,1	-12,9	-13,4	-13,9	-14,6	-15,3	-16,1
EBIT	-11,7	-13,4	-13,2	-13,7	-14,2	-14,9	-15,7	-16,5
Erträge Beteiligungen	30,3	40,3	44,3	46,5	50,2	55,3	60,8	66,9
EBT	16,4	22,6	25,4	28,5	31,3	35,3	39,6	44,5
JÜ	15,6	21,5	24,2	27,1	29,8	33,5	37,7	42,3
Diskontierungsfaktor	0,98	0,89	0,81	0,74	0,67	0,61	0,55	0,50
Abgezinster Gewinn	15,4	19,2	19,6	20,0	20,0	20,4	20,8	21,3
Terminal Value	89,8							
Ertragswert	246,5	Je Aktie:	15,90	Euro				

SMC-Schätzungen

den Jahren. Da die Gesellschaft aber bekräftigt hat, eine Dividende in Höhe von 1,00 Euro je Aktie auch ohne Unternehmensveräußerung in diesem Jahr zahlen zu können, spricht das einerseits für höhere Beteiligungserträge aus dem Bestand und andererseits für deutlich steigende Beratungseinnahmen angesichts zahlreicher Neuzugänge im Portfolio. Infolgedessen haben wir die Erlöse aus der Beratung, die wir bisher mit 11,3 Mio. Euro konservativ kalkuliert hatten, auf 15,0 Mio. Euro angehoben, während wir die Beteiligungserträge nun bei 30,3 Mio. Euro (zuvor: 35,1 Mio. Euro) sehen. Zusammen mit weiteren kleineren Anpassungen führt das zu einem geschätzten Gewinn der KGaA von 15,6 Mio. Euro in 2019 (zuvor: 16,2 Mio. Euro), der eine unveränderte Dividende von 1,00 Euro je Aktie ermöglichen würde.

Hohe Erträge in 2020 und 2021

Da wir davon ausgehen, dass sich das Akquisitionstempo von Mutares im nächsten Jahr nicht so fortsetzen lässt, kalkulieren wir mit konstanten Beratungsgebühren in 2020 und 2021, bevor wir diese – wie bisher – um 5 Prozent p.a. ansteigen lassen. Demgegenüber sollten die Beteiligungserträge in den nächsten beiden Jahren deutlich steigen, da das Management für den Zeitraum mehrere Exit-Kandidaten sieht. Wir haben daher unsere Schätzungen auf 40,3 Mio. Euro (2020, zuvor: 38,6 Mio. Euro) und 44,3 Mio. Euro (2021, zuvor: 42,5 Mio. Euro) angehoben und erwarten für die nächsten beiden Jahre nun eine Dividende von 1,20 bzw. 1,30 Euro je Aktie (zuvor: 1,05 und 1,09 Euro je Aktie) Im Anschluss greift die im vorherigen Absatz skizzierte Anpassung der Erwartungen zur mittelfristigen Wachstumsrate der Beteiligungserträge. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen der KGaA im Detailprognosezeitraum bis 2026, die die Basis unseres Bewertungsmodells darstellen. Die geschätzte Entwicklung der GuV, der Bilanz und des Cashflows im Konzern sind dem Anhang zu entnehmen.

Rahmendaten unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum nehmen wir unverändert einen Sicherheitsabschlag von 30 Prozent auf den Gewinn vor und rechnen danach weiterhin mit einem „ewigen“ Gewinnwachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den unterstellten Eigenkapitalkostensatz (auf Basis einer hypothetischen Vollausschüttung) in Höhe von 10,1 Prozent (Betafaktor 1,4, risikoloser Zins 2,5 Prozent und Risikoprämie 5,4 Prozent).

Kursziel: 15,90 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 246,5 Mio. Euro, bzw. 15,90 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen. Die Anhebung gegenüber unserer letzten Taxe (15,50 Euro) resultiert insbesondere aus der Anhebung der Gewinn-schätzungen für die Holding in 2020 und 2021. Das Prognoserisiko stufen wir mit vier Punkten (von maximal sechs) weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
EK-Kostensatz					
9,1%	18,41	17,89	17,43	17,02	16,66
9,5%	17,46	17,02	16,62	16,27	15,96
10,1%	16,62	16,24	15,90	15,60	15,33
10,5%	15,87	15,54	15,25	14,99	14,75
11,1%	15,20	14,91	14,66	14,43	14,21

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter Eigenkapitalkostensatz (zwischen 9,1 und 11,1 Prozent) und ewiges Gewinnwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 14,21 und 18,41 Euro je Aktie.

Fazit

Nachdem Mutares im laufenden Jahr mehrere neue Beteiligungen erworben hat, sind die damit verbundenen Wachstumsimpulse im dritten Quartal erstmals deutlich sichtbar geworden, in dem der Umsatz um rund 57 Prozent auf 285 Mio. Euro gestiegen ist. Im Gesamtjahr wird infolgedessen voraussichtlich erstmals die Marke von 1 Mrd. Euro übertroffen. Erfreulich ist, dass trotz der Belastungen durch die in der Regel zum Kaufzeitpunkt defizitären neuen Töchter im dritten Quartal ein um Bargain Purchases, Restrukturierungs- und Einmalaufwendungen sowie Entkonsolidierungseffekte bereinigtes EBITDA von rund 6 Mio. Euro erzielt werden konnte.

