

13. Januar 2020
Research-Comment

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mutares SE & Co. KGaA

Starker Portfolioausbau als Basis für steigende Beteiligungserträge

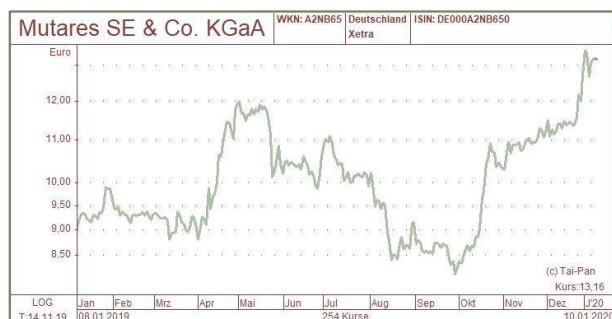
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 13,16 Euro | Kursziel: 16,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Zehn Akquisitionen in 2019



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	>6.000
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Ticker:	MUX:GR
Kurs:	13,16 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	204,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	199,0 Mio. Euro
Free-Float:	58 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	13,90 / 8,15 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	330,3 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	1.010,0	1.650,0	1.800,0
EBIT (Mio. Euro)	45,4	28,1	33,5
JÜ (KGaA)*	15,6	21,8	24,2
EpS (KGaA)*	1,01	1,40	1,56
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,30
Umsatzwachstum	16,7%	63,4%	9,1%
Gewinnwachstum	-22,2%	39,5%	11,2%
KUV	0,20	0,12	0,11
KGV (KGaA)*	13,1	9,4	8,4
KCF	-	-	-
EV / EBIT	4,4	7,1	5,9
Dividendenrendite	7,6%	9,1%	9,9%

* KGaA-Einzelabschluss

Aktuelle Entwicklung

Die letzten Tage von 2019 waren bei Mutares ähnlich transaktionsintensiv wie die vorherigen Monate. Zunächst konnte die Beteiligungsgesellschaft die Übernahme des österreichischen Logistikspezialisten Q Logistics abschließen, der als neues Plattformunternehmen im Bereich Goods & Services mit einem Umsatz von ca. 250 Mio. Euro (in 2018) direkt zu den Schwergewichten des Portfolios gehört. Zeitgleich wurde mit dem Kauf der italienischen Tochter des Automobil- und LKW-Zulieferers Tekfor ein weiteres Plattforminvestment vermeldet. Das neue Unternehmen, das an seinen zwei Standorten in der Nähe von Turin Komponenten für elektrische, hybride sowie konventionelle Antriebsstränge produziert, setzt rund 120 Mio. Euro pro Jahr um. Der Abschluss der Transaktion soll im ersten Quartal erfolgen, danach wird die Gesellschaft im Segment Automotive & Mobility geführt. Dann soll auch die Übernahme des deutschen Papierserviettengeschäfts (Immobilien, Anlagen, Maschinen und Warenbestände der Papiermühle Stotzheim) der finnischen Metsä Tissue Corporation abgeschlossen sein, wobei dieser Zukauf mit einem Umsatz von 45 Mio. Euro als Add-on-Akquisition zur Stärkung der Tochter keeper gedacht ist. Einem ähnlichen Zweck dient die am 24. Dezember gemeldete Integration der vormaligen Plattformgesellschaft La Meusienne in die Balcke-Dürr-Gruppe.

Fazit

Mit zehn Akquisitionen hat Mutares das Portfolio in 2019 stark ausgebaut und somit eine gute Basis geschaffen, um die Einnahmen aus Beratungsgebühren, Beteiligungserträgen und Verkaufserlösen stark zu steigern. Wir haben unsere Schätzungen für den Zeitraum ab 2020 infolgedessen angehoben (siehe S. 3), wodurch sich unser Kursziel von 15,90 auf 16,50 Euro erhöht hat. Trotz der zuletzt starken Performance der Aktie bietet das ein weiteres Kurspotenzial von fast 30 Prozent, weshalb wir unser Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: KGaG-Schätzmodell

KGaA-GUV (in Mio. Euro)	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	15,0	16,5	17,0	17,8	18,7	19,7	20,7	21,7
Rohertrag	12,6	14,0	14,4	15,2	15,9	16,7	17,6	18,4
EBITDA	-11,4	-12,7	-12,8	-13,3	-13,9	-14,6	-15,3	-16,1
EBIT	-11,7	-13,0	-13,2	-13,7	-14,2	-15,0	-15,7	-16,5
Erträge Beteiligungen	30,3	40,3	44,3	47,4	52,1	57,4	63,1	69,4
EBT	16,4	22,9	25,5	29,4	33,2	37,3	41,9	47,0
JÜ	15,6	21,8	24,2	28,0	31,6	35,5	39,8	44,7
Diskontierungsfaktor	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51
Abgezinster Gewinn	15,6	19,8	20,0	21,0	21,5	22,0	22,4	22,8
Terminal Value	91,3							
Ertragswert	256,3	Je Aktie: 16,54 Euro						

