

Mutares SE & Co. KGaA

Reuters: MUXG.DE

Bloomberg: MUX:GR

Qui non mutares, maneres, sed qui audet mutares, proficit

Aus einem proprietären Sum-of-the-Parts-Modell, in das die Sanierungskompetenz der Mutares-Holding über ein DCF-Equity-Verfahren und der Wert der Beteiligungen durch Wahrscheinlichkeitsgewichtete, auf das EBITDA bezogene Exit-Multiples eingehen, errechnen wir im Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 58,30 je Mutares-Aktie (Base-Case-Szenario). Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Berücksichtigung der zwischenzeitlich erwarteten Dividenden) von 107,8% nehmen wir die Aktien der Mutares SE & Co KGaA mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf; das Risiko für die Erreichung unserer Ergebnisprognosen stufen wir angesichts des auf Turnaround-Situationen spezialisierten Geschäftsmodells als hoch ein.

Sanierung von Unternehmen in Umbruchsituationen

Gegründet im Jahr 2008, ist die Mutares SE & Co. KGaA ein börsennotierter Beteiligungsinvestor, der gezielt ertragsschwache oder sogar verlustträchtige Unternehmensteile großer Konzerne (sog. Carve-outs) übernimmt, die aufgrund ihrer Komplexität, ihres fehlenden Fokus oder operativen Schiefelage in den Konzernmuttergesellschaften oft „unter dem Radar fliegen“ und nicht weiter zum Kerngeschäft zählen. Schwerpunkt des Mutares-Geschäftsmodells ist der Erwerb von Unternehmen in Umbruchsituationen – wofür nach Angaben von Mutares etwa Vakanzen in der Führung, technologische Rückstände oder generell eine mangelnde Ertragskraft verantwortlich sein können. Nach Sicherung einer nachhaltigen Stand-Alone-Fähigkeit im Anschluss an den Carve-out, einer Restrukturierung durch ein internes Beratungsteam und Neupositionierung am Markt werden die wieder profitablen Beteiligungen häufig an strategische Bieter zeitnah verkauft. Im Gegensatz zu herkömmlichen Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften entsteht der Werthebel für Mutares aus unserer Sicht damit weniger durch eine klassische Multiple-Arbitrage als vielmehr durch eine „handwerkliche“ operative Repositionierung bzw. Restrukturierung der übernommenen Gesellschaften. Damit operiert Mutares in einer Nische des Beteiligungsmarktes, die aus unserer Sicht durch hohe Eintrittsbarrieren und operative Komplexität gekennzeichnet ist. Um in dieser Nische nachhaltig zu reüssieren hat Mutares ein standardisiertes, integriertes Wertschöpfungsmodell entlang der selbstbezeichneten Entwicklungsphasen Acquisition, Realignment, Optimization und Harvesting aufgebaut, wodurch das Geschäftsmodell in den vergangenen Jahren signifikant skaliert werden konnte: sowohl geografisch durch den Aufbau von Niederlassungen in inzwischen zwölf Ländern in Europa, Asien und Nordamerika als auch sektoral durch die Ausdehnung der Geschäftstätigkeiten auf aktuell fünf Industrie- und Dienstleistungssektoren.

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 28,05

Kursziel: EUR 58,30

WKN / ISIN: A2NB65/ DE000A2NB650

Indizes: Prime All Shares, SDAX

Transparenzlevel: Regulierter Markt, Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 21.348.256

Marktkapitalisierung: EUR 596,8 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ca. 50.000 Aktien

Geschäftsbericht 2025: 28. April 2026

GuV (EUR Mio.)	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatz	6.500	8.752	10.209	10.520
EBITDA	733	2.113	221	275
EBIT	194	1.503	-433	-385
EBT	60	1.357	-569	-513
EAT	43	1.342	-586	-531

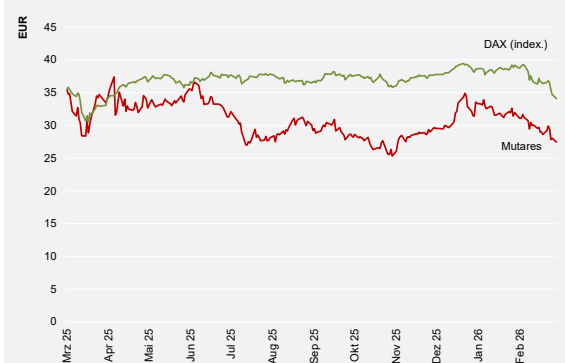
% der Umsätze	2025e	2026e	2027e	2028e
EBITDA	11,3%	24,1%	2,2%	2,6%
EBIT	3,0%	17,2%	-4,2%	-3,7%
EBT	0,9%	15,5%	-5,6%	-4,9%
EAT	0,7%	15,3%	-5,7%	-5,0%

Je Aktie (EUR)	2025e	2026e	2027e	2028e
EPS	4,04	65,31	-25,07	-22,26
Dividende	2,25	2,25	2,25	2,25
Buchwert	33,71	96,80	69,48	44,97
Cashflow	8,74	-5,23	18,26	10,35

Bilanz (%)	2025e	2026e	2027e	2028e
EK-Quote	12,5%	25,2%	18,2%	10,4%
Gearing	158%	60%	97%	210%

Multiples (x)	2025e	2026e	2027e	2028e
KGV	7,4	0,4	n/a	n/a
EV/Umsatz	0,27	0,21	0,19	0,22
EV/EBIT	9,2	1,2	n/a	n/a
KBV	0,9	0,3	0,4	0,6

Guidance (EUR Mrd.)	2026e	2027e	2028e
Umsatz (Konzern)	7,9-9,1	n/a	n/a
Jahresüberschuss (Hldg.)	0,165-0,200	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Mutares in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 58,30 je Aktie – Buy	7
Übernahme von Unternehmen in Sondersituationen	15
Unternehmensgeschichte, Management, Unternehmensstrategie und Positionierung	25
Notierung und Aktionärsstruktur	29
Zwei börsennotierte Unternehmensanleihen	32
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	35
Analyse und Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	39
Gewinn- und Verlustrechnung	42
Bilanz	50
Bilanz (normalisiert)	54
Cashflow-Statement	58
Auf einen Blick	60
Beteiligungskäufe und -verkäufe	64
Exit-Bewertung der Beteiligungsgesellschaften	70
Disclaimer	72

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Ein börsennotierter Private-Equity-Investor

Im Unterschied zu klassischen Private-Equity-Fonds ist Mutares dauerhaft börsennotiert. Damit wird ein grundsätzlich Private-Equity-orientiertes Geschäftsmodell für breite Investorengruppen investierbar, zugleich unterliegt es jedoch der Transparenz-, Volatilitäts- und Bewertungslogik des Kapitalmarkts. Die Bewertung der Mutares Aktie reflektiert nicht nur den aktuellen Portfoliowert, sondern insbesondere die Glaubwürdigkeit der Exit-Pipeline, die Cash-Conversion-Fähigkeit und die Kapitalstruktur auf Holding-Ebene.

Der Unterschied zwischen Konzern und Holding ist essentiell

Entscheidend für das Verständnis des Geschäftsmodells des Turnaround-Investors Mutares ist nach unserer Einschätzung, zwischen der Mutares-Holding, in der die eigentliche Sanierungskompetenz angesiedelt ist, und dem Mutares-Konzern zu unterscheiden. Während die Ertragslage auf Konzernebene – je nach Ausmaß der Übernahmeaktivitäten – von zum Teil erheblichen, aber nicht-liquiditätswirksamen Unterschiedsbeträgen aus der Kaufpreisallokation, den sogenannten Bargain-Purchase-Erträgen, geprägt wird, werden auf Holding-Ebene bereits während der Haltephase durch Beratungs- und Management-Fees sowie Ausschüttungen der Portfoliogesellschaften signifikante Cashflows generiert, die zumindest den Break-Even sicherstellen und die Finanzierung der Holding nicht von den Liquiditätszuflüssen aus Exits abhängig macht. Doch auch wenn Exit-Erträge für die Holding lediglich das „Sahnehäubchen“ der Ertragsentwicklung darstellen, erfolgt die wesentliche Wertrealisierung und Cash-Generierung für die Holding meist erst mit dem Verkauf; Ergebnisvolatilität, Free-Cashflow-Entwicklung und Dividendenfähigkeit der Holding hängen damit maßgeblich vom Exit-Timing, den erzielbaren Multiples und dem Marktumfeld für M&A-Transaktionen ab. Unsere Schätzungen in diesem Bericht basieren vollständig auf Konzernebene.

Rechtsschiefe Charakteristik der Renditeverteilung

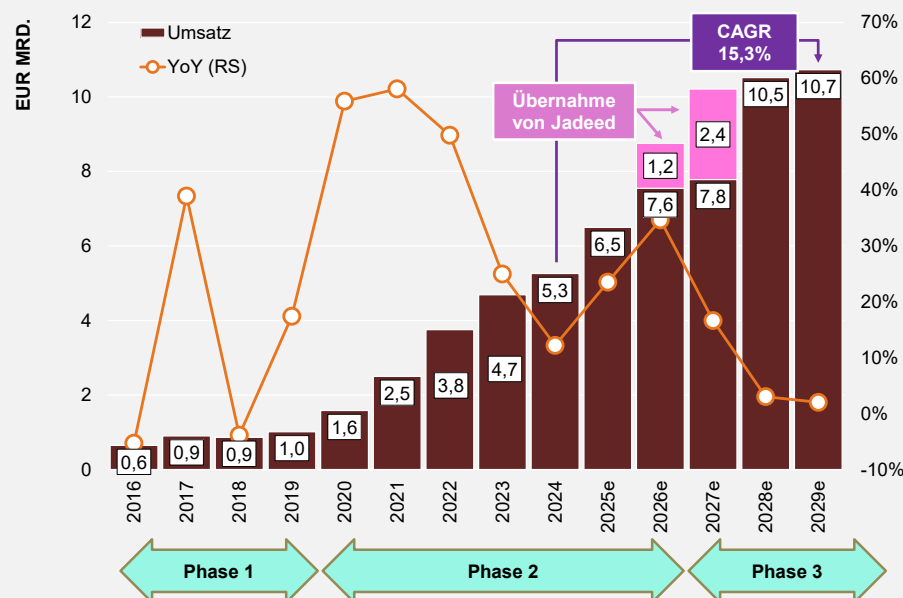
Das Geschäftsmodell von Mutares weist eine asymmetrische Renditestruktur auf. Der maximale Verlust pro Beteiligung ist im Wesentlichen auf das eingesetzte Kapital – häufig lediglich ein symbolischer Kaufpreis zuzüglich Restrukturierungskosten – begrenzt. Demgegenüber kann der Wertbeitrag eines erfolgreichen Exits (z. B. Lapeyre oder Steyr) ein Vielfaches des eingesetzten Kapitals betragen. Für Investoren entspricht ein Investment in Mutares damit aus unserer Sicht einer Turnaround-Option: Die meisten Beteiligungen liefern moderate Renditen, während einzelne erfolgreiche Exits erhebliches Upside-Potenzial besitzen und einen überproportionalen Einfluss auf die Unternehmensbewertung haben.

Deutliche Erhöhung der Schlagzahl

Seit dem vergangenen Geschäftsjahr hat sich die Geschwindigkeit, mit der sich Mutares an Unternehmen beteiligt, deutlich erhöht. Insgesamt stehen für das vergangene Jahr 19 Erwerbungen zu Buche, im laufenden Jahr wurden bereits in den ersten drei Monaten vier Unternehmen akquiriert, darunter mit Jadeed die größte Akquisition der Firmengeschichte (Umsatzerwartung EUR 2,5 Mrd.). Nachdem Mutares bereits im Geschäftsjahr 2025 den annualisierten Umsatz auf EUR 6,5 Mrd. von EUR 5,3 Mrd. um 23,5% steigern konnte, sollte sich der annualisierte Umsatz des bestehenden Beteiligungsportfolios (ohne Berücksichtigung von Verkäufen) nach unseren Schätzungen im Geschäftsjahr 2026e auf knapp EUR 10 Mrd. nochmals deutlich erhöhen.

Mutares in Bildern

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM (KONZERN), 2015-2029E

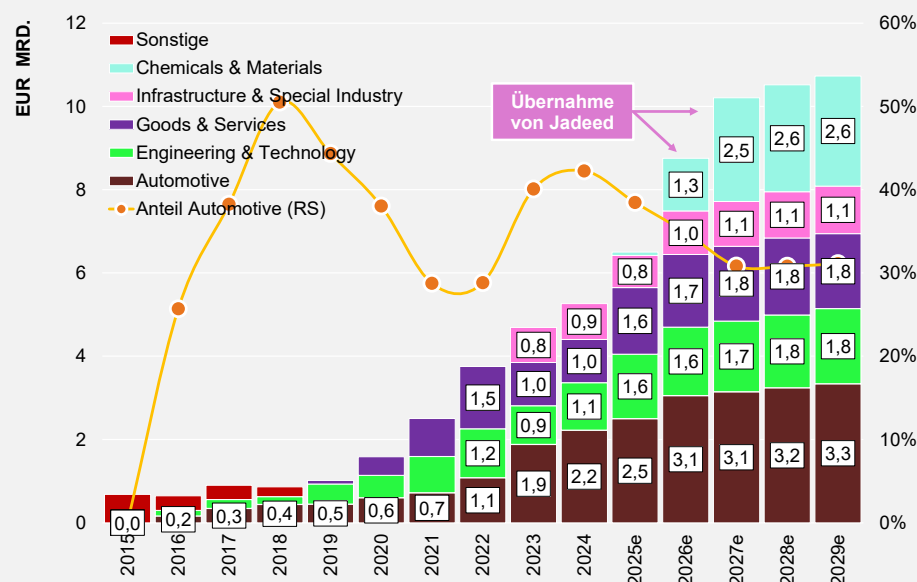


Nebenstehende Abbildung zeigt drei Phasen im Lebenszyklus von Mutares: Die Phase 1 zwischen 2015 und 2019 war von einem nur mäßigen Umsatzwachstum geprägt. Demgegenüber erfolgt in Phase 2 zwischen 2020 und 2026e eine wesentlich dynamischere Entwicklung. In Phase 3, in der wir – modellbedingt – kein weiteres externes Wachstum prognostiziert haben, liegen die Wachstumsraten auf hohem Niveau wieder im einstelligen Prozentbereich. Für das Jahr 2029e – dem Ende unseres Detailplanungszeitraums – prognostizieren wir Konzernerlöse von EUR 10,7 Mrd. Dies entspricht einer erwarteten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 15,3% im Zeitraum 2024 bis 2029e.

Sämtliche unserer Prognose basieren auf dem aktuellen Stand des Konsolidierungskreises. Übernahmen oder Beteiligungsverkäufe haben wir nicht eingeplant.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN (KONZERN), 2015-2029E

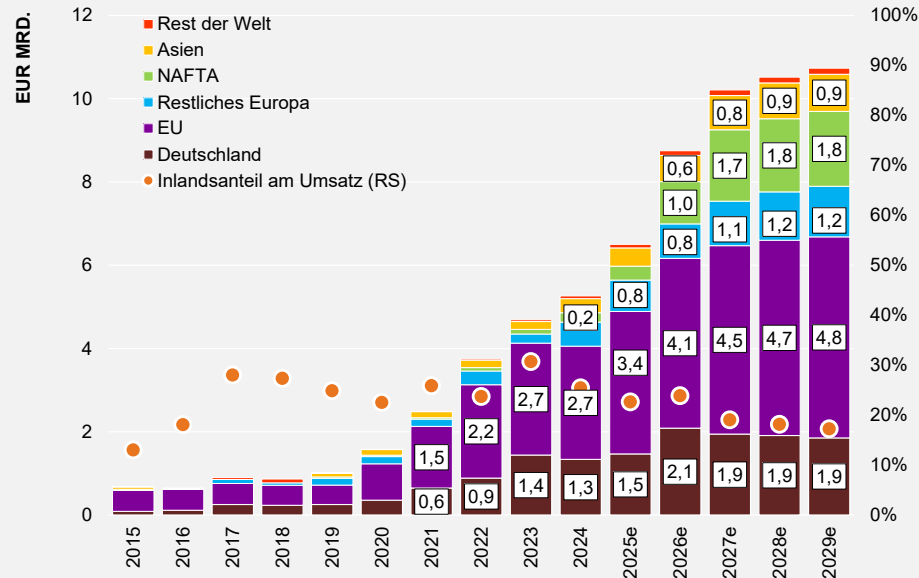


Wir gehen davon aus, dass das ursprünglich dominierende Segment Automotive in den kommenden Jahren weiter an Gewicht verlieren wird. Im Jahr 2029e, dem Ende unseres Detailplanungszeitraums, erwarten wir, dass das Segment rund 31,1% der Konzernerlöse generieren wird, gegenüber einem Spitzenwert von 50,5%, wie er im Jahr 2018 erreicht wurde. Basis- und akquisitionsbedingt wird nach unseren Schätzungen zukünftig vor allem das Segment Chemicals & Materials an Bedeutung gewinnen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mutares in Bildern

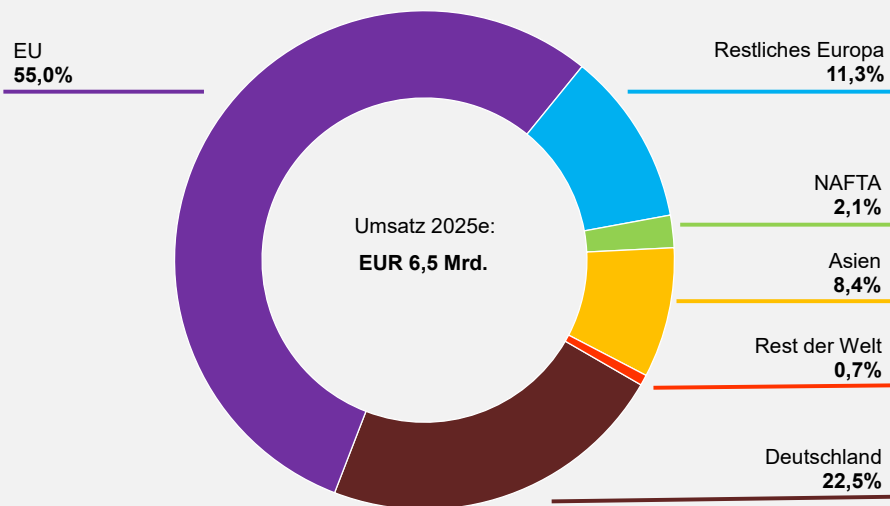
ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH REGIONEN (KONZERN), 2015-2029E



In den vergangenen Jahren wurden in London, Madrid, Mailand, Paris, Stockholm, Wien, Helsinki, Warschau, Shanghai, Chicago und Mumbai Standorte, auch außerhalb Europas, aufgebaut. Die Quote der Auslandserlöse sollte daher in den kommenden Jahren weiter ansteigen. Bis 2029e rechnen wir damit, dass 82,7% der Umsatzerlöse außerhalb Deutschlands generiert werden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: UMSATZ NACH REGIONEN (KONZERN), 2025E

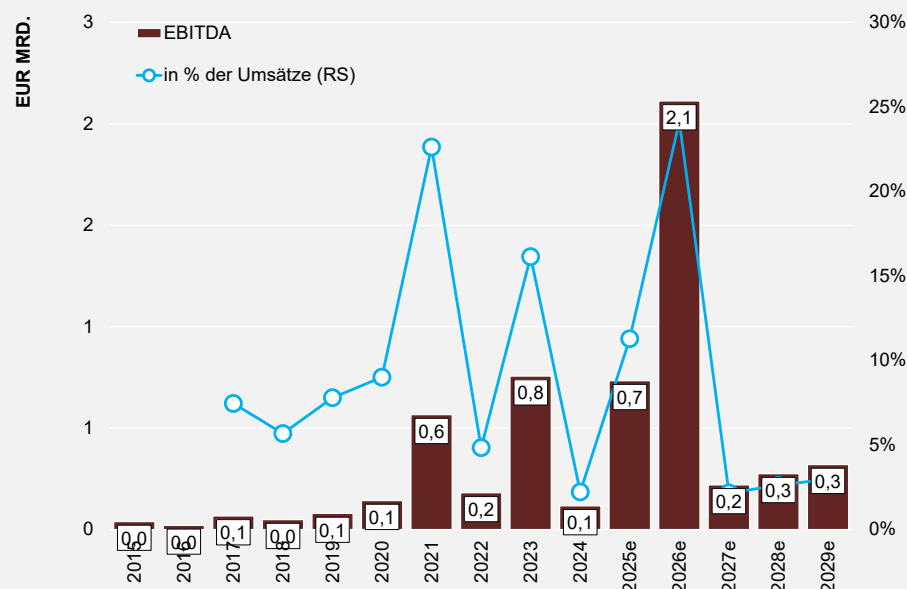


Im vergangenen Jahr 2025e wurden nach unseren Schätzungen noch 22,5% der Konzernerlöse im Inland erzielt. 55,0% in der EU und 11,3% in europäischen Ländern außerhalb der EU.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mutares in Bildern

