

26. Februar 2020
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares SE & Co. KGaA

Annualisierter Konzernumsatz erreicht
2 Mrd. Euro

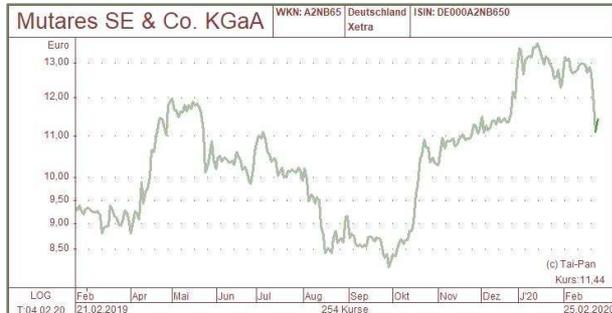
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 11,44 € | Kursziel: 17,00 € (zuvor: 16,50 €)

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

Weiterhin hohe Expansionsdynamik



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	>6.000
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Ticker:	MUX:GR
Kurs:	11,44 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	177,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	172,3 Mio. Euro
Free-Float:	58 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	13,90 / 8,15 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	374,7 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	1.010,0	1.950,0	2.100,0
EBIT (Mio. Euro)	45,4	40,4	42,1
JÜ (KGaA)*	15,6	18,9	21,0
EpS (KGaA)*	1,01	1,22	1,36
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,30
Umsatzwachstum	16,7%	93,1%	7,7%
Gewinnwachstum	-22,2%	20,9%	11,6%
KUV	0,18	0,09	0,08
KGV (KGaA)*	11,4	9,4	8,4
KCF	-	-	-
EV / EBIT	3,8	4,3	4,1
Dividendenrendite	8,7%	10,5%	11,4%

* KGaA-Einzelabschluss

Aktuelle Entwicklung

Nach zehn Akquisitionen im letzten Jahr ist Mutares auch in die Finanzperiode 2020 schwungvoll gestartet. Zuletzt wurde ein weiteres Investment für das Segment Goods & Services verkündet. Es handelt sich hierbei um Nexive, eine Tochter von PostNL, die zu 80 Prozent übernommen werden soll und mit 8.000 Mitarbeitern und rund 400 Mio. Briefzustellungen pro Jahr die Nummer zwei im italienischen Brief- und Paketmarkt darstellt. Sofern die vereinbarten Transaktionsbedingungen erfüllt werden, wird ein Abschluss der Übernahme voraussichtlich im zweiten Quartal erfolgen. Bereits vollzogen wurde die im Dezember vereinbarte Akquisition des Italiengeschäfts des Automobilzulieferers Tekfor. Mit dessen für 2020 erwarteten Umsatz in Höhe von 120 Mio. Euro, den Beiträgen von Nexive sowie der kürzlich ebenfalls gemeldeten Add-on-Akquisition für die Tochter Balcke-Dürr (Loterios s.r.l. aus Italien mit 17 Mio. Euro Umsatz) und der durch die Tochter Donges angestrebten Übernahme der finnischen Gesellschaft Ruukki (Umsatz ca. 130 Mio. Euro) – hier steht die kartellrechtliche Zustimmung noch aus – würde der annualisierte Konzernumsatz auf ca. 2 Mrd. Euro steigen.

Fazit

Mutares befindet sich damit auf einem sehr dynamischen Wachstumskurs – der von uns für 2019 geschätzte Konzernumsatz lag noch bei 1 Mrd. Euro. Zuletzt hat die Holding den finanziellen Spielraum für die weitere Expansion mit einer Anleiheplatzierung unterfüttert, in deren Rahmen Wertpapiere mit einer Laufzeit von vier Jahren, einem Volumen von 50 Mio. Euro und einer Verzinsung zum Euribor-Floor zuzüglich 600 Basispunkten emittiert wurden. Wir erwarten daher weitere Zukäufe und haben das in unserem Bewertungsmodell abgebildet (siehe S. 3). Zusammen mit dem Roll-over auf das Basisjahr 2020 hat das zu einem Anstieg des Kursziels auf 17,00 Euro geführt. Gegenüber dem zuletzt wieder deutlich zurückgekommenen Kurs bietet das ein Potenzial von fast 50 Prozent, unser Urteil lautet daher unverändert „Buy“.