SMC-Schätzungen

Modellanpassungen

Nach dem Abschluss der Q Logistics-Transaktion noch in 2019 haben wir unsere EBITDA-Prognose für den Konzern (wegen zu erwartender Erträge aus günstigem Erwerb) von 78,3 auf 85,3 Mio. Euro angehoben. Mit diesem Zukauf und den weiteren in der Umsetzung befindlichen Akquisitionen (Ruukki, Tekfor S.p.A und Assets der Papiermühle Stotzheim) wird ein annualisierter Umsatz von rund 550 Mio. Euro hinzugewonnen. Wir erhöhen daher unsere Konzernumsatzumsatzprognose für 2020 wegen der neu verkündeten Transaktionen von 1,54 auf 1,65

Mrd. Euro, was sich auch in den Folgeperioden entsprechend niederschlägt; zugleich haben wir in der EBITDA-Prognose für 2020 ebenfalls etwas höhere Erträge aus Bargain Purchases angesetzt (siehe Tabellen zur Konzernentwicklung auf den Seiten 4 und 5). In der für die Bewertung relevanten GuV der KGaA (Tabelle auf dieser Seite) haben wir als Reaktion auf die hohe Transaktionsdynamik die Schätzungen für die Beratungsgebühren ab 2020 und für die Beteiligungserträge ab 2022 angehoben. Infolgedessen hat sich das Kursziel von 15,90 auf 16,50 Euro erhöht.

Anhang II: 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	400,0	424,9	449,2	474,7	501,3	528,8	557,1
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	210,4	233,9	256,9	281,1	306,3	332,4	359,4
II. UV Summe	420,6	484,8	543,4	591,5	645,6	701,9	762,1	825,7	893,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	208,1	223,7	268,5	307,7	349,6	394,8	444,3	497,2	553,3
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	136,5	139,4	141,2	143,6	145,9	148,3	150,9	153,6
2. Kurzfristiges FK	296,1	386,7	416,3	443,2	471,9	500,1	528,3	556,7	585,6
BILANZSUMME	630,8	861,6	943,4	1.016,4	1.094,9	1.176,7	1.263,4	1.354,5	1.450,4

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	1.650,0	1.800,0	1.950,0	2.200,0	2.450,0	2.700,0	2.950,0
Gesamtleistung	865,2	1.010,0	1.650,0	1.800,0	1.950,0	2.200,0	2.450,0	2.700,0	2.950,0
Rohertrag	332,8	388,3	620,4	684,0	744,9	840,4	935,9	1.031,4	1.126,9
EBITDA	49,1	85,3	67,7	75,6	93,6	107,8	122,5	137,7	153,4
EBIT	19,4	45,4	28,1	33,5	46,8	56,4	66,3	76,4	86,9
EBT	14,8	34,4	14,3	18,9	31,6	40,4	49,5	58,8	68,4
JÜ	14,7	27,1	9,7	11,9	19,9	25,4	31,2	37,0	43,1
EPS (KGaA)	1,29	1,01	1,40	1,56	1,80	2,04	2,29	2,57	2,88

Anhang III: 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	-51,4	-4,6	-3,7	5,9	9,7	14,0	18,7	23,9
CF aus Investition	-3,1	31,4	23,4	16,2	9,5	5,7	2,0	-1,8	-5,5
CF Finanzierung	23,4	-9,5	-3,2	-10,5	-10,2	-13,2	-14,9	-17,3	-19,9
Liquidität Jahresanfa.	98,9	108,1	78,7	94,2	96,3	101,5	103,8	104,9	104,6
Liquidität Jahresende	108,1	78,7	94,2	96,3	101,5	103,8	104,9	104,6	103,1

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%	63,4%	9,1%	8,3%	12,8%	11,4%	10,2%	9,3%
Rohtragsmarge	38,5%	38,5%	37,6%	38,0%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%
EBITDA-Marge	5,7%	8,4%	4,1%	4,2%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%
EBIT-Marge	2,2%	4,5%	1,7%	1,9%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
EBT-Marge	1,7%	3,4%	0,9%	1,0%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,7%	2,7%	0,6%	0,7%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

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

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 13.01.2020 um 10:50 Uhr fertiggestellt und am 13.01.2020 um 11:00 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
11.11.2019	Buy	15,90 Euro	1), 3), 10)
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)

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.