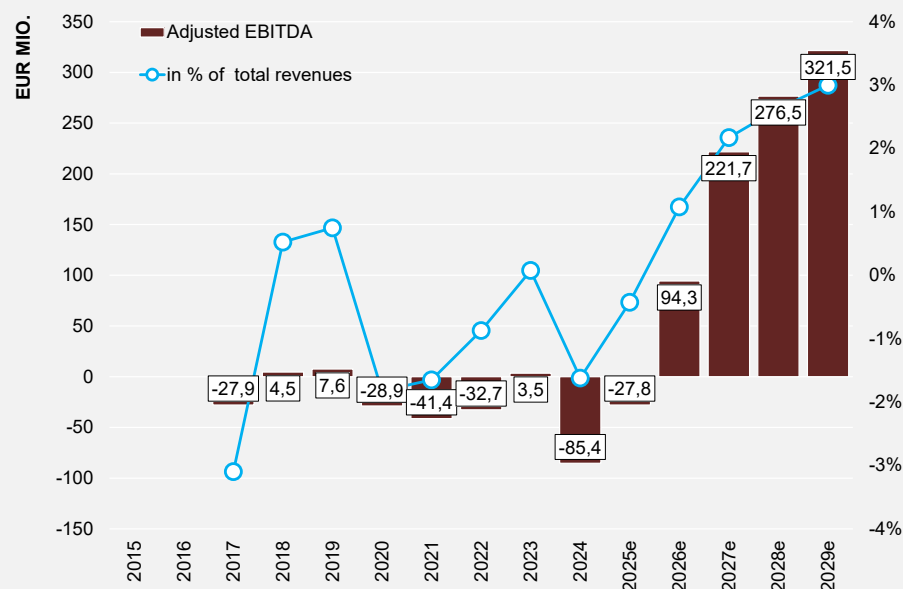
ABBILDUNG 5: EBITDA UND EBITDA-MARGE (KONZERN), 2015-2029E



Im laufenden Geschäftsjahr 2026e dürfte Mutares nach unseren Schätzungen mit einem EBITDA in Höhe von EUR 2,1 Mrd. einen neuen Rekordwert erzielen. Ursächlich hierfür sind erhebliche Erträge aus Bargain Purchase im Konzern aus der angekündigten Übernahme von Jadeed.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: ADJUSTED EBITDA UND ADJUSTED EBITDA-MARGE (KONZERN), 2015-2029E



Gemäß IFRS 3 werden Bargain-Purchase-Erträge im Rahmen der PPA als sonstiger, nicht zahlungswirksamer Akquisitionsertrag unmittelbar in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Für eine aussagekräftigere Analyse eliminiert Mutares diese Effekte sowie akquisitionsbedingte Restrukturierungsaufwendungen und Entkonsoolidierungseffekte aus den Ergebnissen. Nebenstehende Abbildung zeigt die von uns geschätzte sukzessive Verbesserung des adjusted EBITDA bis 2029e.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals EUR 58,30 je Aktie – Buy

Während eine Unternehmensbewertung im Regelfall auf dem Konzern abstellt, greift diese Vorgehensweise nach unserer Auffassung bei Mutares zu kurz. Grund dafür ist, dass die eigentliche, auf Wiederholung ausgelegte Wertschöpfung nicht in den Beteiligungsunternehmen stattfindet, sondern in der Holding. Sie stellt die „Turnaround-Maschinerie“ dar, die für einen Investor attraktiv ist und an der er sich beteiligen will. Demgegenüber sind die Beteiligungsgesellschaften per se für einen Investor von ungleich geringerer Bedeutung. Letzten Endes ist es für ihn irrelevant, an welchen Unternehmen sich Mutares im Einzelfall beteiligt. Die Beteiligungen stellen für ihn nur einen aktuellen – wenngleich bewertbaren – Ist-Zustand des Unternehmenswertes dar, dessen Attraktivität sich jedoch nicht aus einem zu extrapolierenden Zukunftszustand ergibt.

Folglich ist für die Bewertung von Mutares nach unserer Auffassung ein mehrstufiges Verfahren erforderlich. Im ersten Schritt ermitteln wir den Wert der Sanierungskompetenz der Mutares-Holding; hierfür verwenden wir ein Discounted-Cashflow-Equity-Verfahren. In einem zweiten Schritt ermitteln wir den Barwert der Beteiligungen durch wahrscheinlichkeitsgewichtete und industrietypische, auf das EBITDA bezogene Exit-Multiples. In einem abschließenden dritten Schritt subtrahieren wir die aktuelle Nettoverschuldung auf Konzernebene. Aus diesem Primärbewertungsverfahren errechnen wir im Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 1.240,6 Mio. Unter Zugrundelegung von 21,3 Mio. Stück ausstehenden Aktien entspricht dies einem Kursziel von EUR 58,30 je Aktie.

Angesichts einer von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich erwarteten Dividenden) von 107,8% nehmen wir die Aktien der Mutares SE & Co. KGaA mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Unser primäres Bewertungsverfahren für Mutares ist ein dreistufiges Sum-of-the-Parts-Modell

Generell ist die Bewertung von Beteiligungsgesellschaften eine anspruchsvolle Aufgabe, da klassische Verfahren wie ein Discounted-Cashflow-Modell häufig zu Fehlinterpretationen führen. Im Fall der Mutares SE & Co. KGaA verstärkt sich dieses Problem durch das Geschäftsmodell, das auf dem Erwerb, der Restrukturierung und dem Verkauf von Carve-outs basiert. Entsprechend unterliegen die Cashflows – abhängig von Akquisitions- und Exit-Zeitpunkten – erheblichen Schwankungen. Eine Glättung (meist euphemistisch „Normalisierung“ genannt) der Cashflows wäre zwar denkbar, würde aus unserer Sicht jedoch die ökonomische Realität des Geschäftsmodells unzureichend abbilden.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell ebenso wie Übernahmen oder Beteiligungsverkäufe nicht vorgesehen.

Wir verwenden daher ein Verfahren, in dem wir zunächst die Sanierungskompetenz bewerten, die in der Holding angesiedelt ist. Sie stellt nach unserer Auffassung den Hauptgrund dar, weshalb sich ein Investor an Mutares beteiligt. Zu dem ermittelten Ergebnis addieren wir den Wert der Beteiligungen, wofür wir wahrscheinlichkeitsgewichtete, industrietypische Exit-Multiples verwenden. Dabei unterteilen wir das Portfolio in verschiedene Reifegrade, die wir aus dem von Mutares angegebenen Lebenszyklus der Beteiligungsgesellschaften ableiten. Abschließend subtrahieren wir die Nettoverschuldung auf Konzernebene und ermitteln so den Wert des Eigenkapitals je Mutares-Aktie.

1. Schritt: Ermittlung des Wertes der Sanierungskompetenz der Holding

Bei der Ermittlung des Wertes der Sanierungskompetenz der Mutares-Holding stellen wir auf die von den Beteiligungsgesellschaften an die Holding ausgeschütteten

Beratungsleistungen bzw. Management Fees sowie die aus dem Verkauf von Beteiligungsgesellschaften erzielten Buchgewinne ab.

In unseren Prognosen des Jahresüberschusses orientieren wir uns an der Mitte März vom Vorstand ausgegebenen Mittelfrist-Guidance, die bis 2030e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 25% vorsieht, und rechnen mit folgender Entwicklung:

TABELLE 1: UMSATZ- UND ERTRAGSENTWICKLUNG DER MUTARES SE & CO KGAA (HOLDING, 2020-2028E)

		2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Bruttoumsatz Mutares Holding	EUR Mio.	31,9	50,5	71,1	103,6	109,8	106,2	109,4	112,1	114,3
YoY	%	n/a	58,3%	40,9%	45,7%	6,0%	-3,3%	3,0%	2,5%	2,0%
Sonstige betriebliche Erträge der Holding	EUR Mio.	13,0	3,8	12,9	4,8	26,4	50,0	50,0	50,0	50,0
Operative Kosten der Holding	EUR Mio.	-43,9	-71,7	-90,8	-154,0	-138,5	-150,0	-154,5	-159,1	-163,9
Finanzergebnis der Holding	EUR Mio.	3,7	-4,3	-2,1	2,2	-5,9	-8,0	-8,2	-8,5	-8,7
EBT vor Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	4,6	-21,8	-8,9	-43,4	-8,2	-1,8	-3,4	-5,5	-8,3
Steuern der Holding	EUR Mio.	-5,8	0,0	9,3	-3,6	-4,4	0,5	0,8	1,4	2,1
EE-Steuerquote	%	-126,5%	0,0%	-104,7%	8,3%	53,7%	-30,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
EAT vor Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	-1,2	-21,8	0,4	-47,0	-12,6	-1,3	-2,5	-4,1	-6,3
Erträge aus Beteiligungen und Exit-Erlöse	EUR Mio.	34,6	72,5	72,5	149,5	120,9	149,2	187,0	235,0	295,0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	33,4	50,7	72,9	102,5	108,3	147,9	184,5	230,9	288,7
YoY	%	2,6%	52,0%	43,7%	40,6%	5,7%	36,6%	24,7%	25,1%	25,1%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Berechnung der Kosten des Eigenkapitals als Diskontierungssatz

Da der Jahresüberschuss einen eigenkapitalbezogenen Cashflow darstellt, sind für eine Diskontierung die Kosten des Eigenkapitals erforderlich. Zu deren Berechnung verwenden wir das aus den Kursdaten der vergangenen zwölf Monate abgeleitete beta von 1,35, den quasi-risikolosen Zins von 3,5%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und eine implizit berechnete Equity-Risk-Premium für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 5,0%.

Darüber hinaus haben wir einen French-Fama-Bewertungsaufschlag von 4,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management, einer Transparenzprämie, einer Prämie aus der Unternehmensstruktur (KGaA) und einer Holdingprämie (jeweils 1,0%) zusammensetzt. Der von uns angesetzte Diskontierungssatz beläuft sich mithin auf 14,3% (2026e).

Annahmen für die Berechnung des Terminal Values

Für die Berechnung des Terminal-Value unterstellen wir eine jährliche Insolvenzwahrscheinlichkeit von 8,1%. Diese errechnen wir durch Ansetzung einer erwarteten Recovery Rate von 30% sowie eines synthetischen Ratings von B für das mit netto

EUR 1.050,0 Mio. (12/2025e) verschuldete Unternehmen. Wir halten diesen Wert für konservativ und angemessen.

Wir gehen ferner davon aus, dass Mutares nach der Detailplanungsphase keine Überrenditen mehr erzielt und daher keine risikobehafteten Investitionen mehr tätigt. Entsprechend setzen wir im Terminal Value ein Wachstum in Höhe des risikofreien Zinssatzes an.

Zudem unterstellen wir, dass sich die Kapitalkosten im Terminal Value an das Niveau reifer Unternehmen annähern. Der Beta-Faktor verringert sich folglich auf den Wert des Marktportfolios von 1,0, wodurch sich wiederum die Kosten des Eigenkapitals von 14,3% (2026e–2028e) auf dann 12,5% (Phase des TV) reduzieren.

Auf Basis eines erwarteten Jahresüberschusses von EUR 288,7 Mio. im letzten Planjahr 2028e ergibt sich ein Terminal Value von EUR 1.609,3 Mio. Nach dessen Diskontierung errechnen wir einen Gesamtwert der Sanierungskompetenz von EUR 1.571,0 Mio.

TABELLE 2: BARWERTE DER NACHSTEUERERGEBNISSE (2026E-28E) UND DES TERMINAL VALUES DER MUTARES-HOLDING

		2026e	2027e	2028e	TV
Jahresüberschuss	EUR Mio.	184,5	230,9	288,7	1.609,3
Kosten des Eigenkapitals	%	14,3%	14,3%	14,3%	12,5%
Erwartetes Wachstum im TV	%				3,5%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%				8,1%
Barwert des Jahresüberschusses	EUR Mio.	161,5	176,9	193,6	1.039,0
Summe der Barwerte	EUR Mio.	1.571,0			

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

2. Schritt: Ermittlung der Exit-Werte des Beteiligungsportefeuilles

Im zweiten Schritt unseres Sum-of-the-Parts-Verfahrens berechnen wir den Wert des Beteiligungsportefeuilles. Wir orientieren uns dabei an der jeweiligen Phase im Lebenszyklus der einzelnen Gesellschaften (vgl. hierfür Abb. 9), aus der wir das individuelle Exit-Jahr jeder Gesellschaft abgeleitet haben. Anschließend haben wir die Umsätze und eine branchenübliche Ziel-Profitabilität der Beteiligungsgesellschaften für das Exit-Jahr geschätzt und eine Exit-Wahrscheinlichkeit angesetzt.

Damit ergeben sich folgende Exit-Werte des Beteiligungsportefeuilles (zu den Details der Berechnung siehe auch das Kapitel „Exit-Bewertung der Beteiligungsgesellschaften“ auf den Seiten 70ff).

TABELLE 3: EXIT-WERTE DES BETEILIGUNGSPORTEFEUILLES

		Exit-Jahr (erw.)	Exit-Value 2026e (EUR Mio.)	Exit-Value 2027e (EUR Mio.)	Exit-Value 2028e (EUR Mio.)
Amaneos	Automotive & Mobility	2027e		63,0	
Peugeot Motocycles	Automotive & Mobility	2028e			2,9
SFC Group	Automotive & Mobility	2026e	33,1		
FerrAI United	Automotive & Mobility	2027e		76,2	
Zendra Systems	Automotive & Mobility	2028e			1,7
Byldis	Engineering & Technology	2028e			3,1
Donges Group	Engineering & Technology	2027e		32,0	
Efacec	Engineering & Technology	2028e			28,8
Ganter Group	Engineering & Technology	2027e		9,8	
Gemini Rail Group/ADComms	Engineering & Technology	2027e		12,8	
Greer Steel	Engineering & Technology	2028e			1,6
Guascor Energy	Engineering & Technology	2026e	15,7		
Kawneer EU	Engineering & Technology	2028e			8,0
La Rochette Cartonboard	Engineering & Technology	2027e		7,6	
NEM Energy Group	Engineering & Technology	2026e	52,1		
Sofinter Group	Infrastructure & Special Industry	2028e			19,2
GDL Anläggning & Miljö	Infrastructure & Special Industry	2028e			3,0
inTime Group	Infrastructure & Special Industry	2026e	22,5		
Kuljettava	Infrastructure & Special Industry	2028e			1,8
Magirus	Infrastructure & Special Industry	2028e			13,6
Nervión Industries	Infrastructure & Special Industry	2028e			6,0
Terranor Group	Goods & Services	2026e	53,4		
Alterga	Goods & Services	2028e			2,8
Conexus	Goods & Services	2026e	13,4		
F.lli Ferrari	Goods & Services	2028e			5,0
Gläserne Molkerei	Goods & Services	2028e			3,8
GoCollective, ReloBus	Goods & Services	2026e	43,1		
keeper Group	Goods & Services	2026e	20,2		
Lapeyre Group	Goods & Services	2027e		97,6	
Locapharm	Goods & Services	2028e			3,8
Mimovrste	Goods & Services	2028e			6,4
Natura	Goods & Services	2028e			2,6
Palmia	Goods & Services	2026e	21,7		
Prénatal	Goods & Services	2028e			5,6
REDO	Goods & Services	2026e	5,9		
Stuart	Chemicals & Materials	2028e			1,4
Holliday Pigments	Chemicals & Materials	2028e			2,1
Jadeed	Chemicals & Materials	2028e			150,0
Exit-Values			281,0	299,0	273,3

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ermittlung des Barwertes der Exit-Values

Für die jährlichen Summen der Exit-Values ist nun der Barwert zu berechnen. Da es sich um EV/EBITDA-Multiples handelt, muss die Diskontierung anhand der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC) erfolgen. Grundlage deren Berechnung sind die Kosten des Eigenkapitals (siehe Tabelle 2); hinzukommen die Kosten des Fremdkapitals, die wir aus der aktuellen Effektivverzinsung der beiden Unternehmensanleihen abgeleitet haben, sowie die für Mutares unterstellten Quoten des Marktwertes für Eigen- und Fremdkapital, die wir mit 25% zu 75% angesetzt haben. Damit ergibt sich folgende Berechnung der WACC:

TABELLE 4: BERECHNUNG DER WACC (2026E-2028E)		
Kosten des Eigenkapitals anhand Capital Asset Pricing Model (CAPM)	%	10,3%
Quasi risikoloser Zins (30-jährige Staatsanleihen)	%	3,50%
beta		1,35
Implizite Marktrisikoprämie	%	5,0%
French-Fama-Prämie	%	4,0%
Managementprämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Transparenzprämie	%	1,0%
Prämie aus Unternehmensstruktur	%	1,0%
Frühphasenprämie	%	0,0%
Holdingprämie	%	1,0%
Krisenprämie	%	0,0%
Zielstruktur des Eigenkapitals	%	25,0%
Gewichtete Kosten des Eigenkapitals	%	3,6%
Kosten des Fremdkapitals	%	7,4%
Quasi risikoloser Zins (30-jährige Staatsanleihen)	%	3,5%
Default-Spread	%	7,0%
Country-Default-Spread	%	0,0%
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	10,5%
Steuerquote	%	30,0%
Zielstruktur des Fremdkapitals	%	75,0%
Gewichtete Kosten des Fremdkapitals	%	5,5%
WACC basierend auf Marktwerten	%	9,1%
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN		

Barwerte der Exit-Values des Beteiligungsportefeuilles

Unter Verwendung der errechneten Kapitalkosten ermitteln wir die Barwerte der Exit-Values des Beteiligungsportefeuilles. In Summe errechnen wir einen Wert in Höhe von EUR 719,6 Mio. (vgl. Tabelle 5).

TABELLE 5: SUMME DER BARWERTE DER EXIT-VALUES DES BETEILIGUNGSPORTEFEUILLES

		2026e	2027e	2028e
Summe der Exit-Values	EUR Mio.	281,0	299,0	273,3
Barwert der Exit-Values	EUR Mio.	257,6	251,3	210,6
Summe der Barwerte der Exit-Values	EUR Mio.	719,6		

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Berücksichtigung der Nettoverschuldung auf Konzernebene

Vor der Berechnung des Wertes des Eigenkapitals ist im dritten Schritt die Nettoverschuldung des Mutares-Konzerns zu ermitteln. Hierfür verwenden wir den erwarteten Stand zum Jahresende 2025e in Höhe von EUR 1.050,0 Mio. Nach Addition aller drei Bestandteile unseres Bewertungsverfahrens, errechnet sich ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 1.240,6 Mio. bzw. von EUR 58,30 je Aktie der Mutares SE & Co. KGaA.

TABELLE 6: WERT DES EIGENKAPITALS

Summe der Barwerte der Jahresüberschüsse	EUR Mio.	1.571,0
Summe der Barwerte der Exit-Values	EUR Mio.	719,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-1.050,0
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	1.240,6
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	21,3
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	58,30

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf Grundlage unserer Finanzprognosen und des im Base-Case-Szenario unseres Sum-of-the-Parts-Modells ermittelten Kursziels von EUR 58,30 je Aktie errechnen sich für die Mutares-Aktie folgende Bewertungsmultiplikatoren:

TABELLE 7: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER MUTARES-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs				Bewertung zum Kursziel			
		2026e	2027e	2028e	2029e	2026e	2027e	2028e	2029e
KGV	x	0,4x	n/a	n/a	n/a	0,9x	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBIT	x	1,2x	n/a	n/a	n/a	1,7x	n/a	n/a	n/a
KBV	x	0,3x	0,4x	0,6x	1,2x	2,5x	0,8x	1,3x	2,5x
Dividendenrendite	%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken (zu den Details bzw. zu Ergänzungen verweisen wir auch S. 35ff):

- Ⓢ **Verfehlung unserer Umsatz- und Ertragserwartungen**, die in ihren Kernelementen und Annahmen auf der kürzlich veröffentlichten Management-Guidance basieren.
- Ⓢ **Fehlgeschlagene Sanierung**: Weil das Geschäftsmodell darauf abzielt, Unternehmen in „herausfordernden Situationen“ zu übernehmen, steckt in jeder Übernahme auch die Gefahr des Scheiterns der Restrukturierung. Auch wenn angesichts der mittlerweile erreichten Unternehmensgröße die Auswirkungen eines solchen, wie auch immer definierten Scheiterns aus unserer Sicht begrenzt sein sollten, dürften fehlgeschlagene Turnarounds vom Kapitalmarkt wenig goutiert werden.
- Ⓢ **Volatilität der Ertragsentwicklung**: Die Ertragsentwicklung von Mutares ist stark abhängig von Akquisitionen, Exits und Einmaleffekten (z. B. Erträgen aus Bargain Purchase). Dies hat eine hohe Ergebnisvolatilität und eine eingeschränkte Planbarkeit zur Folge, die von Investoren typischerweise mit höheren Kapitalkosten und niedrigeren Multiples bewertet werden.
- Ⓢ **Verzögerungen beim Exit** wirken sich in zweifacher Hinsicht negativ auf unser Kursziel aus: Zum einen, weil das Kapital länger gebunden ist, zum anderen, weil die Diskontierung den Barwert reduziert. Überschlagsmäßig dürfte sich die Verlängerung der Haltedauer um ein Jahr in einem um 10-15% niedrigeren Exit-Barwert dieser Beteiligung niederschlagen.
- Ⓢ **Mögliche Kapitalmaßnahmen**: Nach unserer Einschätzung ist aus Liquiditäts- und Solvenzgründen in den kommenden 36 Monaten eine Kapitalmaßnahme nicht erforderlich. Obwohl eine solche Maßnahme mit flankierenden Marketingmaßnahmen unterstützt werden könnte, dürfte eine solche Kapitalmaßnahme vom Kapitalmarkt nach unserer Einschätzung als unnötig eingestuft werden.
- Ⓢ **Abhängigkeit von Schlüsselpersonen („Key-Man-Risk“)**: Trotz zunehmender Institutionalisierung bleibt Mutares in Teilen von erfahrenen Turnaround-Managern und Schlüsselpersonen abhängig. Der Verlust der operativen Restrukturierungskompetenz könnte die Umsetzungsfähigkeit beeinträchtigen, ein klassisches Risiko wissensintensiver Organisationen.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes der Mutares in den kommenden Monaten sehen wir:

- Ⓢ **Veräußerungen von Beteiligungen**: Der wichtigste kurzfristige Werttreiber für den Aktienkurs ist zweifelsohne der Verkauf von Beteiligungen. Durch diesen werden stille Reserven realisiert und die Liquidität auf Holding-Ebene gestärkt. Außerdem wirken sich Verkäufe als Bestätigung des Geschäftsmodells aus. Diese Effekte gelten aus unserer Sicht nicht nur bei realisierten, sondern bereits bei angekündigten Exits.
- Ⓢ **Dividendenerwartung und -ankündigung**: Mutares positioniert sich explizit als Dividententitel, der Investoren ein passives Einkommen beschert. Ein über den Erwartungen liegender Dividendenvorschlag dürfte nach unserer Einschätzung als Signal über Exit-Erfolge interpretiert und mit kurzfristig positiven Kursreaktionen belohnt werden.

