

17. August 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Mutares SE & Co. KGaA

Covid-19-Krise belastet, bietet aber
auch große Chancen

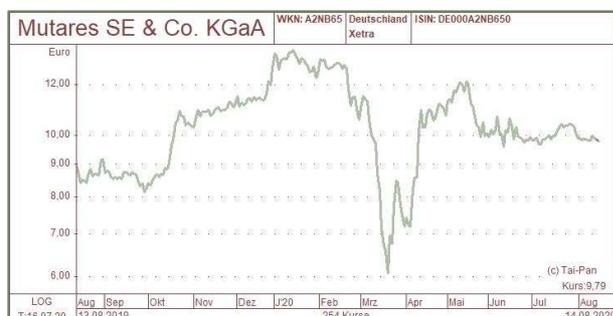
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 9,79 € | Kursziel: 17,00 € (zuvor: 16,20 €)

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:	>12.500
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A2NB650
Ticker:	MUX:GR
Kurs:	9,79 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	151,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	142,8 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 58 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	13,90 / 6,07 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	414,5 Tsd. Euro / Tag

Mutares hat das Portfolio im letzten Jahr kräftig ausgebaut, was sich auch in den Zahlen des ersten Halbjahres 2020 widerspiegelt. Die Gruppe konnte die Erlöse dank der positiven Konsolidierungseffekte um 40 Prozent auf 620,5 Mio. Euro steigern, während die organische Erlösentwicklung im Bestand wegen der Covid-19-Belastungen mit -18 Prozent deutlich rückläufig war. Ähnlich ist auch die operative Ergebnisentwicklung ausgefallen: Der Abschluss von Akquisitionen führte zur Verbuchung von Erträgen aus Bargain Purchases in Höhe von 65,8 Mio. Euro, die verantwortlich waren für das positive EBITDA in Höhe von 41,5 Mio. Euro. Das um Sondereffekte bereinigte „Adjusted EBITDA“ war hingegen mit -16,7 Mio. Euro klar negativ, wobei vor allem die Unternehmen aus dem Bereich Automotive & Mobility unter den Krisenauswirkungen gelitten haben. Doch die wirtschaftlichen Turbulenzen bieten auch Chancen, die Mutares für weitere Zukäufe nutzt, so dass seit Jahresbeginn bereits sechs Akquisitionen vereinbart werden konnten. Zugleich hat die Beteiligungsgesellschaft aber auch drei Exits realisiert. Für das zweite Halbjahr hat das Management weitere rege Akquisitionsaktivitäten in Aussicht gestellt.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	899,7	865,1	1.015,9	1.759,6	2.501,2	2.651,2
EBIT (Mio. Euro)	40,0	19,4	26,2	-19,9	1,4	27,5
Jahresüberschuss (KGaA)*	17,6	20,1	22,5	15,6	17,2	20,3
EpS (KGaA)*	1,14	1,29	1,45	1,01	1,11	1,31
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,20
Umsatzwachstum	38,4%	-3,8%	17,4%	73,2%	42,1%	6,0%
Gewinnwachstum	219,4%	13,9%	12,3%	-30,8%	9,9%	18,5%
KUV	0,17	0,18	0,15	0,09	0,06	0,06
KGV (KGaA)*	8,6	7,6	6,7	9,7	8,8	7,5
KCF	-	-	-	-	-	18,9
EV / EBIT	3,6	7,4	5,4	-	104,8	5,2
Dividendenrendite	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	12,3%