Anhang I: KGaG-Schätzmodell

KGaA-GUV (in Mio. Euro)	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	17,1	18,5	19,4	20,4	21,4	22,4	23,6	24,8
Rohertrag	14,6	15,9	16,7	17,5	18,4	19,3	20,3	21,3
EBITDA	-12,7	-13,1	-13,6	-14,0	-14,8	-15,5	-16,3	-17,1
EBIT	-13,1	-13,5	-14,0	-14,5	-15,2	-15,9	-16,7	-17,6
Erträge Beteiligungen	40,3	44,3	49,6	56,6	63,4	71,0	79,5	89,0
EBT	19,9	22,2	28,3	34,4	40,1	46,5	53,8	62,1
JÜ	18,9	21,0	26,9	32,7	38,1	44,2	51,1	59,0
Diskontierungsfaktor	0,92	0,83	0,76	0,69	0,62	0,57	0,52	0,47
Abgezinster Gewinn	17,3	17,5	20,4	22,5	23,8	25,1	26,4	27,6
Terminal Value	83,6							
Ertragswert	264,1	Je Aktie: 17,04 Euro						

SMC-Schätzungen

Modellanpassungen

Während unsere Schätzungen für das Jahr 2019, zu dem Mutares noch keine Zahlen veröffentlicht hat, unverändert geblieben sind (siehe Anhang), erwarten wir nun unter der Voraussetzung eines erfolgreichen Abschlusses der Übernahmen von Nexive und Ruukki einen Umsatz von 1,95 Mrd. Euro in 2020. Darin ist auch ein pauschaler Beitrag von 150 Mio. Euro aus weiteren Akquisitionen enthalten. Das wirkt sich positiv auf das Konzern-Ergebnis in 2020 aus (wegen Bargain-Purchases), wohingegen wir das Einzelergebnis der KGaA unter Berücksichtigung der Anleihezin-

sen nun auf 18,9 Mio. Euro (zuvor 21,8 Mio. Euro) taxieren. Hier werden sich die neuen Akquisitionen nach unserer Einschätzung erst zeitverzögert niederschlagen, doch ab 2023 kalkulieren wir nun mit in höheren Überschüssen als bisher. Diese Anpassung ist zusammen mit dem Roll-over-Effekt auf das Basisjahr 2020 maßgeblich verantwortlich für den Anstieg des Kursziels von 16,50 auf 17,00 Euro je Aktie.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	376,8	420,3	454,3	486,3	518,4	550,8	583,4	616,4	649,8
1. Immat. VG	52,8	54,1	55,5	56,8	58,2	59,5	60,9	62,2	63,6
2. Sachanlagen	188,5	230,7	263,3	294,0	324,8	355,8	387,1	418,7	450,8
II. UV Summe	484,8	592,3	641,2	699,3	760,6	824,2	890,8	960,4	1.028,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	223,7	277,7	323,2	371,6	422,2	473,8	526,9	580,9	633,0
II. Rückstellungen	114,7	119,3	124,3	129,8	135,8	142,5	149,8	157,9	166,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	136,5	188,7	190,1	192,3	194,5	196,9	199,6	202,5	205,4
2. Kurzfristiges FK	386,7	427,0	457,9	492,0	526,6	561,8	598,0	635,6	673,6
BILANZSUMME	861,6	1.012,6	1.095,5	1.185,6	1.279,1	1.375,0	1.474,3	1.576,9	1.678,8

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	1.010,0	1.950,0	2.100,0	2.250,0	2.500,0	2.750,0	3.000,0	3.250,0	3.500,0
Gesamtleistung	1.010,0	1.950,0	2.100,0	2.250,0	2.500,0	2.750,0	3.000,0	3.250,0	3.500,0
Rohhertrag	388,3	733,2	798,0	859,5	955,0	1.050,5	1.146,0	1.241,5	1.337,0
EBITDA	85,3	80,0	88,2	108,0	122,5	137,5	153,0	169,0	182,0
EBIT	45,4	40,4	42,1	55,3	63,7	72,5	81,8	91,6	98,3
EBT	34,4	26,6	27,9	40,7	48,3	56,4	64,8	73,6	79,3
JÜ	27,1	18,0	17,6	25,6	30,4	35,5	40,8	46,4	49,9
EPS (KGaA)	1,01	1,22	1,36	1,74	2,11	2,46	2,85	3,30	3,81

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-51,4	-4,4	-2,3	9,1	13,7	18,6	23,9	29,5	33,1
CF aus Investition	31,4	18,9	11,7	5,0	1,2	-2,5	-6,3	-10,0	-13,8
CF Finanzierung	-9,5	43,9	-12,5	-11,0	-13,6	-17,5	-20,9	-24,9	-30,9
Liquidität Jahresanfa.	108,1	78,7	137,1	134,0	137,1	138,4	137,0	133,6	128,3
Liquidität Jahresende	78,7	137,1	134,0	137,1	138,4	137,0	133,6	128,3	116,7

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	16,7%	93,1%	7,7%	7,1%	11,1%	10,0%	9,1%	8,3%	7,7%
Rohtragsmarge	38,5%	37,6%	38,0%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%
EBITDA-Marge	8,4%	4,1%	4,2%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%
EBIT-Marge	4,5%	2,1%	2,0%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%
EBT-Marge	3,4%	1,4%	1,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,7%	0,9%	0,8%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	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), 4), 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 26.02.2020 um 14:30 Uhr fertiggestellt und am 26.02.2020 um 14:40 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kursentwicklung 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
13.01.2020	Buy	16,50 Euro	1), 3), 10)
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.