- ☞ **Qualität schlägt Quantität:** Auch die Ankündigung von Übernahmen ist kursrelevant. Hierbei ist aus unserer Sicht allerdings zu differenzieren: Beteiligungskäufe werden vom Kapitalmarkt dann als positiv wahrgenommen, wenn sie zu attraktiven Konditionen in Form von Bargain-Purchase-Erträgen erfolgen, eine klare Turnaround-Perspektive bieten oder als strategische Ergänzung interpretiert werden. Sind sie dagegen von einer zu hohen Komplexität gekennzeichnet, so dass Zweifel an der Umsetzbarkeit bestehen, dann bleiben Kursreaktionen erfahrungsgemäß eher verhalten.
- ☞ **Operative Fortschritte innerhalb der Beteiligungen:** Regelmäßig veröffentlicht Mutares Zwischenberichte zu Beteiligungen. Verbesserungen der operativen Lage, die erfolgreiche Restrukturierung oder das Erreichen von Gewinnschwellen erhöhen die Exit-Wahrscheinlichkeit und die erreichbaren Multiples.

Übernahme von Unternehmen in Sondersituationen

Gegründet im Jahr 2008 ist die Mutares SE & Co. KGaA ein börsennotierter Beteiligungsinvestor, der sich auf den Erwerb von Carve-outs, industriellen Sondersituationen und operativen Turnaround-Fällen spezialisiert hat. Zielobjekte sind meist ertragsschwache oder verlustträchtige Unternehmensteile großer Konzerne, die aufgrund ihrer Komplexität, mangelnden strategischen Bedeutung oder operativen Probleme nicht mehr zum Kerngeschäft der Muttergesellschaften zählen. Damit operiert Mutares in einer Nische des Beteiligungsmarktes, die aus unserer Sicht durch hohe operative Anforderungen und erhebliche Markteintrittsbarrieren geprägt ist.

Im Fokus der Akquisitionstätigkeit liegen Unternehmen in Umbruchsituationen, etwa nach Führungswechseln, bei technologischen Rückständen oder fehlender Profitabilität. Nach ihrer Übernahme werden die Gesellschaften durch ein internes Beratungsteam restrukturiert, organisatorisch verselbständigt und strategisch neu positioniert, mit dem Ziel ihre nachhaltige Profitabilität wiederherzustellen. Anschließend erfolgt in der Regel ein zeitnaher Verkauf, häufig an strategische Investoren.

Der zentrale Werthebel liegt dabei weniger in einer klassischen Multiple-Arbitrage, wie sie bei vielen Private-Equity-Investoren üblich ist, sondern primär in der operativen Neuausrichtung und Restrukturierung der Beteiligungen. Hierfür wurde in den vergangenen Jahren ein standardisiertes, integriertes Wertschöpfungsmodell entlang der von Mutares selbst so bezeichneten Entwicklungsphasen Acquisition, Realignment, Optimization und Harvesting aufgebaut, wodurch das Geschäftsmodell signifikant skaliert werden konnte, sowohl geografisch durch den Aufbau von Niederlassungen in inzwischen zwölf Ländern in Europa, Asien und Nordamerika als auch sektoral durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeiten auf inzwischen fünf Industrie- und Dienstleistungssektoren.

ABBILDUNG 7: STANDORTE VON MUTARES



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Geschäftsmodell der Mutares SE & Co. KGaA

Gegründet 2008, ist Mutares ein börsennotierter Private-Equity-Investor, der gezielt ertragsschwache oder sogar verlustträchtige Konzern-Carve-outs und industrielle Sondersituationen übernimmt, die wegen ihrer Komplexität, ihres fehlenden Fokus oder einer operativen Schieflage in ihren Konzernmuttergesellschaften oft „unter dem Radar fliegen“ und nicht weiter zu deren Kerngeschäft zählen. Nach ihrer Übernahme, der Herstellung einer nachhaltigen Stand-Alone-Fähigkeit, der erfolgreichen Durchführung einer Sanierung und Neupositionierung am Markt werden die sodann wieder profitablen Unternehmen verkauft. Der Werthebel für Mutares entsteht damit aus unserer Sicht im Gegensatz zu herkömmlichen PE-Beteiligungsgesellschaften weniger durch Multiple-Arbitrage als vielmehr durch eine „handwerkliche“ operative Repositionierung bzw. Restrukturierung der übernommenen Gesellschaften.

Das Geschäftsmodell folgt einem transaktionsgetriebenen Buy-Transform-Sell-Ansatz: Nach Erwerb von Carve-outs oder Restrukturierungstargets werden operative Verbesserungen, notwendige strategische Neupositionierungen und Effizienzmaßnahmen umgesetzt, um Wertsteigerungspotenziale zu realisieren. Die anschließende Monetarisierung erfolgt primär über Exits.

Die Kompetenzplattform: Von der Transaktion in die Operation

Zwar werden Sanierungs- und Turnaround-Konzepte an Universitäten und Hochschulen gelehrt, doch klaffen zwischen Theorie und operativer Umsetzung aus unserer Sicht erhebliche Lücken. Dementsprechend sind selbst in Großkonzernen weder die organisatorischen Strukturen noch das operative Spezialistentum vorhanden, um verlustbringende Tochtergesellschaften systematisch zu restrukturieren. In diesem Kompetenzvakuum positioniert sich Mutares mit einer integrierten Restrukturierungs- und Transformationsplattform, die nach Angaben standardisierte, skalierbare Turnaround-Playbooks entlang der gesamten Wertschöpfungskette in kurzer Zeit implementieren kann.

Im Gegensatz zu klassischen Beteiligungsgesellschaften werden von Mutares keine externen Berater für Sanierungsprozesse beauftragt, sondern durch eigene Mitarbeiter durchgeführt. Intern hat Mutares nach Angaben eine umfassende Erfolgsbeteiligung auf allen Ebenen implementiert. Auch wenn es sich dabei nicht um ein klassisches Carry-Modell handelt, bei dem Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen an den durch ihren Einsatz erreichten Wertsteigerungen unmittelbar beteiligt werden, handelt es sich bei diesem Modell nach unserer Einschätzung doch um eine Maßnahme, durch die sich typische Principal-Agent-Probleme ausräumen lassen.

Phase 1: Übernahme und Verselbständigung defizitärer Carve-outs

Der erste Schritt der Wertschöpfung besteht in der Übernahme und operativen Verselbständigung der verlustträchtigen Konzern-Carve-outs. Diese Transaktionen sind regelmäßig durch eine hohe strukturelle Komplexität, operative Ineffizienzen und nach Angaben des Unternehmens weitreichende Übergangsabhängigkeiten (z. B. Transitional Service Agreements, TSA) geprägt. In dieser Phase ist der Kreis potenzieller Erwerber eingeschränkt und sind die Kaufpreise damit unter Druck – ein zentrales Wertgenerierungselement des Mutares-Geschäftsmodells.

Die anschließende operative Agenda zielt auf eine rasche Stabilisierung und Neuausrichtung und umfasst nach Angaben typischerweise

Firmensitz der Gesellschaft ist München. An 15 weiteren Standorten im In- und Ausland wurden Niederlassungen gegründet. Alle Standorte sind nach Angaben des Unternehmens rechtlich selbständig und unabhängig von der Konzernmutter, an allen Standorten wird die gesamte Palette aller Dienstleistungen angeboten.

Die USP des Geschäftsmodells sehen wir in der systematischen Verbindung von Akquisitions- und Restrukturierungskompetenz mit operativer Umsetzungskraft.

Mutares tritt nicht nur als Eigentümer, sondern auch als aktiver Transformationspartner auf.

„Look, don't congratulate us when we buy a company, congratulate us when we sell it. Because any fool can overpay and buy a company, as long as money will last to buy it.“ (Henry Kravis)

- ☞ die Etablierung eigenständiger Führungs- und Steuerungsstrukturen durch den Aufbau eigener Finanz-, IT-, HR- und Einkaufsfunktionen,
- ☞ die Entflechtung von Konzernprozessen, etwa durch die Ablösung konzerninterner Serviceverträge,
- ☞ die Neuausrichtung von Kosten- und Produktionsstrukturen, zum Beispiel durch Schließung oder Konsolidierung von Standorten („Right-Sizing“),
- ☞ die Reorganisation der operativen Wertschöpfung, insbesondere in Einkauf, Produktionssteuerung, Qualitätsmanagement und in der Supply-Chain,
- ☞ die strategische Schärfung der Marktpositionierung durch Fokussierung auf margenstarke Produktsegmente (Portfoliobereinigung) sowie
- ☞ die Optimierung des Kundenmixes.

Ziel ist es, aus organisatorisch abhängigen Einheiten in einer eng definierten Zeitspanne wettbewerbsfähige, eigenständig steuerbare Unternehmen zu formen.

Opportunistischer Auswahlprozess

Bei der Auswahl von Beteiligungen verfolgt Mutares nach eigenen Angaben einen opportunitätsgetriebenen, branchenagnostischen Ansatz. Im Mittelpunkt der Akquisitionsentscheidungen steht weniger die Branchenzugehörigkeit als vielmehr das Vorliegen einer operativen Sondersituation, die die Basis für das Wertsteigerungspotenzial auf Ebene des jeweiligen Unternehmens darstellt. Das Portfolio der Mutares umfasst operative Gesellschaften aus unterschiedlichen Industrien mit heterogenen Geschäftsmodellen.

Die Vorteile dieses Ansatzes sehen wir in

- ☞ einem breiten Dealflow mit antizyklischen Einstiegsmöglichkeiten,
- ☞ einem Fokus auf operative Wertschöpfung an Stelle von Multiple-Expansion,
- ☞ der Konzentration auf vorab identifizierte operative Hebel, die die Abhängigkeit von Kapitalmarktzyklen verringert und die industrielle Logik der Wertgenerierung stärkt, und
- ☞ kurzen Wertrealisierungszyklen angesichts eines auf nach Angaben ein bis zwei Jahre angelegten operativen Turnarounds.

Diesen Vorteilen gegenüber sehen wir allerdings

- ☞ eine erhöhte Komplexität auf Portfolioebene, da die gleichzeitige Steuerung mehrerer Beteiligungen aus unterschiedlichen Industrien hohe Anforderungen an die Managementkapazitäten und die Skalierbarkeit der internen Transformationsplattform stellt, und
- ☞ Execution-Risiken in kurzen Zeitfenstern, da der Anspruch, substanzielle Ergebnisverbesserungen innerhalb von ein bis zwei Jahren zu realisieren, eine schnelle operative Durchdringung voraussetzt.
- ☞ Abgesehen davon stammen viele Carve-outs aus industriell geprägten Konzernen und sind zudem konjunktursensibel, was in schwächeren Konjunkturphasen simultane Belastungen bei mehreren Beteiligungen nach sich ziehen kann.

Dass das Geschäftsmodell von Mutares einen kontinuierlichen Zufluss geeigneter Targets erfordert, betrachten wir indes als unbedenklich. Zum einen, weil

Mutares verfolgt einen opportunitätsgetriebenen, branchenagnostischen Beteiligungsansatz mit Fokus auf operative Sondersituationen und kurzfristige Turnarounds. Vorteile sind ein breiter, antizyklischer Dealflow und der Schwerpunkt auf eine operative Wertschöpfung. Dem stehen eine erhöhte Portfolio-Komplexität, Execution-Risiken und Konjunkturabhängigkeiten gegenüber. Den nachhaltigen Zugang zu Targets betrachten wir aufgrund knapper Sanierungskompetenzen als gesichert.

Sanierungskompetenz grundsätzlich rar ist, so dass wir uns selbst in Phasen hoher Liquidität und Wettbewerbsintensität keine Situation vorstellen können, in der der Zugang zu attraktiven Opportunitäten austrocknen könnte. Zum anderen, weil das Deal-Sourcing lokal stattfindet und es nach unserer Einschätzung sehr unwahrscheinlich ist, dass an allen 15 Standorten gleichzeitig keine Akquisitionen durchgeführt werden kann.

Phase 2: Realignment

Im Rahmen des Realignments werden die Beteiligungen sowohl strategisch als auch operativ neu ausgerichtet. Interne Beratungsteams der Mutares begleiten die Portfoliounternehmen bei der Priorisierung von Investitionen, der Entwicklung neuer Produkte und Geschäftsfelder, der Professionalisierung von Vertriebsstrukturen und der nachhaltigen Reorganisation von Produktionsprozessen. Ziel ist es, ehemals defizitäre Einheiten in einem eng definierten Zeitraum in eigenständig steuerbare, profitabel operierende Unternehmen zu transformieren. Im Rahmen dieser Prozesse werden jene operativen Schwächen adressiert, die in Konzernstrukturen vielfach latent bleiben: aufgeblähte Kostenstrukturen, diffuse Marktpositionierungen, nicht strukturierte Ergebnisverantwortlichkeiten oder Abhängigkeiten von zentralen Shared-Service-Organisationen. Dieser Ansatz ist nach unserer Einschätzung weniger als opportunistisch als vielmehr als ein Ausdruck eines wiederholbaren industriellen Wertschöpfungsmodells mit typisierten Transformationsmustern zu werten, das nicht primär auf Markt-Timing oder Multiple-Expansion abzielt. Mutares beschreibt sich nicht als klassischer Finanzinvestor mit primär kapitalmarktorientierter Steuerungslogik, sondern als industrieller Transformationspartner, der Wertschöpfung in den operativen Einheiten realisiert.

Das Realignment bei Mutares ist von kurzfristigen Sanierungsmaßnahmen abzugrenzen.

Die Vorteile dieses Ansatzes bestehen aus unserer Sicht in

- ☞ einer Kombination aus Kostenrestrukturierung, Investitionssteuerung und Wachstumsinitiativen, die zentrale Ergebnis- und Cashflow-Treiber adressieren und die Abhängigkeit von exogenen Bewertungsfaktoren verringern.
- ☞ einer beschleunigten Wertrealisierung, da die frühzeitige Fokussierung auf Profitabilität und Skalierbarkeit die Exit-Eignung der Beteiligungen erhöht und den Kapitalumschlag beschleunigt.
- ☞ einer Replizierbarkeit des Transformationsmodells durch die Anwendung standardisierter Realignment-Module.
- ☞ einer Stärkung der strategischen Positionierung der Beteiligungen durch Produktinnovationen, Vertriebsprofessionalisierung und Produktionsoptimierungen.

Gleichzeitig weist diese Vorgehensweise aus unserer Sicht Schwächen auf,

- ☞ die sich aus der hohen Execution-Abhängigkeit speist, da der Erfolg des Ansatzes eine schnelle operative Durchdringung erfordert. Verzögerungen bei Investitionsentscheidungen, Restrukturierungsmaßnahmen oder Markteinführungen können die Investment-These nach unserer Einschätzung substanziell beeinträchtigen.
- ☞ da die parallele Begleitung mehrerer Beteiligungen erhebliche Management- und Beratungskapazitäten bindet und Engpässe die Umsetzungsqualität mindern könnten.
- ☞ da Investitionen in neue Produkte, Produktionsanlagen oder Markterschließungen auf Beteiligungsebene den kurzfristigen Kapitalbedarf erhöhen und in Zeiten fehlenden Risikoappetits und geringerer Transaktionsvolumina die Liquidität der Mutares belasten könnten.

- da Expansionsstrategien nach der Stabilisierung externen Faktoren wie Nachfragezyklen, Wettbewerbsdruck oder regulatorischen Veränderungen unterliegen, die den geplanten Wertaufbau verzögern könnten.

Realignment im Detail

Während klassische Restrukturierungen häufig auf kurzfristige Kostenreduktion und Liquiditätssicherung abzielen, ist das Realignment von Mutares nach Angaben auf die nachhaltige Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit ausgerichtet. Es fungiert damit als verbindendes Element zwischen akuter Krisenbewältigung und langfristiger Wertsteigerung im Hinblick auf Skalierung oder Exit. Dabei setzt der Realignment-Prozess mit einer tiefgehenden Analyse der wirtschaftlichen und strukturellen Ausgangslage an. Der Fokus liegt nicht auf Symptomen wie Verlusten oder Liquiditätsengpässen, sondern auf deren Ursachen. Zentrale Analysefelder sind die Profitabilität von Produkten, Kunden und Standorten, die Wettbewerbsfähigkeit der Kostenstruktur, die Effizienz der Wertschöpfungsprozesse, die strategische Marktpositionierung sowie Defizite in Führung, Organisation und Steuerung.

Methodisch kommen quantitative Instrumente wie Deckungsbeitrags-, Break-even- und Cashflow-Analysen ebenso zum Einsatz wie qualitative Verfahren, etwa Management-Interviews und Prozessanalysen. Da ein wesentlicher Teil der Mutares-Beteiligungen aus Konzern-Carve-outs stammt, bestehen die initialen Herausforderungen häufig in der Etablierung eigenständiger IT-, Finanz- und Controlling-Systeme, dem Abbau überdimensionierter Overhead-Strukturen sowie dem Aufbau funktionsfähiger Vertriebs- und Beschaffungsorganisationen, Maßnahmen, die zum Teil schon vor dem Closing angestoßen werden.

Im Unterschied zu langfristig angelegten Lean-Programmen ist das Realignment auf schnelle, messbare Ergebniswirkungen ausgerichtet. Entsprechend werden Führungs- und Entscheidungsstrukturen häufig angepasst oder ersetzt, da die Ursachen der Sondersituation nicht selten in konzerngeprägten Managementsystemen und unklaren Verantwortlichkeiten liegen. Ziel sind klare Ergebnis- und Cash-Verantwortung, flache Hierarchien sowie eine Trennung operativer und strategischer Steuerungsfunktionen.

Darüber hinaus ist Realignment stets mit einem kulturellen Wandel verbunden. Gefördert werden Transparenz, Ergebnisorientierung und Verantwortungsübernahme, weniger durch formalisierte Kulturprogramme als durch konsequentes Führungsverhalten und klare Konsequenzen bei Zielabweichungen. Operativ wird das Realignment in konkrete Maßnahmenpakete mit definierten Verantwortlichkeiten, Zeitplänen und quantifizierten Effekten übersetzt. Die Umsetzung erfolgt unter enger Steuerung und unmittelbarem Eingreifen bei Abweichungen, entsprechend dem in der Turnaround-Literatur beschriebenen Prinzip der „tight control“.

Phase 3: Optimization

Nach der operativen Stabilisierung schließen sich gezielte Initiativen zur Beschleunigung des organischen Wachstums an, etwa durch Marktexpansion, Portfoliooptimierung, Kapazitätsanpassungen oder selektive Add-on-Akquisitionen. Mutares verfolgt dabei einen Buy-and-Build-Ansatz: Portfoliounternehmen werden nicht nur restrukturiert, sondern aktiv durch in-House Investment- und Beratungsteams unterstützt und durch strategische Zukäufe ergänzt, um die Marktposition zu stärken und nachhaltig zu entwickeln. Dabei gehört die Erschließung neuer Märkte, z. B. in China und den USA, nach Unternehmensangaben zu den zentralen Wachstumsfeldern.