*KGaA-Einzelabschluss

Automotive-Unternehmen stark belastet

Im Bereich Automotive & Mobility waren im ersten Halbjahr 2020 insgesamt fünf Beteiligungen erfasst, die allesamt unter den negativen Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Automotive-Industrie (Stichwort Absatzeinbruch, Werksschließungen) gelitten haben. Besonders stark getroffen wurde die börsennotierte Tochter STS Group mit einem Erlösrückgang um 29,8 Prozent auf 136,0 Mio. Euro und einem bereinigtem EBITDA (im Folgenden synonym für „adjusted EBITDA“) von -2,2 Mio. Euro (Vorjahr +10,1 Mio. Euro). Die Gesellschaft durchläuft aktuell einen einschneidenden Restrukturierungsprozess unter einem neuen Management, der von Mutares als aussichtsreich eingestuft wird; trotzdem wird die Gesellschaft noch als bestandsgefährdet geführt. Die anderen Unternehmen des Bereichs werden hingegen derzeit nicht als akut gefährdet angesehen, obwohl unisono berichtet wird, dass die Erlöse im ersten Halbjahr deutlich unter Plan lagen. Im Fall von KICO basiert die Stabilisierung des Unternehmens auf staatlichen Hilfszahlungen.

Automotive & Mobility	6M 2019	6M 2020	Änderung
Umsatz	214,5	216,4	+0,9%
EBITDA	12,5	2,4	-80,8%
adj. EBITDA	11,0	-13,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Bereinigtes EBITDA deutlich negativ

Die schwierige Lage der Gesellschaften verdeutlicht das bereinigte EBITDA des Bereichs, das binnen Jahresfrist von 11,0 auf -13,8 Mio. Euro zurückgegangen ist. Das ausgewiesene EBITDA war hingegen wegen Bargain Purchases (18,6 Mio. Euro) aus dem Abschluss der PrimoTECS-Akquisition mit 2,4 Mio. Euro (Vorjahr: 12,5 Mio. Euro) leicht positiv. Ebenfalls als Resultat der Zukäufe (neben PrimoTECS noch Plati und KICO aus 2019) konnten die Erlöse im Automotive & Mobility-Segment konsolidierungsbedingt von 214,5 auf 216,4 Mio. Euro leicht gesteigert werden.

Engineering & Technology	6M 2019	6M 2020	Änderung
Umsatz	208,2	241,6	+16,0%
EBITDA	1,5	23,1	+1.440%
adj. EBITDA	-7,2	0,7	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Donges Group robust

Deutlich besser haben sich die vier Unternehmen im inzwischen größten Bereich Engineering & Technology entwickelt, was insbesondere auf eine robuste Performance des Schwergewichts Donges Group zurückzuführen war. Die mit mehreren Add-on-Akquisitionen in den letzten Jahren stark ausgebauten Gruppe hat zwar unter den Einschränkungen zur Eindämmung der Pandemie gelitten (insb. Baustellen- und Grenzsicherungen), aber trotz Sonderbelastungen ein positives bereinigtes EBITDA erwirtschaftet. Im Berichtszeitraum konnte zudem ein weiterer bedeutender Zukauf abgeschlossen werden: Für 13,5 Mio. Euro wurde nach der Freigabe der Wettbewerbsbehörden Ruukki Building Systems Oy aus Finnland übernommen, was mit Erträgen aus Bargain Purchases in Höhe von 17,5 Mio. Euro verbunden war. Einzige wesentliche Auflage für die Übernahme ist der Verkauf eines Werks der Donges-Tochter Normek in Finnland, der noch erfolgen wird.

Überschuss im E&T-Segment

Vor allem dank der Fortschritte von Donges konnte im Bereich Engineering & Technology insgesamt ein positives bereinigtes EBITDA von 0,7 Mio. Euro ausgewiesen werden, nach -7,2 Mio. Euro im Vorjahr. Die Zukäufe von Donges führten zugleich zu einem Wachstum der Spartenerlöse von 208,2 auf 241,6 Mio. Euro. Der Umsatz der anderen drei Segmentunternehmen war organisch rückläufig, wobei Gemini dank Fortschritten im Restrukturierungsprozess ein positives operatives Ergebnis ausweisen konnte. Demgegenüber haben Eupec und Balcke-Dürr noch defizitär gewirtschaftet. Bei Balcke-Dürr waren mit einem negativen bereinigten EBITDA von -6 Mio. Euro die Coronafolgen im ersten Halbjahr besonders deutlich