Das Management sieht zahlreiche Unternehmen aus dem Portfolio inzwischen in einem fortgeschrittenen Reifestadium und visiert für die nächsten drei Jahre mehrere Verkäufe an. Der erste Exit soll innerhalb der nächsten sechs Monate erfolgen, aber möglicherweise nicht mehr, wie bislang favorisiert, in diesem Jahr. Trotzdem hat Mutares das Ziel, erneut eine Dividende von 1,00 Euro je Aktie auszuschütten, bekräftigt, was wir als ein Signal für hohe bereits erzielte und

noch erwartete Erträge aus dem Portfoliobestand werten.

Die voraussichtlich anziehenden Verkaufsaktivitäten sollten in den nächsten Jahren steigende Gewinne und Ausschüttungen der Konzernmutter ermöglichen, weswegen wir unsere Dividendenschätzung auf 1,20 Euro für 2020 und 1,30 Euro für 2021 angehoben haben. Auch nach der erfreulichen Kursperformance der letzten Wochen errechnet sich daraus immer noch eine sehr hohe geschätzte Dividendenrendite von 11,1 bzw. 12,0 Prozent – nach 9,2 Prozent bei einer für dieses Jahr geplanten Ausschüttung von 1,00 Euro.

Aus der Anhebung der Gewinnschätzungen für 2020 und 2021 resultiert ein neues Kursziel von 15,90 Euro je Aktie (zuvor: 15,50 Euro), gleichbedeutend mit einem weiteren Kurspotenzial von 46 Prozent. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Einstufung mit „Buy“.

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	376,8	398,3	421,8	445,1	469,7	495,6	522,5	550,4
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	188,5	208,7	230,9	252,8	276,1	300,6	326,2	352,7
II. UV Summe	420,6	473,2	521,3	570,5	625,0	681,9	743,1	807,7	876,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	208,1	218,4	253,1	289,6	328,7	371,6	419,6	471,1	526,0
II. Rückstellungen	93,8	114,7	119,3	124,3	129,8	135,8	142,5	149,8	157,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	32,8	130,2	132,0	133,9	136,1	138,4	140,6	143,0	145,5
2. Kurzfristiges FK	296,1	386,7	415,2	444,6	475,5	505,8	536,0	566,4	597,2
BILANZSUMME	630,8	849,9	919,6	992,4	1.070,0	1.151,6	1.238,7	1.330,3	1.426,6

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	1.010,0	1.537,0	1.687,0	1.837,0	2.087,0	2.337,0	2.587,0	2.837,0
Gesamtleistung	865,2	1.010,0	1.537,0	1.687,0	1.837,0	2.087,0	2.337,0	2.587,0	2.837,0
Rohertrag	332,8	388,3	577,9	641,1	701,7	797,2	892,7	988,2	1.083,7
EBITDA	49,1	78,3	53,8	70,9	88,2	102,3	116,9	131,9	147,5
EBIT	19,4	38,3	14,2	29,1	42,0	51,7	61,6	71,8	82,3
EBT	14,8	27,3	0,9	15,2	27,3	36,2	45,3	54,6	64,1
JÜ	14,7	21,5	0,6	9,6	17,2	22,8	28,5	34,4	40,4
EPS (KGaA)	1,29	1,01	1,38	1,56	1,75	1,92	2,16	2,43	2,73

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	-56,7	-11,3	-3,2	5,7	9,3	13,5	18,0	23,1
CF aus Investition	-3,1	31,4	25,1	17,9	11,2	7,4	3,7	-0,1	-3,8
CF Finanzierung	23,4	-15,8	-6,5	-9,1	-9,2	-11,6	-12,7	-15,1	-17,6
Liquidität Jahresanfa.	98,9	108,1	67,0	74,4	79,9	87,6	92,8	97,2	100,1
Liquidität Jahresende	108,1	67,0	74,4	79,9	87,6	92,8	97,2	100,1	101,8

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-3,8%	16,7%	52,2%	9,8%	8,9%	13,6%	12,0%	10,7%	9,7%
Rohtragsmarge	38,5%	38,5%	37,6%	38,0%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%
EBITDA-Marge	5,7%	7,7%	3,5%	4,2%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%
EBIT-Marge	2,2%	3,8%	0,9%	1,7%	2,3%	2,5%	2,6%	2,8%	2,9%
EBT-Marge	1,7%	2,7%	0,1%	0,9%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,7%	2,1%	0,0%	0,6%	0,9%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%

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 11.11.2019 um 14:25 Uhr fertiggestellt und am 11.11.2019 um 14:35 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
24.10.2019	Buy	15,50 Euro	1), 3), 4), 10)
15.08.2019	Speculative Buy	14,80 Euro	1), 3), 4), 10)
22.07.2019	Buy	16,90 Euro	1), 3), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie 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.