Die Optimization-Phase stellt im Wertschöpfungsmodell von Mutares die Fortführung des Realignments dar und ist die Vorstufe des Exits, in den sie nahtlos übergeht. Sie ist geprägt von der systematischen Ausschöpfung operativer, kommerzieller und finanzieller Potenziale innerhalb einer stabilisierten Unternehmensstruktur.

Auch hier ist das Ziel der kombinierten Wachstums- und Entwicklungsstrategie nach Unternehmensangaben nicht, kurzfristige Ergebnisverbesserungen zu erzielen, sondern eine nachhaltige Wettbewerbspositionierung der Portfoliounternehmen zu sichern und Wertsteigerungen zu realisieren, die schließlich in einem strategisch geplanten Exit aus Sicht von Mutares monetarisiert werden können.

Optimization im Detail

Während das Realignment durch diskontinuierliche Eingriffe und strukturelle Brüche zur Wiederherstellung einer tragfähigen industriellen Logik gekennzeichnet ist, zielt die Optimization-Phase auf deren systematischen Ausschöpfung und institutionellen Verstärkung ab. Sie markiert den Übergang von der unternehmerischen Sanierung zur wertorientierten Weiterentwicklung und ist aus theoretischer Perspektive weniger dem klassischen Turnaround-Management als vielmehr der Phase des Post-Turnaround-Performance-Improvement bzw. der strategischen und operativen Konsolidierung zuzuordnen. In dieser Phase verschiebt sich der Fokus von der Sicherung der Überlebensfähigkeit hin zur aktiven Maximierung des ökonomischen Potenzials unter stabilisierten Rahmenbedingungen. Entsprechend verändert sich auch das Rollenverständnis des Turnaround-Managers: An die Stelle kriseninduzierter Interventionen tritt – zunehmend durch das reguläre Management unter enger eigentümerseitiger Steuerung – ein performance-orientierter Ansatz, der auf Skalierung, Effizienzsteigerung und die systematische Nutzung identifizierter Werthebel ausgerichtet ist. Gegenstand der Analyse ist nicht mehr die grundsätzliche Tragfähigkeit des Geschäftsmodells, sondern dessen Effizienz, Robustheit und nachhaltiger Wertbeitrag.

Das Zielsystem der Optimization ist dabei klar eigentümerorientiert und mehrdimensional. Zentrale Steuerungsgrößen sind die nachhaltige Steigerung der operativen Profitabilität (regelmäßig auf EBIT- oder EBITDA-Ebene), die strukturelle Verbesserung der Free Cashflows und die Herstellung bzw. Erhöhung der Exit-Fähigkeit. Damit vollzieht sich eine Verlagerung von kurzfristiger Ergebnisstabilisierung hin zu wertorientierter Unternehmensentwicklung im Sinne eines Value-Based-Managements.

Operativ manifestiert sich die Optimization in der kontinuierlichen Verbesserung der Leistungsfähigkeit. Aufbauend auf den im Realignment etablierten Strukturen werden Prozesse weiter standardisiert, automatisiert und skaliert. Typische Maßnahmen umfassen die Verkürzung von Durchlaufzeiten, die Erhöhung der Anlagen- und Kapazitätsauslastung, die Optimierung von Schicht- und Personalmodellen sowie die Digitalisierung zentraler operativer Kernprozesse. Im Unterschied zur Realignment-Phase erfolgen diese Maßnahmen nicht unter akutem Kosten- und Krisendruck, sondern innerhalb eines stabilisierten organisatorischen und wirtschaftlichen Umfelds, was ihre nachhaltige Implementierung und institutionelle Verankerung begünstigt.

Phase 4: Exit als ökonomischer Moment der Wahrheit

Während der Haltephase muss Mutares auf Konzernebene niedrige oder sogar negative operative Ergebnisse und Aufwendungen aus der Restrukturierung der Beteiligungen hinnehmen, allenfalls entstehen zum Zeitpunkt der Übernahme bilanzielle, also nicht liquiditätsbeeinflussende Bewertungsgewinne (etwa in Form von Bargain-Purchase-Erträgen). Aufgrund des Buy-Transform-Sell-Modells entsteht die Wertrealisierung regelmäßig erst beim Exit, von Mutares als „Harvesting“ bezeichnet. Hier werden stille Reserven monetarisiert und Liquiditätszuflüsse generiert.

Auf Konzernebene realisiert Mutares Werte primär beim Exit („Harvesting“), da die Haltephase von Restrukturierungsaufwendungen für die vor der Übernahme defizitären Beteiligungsgesellschaften geprägt ist.

Die interne Exit-Zielvorgabe der Mutares liegt beim 7- bis 10-fachen Return auf das investierte Kapital, was zeigt, von welch erheblichen Hebel das Geschäftsmodell im Exit-Fall profitieren kann.

Ertrag aus Bargain Purchase

Ein negativer Unterschiedsbetrag aus der Kaufpreisallokation, meist als Bargain-Purchase-Ertrag bezeichnet, liegt vor, wenn der Fair Value der identifizierbaren Nettovermögenswerte den Kaufpreis übersteigt, wenn also der Erwerber ein Unternehmen unter seinem „fairen“ Wert erwirbt. In der Praxis treten Bargain-Purchase-Erträge bei Carve-outs aus Konzernen, in Restrukturierungsfällen oder beim Erwerb verlustbringender Geschäftsbereiche auf. Diesen Fällen ist gemein, dass sie häufig einen Erwerb zu einem symbolisch niedrigen (sogenannte Ein-Euro-Deals) oder sogar negativen Kaufpreis ermöglichen. Sie treten auf, wenn Verkäufer – meist große Konzerne, in denen trotz ihrer Größe nicht notwendigerweise Restrukturierungs-Know-how vorhanden ist – ein Interesse daran haben, sich von defizitären Geschäftsbereichen zu trennen, um Restrukturierungs- oder Reputationsrisiken zu vermeiden.

Gemäß der buchhalterischen Systematik nach IFRS 3 werden Bargain-Purchase-Erträge im Rahmen der Purchase Price Allocation (PPA) in der Gewinn- und Verlustrechnung als sonstiger (nicht-cash-wirksamer) Ertrag aus Unternehmensakquisitionen sofort erfolgswirksam erfasst und als Gewinn verbucht. Für eine aussagekräftigere Unternehmensanalyse werden sie daher von Mutares – ebenso wie die mit dem Beteiligungserwerb zusammenhängenden Restrukturierungsaufwendungen und die Effekte aus der Entkonsolidierung – eliminiert.

Exits als Sahnehäubchen der Holdingenerträge

Anders ist die Ertragsentwicklung auf Holdingebene: Hier werden bereits vor dem Exit durch Beratungs- und Management-Fees sowie Ausschüttungen der Portfoliogesellschaften signifikante Erträge generiert, so dass die Holding nicht auf die Liquiditätszuflüsse aus den Exits angewiesen ist. Für die Holding stellen Exit-Erträge folglich das „Sahnehäubchen“ der Ertragsentwicklung dar.

Auf Holdingebene werden schon zuvor durch Consulting-Fees und Portfolioausschüttungen signifikante Erträge generiert, so dass die Liquidität auch ohne Exits sichergestellt ist.

Funktionsfähiges Geschäftsmodell in guten wie in schlechten Marktphasen

Dies zeigt, weshalb das Geschäftsmodell von Mutares nach unserer Einschätzung in guten wie schlechten Marktphasen gleichermaßen funktioniert:

- ☞ In guten Kapitalmarktphasen, in denen hohe M&A-Multiples realisiert werden können, sind Beteiligungsverkäufe einfacher und zu höheren Bewertungen durchzuführen.
- ☞ In schwachen Marktphasen verlängern sich zwar Haltedauern und Liquiditätsbindung – mit negativen Effekten auf die Verschuldung; gleichzeitig profitiert Mutares aber auch durch günstigere Einstiegspreise beim Beteiligungserwerb.

Insofern wäre es unserer Ansicht nach durchaus diskussionswürdig, weshalb Beteiligungsgesellschaften trotz dieser inhärenten Stabilität des Geschäftsmodells in der Regel mit einem Bewertungsabschlag gehandelt werden.

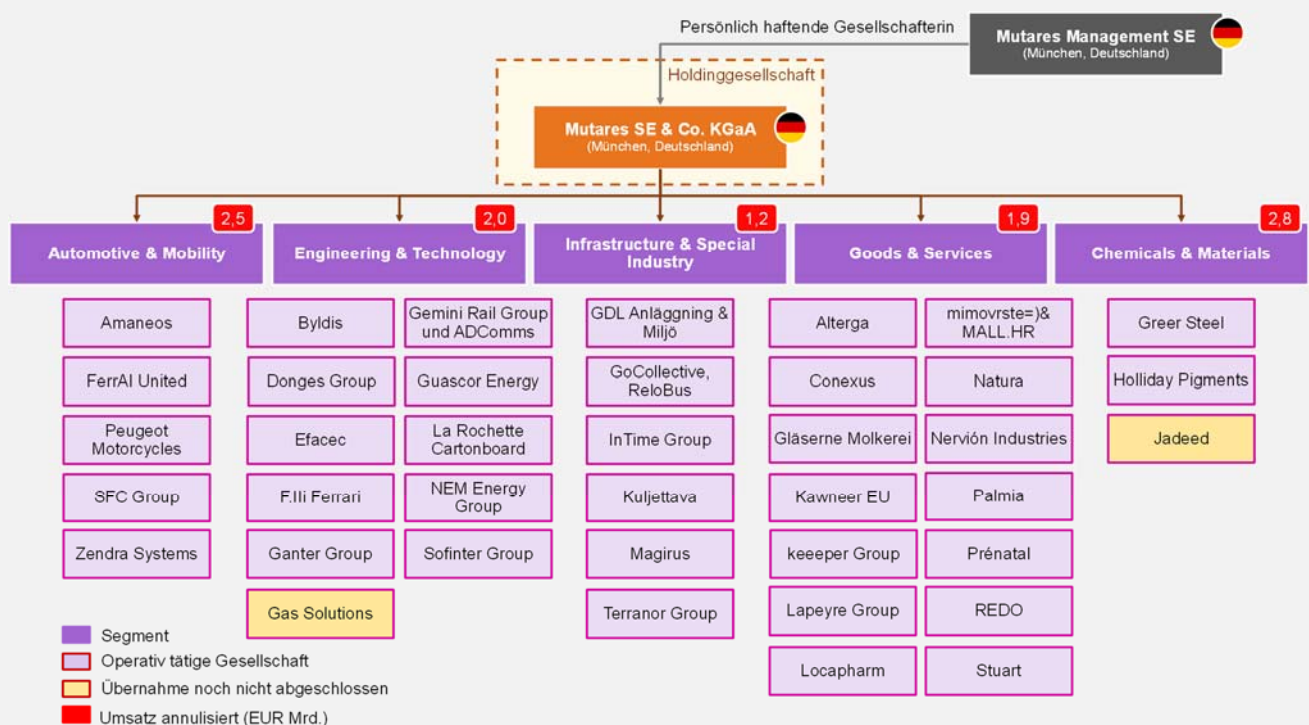
Fokus auf fünf Industriesegmente...

Auch wenn das Geschäftsmodell grundsätzlich branchenagnostisch ist, hat sich Mutares nach Unternehmensangaben bewusst auf Unternehmen aus fünf Industriesegmenten fokussiert, die zwar einerseits unterschiedliche konjunkturelle Abhängigkeiten

aufweisen, aber andererseits eng genug definiert sind, um das erworbene Expertenwissen innerhalb der Holding zu nutzen:

- ☞ Automotive & Mobility (Frühzyklisch)
- ☞ Technology & Engineering (Spätzyklisch)
- ☞ Infrastructure & Special Industry (Nicht-zyklisch)
- ☞ Goods & Services (Nicht-zyklisch)
- ☞ Chemicals & Materials (Frühzyklisch bzw. nicht-zyklisch)

ABBILDUNG 8: ORGANIGRAMM DES MUTARES-KONZERNS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

...mit gewichtigen Vorteilen

Alle fünf Segmente sind in der klassischen industriellen Güterproduktion der „Old Economy“ verortet. Diese Fokussierung hat nach unserer Einschätzung eine Reihe von Vorteilen. Zum einen kann Mutares relevante Branchenzyklen besser einschätzen und operative Risiken präziser bewerten, zum anderen lassen sich prozessorientierte Industrie-Hebel wie effizientes Working Capital-Management oder der Abbau von Personal-Overhead ansetzen und branchenspezifische Best-Practices und Restrukturierungs-Methoden entwickeln und sich auf mehrere Portfoliounternehmen übertragen. Zuletzt lassen sich auch Benchmark-Daten und operative Kennzahlen systematisch vergleichen, was u. a. die Due-Diligence-Qualität steigert; durch diesen Vergleich können bestimmte Dienstleistungen z. B. im Bereich HR, IT oder Einkauf branchenübergreifend verbessert und Skaleneffekte etwa bei Lieferantenverträgen oder Logistik erzielt werden („Cross-Learning“).

Skalierung über Add-on-Akquisitionen („Build & Buy“)

Darüber hinaus sehen wir in der Fokussierung einen weiteren, nicht zu unterschätzenden Vorteil: Ein auf bestimmte Branchen fokussiertes Profil erhöht die Attraktivität von Mutares für potentiell zugekaufte Unternehmen: So kann sich Mutares nicht nur als reiner Kapitalgeber präsentieren, sondern als operativer Partner mit spezifischer Branchenkompetenz. Aus Zielunternehmensperspektive ergeben sich damit Synergien durch den Zugang zu etablierten Strukturen, Kundenstämmen oder internationalen Märkten, was sowohl die Deal-Pipeline für Mutares als auch die Preisgestaltungsoptionen bei Add-on-Transaktionen verbessert.

Im Fall von Mutares sind Add-on-Akquisitionen nach unserer Einschätzung ein integraler Bestandteil eines mehrphasigen Wertschöpfungsprozesses, bei dem Plattformen aufgebaut, stabilisiert (Realignment) und schließlich konsequent ausgebaut werden (Optimization/Add-on) – mit dem Ziel, die langfristige Unternehmensbewertung deutlich zu erhöhen und Exit-Optionen zu verbessern.

Nach eigenen Angaben nutzt Mutares nach der Stabilisierungsphase Add-on-Akquisitionen, um schnell eine kritische Masse zu erreichen und Einkaufsmacht, regionale Abdeckung sowie Zugang zu neuen Technologien oder Produktgruppen zu stärken. Strategisch entspricht die gezielte Nutzung von Add-on-Akquisitionen einem rollierenden Plattformansatz, wie er in der Private-Equity-Forschung beschrieben wird: Zunächst defizitäre Einzelbeteiligungen werden zu ausreichend skalierten Industrieplattformen ausgebaut, die anschließend strategischen Käufern als Komplettpaket angeboten werden und häufig wesentlich höhere Bewertungsmultiplikatoren rechtfertigen als isolierte Turnaround-Fälle.

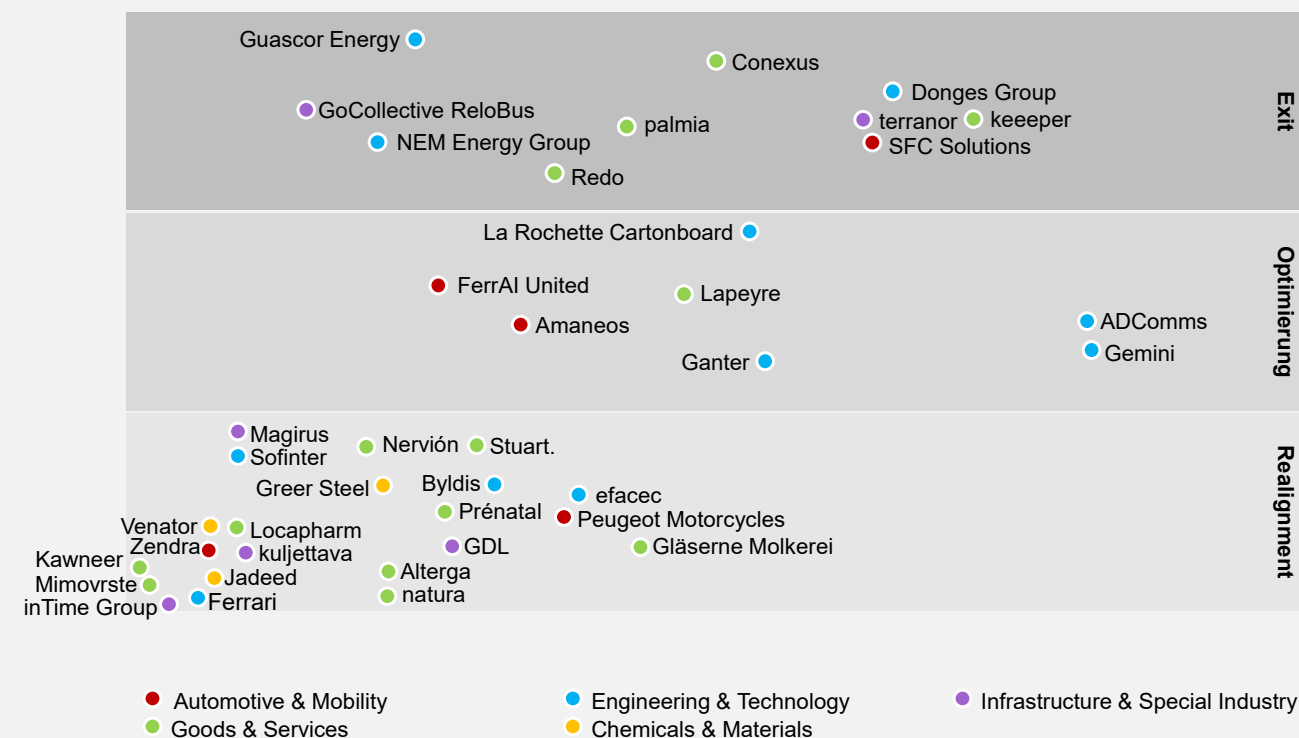
TABELLE 8: ADD-ON-AKQUISITIONEN

Jahr	Segment	Portfoliogesellschaft	Add-On-Akquisition
2025	Automotive & Mobility	Amaneos China	HSR & HST
2025	Automotive & Mobility	SFC Group	S.M.A. Metalltechnik
2025	Automotive & Mobility	Matikon (Teil der Amaneos Group)	NBHX Trim Europe
2025	Infrastructure & Special Industry	GDL Anläggning & Miljö	M3 Group
2025	Infrastructure & Special Industry	Magirus	Achleitner Fahrzeugbau
2024	Goods & Services	Ganter Group	FSL Ladenbau
2023	Engineering & Technology	Ferral United	SELZER-Group

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Während die Beteiligungen formal eigenständig operieren, erzielt Mutares auf Holdingebene laufende Beratungs- und Management-Fees aus der operativen Betreuung des Portfolios. Diese Einnahmen stabilisieren die Cashflows zwischen den jeweiligen Exit-Zyklen, verursachen jedoch aus unserer Sicht auch potenzielle Interessenkonflikte hinsichtlich Haltedauer und Exit-Timing, erhöhen die Abhängigkeit der Holding von der Transaktionspipeline und könnten Governance- sowie Transparenzfragen zur Angemessenheit der Vergütungsstruktur aufwerfen.

ABBILDUNG 9: LEBENSZYKLUSPHASEN DES MUTARES-PORTEFEUILLES



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Unternehmensgeschichte, Management, Unternehmensstrategie und Positionierung

Gegründet wurde Mutares im Jahr 2008 und damit in einer Zeit tiefgreifender ökonomischer Verwerfungen infolge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Diese makroökonomische Ausgangslage war für die Gründungslogik von Mutares jedoch von großer Bedeutung: Während sich klassische Private-Equity-Investoren in dieser Phase zurückhielten, erkannte Mutares gezielt Opportunitäten in Unternehmensverkäufen, Restrukturierungssituationen und Konzern-Carve-outs. Nicht die Optimierung von Kapitalstrukturen oder die Nutzung von Leverage stehen bei Mutares im Vordergrund, sondern nach eigenen Angaben die Überzeugung, dass nachhaltige Wertschöpfung vor allem durch operative Eingriffe, industrielle Expertise und aktive Eigentümersteuerung entsteht. Dieser Grundsatz prägte die frühe Positionierung von Mutares als „Hands-on“-Investor mit klarer Turnaround-Strategie. In der Frühphase konzentrierte sich das Unternehmen auf den Erwerb kleinerer und mittlerer Unternehmen in Europa, die sich in wirtschaftlich angespannten Situationen befanden. Die Transaktionen waren häufig durch niedrige oder sogar negative Kaufpreise gekennzeichnet, was die Bereitschaft zur Übernahme operativer Risiken voraussetzte, zugleich aber erhebliche Wertsteigerungspotenziale eröffnete. Zwischen 2010 und 2013 erfolgte eine Konsolidierung und Systematisierung des frühen operativen Ansatzes, die in der Entwicklung des Akquisition-Realignment-Optimization-Harvesting-Wertschöpfungsmodells durch Mutares mündeten. Gleichzeitig wurde die Fokussierung auf bestimmte Industriesegmente geprägt, da nach Unternehmenseinschätzung gerade in komplexen industriellen Strukturen der Wertbeitrag eines aktiven Eigentümers besonders hoch ist. Mit zunehmender Unternehmensreife und wachsendem Track Record begann Mutares ab etwa 2013, sein Portfolio systematischer auszubauen. Die Anzahl der Beteiligungen stieg, ebenso die geografische Reichweite. Neben Deutschland rückten weitere europäische Märkte in den Fokus, darunter Frankreich, Italien und die nordischen Länder. Heute ist Mutares nach unserer Einschätzung einer der prägenden Akteure im europäischen Markt für Unternehmensbeteiligungen in Sondersituationen.