zu spüren. Zugleich konnte das Unternehmen mit dem synergetischen Zukauf der italienischen Gesellschaft Loterios gestärkt werden (was zu Bargain Purchases in Höhe von 4,8 Mio. Euro führte), während Balcke-Dürr Polska abgespalten und verkauft wurde (siehe unten). Zu einem Wachstumstreiber für Balcke-Dürr entwickelt sich aktuell, wie vom Management anvisiert, der Rückbau von Kernenergieanlagen. Im August hat eine Tochter der Gesellschaft von Vattenfall den Auftrag für die Demontage von Komponenten und Systemen im Kernkraftwerk Krümmel erhalten. Das Vertragsvolumen für die Leistungen, die etwa zwei Jahre in Anspruch nehmen werden, liegt im niedrigen zweistelligen Millionenbereich.

Goods & Services	6M 2019	6M 2020	Änderung
Umsatz	20,5	162,5	+693%
EBITDA	55,9	23,2	-58,5%
adj. EBITDA	-1,7	-1,5	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Goods & Services: Entwicklung uneinheitlich

Im dritten Bereich Goods & Services war die Entwicklung im ersten Halbjahr uneinheitlich. Gegen den Gesamttrend sehr positiv hat der Haushaltswarenhersteller keeeper abgeschnitten, dessen Erlöse deutlich über Plan lagen und dessen Expansion zudem mit dem Zukauf des Papierserviettengeschäfts von Metsä Tissue vorangetrieben wurde (mit Bargain Purchases in Höhe von 25,0 Mio. Euro). Vor dem Hintergrund der schwierigen Rahmenbedingungen ebenfalls besser als erwartet entwickelte sich der Logistikspezialist BEXity, der von einer erhöhten Nachfrage aus der Nahrungsmittelindustrie profitierte. Demgegenüber hat TréfilUnion wegen eines Produktionsstopps in beiden Werken stark gelitten, auch bei dem Hülsenkartonhersteller Cenpa lagen die Erlöse deutlich unter Vorjahr.

Defizit überraschend gering

In Summe haben die Gesellschaften des Segments ein bereinigtes EBITDA von -1,5 Mio. Euro (Vorjahr:

-1,7 Mio. Euro) erwirtschaftet. Da keeeper, BEXity und TréfilUnion erst im letzten Jahr erworben wurden (und zu Beginn ja üblicherweise defizitär wirtschaften), ist der Fehlbetrag, vor allem dank keeeper, überraschend niedrig ausgefallen. Die Zukäufe haben die Segmenterlöse zugleich stark ansteigen lassen, von 20,5 auf 162,5 Mio. Euro, und – dank der Bargain Purchases – zu einem berichteten EBITDA von 23,2 Mio. Euro (Vorjahr: 55,9 Mio. Euro) geführt.

Fortschritte trotz Covid-19

Um die Weiterentwicklung der einzelnen Gesellschaften während der Haltedauer besser veranschaulichen zu können, gliedert Mutares das operative Ergebnis zusätzlich nach der Entwicklungsphase der Beteiligungen auf. Die fünf Unternehmen, die sich am längsten im Portfolio befinden (Erntephase – Harvesting) und dementsprechend in der Tendenz die größten Fortschritte aufweisen, nämlich Donges, Gemini, STS, Elastomer und Eupec, haben trotz der Sonderbelastungen der Covid-19-Krise im ersten Halbjahr in Summe bei einem Umsatz von 325,3 Mio. Euro ein bereinigtes EBITDA von 5,0 Mio. Euro erwirtschaftet. Demgegenüber haben die Gesellschaften in der zweiten Stufe, der Optimierungsphase (Plati, keeeper, Cenpa, Balcke-Dürr), mit -7,2 Mio. Euro ebenso defizitär gearbeitet wie die vier Unternehmen (KICO, PrimoTECS, BEXity, TréfilUnion), die sich erst noch in der Neuausrichtung (Realignment) befinden. Diese haben zusammen ein Defizit von -12,7 Mio. Euro verzeichnet, das zum Teil dem frühen Stadium der Sanierung und zum Teil den Coronabelastungen geschuldet war.