Typischer Hidden Champion

In nachstehender Tabelle 9 haben wir die Unternehmensgeschichte von Mutares zusammengefasst. Dabei wird ersichtlich, weshalb Mutares aus unserer Sicht als typisches Beispiel eines deutschen Hidden Champions einzustufen ist.

TABELLE 9: ECKPUNKTE DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE

2008	Gründung der Mutares AG als Private-Equity-Holding
2008	Notierungsaufnahme im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse
2014	Wechsel in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
2015	Beginn der internationalen Expansion durch Gründung einer ersten Niederlassung in Paris
2016	Börsengang an der Frankfurter Wertpapierbörse
2017	Wechsel in das Wachstumssegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse
2018ff	Eröffnung weiterer Niederlassungen, darunter in London, Helsinki, Frankfurt und Tokio
2019	Umfirmierung in Mutares SE & Co. KGaA
2021	Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht mit Bruttoemissionserlösen von ca. EUR 100 Mio., Aufstieg in den Prime Standard der Deutschen Börse
2023	Aufnahme in den SDAX der Deutschen Börse
2023	Begebung einer Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu EUR 250 Mio.
2024	Begebung einer Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu EUR 300 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gründer und Vorstand

In einer deutschen Aktiengesellschaft ist ein duales System mit Vorstand und Aufsichtsrat als Geschäftsführungs- und Überwachungsorganen der Normalfall. In der Rechtsform der KGaA erfolgt die Geschäftsleitung und -führung durch eine persönlich (voll)haftende Gesellschafterin.

Diese Rolle übernimmt bei der Mutares SE & Co. KGaA die Mutares Management SE, einer ihrerseits dualistisch verfassten Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea). Deren Vorstand führt die Geschäfte der Mutares SE & Co. KGaA eigenverantwortlich, unter Beachtung der gesetzlichen Sorgfaltspflichten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters sowie im Interesse der Gesellschaft. Zugleich vertritt er die Mutares SE & Co. KGaA nach außen.

Überwacht wird der Vorstand durch den Aufsichtsrat der Mutares SE & Co. KGaA. Die Governance-Struktur führt damit zu einer zweistufigen Leitungs- und Überwachungskette: operative Führung durch den Vorstand der persönlich haftenden Gesellschafterin und Überwachung sowohl auf Ebene der SE als auch auf Ebene der KGaA.

Aktuell setzt sich der Vorstand der Mutares Management SE aus vier Personen zusammen:

- ☞ **Robin Laik** ist Gründer und Vorstandsvorsitzender der Mutares SE & Co. KGaA und CEO der persönlich haftenden Gesellschaft Mutares Management SE. Er ist seit 2019 Vorstand der Mutares Management SE (zuvor Vorstand der Mutares AG) und in dieser Funktion verantwortlich für Strategie, Unternehmensentwicklung und Investor Relations. Zusammen mit seiner Familie ist er größter Einzelaktionär mit einer Stimmrechtsbeteiligung von 25%.
- ☞ **Mark Friedrich** ist Chief Financial Officer (CFO) der Mutares Management SE (Bestellung 2015) und verantwortlich für die Finanzorganisation der Mutares-Gruppe sowie die Personal-, Reporting- und Compliance-Bereiche. Er verfügt über eine Zulassung als Steuerberater und Wirtschaftsprüfer.
- ☞ **Johannes Laumann** ist als Chief Investment Officer (CIO) der Mutares Management SE (Bestellung 2019) verantwortlich für sämtliche M&A-Aktivitäten des Unternehmens, die Investmentstrategie, Deal Origination und die internationale Expansion.
- ☞ **Dr. Lennart Schley** ist Chief Operating Officer (COO) der Mutares Management SE (Bestellung 2024) mit Verantwortung für das operative Geschäft, das Consulting und die Portfolioentwicklung bzw. -steuerung.

Guter Track Record des Managements

In den vergangenen Jahren hat das Management von Mutares stets detaillierte Erwartungen für die Umsatz- oder Ertragsentwicklung des jeweils laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Aus nachstehender Tabelle wird ersichtlich, dass der Erfüllungsgrad dieser Managementexpectations über diesen Zeitraum mit wenigen Ausnahmen beinahe makellos war.

TABELLE 10: GUIDANCE UND ERFÜLLUNGSGRAD

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatz (Untergrenze) Guidance	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	2.400	4.000	4.800	5.700	6.500
Umsatz (Obergrenze) Guidance	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a			5.400	6.300	7.500
Umsatz Ist	EUR Mio.	865,1	1.015,9	1.153,9	2.520	3.752	4.700	5.300	6.500
Zielerreichung		n/a	n/a	n/a	✓	✗	✗	✗	✓
EBITDA (reported) Guidance		>0	±0	>>0	>>0	>>0	>0	>0	>>0
EBITDA (reported) Ist	EUR Mio.	49,1	79,2	142,7	556,5	181,5	756,9	117,1	733,5
Zielerreichung		n/a	n/a	✓	✓	✓	✓	✓	✓
EBITDA (adjusted) Guidance			↗↗	↘	↘	↗	↗	↗↗	↗↗
EBITDA (adjusted) Ist	EUR Mio.	4,5	7,5	-28,8	-41,3	24,8	3,5	-85,4	-27,8
Zielerreichung				✓	✓	✓	✗	✗	✓
JÜ (Untergrenze) Guidance	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	43	72	92	108	130
JÜ (Obergrenze) Guidance	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	53	88	112	132	160
Jahresüberschuss Ist		12,0	16,7	19,7	50,7	72,9	102,5	108,3	130,4
Zielerreichung		n/a	n/a	n/a	✓	✓	✓	✓	✓
Akquisitionen (Anzahl) Guidance		≥ 3	10	11	= 2020	= 2021	= 2022	= 2023	= 2024
Akquisitionen (Anzahl) Ist		n/a	n/a	>5	14	12	16	13+6	>6
Zielerreichung					✓	✓	✓	✓	✓
Net Cash Guidance		↗↗	↘	↗	↗	↗	↗	>0	>>0
Net Cash Ist	EUR Mio.	108,1	79,7	145,3	255,1	246,4	520,2	412,1	n/a
Zielerreichung		✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Positionierung von Mutares im Wettbewerb

Aus unserer Sicht konkurriert Mutares vor allem mit börsennotierten Special-Situations-Holdings und restrukturierungsorientierten PE-Häusern – weniger mit klassischen Wachstumsinvestoren. Eine Analyse der Wettbewerbsstellung von Mutares lässt sich anhand der folgenden Kriterien durchführen:

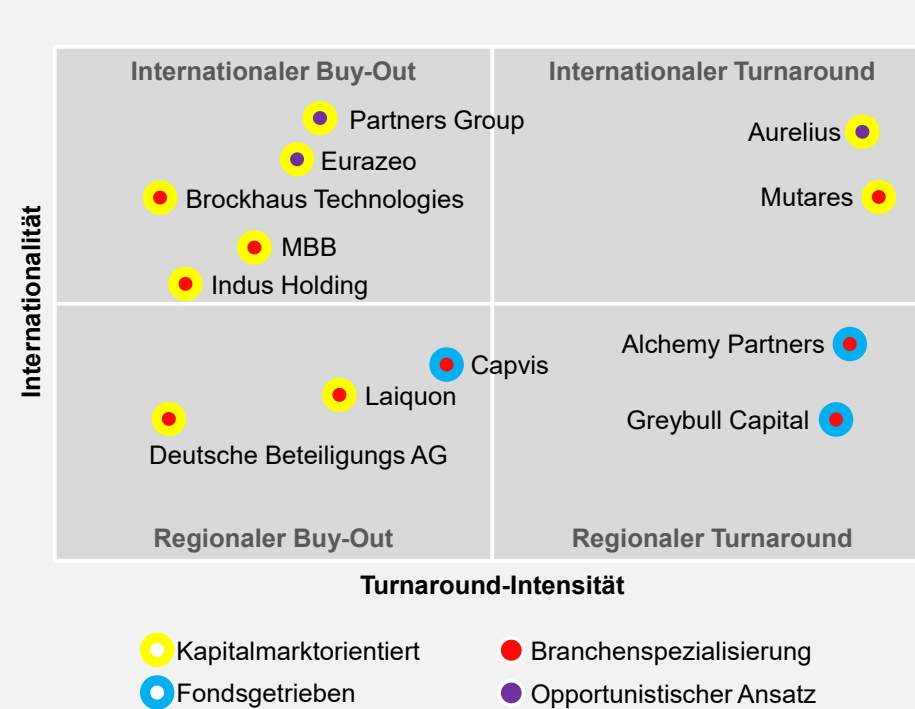
- ☞ **Sondersituationen vs. klassische Buy-outs:** Übernahme von Distressed- oder Turnaround-Gesellschaften bzw. Carve-outs aus Konzernen vs. Übernahme profitabler Mittelstandsunternehmen mit Wachstumspotenzial;
- ☞ **Intensität des operativen Eingriffs:** Starke operative Eingriffe mit Restrukturierungskompetenz, Managementwechseln, Produktionsanpassungen oder einem Plattformaufbau vs. einem rein auf die Rolle eines Finanzinvestors ausgerichteten Beteiligungsansatz;
- ☞ **Ausmaß der Buy-and-Build-Strategie:** Aufbau von Plattformen durch Add-on-Akquisitionen vs. Einzelinvestments ohne systematische Konsolidierung;

- 📌 **Haltedauer und Exit-Strategie:** Fokus auf mittelfristige Haltedauern mit Wertsteigerungsansatz und anschließender Veräußerung vs. langfristige Beteiligungshaltung (Buy-and-Hold-Strategie).

Ein familien- und eigentümergeführtes Unternehmen

Mutares kombiniert eine relativ hohe Internationalität mit klar definierten Industriesegmen-ten und ist damit aus unserer Sicht weniger opportunistisch aufgestellt als Aurelius, aber internationaler als viele klassische Mid-Market-PE-Häuser. Gleichzeitig, und dabei sprechen wir ein Charakteristikum an, das sich kaum operationalisieren lässt, ist Mutares ein familien- und eigentümergeführtes Unternehmen, womit es sich ebenfalls gegenüber anderen Mitbewerbern abgrenzt.

ABBILDUNG 10: POSITIONIERUNG MUTARES IM WETTBEWERB



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

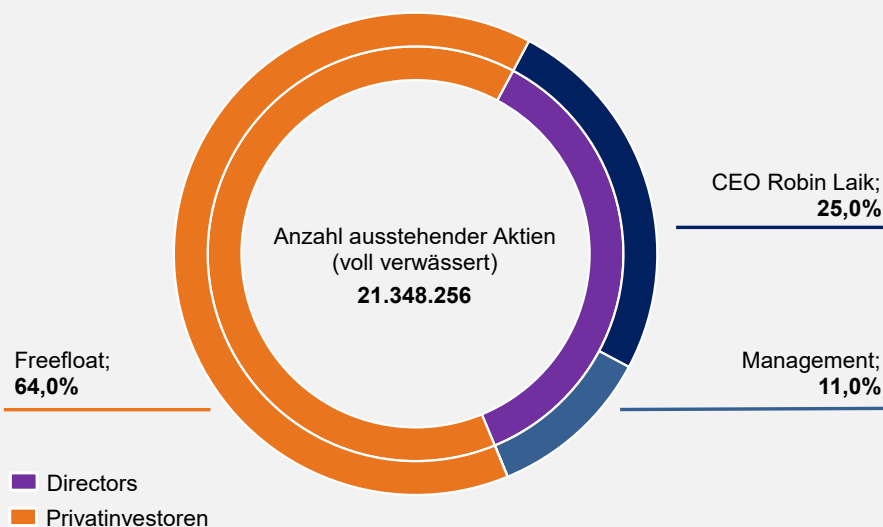
Notierung und Aktionärsstruktur

Zum Zeitpunkt der Notierungsaufnahme im Juni 2008 im Freiverkehrssegment Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse lag das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 15,5 Mio., entsprechend 15,5 Mio. Stück auf den Inhaber lautende Stammaktien und einem Nominalwert von je EUR 1,00. Vom Open Market erfolgte im Jahr 2014 der Wechsel in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse – ein speziell auf börsennotierte KMU ausgerichtetes Segment im Freiverkehr mit klar definierten Transparenzanforderungen. Nach dessen Einstellung im März 2017 wurden die Aktien von Mutares im Scale-Segment notiert. Seit Dezember 2023 ist Mutares Mitglied des SDAX der Deutschen Börse. Das Grundkapital der Gesellschaft setzt sich nach einer Kapitalerhöhung im Jahr 2021 aus 21,3 Mio. Stück Aktien zusammen. Mit 25,0% der Anteile ist der Gründer und Vorstandsvorsitzende Robin Laik der bedeutendste Einzelaktionär, was aus unserer Sicht einen Gleichklang von Management- und Aktionärsinteressen sichert.

21,3 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit einer Kapitalerhöhung im Jahr 2021 setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft aus 21,3 Mio. Stück Aktien zusammen. Der Nennwert je Aktie liegt bei EUR 1,00. Bei einem aktuellen Aktienkurs von EUR 28,05 (20.03.2026) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf EUR 596,8 Mio. 25,0% der Aktienanteile, zum aktuellen Kurs entsprechend einer Marktkapitalisierung von EUR 149,2 Mio., werden vom Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzendem Robin Laik und dessen Familie direkt gehalten. Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrates sind mit einem kumulierten Anteilsbesitz von 11,0% an der Gesellschaft beteiligt. Gemäß der Definition der Deutschen Börse liegt der Freefloat der Gesellschaft damit bei 64,0%, die Marktkapitalisierung des Streubesitzes mithin bei EUR 381,2 Mio. Der Streubesitz befindet sich Angabe gemäß zum größten Teil im Besitz von deutschen Investoren. Für den Vorstand und die oberste Führungskräfteebene gibt es mehrere Aktienoptionsprogramme.

ABBILDUNG 11: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND MÄRZ 2026)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Shortselling-Attacke...

Im September 2024 wurde Mutares Ziel einer Shortselling-Attacke von Gotham City Research, in deren Verlauf der Aktienkurs von Mutares innerhalb weniger Tage um bis zu 24,1% zurückging. Die zentralen Kritikpunkte waren:

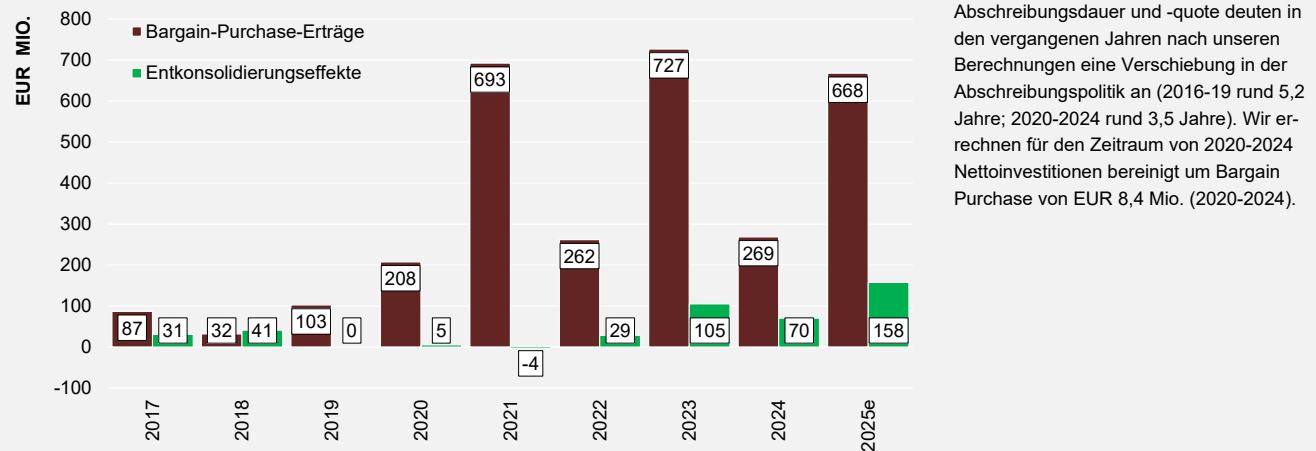
Wie empfehlen hierzu auch die Lektüre der Stellungnahme des Mutares-Vorstands zu den Vorwürfen: <https://mutares.com/detailierte-stellungnahme-von-mutares-zum-research-bericht-von-gotham-city-und-der-shortattacke-sowie-den-dort-erhobenen-vorwurfen/>

- ☞ **Bilanzielle Unstimmigkeiten und mögliche Rechnungslegungsprobleme:** Gotham City Research behauptete, im Halbjahresbericht 2024 mehrere Inkonsistenzen gefunden zu haben. So wurden unterschiedliche Kassenbestände in der Bilanz (EUR 394,2 Mio.) und im Cashflow-Statement (EUR 422,2 Mio.) ausgemacht. Weitere Abweichungen wurden zwischen Bilanz und Anhang bei Umlauf- und Anlagevermögen in Höhe von rund EUR 1 Mio. ausgemacht. Diese Punkte wurden als mögliche „accounting irregularities“ und Warnsignal für größere Probleme interpretiert.
- ☞ **Zirkuläres Finanzierungsmodell auf Holding-Ebene:** Ein weiterer Vorwurf bestand darin, dass die Gewinne der Holding nicht aus operativen Erfolgen stammen, sondern aus einem Kreislauf zwischen Holding und Portfoliounternehmen: So habe die Holding seit 2020 zwar Gewinne von rund EUR 313 Mio. ausgewiesen, zugleich aber einen kumulierten negativen Cashflow von EUR 118 Mio. erzielt. Dies sei auf Forderungen gegenüber Tochtergesellschaften zurückzuführen, die diese Gewinne nahezu vollständig erklärten. Die Autoren folgerten, dass Dividenden nur aus der Kapitalaufnahme und nicht aus operativen Überschüssen ausgeschüttet werden können.
- ☞ **Wachsende Verschuldung:** Der Konzern sei von nahezu schuldenfrei vor 2020 in eine Nettoverschuldung von über EUR 340 Mio. gerutscht. Gleichzeitig wurde ein stark steigender operativer Cash-Burn von bis zu EUR 500 Mio. auf Gruppenebene geschätzt.
- ☞ **Einstellung der NAV-Berichterstattung:** Mutares wurde vorgeworfen, 2020 die Veröffentlichung des Net Asset Value eingestellt und stattdessen die Bewertung stärker auf Holding-Gewinne gelenkt zu haben. Gotham City Research hält dies für ungewöhnlich und potenziell irreführend, weil Investoren dadurch weniger Einblick in den tatsächlichen Wert des Portfolios erhielten.
- ☞ **Schwache Exit-Bilanz:** Die Studie analysierte zahlreiche Verkäufe zwischen 2015 und 2022 und behauptete, dass rund 50% der untersuchten Exits später insolvent wurden oder anderweitig problematisch verliefen.

...und unsere Einschätzung

Typischerweise beruhen Shortselling-Attacken wie jene von Gotham City Research auf bereits öffentlich zugänglichen Informationen, die jedoch selektiv aufgegriffen und aus ihrem ursprünglichen Kontext gelöst werden. Diese werden anschließend mit eigenen Annahmen, Interpretationen und teils spekulativen Schlussfolgerungen kombiniert. Eine solche Vorgehensweise ist an den Kapitalmärkten grundsätzlich zulässig und kann – insbesondere bei Geschäftsmodellen, die selbst für Rechnungslegungsexperten erklärungsbedürftig sind – durchaus Zweifel oder kritische Nachfragen hervorrufen. Dies ist bei Mutares der Fall, wo Anfangsinvestitionen in Form von Übernahme- und Restrukturierungsaufwendungen erforderlich sind, deren Renditen erst mit den Verkäufen sichtbar werden. Um die Exit-Bilanz von Mutares zu analysieren, haben wir die bislang erzielten Übernahme- und Exit-Aktivitäten in nachfolgender Abbildung 12 zusammengefasst:

ABBILDUNG 12: BARGAIN-PURCHASE-ERTRÄGE UND ENTKONSOLIDIERUNGSEFFEKTE, 2017-2025E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Im Prime Standard werden höchste Transparenzpflichten erfüllt

Mutares erfüllt sämtliche Transparenzpflichten eines im regulierten Markt notierten Unternehmens, insbesondere auch die von Gotham City Research kritisierte Veröffentlichung von Quartalsberichten und Transaktionen mit nahestehenden Personen.

Dividende als Signalling-Instrument im Sinne von Bhattacharya

Dividenden sind für Mutares kein Nebenaspekt, sondern spielen eine zentrale strategische, kapitalmarktbezogene und finanzierungsökonomische Rolle. Sie sind nicht nur Residualgröße, sondern integraler Bestandteil der Equity-Story des Unternehmens. So kommuniziert das Unternehmen eine progressive Dividendenpolitik mit einer hohen Ausschüttungsquote. Die Dividende dient dabei als Signal für die Cash-Generierung aus dem operativen Geschäft und Exit-Erfolge sowie zur Positionierung als Value- bzw. Sondersituationen-Investor, der laufende Erträge generiert.

Als Beteiligungsgesellschaft mit einem Holding-Company-Modell hängt die Dividendenfähigkeit von Mutares primär davon ab, ob aus der Veräußerung von Portfoliounternehmen Exit-Gewinne und aus ihrer laufenden Betreuung Beratungs- und Management Fees generiert wurden. Weil die operative Cash-Generierung auf Ebene der Beteiligungen stattfindet, während die Dividende auf Holding-Ebene ausgeschüttet wird, ergibt sich eine strukturelle Abhängigkeit von Transaktionen und Liquiditätszuflüssen.

Zwei börsennotierte Unternehmensanleihen

Aktuell werden zwei nach norwegischem Recht begebene Anleihen mit einem Volumen von EUR 250,0 bzw. 135 Mio. im Freiverkehr (Open Market) der Frankfurter Börse und im Segment Nordic ABM der Börse Oslo gehandelt. Ihre Laufzeiten enden 2027 bzw. 2029. Die Effektivverzinsungen der beiden Anleihen liegen bei 12,2% bzw. 8,6%.

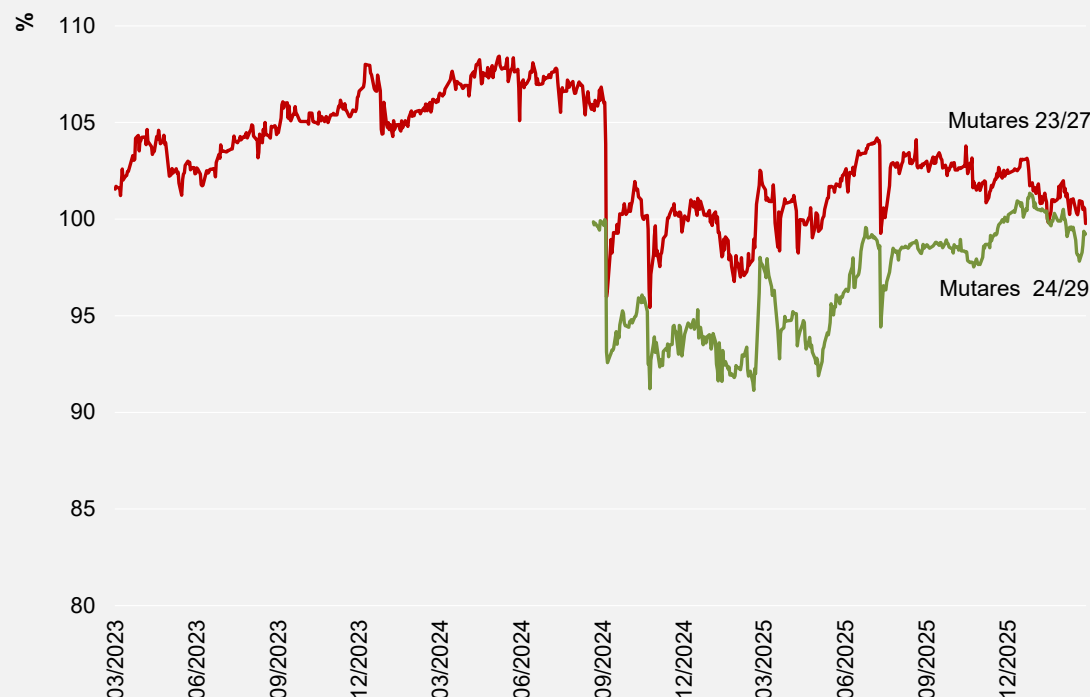
Zwei Anleihen mit Nominalvolumen von insgesamt EUR 385,0 Mio.

Zu Finanzierungszwecken hat Mutares auch den Kapitalmarkt für die Aufnahme von Fremdkapital beansprucht. Aktuell sind zwei variabel verzinsliche Unternehmensanleihen notiert:

- ☞ **Anleihe 2023/27** mit einem Nominalvolumen von EUR 250 Mio. Die Anleihe wird mit dem 3-Monats-EURIBOR zuzüglich 8,5% verzinst.
- ☞ **Anleihe 2024/29** mit einem Nominalvolumen von aktuell EUR 135 Mio. Die Anleihe wird mit dem 3-Monats-EURIBOR zuzüglich 6,2% verzinst. Dabei besteht die Option einer Erhöhung des Nominalvolumens auf insgesamt EUR 300 Mio. Die Platzierung der Anleihe trägt nach unserer Einschätzung zu einem ausgewogeneren Fälligkeitsprofil bei, da nach Unternehmensangaben ein teilweiser Rückkauf der Erstanleihe geplant ist.

Beide Anleihen werden im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse und am Segment Nordic ABM der Börse Oslo gehandelt. Aktuell belaufen sich die Effektivverzinsungen der beiden Anleihen auf 12,2% (2023/27) bzw. 8,6% (2024/29).

ABBILDUNG 13: PERFORMANCE DER MUTARES-ANLEIHEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

TABELLE 11: BEDINGUNGEN DER UNTERNEHMENSANLEIHE 2023/27 IM ÜBERBLICK

Emittentin	Mutares SE & Co. KGaA	
Emissionsvolumen/Platzierungsvolumen	EUR Mio.	250,0/250,0
Stückelung/Mindestanlagebetrag	EUR	1.000,00/1.000,00
Laufzeit	31.03.2023-30.03.2027 (4 Jahre)	
Kupon	%	3-Monats EURIBOR zzgl. 850 Basispunkte
Zinszahlungstermin	Vierteljährlich am 31.03., 30.06., 30.09. und 31.12.	
Emittenten-Rating / Emissions-Rating	n/a / n/a	
ESG-Rating	n/a	
Status / Besicherung	Vorrangig besichert	
Garantien	n/a	
Mittelverwendung	Allgemeine Geschäftszwecke Weiteres Portfoliowachstum im Rahmen der internationalen Expansion Rückkäufe von Finanzverbindlichkeiten, inkl. Schuldverschreibungen	
Qualitative Covenants	Pari Passu	
Financial Covenants	Cross Default (Drittverzug) bei Finanzverbindlichkeiten > EUR 7,5 Mio.	
	Liquidität der Emittentin soll nicht unter 12,5% der Nettoverschuldung fallen	
	Liquidität der Emittentin soll nicht unter EUR 10,0 Mio. fallen	
	Nettoverschuldung der Unternehmensgruppe zu Eigenkapital soll nicht unter 1,5 fallen	
Zins-Step-Up	n/a	
Transparenzverpflichtungen	Veröffentlichung Einzel- und Konzernabschluss, Halbjahres- und Quartalsbericht	
	Veröffentlichung Konzernzwischenabschluss und Zwischenbericht	
	Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders	
	Durchführung einer Analysten- oder Investorenveranstaltung p. a.	
Negativverpflichtung	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Verbindlichkeiten	
Sonderrechte der Anleihegläubiger	n/a	
Ausgabekurs	%	100,0%
Rückzahlungskurs	%	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	03/2026 zu 103,398%	
	09/2026 zu 102,250%	
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Zu 101,00% im Fall eines Change of Control oder Delisting der Aktien	
Börsenplatz	Börse Frankfurt, Freiverkehr, Nordic ABM der Börse Oslo	
Dokumentation	Wertpapierprospekt, Billigung durch BaFin, Notifizierung durch BaFin	
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg	
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren	
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Australien, Japan	
Reuters / Reuters	n/a / n/a	
WKN / ISIN	A30V9T/ NO0012530965	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

TABELLE 12: BEDINGUNGEN DER UNTERNEHMENSANLEIHE 2024/29 IM ÜBERBLICK

Emittentin	Mutares SE & Co. KGaA	
Emissionsvolumen/Platzierungsvolumen	EUR Mio.	300,0/135,0
Stückelung/Mindestanlagebetrag	EUR	1.000,00/1.000,00
Laufzeit	19.09.2024-18.09.2029 (5 Jahre)	
Kupon	%	3-Monats EURIBOR zzgl. 625 Basispunkte
Zinszahlungstermin	Vierteljährlich am 19.09., 19.12., 19.03. und 19.06.	
Emittenten-Rating / Emissions-Rating	n/a / n/a	
ESG-Rating	n/a	
Status / Besicherung	Vorrangig besichert (Verpfändung von Geschäftsanteilen an Investmentvehikeln und Abtretung von konzerninternen Darlehen)	
Garantien	n/a	
Mittelverwendung	Allgemeine Geschäftszwecke Weiteres Portfoliowachstum im Rahmen der internationalen Expansion Rückkäufe von Schuldverschreibungen (2023/27) Volumen von bis zu EUR 25 Mio.	
Qualitative Covenants	Pari Passu	
Financial Covenants	Cross Default (Drittverzug) bei Finanzverbindlichkeiten > EUR 7,5 Mio.	
	Liquidität soll nicht unter 12,5% der Nettoverschuldung fallen	
	Liquidität soll nicht unter EUR 10,0 Mio. fallen	
Zins-Step-Up	n/a	
Transparenzverpflichtungen	Veröffentlichung Konzernabschluss und Lagebericht	
	Veröffentlichung Konzernzwischenabschluss und Zwischenbericht	
	Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders	
	Durchführung einer Analysten- oder Investorenveranstaltung p. a.	
Negativverpflichtung	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Verbindlichkeiten	
Sonderrechte der Anleihegläubiger	n/a	
Ausgabekurs	%	100,0%
Rückzahlungskurs	%	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	09/2027 zu 104,860%	
	03/2028 zu 103,888%	
	09/2028 zu 102,916%	
	03/2029 zu 101,944%	
	06/2029 zu 100,972%	
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Zu 101,00% im Fall eines Change of Control oder Delisting der Aktien	
Börsenplatz	Börse Frankfurt, Freiverkehr, Nordic ABM der Börse Oslo	
Dokumentation	Wertpapierprospekt, Billigung durch BaFin, Notifizierung durch BaFin	
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg	
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren	
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Australien, Japan	
Reuters / Reuters	n/a / n/a	
WKN / ISIN	A383QZ/ NO0013325407	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Covenants-Bruch

Nachdem die in den Anleihebedingungen festgeschriebene Finanzkennzahl „Konzern-Nettoverschuldung zu -Eigenkapital“ im Geschäftsjahr 2025e verfehlt wurde, hat Mutares Anfang letzter Woche zu einer Gläubigerabstimmung ohne Versammlung („Written Procedure“) eingeladen. Auf ihr sollen die Anleihegläubiger ihre Zustimmung zur Nichteinhaltung der Finanzkennzahl zum Jahresende 2025e sowie den Verzicht auf eine Überprüfung der selbigen vor dem 30.06.2026 erteilen. Sollte die notwendige Zustimmung zu den Anträgen erreicht werden, bietet Mutares den Anleihegläubigern die Zahlung einer Gebühr von 1,50% des Nominalvolumens an.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Bei der Durchführung einer SWOT-Analyse nach Albert S. Humphrey haben wir die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von Mutares identifiziert:

Stärken

- **Operative Wertschöpfung durch In-house-Consulting-Modell:** Im Gegensatz zu traditionellen Finanzinvestoren, die primär auf Financial Leverage setzen, basiert die Strategie von Mutares auf Operational Excellence. Mutares beschäftigt nach Angaben über 140 eigene Turnaround-Manager, die unmittelbar nach einer Akquisition in die neu erworbenen Portfoliounternehmen entsandt werden. Dies reduziert die Abhängigkeit von externen Unternehmensberatern und ermöglicht einen zeitnahen Zugriff auf die operativen Prozesse der Targets.
- **Institutionalisierter Prozess.** Typischerweise weisen Carve-outs und Distressed Assets signifikant höhere operative Risiken auf als klassische Buy-outs, da sie unter fehlender Eigenständigkeit (keine eigene IT-, Controlling-, Einkaufs-, Personal- oder Treasury-Abteilungen), ineffizienten Kostenstrukturen und einer unzureichenden Ergebnis- und Cashflow-Transparenz leiden. Mutares adressiert diese Problematik explizit durch den raschen Aufbau eigenständiger Governance-, Steuerungs- und Berichtssysteme. Die Fähigkeit, solche „funktionalen Lücken“ kurzfristig zu schließen, stellt aus unserer Sicht eine Markteintrittsbarriere für weniger operativ aufgestellte Investoren dar, wodurch Mutares überdurchschnittliche Wertsteigerungspotenziale realisieren kann. Mutares hat diese Kompetenz nicht nur über Jahre aufgebaut, sondern auch in ein reproduzierbares Vorgehensmodell übergeführt.
- **Aktiver Eigentümeransatz („Hands-on Governance“):** Mutares beschränkt sich nicht auf eine strategische Steuerung über Kennzahlen, sondern greift direkt in operative, organisatorische und personelle Strukturen ein. So werden Schlüsselpositionen in den meisten Mutares-Beteiligungen interimistisch durch Turnaround-Manager oder operative Spezialisten aus dem Mutares-Umfeld neu besetzt. Dies reduziert Abhängigkeiten von bestehenden Managementteams, deren Kompetenzen oder Anreizsysteme mitunter Teil der ursprünglichen Problemsituation sind. Aus Agency-theoretischer Sicht verringert dieser Ansatz das Risiko opportunistischen Verhaltens und beschleunigt die Umsetzung kritischer Maßnahmen.
- **Reputations- und Netzwerkvorteile im Markt für Sondersituationen:** Nicht nur durch seine Transaktionshistorie, sondern auch durch seine Börsennotierung ist Mutares für verkaufswillige Konzerne aus unserer Sicht ein glaubwürdiger Käufer von Rand-, Verlust- oder Non-Core-Assets. Diese Reputation ist ein strategisches Asset, da sie ein hohes Maß an operativem Vertrauen seitens der Verkäufer voraussetzt. So muss Mutares als glaubwürdiger Restrukturierer wahrgenommen werden, der in der Lage ist, auch politisch, sozial und organisatorisch sensible Situationen zu managen. Letztlich ist es die Reputation von Mutares, die dem Unternehmen Zugang zu Transaktionen ermöglicht, die für andere Investoren nicht zugänglich sind (negative Kaufpreise, Mitgift-Strukturen, langfristige Lieferverträge).
- **Diversifiziertes, industriell geprägtes Portfolio:** Die Beteiligungen von Mutares sind über mehrere Industriesegmente verteilt; hinzu kommt eine nahezu globale Marktpräsenz. Diese Diversifikation reduziert Klumpenrisiken und erhöht die zyklische Resilienz auf Portfolioebene, wenngleich sie im Gegenzug die operative Komplexität erhöht.

- ☞ **Wiederkehrende Exit-Fähigkeit:** Die Fähigkeit, Beteiligungen nach erfolgreichem Realignment und Optimization zu veräußern, ist empirisch belegt. Exits dienen nicht nur der Liquiditätsgenerierung, sondern validieren das Geschäftsmodell gegenüber dem Kapitalmarkt und potenziellen Transaktionspartnern.
- ☞ **Überdurchschnittliche IR-Arbeit:** Zu allen Quartalszahlen und auch zu ausgewählten sonstigen Ad-hoc-Meldungen werden für Investoren und Analysten Web-Calls ausgerichtet.

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Mutares identifiziert:

Schwächen

- ☞ **Inhärente Pfadabhängigkeit des Geschäftsmodells:** Ein zentraler Schwachpunkt des Geschäftsmodells liegt in seiner Pfadabhängigkeit. Die Wertschöpfung setzt voraus, dass Unternehmen eine spezifische Kombination aus wirtschaftlicher Schwäche, strukturellem Anpassungsbedarf und zugleich erhaltenswerter industrieller Substanz aufweisen. Diese Konstellation ist weder beliebig skalierbar noch jederzeit verfügbar. Damit ist das Geschäftsmodell strukturell von einem zyklischen und situationsabhängigen Dealflow abhängig, der exogen determiniert ist und nur begrenzt durch unternehmensinterne Maßnahmen beeinflusst werden kann.
- ☞ **Begrenzte Skalierbarkeit:** Die intern aufgebauten Turnaround-Kompetenzen sind hoch spezialisiert und damit nur begrenzt skalierbar. Jeder Turnaround erfordert individuelle Analysen, maßgeschneiderte Maßnahmen und intensive Managementaufmerksamkeit. Zwar existieren standardisierte Prozessrahmen, wie sie im Realignment- bzw. Optimization-Teil der Wertschöpfung gezeigt werden, die operative Realität dürfte aus unserer Sicht jedoch fallbezogen sein. Dies erhöht nach unserer Einschätzung die strategische Verwundbarkeit gegenüber strukturellen Marktveränderungen, etwa wenn sich die Zahl geeigneter Sondersituationen temporär reduziert oder sich die Qualität des Dealflow verschlechtert.
- ☞ **Abhängigkeit von Schlüsselpersonen:** Trotz zunehmender Institutionalisierung bleibt Mutares in Teilen von erfahrenen Turnaround-Managern und Schlüsselpersonen abhängig. Der Verlust solcher Personen könnte die Umsetzungsfähigkeit beeinträchtigen, ein klassisches Risiko wissensintensiver Organisationen. Allerdings hat Mutares nach unserer Einschätzung eine sehr gute Reputation im Markt, wodurch nicht nur der nachhaltige Zugang zu Talenten sichergestellt ist, sondern auch die Fluktuationsrate auf ein branchentypisch niedriges Niveau gedrückt werden kann.
- ☞ **Begrenzte Transparenz einzelner Werttreiber:** Die Bewertung der Beteiligungen basiert auf der Annahme zukünftiger operativer Verbesserungen bzw. Exits. Für externe Investoren sind diese Werttreiber allerdings nicht vollumfänglich verifizierbar.
- ☞ **Strukturell bedingte hohe Volatilität von Ergebnissen und Cashflows:** Aufgrund der anfallenden Restrukturierungsaufwendungen, der operativen Anlaufverluste neu erworbener Beteiligungen und des diskreten Charakters von Exits sind ausgeprägte Schwankungen bei den zentralen Werttreibern (Ergebnisse und Cashflows) auf Konzernebene eher der Normalfall. Während diese Asymmetrie im Private-Equity-Kontext akzeptiert ist, wird sie im börsennotierten Umfeld als Schwäche eingestuft, die einen Abschlag in der Unternehmensbewertung zur Folge hat.
- ☞ **Restrukturierungsarbeit im Fokus der Öffentlichkeit:** Die Durchführung einer Sanierung ist im Regelfall mit Personalabbau, Standortschließungen oder sonstigen tiefgreifenden Veränderungen wie tariflichen Neuordnungen verbunden. Dies

kann Reputationsrisiken gegenüber Arbeitnehmervertretungen, der Politik, den Medien und lokalen Stakeholdern auslösen, das klassische Stakeholder-Alignment-Problem. Diese Risiken sind nicht nur kommunikativ, sondern auch operativ relevant: Widerstände können Restrukturierungen verzögern, verteuern oder in Einzelfällen blockieren.