Drei Verkäufe

Neben den Akquisitionen sind Mutares im ersten Halbjahr auch drei Verkäufe gelungen. Die wichtigste Transaktion war die Veräußerung von Balcke-Dürr Polska an die Wallstein-Gruppe. Der Hersteller von Filtersystemen für konventionelle Kraftwerke und Industrieapplikationen war zuvor von der Tochter Balcke-Dürr abgespalten worden und wechselte nun zu einem Preis von zunächst 5,5 Mio. Euro den Besitzer. Zusätzlich wurden Bedingungen vereinbart, deren Erfüllung bis zum Jahresende für einen Preisaufschlag um bis zu 1,5 Mio. Euro sorgen würde. Im Konzern-

Halbjahresabschluss ist ein Entkonsolidierungserfolg in Höhe von 2,9 Mio. Euro aus der Transaktion erfasst. Dem steht ein Verlust von -1,3 Mio. Euro aus dem Verkauf der langjährigen Tochter KLANN an die Beteiligungsholding Accursia Capital GmbH gegenüber, da der Verkauf im Rahmen der Portfolio-konsolidierung zu einem symbolischen Preis erfolgte. Allerdings kann Mutares bis 2023 noch Earn-out-Zahlungen aus der Transaktion einnehmen. Keine Auswirkungen auf das Ergebnis hatte schließlich der Verkauf der BEXity-Tochter European Central Logistics, der aber neben einem Kaufpreis von 0,5 Mio. Euro auch einen Fortschritt in der Restrukturierung des Logistik-Spezialisten brachte.

Konzernzahlen	6M 2019	6M 2020	Änderung
Umsatz	443,2	620,5	+40,0%
EBITDA	67,1	41,5	-38,2%
adj. EBITDA	0,0	-16,7	-
EBIT	45,8	-17,7	-
Nettoergebnis	37,4	-20,5	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Zukäufe prägen Zahlen

Insgesamt summierte sich das bereinigte operative Ergebnis des Konzerns im ersten Halbjahr auf -16,7 Mio. Euro, nachdem es im Vorjahr noch ausgeglichen ausgefallen war. Allerdings konzentrierten sich die Einbußen nach Angaben des Managements vor allem auf die Monate Februar bis April, im Anschluss war das Ergebnis schon wieder weitgehend ausgeglichen. Unter Berücksichtigung der Sondereffekte lag das berichtete EBITDA im ersten Halbjahr demgegenüber bei 41,5 Mio. Euro (Vorjahr: 67,1 Mio. Euro) und profitierte damit ebenso wie der Konzernumsatz, der sich um 40,0 Prozent auf 620,5 Mio. Euro erhöhte, von den regen Akquisitionsaktivitäten (mit Bargain Purchases in Höhe von 65,8 Mio. Euro), sowie in geringem Ausmaß auch von den Unternehmensverkäufen. Das Konzern-EBIT ist trotzdem mit -17,7 Mio. Euro (Vorjahr: +45,8 Mio. Euro) deutlich negativ ausgefallen, was auf die kräftig, von 21,3 auf 59,2 Mio. Euro, gestiegenen Abschreibungen zurückzuführen war. Der Zuwachs resultierte zu einem großen

Teil auf Sonderabschreibungen auf Sachanlagen der Töchter STS (11,0 Mio. Euro) und TréfilUnion (11,8 Mio. Euro). Nach Abzug des Finanzergebnisses (-10,1 Mio. Euro) und des Ertragssteueraufwands (-2,4 Mio. Euro) führte das zu einem Konzernhalbjahresergebnis von -30,2 Mio. Euro (Vorjahr: +36,6 Mio. Euro), von dem aber -9,7 Mio. Euro auf Minderheitsseigner entfielen.

Überleitung	2019	2020
EBITDA	67,1	41,5
Erträge (Bargain Purchases)	-70,8	-65,8
Sondereffekte Restrukturierung und ähnliches	+3,7	+9,2
Entkonsolidierungsergebnis	0,0	-1,6
Adjusted EBITDA	0,0	-16,7

In Mio. Euro, Quelle: Unternehmen

Liquidität deutlich gestiegen

Angesichts des deutlich negativen Ergebnisses und der zahlreichen Gesellschaften im Portfolio, die sich noch in einem relativ frühen Stadium der Sanierung befinden, ist der operative Cashflow im ersten Halbjahr 2020 mit -38 Mio. Euro (Vorjahr: -44,3 Mio. Euro) erwartungsgemäß wieder deutlich negativ ausgefallen. Dem steht ein positiver Investitions-Cashflow gegenüber, der sich maßgeblich aus Einzahlungen aus Zugängen zum Konsolidierungskreis (42,7 Mio. Euro – „Mitgift“ aus Unternehmenserwerben) speist. Außerdem ist der Finanzierungs-Cashflow mit 38,7 Mio. Euro stark positiv ausgefallen, da das Unternehmen eine Anleihe mit einem Volumen von 50 Mio. Euro platziert hat. Die Liquidität hat sich so im ersten Halbjahr von 79,7 auf 109,3 Mio. Euro erhöht, zugleich ist aber auch die Verschuldung gestiegen, was die Konzern-Eigenkapitalquote in Kombination mit dem Halbjahresverlust von 24,5 auf 16,3 Prozent gedrückt hat.

Weitere Zukäufe anvisiert

Die hohe Liquidität stellt die Basis für eine Fortsetzung des dynamischen Expansionskurses dar. Zum Halbjahresstichtag zählten bereits 13 Beteiligungen zum Portfolio von Mutares, zwei weitere Zukäufe

(SFC Solutions, Nexive) wurden im Juli abgeschlossen. Zudem sind die nächsten drei Akquisitionen (SABO, NCC, Nexans) bereits vereinbart worden und sollen im dritten Quartal abgeschlossen werden. Weitere sollen in den nächsten Monaten folgen, da die aktuellen Rahmenbindungen aus Sicht des Managements eine möglicherweise einmalige Chance bieten. Zur Erweiterung des Handlungsspielraums soll die bei der Anleihenplatzierung vorgesehene Erhöhungsoption um 30 Mio. Euro jetzt genutzt werden.

Nur ein Drittel konjunktursensitiv

Dank der Zukäufe soll der Konzernumsatz im laufenden Jahr plangemäß die Marke von 1,5 Mrd. Euro übertreffen, nachdem sich die Erlöse in 2019 noch auf 1,0 Mrd. Euro beliefen. Demgegenüber wird der operative Ausblick der Portfoliogesellschaften auf die Geschäftsentwicklung in 2020 zum Teil stark von den Pandemieauswirkungen geprägt. Nach den Angaben im Halbjahresbericht erwarten jetzt insgesamt acht Portfoliogesellschaften deutlich rückläufige oder unterplanmäßige Erlöse. Immerhin vier Töchter rechnen aber selbst im Corona-Jahr mit einem positiven operativen Ergebnis. Eine ausgeprägte Konjunktursensitivität sieht das Management insgesamt bei nur etwa einem Drittel des Portfolios, was für eine gewisse Robustheit sorgt.