- ☞ **Sektorale Zyklizität:** Ein größerer Teil des Portfolios von Mutares ist in zyklischen Industrien angesiedelt. Diese Ausrichtung verstärkt die Konjunkturabhängigkeit des Gesamtportfolios und erhöht die Korrelation der Beteiligungen während zyklischer Abschwungphasen. Obwohl Diversifikation über Segmente und Regionen erfolgt, bleibt das Portfolio nach unserer Einschätzung in weiten Teilen von industriellen Investitionszyklen abhängig. In makroökonomischen Stressphasen kann dies zu gleichzeitigen Belastungen mehrerer Beteiligungen führen und die operative Steuerungsfähigkeit überfordern.
- ☞ **Unvollständige Quartalsberichterstattung:** Zum ersten und dritten Quartal berichtet Mutares lediglich einen „Earnings Report“ der Muttergesellschaft, in dem lediglich Eckdaten veröffentlicht werden, nicht aber einen dem Halbjahresbericht gleichwertigen Finanzbericht auf Konzernebene. Aus Kostengründen kann dies sinnvoll sein, aus Transparenzgründen bevorzugen wir jedoch ein vollständiges Reporting auf Konzernebene zu allen Quartalen.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Mutares tätig ist:

Chancen

- ☞ **Zunehmende Zahl von Carve-outs und Restrukturierungsfällen:** Der Markt für Unternehmensabspaltungen, Distressed Assets und Konzern-Carve-outs wächst. Großunternehmen stehen zunehmend unter Druck, ihre Portfolios zu fokussieren, Kapitalbindung zu reduzieren und nicht-strategische Geschäftsbereiche auszugliedern. Dieser Trend wird verstärkt durch verschärfte regulatorische Anforderungen, zunehmende ESG-Transparenzpflichten, geopolitische Unsicherheiten und Lieferkettenrisiken. Während klassische Buy-out-Investoren eher auf der Suche sind nach renditestarken, stabilen Targets, fokussiert sich Mutares auf ebendiese komplexen, verlustträchtigen oder organisatorisch fragmentierten Einheiten.
- ☞ **Wertsteigerung durch aktive Buy-and-Build-Strategien:** Eine wesentliche Chance liegt nach unserer Einschätzung im gezielten Ausbau von Buy-and-Build-Strategien innerhalb der Portfoliounternehmen. Durch Add-on-Akquisitionen können insbesondere in fragmentierten Industrien Skaleneffekte realisiert, Marktpositionen konsolidiert und Fixkostenstrukturen optimiert werden.
- ☞ **Exit durch Re-Positionierung:** Das Geschäftsmodell eines Sanierungsinvestors wie Mutares besteht aus der systematischen Transformation nicht marktfähiger Einheiten in exitfähige Unternehmen und deren Verkauf an strategische Erwerber. Da diese selbst nicht über die notwendige Turnaround-Kompetenzen verfügen, stellen sanierte und gut aufgestellte Gesellschaften attraktive Übernahmeziele dar.
- ☞ **Steigende Attraktivität des Turnaround-Segments bei steigenden Zinsen:** Steigende Finanzierungskosten machen hoch-fremdfinanzierte Buy-out-Modelle grundsätzlich weniger attraktiv. Turnaround-Investoren mit geringer Leverage-Abhängigkeit können hiervon relativ profitieren.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Mutares tätig ist:

Risiken

- Ⓢ **Execution Risk:** Turnaround-Strategien sind per Definition mit einem erhöhten operativen Ausführungsrisiko verbunden. Selbst bei sorgfältiger Analyse können Marktannahmen falsch sein, Restrukturierungsmaßnahmen zu spät greifen oder kulturelle und personelle Widerstände unterschätzt werden. Schon einzelne Fehlschläge können erhebliche Wertverluste verursachen und – bei Kumulation – das Gesamtportfolio belasten.
- Ⓢ **Regulatorische und arbeitsrechtliche Restriktionen:** Das Geschäftsmodell eines Turnaround-Sanierers ist häufig mit tiefgreifenden organisatorischen Eingriffen verbunden, die arbeits-, sozial- und mitbestimmungsrechtlich sensibel sind. Verschärfungen im Arbeitsrecht, stärkere politische Einflussnahme oder eine restriktivere Auslegung bestehender Normen können Restrukturierungsmaßnahmen verzögern und damit deren Kosten erhöhen. Insbesondere in Deutschland und Frankreich besteht aus unserer Sicht das Risiko, dass politische Zielsetzungen (z. B. Beschäftigungssicherung) mit der ökonomischen Logik des Turnarounds kollidieren.

Analyse und Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

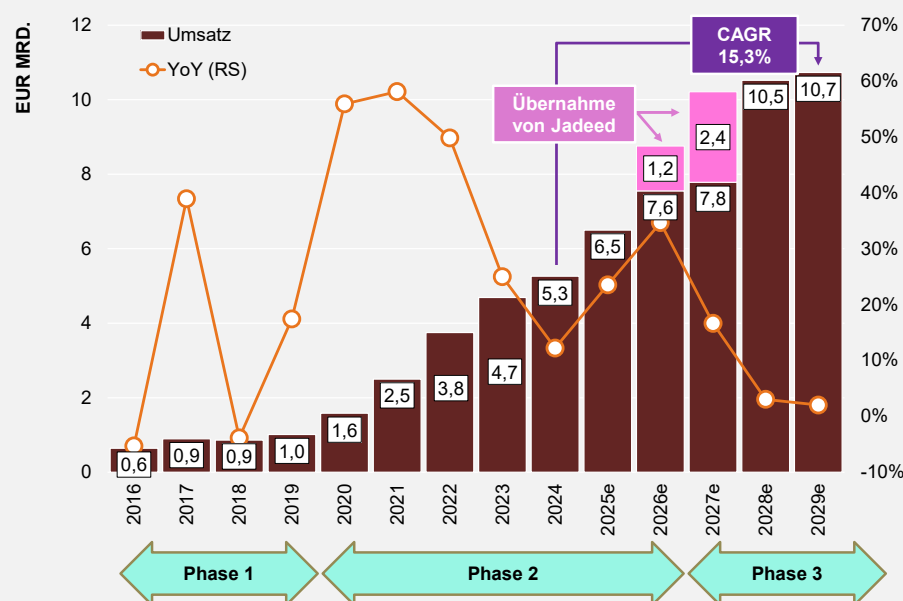
Aktuell besteht das Beteiligungsportefeuille von Mutares aus 39 Gesellschaften, die zu fünf industrienahen Segmenten zusammengefasst werden. Die annualisierten Umsätze des aktuellen Konsolidierungskreises von Mutares belaufen sich nach unseren Prognosen auf mehr als EUR 10 Mrd. Obwohl wir in unseren Prognosen nur Bargain-Purchase-Erträge aus bereits angekündigten Übernahmen mit einbezogen haben, rechnen wir beim Betriebsergebnis (EBITDA) in diesem Jahr mit einer Ergebnisverdreifachung auf EUR 2.113,1 Mio. von EUR 733,5 Mio. im Jahr 2025e. Bezogen auf das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA („adjusted EBITDA“) entspricht dies einer Verbesserung auf EUR 243,1 Mio. von EUR -27,8 Mio. in 2025e. Für die kommenden vier Jahre rechnen wir in dem von uns unterstellten Base-Case-Szenario mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 10,7 Mrd. (CAGR 2024-29e: 15,3%) und des adjustierten operativen Ergebnisses (EBITDA) auf EUR 397,0 Mio. Dies entspricht einer prognostizierten EBITDA-Marge (adjustiert) von 3,7% (2025e: -0,4%).

Bis 2029e rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 10,7 Mrd.

Betrachtet man sich die Umsätze der letzten Jahre, dann dürften in Deutschland nur wenige Unternehmen eine dynamischere Entwicklung gezeigt haben. So haben sich seit 2015 die Umsätze von EUR 0,7 Mrd. auf EUR 6,5 Mrd. (2025e) nahezu verzehnfacht. Bis 2029e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, rechnen wir mit einem weiteren deutlichen Umsatzanstieg auf EUR 10,7 Mrd. Mit Ausnahme bereits berichteter, aber noch nicht vollzogener Übernahmen haben wir keine weiteren Unternehmenskäufe in die Prognose miteinbezogen. Bezogen auf den Zeitraum 2024-29e ergibt sich eine von uns erwartete durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate (CAGR) von 15,3%.

Wir haben unserem Finanzmodell ein aus unserer Sicht erreichbares Base-Case-Szenario zugrunde gelegt. Unsere Schätzungen basieren auf dem aktuellen Konsolidierungsstand, Zu- oder Verkäufe wurde nicht geschätzt.

ABBILDUNG 14: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2015-2029E



Nebenstehende Abbildung zeigt drei Phasen im Lebenszyklus von Mutares: In Phase 1 zwischen 2015 und 2019, war von einem mäßigen Umsatzwachstum geprägt. Demgegenüber ist Phase 2 zwischen 2020 und 2026e von einer wesentlich dynamischen Entwicklung gekennzeichnet. In Phase 3, in der wir kein weiteres externes Wachstum einbezogen haben, liegen die von uns prognostizierten Wachstumsraten wieder im einstelligen Prozentbereich.

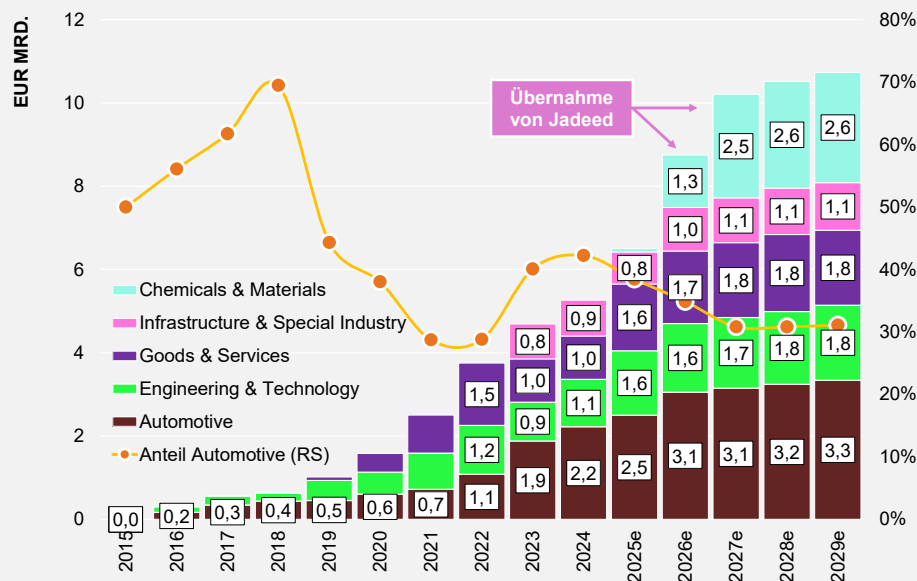
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Segmenten

In diesem Jahr wurde die Berichterstattung auf fünf von zuvor vier Segmente umgestellt (siehe Abb. 15). Dabei wird ersichtlich, wie sich – nicht zuletzt durch die Übernahme von Jadeed – der Einfluss des zyklischen (und aktuell aus unserer Sicht eher problematischen) Segments Automotive in den vergangenen Jahren sukzessive verringert hat. Insgesamt rechnen wir mit folgender segmentaler Umsatzaufteilung:

Wir gehen davon aus, dass Mutares den Anteil der Erlöse aus tendenziell höhermargigen Segmenten ausbauen wird.

ABBILDUNG 15: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2015-2029E



Die Wachstumsdynamik von Mutares wird zunehmend von mehreren Segmenten getragen. Die zunehmende Segmentdiversifikation reduziert die Abhängigkeit von einzelnen Wachstumskomponenten und deutet aus unserer Sicht auf eine reifere, breiter aufgestellte Erlösstruktur hin. Für das Jahr 2029e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, rechnen wir damit, dass das ursprüngliche Kernsegment Automotive für rund 31,1% der Konzern Erlöse verantwortlich sein wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

2025e wurde das Rekord-EBITDA des Jahres 2023 nur knapp verfehlt

Anfang vergangener Woche wurde Eckdaten der Geschäftsentwicklung des Jahres 2025e auf Holding- und Konzernebene veröffentlicht. Der Mutares-Konzern erzielte im Geschäftsjahr 2025e ein EBITDA von EUR 733,5 Mio. (Vorjahr: EUR 117,1 Mio.), unter anderem beeinflusst durch Gewinne aus günstigem Erwerb ("Bargain Purchase") und den positiven Beiträgen der Exits des Geschäftsjahres. Das Rekord-EBITDA aus dem Jahr 2023 in Höhe von EUR 756,7 Mio. wurde damit nur knapp verfehlt.

Wir gehen aber davon aus, dass sich dies im laufenden Jahr ändern wird. Im H2/2026e wird nach Angaben die endgültige Übernahme von Jadeed vollzogen werden, aus der wir einen Bargain-Purchase-Ertrag von etwa EUR 2,0 Mrd. erwarten. In Verbindung mit einer großflächig erwarteten Verbesserung der wesentlichen Ertragskennzahlen rechnen wir mit einem Konzern-EBITDA von EUR 2.113,1 Mio. (+188,1% YoY).

Beim operativen Ergebnis (EBIT) rechnen wir mit einer nahezu parallelen Entwicklung zum EBITDA (vgl. nachstehende Tabelle 13).

TABELLE 13: EBITDA UND EBIT, 2020-2029E

		2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EBITDA	EUR Mio.	142,7	566,5	181,5	756,7	117,1	733,5	2.113,1	220,5	275,3	320,2
YoY	%	80%	297%	-68%	317%	-85%	526%	188%	-90%	25%	16%
in % der Gesamtleistung	%	9,0%	22,6%	4,8%	16,1%	2,2%	11,3%	24,1%	2,2%	2,6%	3,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-101,5	-119,2	-184,6	-320,0	-463,8	-539,2	-610,0	-653,3	-659,8	-666,4
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	41,2	447,3	-3,1	436,7	-346,8	194,3	1.503,1	-432,7	-384,5	-346,1
YoY	%	57,3%	985,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	673,6%	n/a	-11,1%	-10,0%
YoY	EUR Mio.	15,0	406,1	-450,5	439,9	-783,5	541,1	1.308,8	-1.936	48,2	38,4
in % der Gesamtleistung	%	2,3%	13,6%	-0,1%	7,7%	-6,0%	2,4%	13,8%	-4,2%	-3,6%	-3,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Signifikante Erträge aus Bargain-Purchase

In dieser Ertragsentwicklung sind allerdings erhebliche Bargain-Purchase-Einmaleffekte enthalten. Für eine aussagekräftige Unternehmensanalyse haben wir sie daher in der nachstehenden Tabelle 14 – ebenso wie die mit dem Beteiligungserwerb zusammenhängenden Restrukturierungsaufwendungen und die Effekte aus der Entkonsolidierung – eliminiert. Damit ergibt sich nach unseren Schätzungen folgende Entwicklung:

TABELLE 14: ABLEITUNG DES ADJUSTIERTEN EBITDA, 2015-2025E

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
EBITDA	EUR Mio.	39,9	20,8	67,1	49,1	79,2	142,7	566,5	181,5	756,7	117,1	733,5
Bargain-Purchase-Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-87,3	-32,3	-102,6	-207,8	-692,7	-262,0	-727,2	-268,9	-667,8
Restrukturierungsaufwand	EUR Mio.	0,0	0,0	23,2	28,6	31,0	41,1	80,9	76,4	78,7	136,9	64,1
Entkonsolidierungseffekte	EUR Mio.	0,0	0,0	-30,9	-40,9	0,0	-4,9	3,9	-28,6	-104,9	-70,4	-157,6
Adjusted EBITDA	EUR Mio.	39,9	20,8	-27,9	4,5	7,6	-28,9	-41,4	-32,7	3,5	-85,4	-27,8
in % der Gesamtleistung	%	5,8%	3,2%	-3,1%	0,5%	0,7%	-1,8%	-1,7%	-0,9%	0,1%	-1,6%	-0,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatzerlöse	EUR Mio.	647,6	899,7	865,1	1.015,9	1.583,8	2.504,0	3.751,7
YoY	%	-5,3%	38,9%	-3,8%	17,4%	55,9%	58,1%	49,8%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	3,8	-4,1	0,1	-3,9	-23,1	6,8	-16,4
Aktiviert Eigenleistungen	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	69,2	156,4	107,4	119,1	241,3	770,1	355,5
Gesamtleistung	EUR Mio.	721,9	1.052,0	972,6	1.131,1	1.802,0	3.280,9	4.090,8
YoY	%	-3,5%	45,7%	-7,5%	16,3%	59,3%	82,1%	24,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-426,7	-569,6	-532,4	-622,6	-974,6	-1.579,7	-2.398,6
in % der Gesamtleistung	%	-59,1%	-54,1%	-54,7%	-55,0%	-54,1%	-48,1%	-58,6%
Rohhertrag	EUR Mio.	295,1	482,4	440,2	508,5	827,4	1.701,2	1.692,2
YoY	%	-5,1%	63,4%	-8,7%	15,5%	62,7%	105,6%	-0,5%
in % der Gesamtleistung	%	40,9%	45,9%	45,3%	45,0%	45,9%	51,9%	41,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-157,2	-251,6	-244,7	-291,8	-423,9	-660,4	-909,6
in % der Gesamtleistung	%	-21,8%	-23,9%	-25,2%	-25,8%	-23,5%	-20,1%	-22,2%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-117,1	-163,7	-146,4	-137,5	-260,8	-474,3	-601,2
in % der Gesamtleistung	%	-16,2%	-15,6%	-15,1%	-12,2%	-14,5%	-14,5%	-14,7%
EBITDA	EUR Mio.	20,8	67,1	49,1	79,2	142,7	566,5	181,5
YoY	%	-48%	223%	-27%	61%	80%	297%	-68%
in % der Gesamtleistung	%	3%	7%	6%	8%	9%	23%	5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-16,3	-27,1	-29,7	-53,0	-101,5	-119,2	-184,6
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	4,5	40,0	19,4	26,2	41,2	447,3	-3,1
YoY	%	-77,0%	785,0%	-51,5%	35,1%	57,3%	985,7%	n/a
YoY	EUR Mio.	-15,1	35,5	-20,6	6,8	15,0	406,1	-450,5
in % der Gesamtleistung	%	1%	4%	2%	2%	2%	14%	0%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-6,8	-4,5	-4,6	-9,5	-24,3	-18,7	-53,3
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	-2,3	35,5	14,8	16,7	16,9	428,6	-56,4
in % der Gesamtleistung	%	-0,3%	3,4%	1,5%	1,5%	0,9%	13,1%	-1,4%
Steuern	EUR Mio.	-1,2	8,4	-2,8	0,0	2,8	13,7	35,5
in % des EBT	%	52,5%	23,7%	-18,9%	0,0%	16,6%	3,2%	-62,9%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	-5,3	43,9	12,0	16,7	19,7	442,3	-20,9
in % der Gesamtleistung	%	-0,7%	4,2%	1,2%	1,5%	1,1%	13,5%	-0,5%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-0,1	-0,3	-2,7	-4,1	-7,4	-6,7	-14,2
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-5,4	44,2	14,7	20,8	27,1	449,0	-6,7
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	15,5	15,5	15,3	15,2	15,2	16,7	20,6
davon Stammaktien	Mio.	15,5	15,5	15,3	15,2	15,2	15,2	20,6
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	15,5	15,5	15,3	15,2	15,2	16,7	21,3
EPS (basic)	EUR	-0,35	2,85	0,96	1,37	1,79	26,86	-0,33
EPS (verwässert)	EUR	-0,35	2,85	0,96	1,37	1,79	26,83	-0,32

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027	2028e	2029e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	4.689,1	5.261,5	6.500,0	8.752,3	10.209,2	10.520,0	10.732,6
YoY	%	25,0%	12,2%	23,5%	34,7%	16,6%	3,0%	2,0%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-4,4	-18,8	23,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	986,1	506,8	1.595,4	2.120,0	100,5	101,5	102,5
Gesamtleistung	EUR Mio.	5.670,8	5.749,5	8.118,9	10.872,3	10.309,7	10.621,5	10.835,1
YoY	%	38,6%	1,4%	41,2%	33,9%	-5,2%	3,0%	2,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-2.799,5	-3.092,3	-3.562,7	-4.473,1	-4.121,6	-4.133,5	-4.140,4
in % der Gesamtleistung	%	-49,4%	-53,8%	-43,9%	-41,1%	-40,0%	-38,9%	-38,2%
Rohhertrag	EUR Mio.	2.871,2	2.657,2	4.556,2	6.399,3	6.188,2	6.488,0	6.694,7
YoY	%	69,7%	-7,5%	71,5%	40,5%	-3,3%	4,8%	3,2%
in % der Gesamtleistung	%	50,6%	46,2%	56,1%	58,9%	60,0%	61,1%	61,8%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1.369,6	-1.645,4	-1.981,4	-2.641,3	-3.050,1	-3.111,5	-3.142,6
in % der Gesamtleistung	%	-24,2%	-28,6%	-24,4%	-24,3%	-29,6%	-29,3%	-29,0%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-744,8	-894,8	-1.841,4	-1.644,9	-2.917,5	-3.101,2	-3.231,8
in % der Gesamtleistung	%	-13,1%	-15,6%	-22,7%	-15,1%	-28,3%	-29,2%	-29,8%
EBITDA	EUR Mio.	756,7	117,1	733,5	2.113,1	220,5	275,3	320,2
YoY	%	317%	-85%	526%	188%	-90%	25%	16%
in % der Gesamtleistung	%	16,1%	2,2%	11,3%	24,1%	2,2%	2,6%	3,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-320,0	-463,8	-539,2	-610,0	-653,3	-659,8	-666,4
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	436,7	-346,8	194,3	1.503,1	-432,7	-384,5	-346,1
YoY	%	n/a	n/a	n/a	673,6%	n/a	-11,1%	-10,0%
YoY	EUR Mio.	439,9	-783,5	541,1	1.308,8	-1.935,8	48,2	38,4
in % der Gesamtleistung	%	7,7%	-6,0%	2,4%	13,8%	-4,2%	-3,6%	-3,2%
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-73,2	-204,4	-134,4	-146,0	-136,5	-128,4	-120,8
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	363,5	-551,1	59,9	1.357,1	-569,2	-512,9	-466,9
in % der Gesamtleistung	%	6,4%	-9,6%	0,7%	12,5%	-5,5%	-4,8%	-4,3%
Steuern	EUR Mio.	3,6	91,2	-17,1	-15,0	-16,5	-18,2	-5,0
in % des EBT	%	1,0%	-16,6%	-28,5%	-1,1%	2,9%	3,5%	1,1%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	367,1	-459,9	42,8	1.342,1	-585,7	-531,1	-471,9
in % der Gesamtleistung	%	6,5%	-8,0%	0,5%	12,3%	-5,7%	-5,0%	-4,4%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-30,0	-53,6	-43,2	-47,5	-52,3	-57,5	-63,2
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	397,1	-406,3	86,0	1.389,6	-533,5	-473,6	-408,6
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	20,8	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3
davon Stammaktien	Mio.	20,8	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	21,6	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9
EPS (basic)	EUR	19,08	-19,10	4,04	65,31	-25,07	-22,26	-19,21
EPS (verwässert)	EUR	18,42	-18,55	3,93	63,45	-24,36	-21,62	-18,66