Segmente (Bestand)	Umsatz 2020e	Adj. EBITDA 2020e
Automotive & Mobility	565	-16,0
Engineering & Technolo.	571	-0,5
Goods & Services	474	-16,5
Gesamt	1.610	-33

Schätzungen SMC-Research; in Mio. Euro

Segmentschätzungen überarbeitet

Wir haben in unserem Modell basierend auf den Halbjahreszahlen und den Prognosen der einzelnen Gesellschaften unsere Schätzungen für die Erlöse und das operative EBITDA in den einzelnen Bereichen aktualisiert. Neu einbezogen wurden außerdem bereits sämtliche von Mutares konkret vereinbarten Akquisitionen. Da das Closing bei den drei Gesellschaften

SABO, NCC und Nexans im dritten Quartal erfolgen soll, haben wir diese überschlägig für ein Quartal integriert. Die Tabelle zeigt unsere daraus resultierenden Schätzungen für die Segmentzahlen in 2020. Im Wesentlichen haben sich dabei unsere Erwartungen zum organischen Wachstum etwas reduziert und zum Erlösbeitrag aus Neuerwerbungen moderat erhöht, während sich das bereinigte EBITDA kaum verändert hat.

Neue Konzernschätzungen

Darauf aufbauend rechnen wir auf Konzernebene nun mit einem Umsatz von 1,76 Mrd. Euro (bislang: 1,71 Mrd. Euro) in diesem Jahr, wobei pauschal Erlöse aus weiteren Akquisitionen in Höhe von 150 Mio. Euro einkalkuliert sind. Das berichtete EBITDA dürfte mit 81 Mio. Euro (bislang: 98 Mio. Euro) ebenfalls deutlich positiv ausfallen, wobei wir den unterstellten Entkonsolidierungserfolg gegenüber unserer bisherigen Einschätzung reduziert haben. Bereinigt um Sonderposten sehen wir das „adjusted EBITDA“ nun bei -43 Mio. Euro (bislang: -42 Mio. Euro), worin sich der Effekt der zahlreichen neu erworbenen Sanierungsfälle widerspiegelt. Unser Wachstumsmodell für die Folgejahre haben wir beibehalten, woraus sich wegen des höheren Akquisitionstempos eine insgesamt angehobene Umsatzreihe ergibt. Weiterhin gehen wir ab 2021 wegen der auslaufenden Corona-Belastungen von einer deutlichen operativen Margenerholung aus. Das berichtete EBITDA wird trotzdem im nächsten Jahr annahmegemäß nur leicht zunehmen, da wir niedrigere Erträge aus Bargain Purchases als im Ausnahmejahr 2020 ansetzen.

Konstante Dividende möglich

Der Konzern stellt die Basis der Einnahmeerzielung von der Dachgesellschaft Mutares SE & Co. KGaA dar – für die Aktionäre letztlich entscheidend ist aber die Gewinnentwicklung der KGaA im Einzelabschluss. Wie bislang gehen wir davon aus, dass die Beteiligungserträge im laufenden Jahr niedriger ausfallen als im Vorjahr, und rechnen daher mit einem rückläufigen Ergebnis. Aufgrund des sehr hohen Akquisitionstempos haben wir hingegen unsere Umsatzschätzung etwas erhöht (von 25,1 auf 26,0 Mio. Euro), zugleich aber auch etwas höhere sonstige betriebliche

KGaA-GUV (in Mio. Euro)	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	26,1	28,8	30,3	31,8	33,4	35,1	36,8	38,7
Rohertrag	23,6	24,9	26,2	27,5	28,8	30,3	31,8	33,4
EBITDA	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
EBIT	0,6	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Erträge Beteiligungen	19,8	22,2	25,1	28,4	31,9	35,8	39,7	43,9
EBT	16,4	18,1	21,4	24,8	28,5	32,5	36,7	41,2
JÜ	15,6	17,2	20,3	23,6	27,1	30,9	34,9	39,1
Diskontierungsfaktor	0,96	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49
Abgezinster Gewinn	15,0	15,0	16,1	17,0	17,7	18,4	18,8	19,2
Terminal Value	126,3							
Ertragswert	263,4	Je Aktie:		16,99 Euro				

SMC-Schätzungen

Aufwendungen und Abschreibungen (bislang 19,1 Mio. Euro, jetzt 20,5 Mio. Euro) angesetzt. In Summe erwarten wir damit jetzt einen Überschuss der KGaA von 15,6 Mio. Euro (bislang: 16,5 Mio. Euro), der ausreichen würde, um, wie geplant, wieder eine Dividende von 1,00 Euro je Aktie auszuschütten. Den Anstieg beim Umsatzniveau der KGaA sehen wir aufgrund des schnelleren Konzernwachstums als nachhaltig an, weshalb die Erlöskurve (bei unveränderten Steigerungsraten) ab 2021 über dem bisherigen Niveau liegt. Außerdem haben wir die mittelfristige Steigerungsrate der Beteiligungserträge als Reaktion auf den rasanten Portfolioausbau etwas erhöht (CAGR bis 2027 von 11,3 auf 12,1 Prozent). Neu berücksichtigt haben wir zudem die Zinsen aus der Emission der neuen Anleihe tranche. In Summe der Effekte hat sich der Gewinn in den ersten Jahren des Detailprognosezeitraums etwas reduziert und gegen Ende erhöht. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen der SE & Co. KGaA im Detailprognosezeitraum bis 2027, 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

40 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 1,0 Prozent und Risikoprämie 6,5 Prozent).

Kursziel: 17,00 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 263,4 Mio. Euro, bzw. 16,99 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 17,00 Euro ableiten. Die Anhebung gegenüber unserer letzten Taxe (16,20 Euro) ist ein Resultat des hohen Akquisitionstempos, das unsere Erwartungen zuletzt übertroffen hat und vor allem mittelfristig Potenzial für deutlich steigende Beteiligungserträge bietet. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter mit vier Punkten ein. Zwar fallen Transaktionen im Beteiligungsgeschäft diskontinuierlich an und sind schwer prognostizierbar, was prinzipiell für eine hohe Unsicherheit sorgt. Aber Mutares hat mittlerweile ein breit diversifiziertes Portfolio geschaffen, was eine gute Grundlage für eine kontinuierliche Erwirtschaftung von Überschüssen bietet.

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 14,77 und 20,36 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
9,1%	20,36	19,62	18,98	18,41	17,90
9,5%	19,10	18,48	17,93	17,44	17,00
10,1%	18,00	17,47	16,99	16,57	16,19
10,5%	17,02	16,56	16,15	15,78	15,44
11,1%	16,14	15,75	15,39	15,06	14,77

Fazit

Die Beteiligungen von Mutares und insbesondere die Gesellschaften aus dem Segment Automotive und Mobility haben im ersten Halbjahr 2020 die negativen Auswirkungen der Corona-Krise zu spüren bekommen. Während der Konzernumsatz akquisitionsbedingt um 40 Prozent auf 620,5 Mio. Euro zugelegt hat, ist das um Sondereffekte bereinigte EBITDA auf -16,7 Mio. Euro gefallen – vor Jahresfrist war es noch ausgeglichen.

Diese Zahl überzeichnet allerdings die Kriseneffekte. Zum einen gehören viele noch sehr junge Sanierungsfälle mit üblicherweise anfangs relativ hohen Defiziten zum Bestand. Bereinigt um deren Beitrag sind die Einbußen moderat ausgefallen. Zum anderen beschränkten sich die Verluste vor allem auf die Monate Februar bis April, danach gab es eine deutliche Erholung. Insgesamt ist das Portfolio relativ robust, das Management sieht nur bei etwa einem Drittel eine hohe Konjunktursensitivität.

Und die Krise bietet auch große Chancen für Mutares, da die Rahmenbedingungen für Akquisitionen

sehr günstig sind. Im laufenden Jahr hat das Unternehmen bereits sechs Zukäufe – und drei Exits – realisiert und will die hohe Dynamik auch im restlichen Jahresverlauf beibehalten.

Letztlich stellt das die Basis für hohe Erträge der Muttergesellschaft dar. Wir trauen Mutares auch im Krisenjahr 2020 zu, einen Gewinn zu erwirtschaften, mit dem wieder eine Dividende von 1,00 Euro je Aktie ausgeschüttet werden kann. Damit beträgt die Dividendenrendite aktuell rund 10 Prozent. Und für die nächsten Jahre sehen wir auf Basis des dynamischen Portfoliowachstums und wieder besserer Rahmenbedingungen weiteres Aufwärtspotenzial für die Ausschüttungen.

Da das Akquisitionstempo derzeit höher ist als von uns bisher unterstellt, haben wir unsere Schätzungen für die Muttergesellschaft leicht angehoben, womit das Kursziel von 16,20 auf 17,00 Euro gestiegen ist. Auf dieser Basis bekräftigen wir unsere Einschätzung „Buy“.

Anhang I: 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	399,2	474,6	513,7	547,9	579,4	609,5	638,7	667,5	696,0
1. Immat. VG	58,7	66,5	74,3	82,1	89,9	97,7	105,5	113,3	121,1
2. Sachanlagen	176,4	221,1	255,0	285,8	314,1	340,9	366,4	391,2	415,6
II. UV Summe	449,0	593,2	650,1	689,7	748,9	818,6	897,0	979,2	1.061,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	208,2	165,4	178,3	197,5	221,6	248,1	275,2	302,3	326,9
II. Rückstellungen	135,2	155,2	165,2	175,3	185,5	195,8	206,2	216,7	227,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	135,9	232,9	251,8	266,9	282,9	299,1	315,6	332,1	348,7
2. Kurzfristiges FK	369,2	514,7	568,8	598,3	638,6	685,5	739,2	796,0	855,3
BILANZSUMME	848,5	1.068,2	1.164,1	1.238,0	1.328,6	1.428,5	1.536,1	1.647,1	1.758,3

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	1.015,9	1.759,6	2.501,2	2.651,2	2.801,2	2.951,2	3.101,2	3.251,2	3.401,2
Gesamtleistung	1.012,0	1.759,6	2.501,2	2.651,2	2.801,2	2.951,2	3.101,2	3.251,2	3.401,2
Rohhertrag	389,4	661,6	950,5	1.023,4	1.081,3	1.139,2	1.197,1	1.255,0	1.312,9
EBITDA	79,2	80,9	87,5	124,6	134,5	144,6	155,1	165,8	173,5
EBIT	26,2	-19,9	1,4	27,5	29,2	33,6	38,5	43,9	46,2
EBT	16,7	-40,5	-12,9	11,1	12,7	16,3	20,3	24,6	25,8
JÜ	20,8	-31,2	-11,3	-5,0	2,3	5,9	9,1	12,2	12,8
EPS (KGaA)	1,45	1,01	1,11	1,31	1,52	1,75	1,99	2,25	2,52

Anhang II: 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	-10,7	-76,6	-35,0	8,0	39,2	48,8	58,2	64,2	67,4
CF aus Investition	44,4	38,6	-0,7	-7,4	-9,7	-11,9	-14,2	-16,4	-18,7
CF Finanzierung	-62,5	72,1	20,3	-14,2	-9,8	-9,1	-9,9	-12,2	-15,0
Liquidität Jahresanfa.	108,1	79,7	113,8	98,4	84,8	104,5	132,3	166,4	201,9
Liquidität Jahresende	79,7	113,8	98,4	84,8	104,5	132,3	166,4	201,9	235,6

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	17,4%	73,2%	42,1%	6,0%	5,7%	5,4%	5,1%	4,8%	4,6%
Rohtragsmarge	38,3%	37,6%	38,0%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%
EBITDA-Marge	7,8%	4,6%	3,5%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%
EBIT-Marge	2,6%	-1,1%	0,1%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%
EBT-Marge	1,6%	-2,3%	-0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,0%	-1,8%	-0,5%	-0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%

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 17.08.2020 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 17.08.2020 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
18.05.2020	Buy	16,20 Euro	1), 3), 10)
04.05.2020	Buy	15,90 Euro	1), 3), 10)
23.04.2020	Buy	15,90 Euro	1), 3), 4), 10)
26.02.2020	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.