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Segmenten, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatzerlöse	EUR Mio.	647,6	899,7	865,1	1.015,9	1.583,8	2.504,0	3.751,7
Automotive	EUR Mio.	166,4	344,1	437,0	450,4	602,4	719,8	1.081,6
Engineering & Technology	EUR Mio.	130,2	213,2	191,9	482,0	534,7	871,9	1.176,0
Goods & Services	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	83,5	446,7	912,4	1.494,2
Retail & Foods	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	351,0	342,4	236,2	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-5,3%	38,9%	-3,8%	17,4%	55,9%	58,1%	49,8%
Automotive	%	n/a	106,8%	27,0%	3,1%	33,7%	19,5%	50,3%
Engineering & Technology	%	n/a	63,7%	-10,0%	151,2%	10,9%	63,1%	34,9%
Goods & Services	%	n/a	n/a	n/a	n/a	435,0%	104,2%	63,8%
Retail & Foods	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	-48,7%	-2,5%	-31,0%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsatzerlöse	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Automotive	%	25,7%	38,2%	50,5%	44,3%	38,0%	28,7%	28,8%
Engineering & Technology	%	20,1%	23,7%	22,2%	47,4%	33,8%	34,8%	31,3%
Goods & Services	%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	28,2%	36,4%	39,8%
Retail & Foods	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chemicals & Materials	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Corporate/Konsolidierung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	54,2%	38,1%	27,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Umsatz nach Segmenten, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	4.689,1	5.261,5	6.500,0	8.752,3	10.209,2	10.520,0	10.732,6
Automotive	EUR Mio.	1.879,5	2.223,2	2.500,0	3.052,9	3.146,9	3.241,5	3.338,8
Engineering & Technology	EUR Mio.	933,9	1.142,0	1.550,0	1.649,1	1.699,7	1.751,5	1.804,0
Goods & Services	EUR Mio.	1.037,1	1.037,1	1.600,0	1.740,6	1.794,0	1.848,3	1.800,8
Retail & Foods	EUR Mio.	840,0	859,1	772,0	1.044,8	1.076,8	1.109,7	1.143,0
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	80,0	1.264,9	2.491,9	2.569,0	2.646,1
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	-1,4	0,1	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	25,0%	12,2%	23,5%	34,7%	16,6%	3,0%	2,0%
Automotive	%	73,8%	18,3%	12,5%	22,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Engineering & Technology	%	-20,6%	22,3%	35,7%	6,4%	3,1%	3,0%	3,0%
Goods & Services	%	-30,6%	0,0%	54,3%	8,8%	3,1%	3,0%	-2,6%
Retail & Foods	%	n/a	2,3%	-10,1%	35,3%	3,1%	3,1%	3,0%
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	97,0%	3,1%	3,0%
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	-100,0%	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsatzerlöse	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Automotive	%	40,1%	42,3%	38,5%	34,9%	30,8%	30,8%	31,1%
Engineering & Technology	%	19,9%	21,7%	23,8%	18,8%	16,6%	16,6%	16,8%
Goods & Services	%	22,1%	19,7%	24,6%	19,9%	17,6%	17,6%	16,8%
Retail & Foods	%	17,9%	16,3%	11,9%	11,9%	10,5%	10,5%	10,6%
Chemicals & Materials	%	0,0%	0,0%	1,2%	14,5%	24,4%	24,4%	24,7%
Corporate/Konsolidierung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

EBITDA nach Segmenten, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	EUR Mio.	0,0	67,1	49,1	79,2	142,7	566,5	181,5
Automotive	EUR Mio.	0,0	56,8	10,5	13,6	65,7	86,4	34,8
Engineering & Technology	EUR Mio.	0,0	17,4	36,6	-3,8	59,7	64,3	138,5
Goods & Services	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	79,5	29,0	450,8	23,7
Infrastructure & Special Industry	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	0,0	8,3	-16,1	-10,2	-11,6	-35,1	-15,5
Sonstige	EUR Mio.	0,0	-15,3	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	n/a	n/a	-26,9%	61,4%	80,2%	296,9%	-68,0%
Automotive	%	n/a	n/a	-81,4%	29,4%	381,4%	31,6%	-59,7%
Engineering & Technology	%	n/a	n/a	111,1%	n/a	n/a	7,8%	115,3%
Goods & Services	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-63,5%	1454,5%	-94,7%
Infrastructure & Special Industry	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	-36,6%	13,7%	202,6%	-55,8%
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	0,0%	7,5%	5,7%	7,8%	9,0%	22,6%	4,8%
Automotive	%	0,0%	16,5%	2,4%	3,0%	10,9%	12,0%	3,2%
Engineering & Technology	%	0,0%	8,1%	19,1%	-0,8%	11,2%	7,4%	11,8%
Goods & Services	%	n/a	n/a	n/a	95,3%	6,5%	49,4%	1,6%
Infrastructure & Special Industry	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	0,0%	-4,5%	7,6%	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

EBITDA nach Segmenten, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EBITDA	EUR Mio.	756,7	117,1	733,5	2.113,1	220,5	275,3	320,2
Automotive	EUR Mio.	232,2	130,1	253,7	30,5	62,9	77,8	88,1
Engineering & Technology	EUR Mio.	227,6	-49,9	476,1	33,0	40,8	50,4	62,3
Goods & Services	EUR Mio.	271,6	91,1	70,7	26,1	35,0	45,1	52,7
Infrastructure & Special Industry	EUR Mio.	40,7	-55,7	-64,9	15,7	19,4	22,0	24,9
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	10,0	2.020,0	74,8	92,5	104,8
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	-15,5	1,4	-12,1	-12,2	-12,3	-12,5	-12,6
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	316,9%	-84,5%	526,3%	188,1%	-89,6%	24,8%	16,3%
Automotive	%	567,4%	-44,0%	94,9%	-88,0%	106,2%	23,6%	13,3%
Engineering & Technology	%	64,4%	n/a	n/a	-93,1%	23,7%	23,7%	23,6%
Goods & Services	%	1046,2%	-66,4%	-22,4%	-63,1%	34,0%	28,8%	16,9%
Infrastructure & Special Industry	%	n/a	n/a	16,6%	n/a	23,7%	13,4%	13,3%
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	20100,0%	-96,3%	23,7%	13,3%
Corporate/Konsolidierung	%	0,0%	n/a	n/a	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsätze	%	16,1%	2,2%	11,3%	24,1%	2,2%	2,6%	3,0%
Automotive	%	12,4%	5,9%	10,1%	1,0%	2,0%	2,4%	2,6%
Engineering & Technology	%	24,4%	-4,4%	30,7%	2,0%	2,4%	2,9%	3,5%
Goods & Services	%	26,2%	8,8%	4,4%	1,5%	2,0%	2,4%	2,9%
Infrastructure & Special Industry	%	4,8%	-6,5%	-8,4%	1,5%	1,8%	2,0%	2,2%
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	12,5%	159,7%	3,0%	3,6%	4,0%
Corporate/Konsolidierung	%	1107,1%	1440,0%	596,1%	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Adjusted EBITDA nach Segmenten, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Adjusted EBITDA	EUR Mio.	0,0	-27,9	4,5	7,6	-28,9	-41,4	-32,7
Automotive	EUR Mio.	0,0	14,4	17,6	15,6	-13,3	-20,0	-49,0
Engineering & Technology	EUR Mio.	0,0	-16,4	1,8	4,7	7,6	-2,0	-3,9
Goods & Services	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-7,3	-17,0	-13,2	24,8
Infrastructure & Special Industry	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	0,0	-6,9	-6,5	-5,5	-6,1	-6,0	-4,6
Sonstige	EUR Mio.	0,0	-18,9	-8,3	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	67,7%	n/a	43,2%	-20,9%
Automotive	%	n/a	n/a	22,3%	-10,9%	n/a	50,2%	144,5%
Engineering & Technology	%	n/a	n/a	n/a	167,0%	60,9%	n/a	91,2%
Goods & Services	%	n/a	n/a	n/a	n/a	134,2%	-22,1%	n/a
Infrastructure & Special Industry	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	-5,8%	-15,4%	10,9%	-1,0%	-23,8%
Sonstige	%	n/a	n/a	-56,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
in % der Umsatzerlöse	%	n/a	n/a	-5,8%	-15,4%	10,9%	-1,0%	-23,8%
Automotive	%	n/a	n/a	-56,1%	-100,0%	n/a	n/a	n/a
Engineering & Technology	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Goods & Services	%	0,0%	-3,1%	0,5%	0,7%	-1,8%	-1,7%	-0,9%
Infrastructure & Special Industry	%	0,0%	4,2%	4,0%	3,5%	-2,2%	-2,8%	-4,5%
Chemicals & Materials	%	0,0%	-7,7%	0,9%	1,0%	1,4%	-0,2%	-0,3%
Corporate/Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	-8,7%	-3,8%	-1,5%	1,7%
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Adjusted EBITDA nach Segmenten, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Adjusted EBITDA	EUR Mio.	3,5	-85,4	-27,8	94,3	221,7	276,5	321,5
Automotive	EUR Mio.	3,3	-45,9	16,5	30,5	62,9	77,8	88,1
Engineering & Technology	EUR Mio.	-14,5	-10,9	-3,0	33,0	40,8	50,4	62,3
Goods & Services	EUR Mio.	38,3	18,1	-1,9	6,1	35,0	45,1	52,7
Infrastructure & Special Industry	EUR Mio.	-8,8	-51,8	-30,4	15,7	19,4	22,0	24,9
Chemicals & Materials	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	20,0	74,8	92,5	104,8
Corporate/Konsolidierung	EUR Mio.	-14,7	5,1	-9,0	-11,0	-11,1	-11,2	-11,3
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	n/a	n/a	-67,4%	n/a	135,2%	24,7%	16,3%
Automotive	%	n/a	n/a	n/a	85,0%	106,2%	23,6%	13,3%
Engineering & Technology	%	272,8%	-25,0%	-72,5%	n/a	23,7%	23,7%	23,6%
Goods & Services	%	54,3%	-52,7%	n/a	n/a	472,6%	28,8%	16,9%
Infrastructure & Special Industry	%	n/a	488,6%	-41,3%	n/a	23,7%	13,4%	13,3%
Chemicals & Materials	%	n/a	n/a	n/a	n/a	273,8%	23,7%	13,3%
Corporate/Konsolidierung	%	219,6%	n/a	n/a	22,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Sonstige	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Umsatzerlöse	%	219,6%	n/a	n/a	22,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Automotive	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Engineering & Technology	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Goods & Services	%	0,1%	-1,6%	-0,4%	1,1%	2,2%	2,6%	3,0%
Infrastructure & Special Industry	%	0,2%	-2,1%	0,7%	1,0%	2,0%	2,4%	2,6%
Chemicals & Materials	%	-1,6%	-1,0%	-0,2%	2,0%	2,4%	2,9%	3,5%
Corporate/Konsolidierung	%	3,7%	1,7%	-0,1%	0,4%	2,0%	2,4%	2,9%
Sonstige	%	-1,0%	-6,0%	-3,9%	1,5%	1,8%	2,0%	2,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	117,6	227,4	209,3	398,4	466,0	1.086,8	1.351,6
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	6,7	35,7	41,1	198,2	223,4	530,1	587,4
Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	6,7	35,7	41,0	58,7	76,0	134,0	143,9
Aktivierte F&E-Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nutzungsrechte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	119,8	147,4	318,6	375,6
Derivative	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	19,7	0,0	77,5	67,9
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	110,1	170,6	133,3	176,4	242,6	556,7	764,2
Grundstücke	EUR Mio.	110,1	170,6	133,3	176,4	242,6	556,7	764,2
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	0,8	7,9	21,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen	EUR Mio.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	7,9	21,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	0,0	13,2	13,8	23,8	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	351,4	440,6	398,4	447,3	721,0	1.265,0	1.538,1
Vorräte	EUR Mio.	111,0	131,0	100,8	134,0	203,5	423,2	560,7
DIO	d	94	83	68	77	75	96	84
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	118,7	182,6	147,6	143,0	258,5	291,0	411,3
DSO	d	66	73	61	51	59	42	39
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	17,8	0,0	0,0	0,0	89,8
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,3	15,0	8,5	39,3	38,0	179,4	183,1
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	52,0	13,1	15,7	51,3	75,7	116,3	46,8
Liquide Mittel	EUR Mio.	63,4	98,9	108,1	79,7	145,3	255,1	246,4
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	2,9	3,1	2,1	22,5	31,1	24,4
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu Veräußerungszwecken gehaltenes Vermögen	EUR Mio.	0,0	1,9	19,6	0,3	117,6	177,1	115,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	473,1	672,8	630,4	848,1	1.327,2	2.560,1	3.029,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	2.015,9	2.092,5	2.870,0	4.403,0	4.245,9	4.096,8	3.955,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	812,2	885,8	1.125,0	1.123,0	1.121,1	1.119,4	1.117,8
Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	245,3	327,1	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
Aktivierte F&E-Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nutzungsrechte	EUR Mio.	466,1	471,5	580,0	574,2	568,5	562,8	557,1
Derivative	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	EUR Mio.	100,8	87,2	125,0	128,8	132,6	136,6	140,7
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	1.166,7	1.168,4	1.650,0	3.183,2	3.026,0	2.876,6	2.734,6
Grundstücke	EUR Mio.	1.166,7	1.168,4	1.650,0	3.183,2	3.026,0	2.876,6	2.734,6
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	37,0	38,3	95,0	96,9	98,9	100,8	102,9
Beteiligungen	EUR Mio.	37,0	38,3	95,0	96,9	98,9	100,8	102,9
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	2.156,3	2.152,8	2.364,5	3.271,4	2.953,8	2.975,3	2.988,3
Vorräte	EUR Mio.	673,4	698,5	805,9	1.169,0	1.043,8	1.039,3	1.025,6
DIO	d	87	81	81	94	91	91	89
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	491,7	594,4	721,1	1.144,3	1.230,3	1.244,5	1.251,8
DSO	d	38	41	40	47	43	43	42
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	225,5	115,9	130,0	133,9	137,9	142,1	146,3
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	245,6	331,9	400,0	412,0	424,4	437,1	450,2
Liquide Mittel	EUR Mio.	520,1	412,1	307,4	412,3	117,4	112,3	114,4
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	39,2	58,3	95,0	96,0	96,9	97,9	98,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu Veräußerungszwecken gehaltenes Vermögen	EUR Mio.	138,6	66,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4.350,1	4.370,4	5.329,5	7.770,4	7.296,6	7.169,9	7.042,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Eigenkapital	EUR Mio.	57,2	165,5	207,8	207,8	207,3	736,0	713,7
Eigenkapitalquote	%	12,1%	24,6%	33,0%	24,5%	15,6%	28,8%	23,6%
Grundkapital	EUR Mio.	15,5	15,5	15,2	15,2	15,0	20,6	20,6
Ausstehende Einlagen	EUR Mio.	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	36,1	36,5	36,8	37,3	37,9	134,0	134,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	3,9	59,1	110,0	111,2	114,4	113,9	531,9
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	8,0	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-5,4	50,9	16,5	20,8	27,1	449,0	-8,2
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,5	-0,9	27,4	22,9	16,9	15,2	1,4
Wandelanleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Eigenkapital	EUR Mio.	1,2	1,8	-0,7	-2,1	-6,6	0,8	30,6
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	55,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	72,9	102,7	47,0	87,3	116,1	153,0	94,4
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	89,0	42,0	46,8	47,9	90,6	169,4	229,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	197,4	281,9	248,0	368,8	556,0	866,9	1.288,5
Bankschulden	EUR Mio.	49,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	23,7	33,4	60,1	60,2
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	94,4	122,2	111,9	159,9	250,4	372,8	592,7
DPO	d	52	49	47	57	57	54	57
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	53,4	38,0	0,0	90,4	162,5	292,8	329,7
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	121,7	136,1	94,8	109,7	141,2	305,9
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	69,1	71,6	118,6	231,0	419,1	481,9
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	95,2	115,1	262,7	294,6
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	68,6	46,2	3,1	0,1	10,5	6,6
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,5	25,4	20,3	115,8	145,9	180,7
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	11,6	9,3	17,7	18,6	141,2	124,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten für Assets held for sale	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	107,6	74,5	97,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	473,1	672,8	630,5	848,1	1.327,3	2.560,1	3.029,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Eigenkapital	EUR Mio.	1.121,0	671,7	666,6	1.961,5	1.327,9	749,0	229,2
Eigenkapitalquote	%	25,8%	15,4%	12,5%	25,2%	18,2%	10,4%	3,3%
Grundkapital	EUR Mio.	21,0	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3
Ausstehende Einlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	139,0	141,7	141,7	142,4	142,4	142,4	142,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	501,9	887,6	433,5	471,6	1.813,3	1.232,0	710,5
Gewinn-Verlustvortrag	EUR Mio.	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Jahresüberschuss	EUR Mio.	397,1	-406,3	86,0	1.389,6	-533,5	-473,6	-408,6
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	50,3	-7,3	-50,5	-98,0	-150,3	-207,8	-271,0
Wandelanleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Eigenkapital	EUR Mio.	9,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	130,6	117,4	195,0	243,8	255,9	268,7	282,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	377,9	389,6	480,0	550,0	605,0	665,5	732,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1.688,2	2.417,7	2.655,4	3.722,8	3.758,4	4.007,4	4.065,7
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	447,4	0,0	250,0	0,0	150,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	86,9	99,2	118,0	136,9	154,8	170,6	183,4
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	680,2	726,7	937,4	1.173,5	1.333,0	1.444,4	1.527,7
DPO	d	52	50	52	48	47	49	51
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	578,7	710,0	950,0	1.350,0	1.417,5	1.346,6	1.414,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	342,4	434,4	650,0	812,5	853,1	895,8	940,6
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	735,8	682,7	1.237,4	1.192,5	1.244,6	1.369,3	1.617,8
Bankschulden	EUR Mio.	133,6	215,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	196,1	0,0	447,4	150,0	150,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	380,0	409,2	530,0	662,5	695,6	730,4	766,9
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	5,0	39,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	21,1	19,0	260,0	380,0	399,0	638,9	850,8
Passive latente Steuern	EUR Mio.	165,3	74,5	95,0	99,8	104,7	110,0	115,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten für Assets held for sale	EUR Mio.	131,3	16,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	4.350,1	4.370,4	5.329,4	7.770,4	7.296,6	7.169,9	7.042,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Langfristiges Vermögen	%	24,9%	33,8%	33,2%	47,0%	35,1%	42,5%	44,6%
Immaterielles Vermögen	%	1,4%	5,3%	6,5%	23,4%	16,8%	20,7%	19,4%
Goodwill	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	1,4%	5,3%	6,5%	6,9%	5,7%	5,2%	4,8%
Aktivierte F&E-Aufwendungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nutzungsrechte	%	0,0%	0,0%	0,0%	14,1%	11,1%	12,4%	12,4%
Derivative	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%	3,0%	2,2%
Sachanlagevermögen	%	23,3%	25,4%	21,1%	20,8%	18,3%	21,7%	25,2%
Grundstücke	%	23,3%	25,4%	21,1%	20,8%	18,3%	21,7%	25,2%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	0,2%	1,2%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	1,2%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	0,0%	2,0%	2,2%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	74,3%	65,5%	63,2%	52,7%	54,3%	49,4%	50,8%
Vorräte	%	23,5%	19,5%	16,0%	15,8%	15,3%	16,5%	18,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	27,1%	23,4%	16,9%	19,5%	11,4%	13,6%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,0%	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	1,3%	2,2%	1,3%	4,6%	2,9%	7,0%	6,0%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	11,0%	1,9%	2,5%	6,0%	5,7%	4,5%	1,5%
Liquide Mittel	%	13,4%	14,7%	17,1%	9,4%	10,9%	10,0%	8,1%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,0%	0,4%	0,5%	0,2%	1,7%	1,2%	0,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zu Veräußerungszwecken gehaltenes Vermögen	%	0,0%	0,3%	3,1%	0,0%	8,9%	6,9%	3,8%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Langfristiges Vermögen	%	46,3%	47,9%	53,9%	56,7%	58,2%	57,1%	56,2%
Immaterielles Vermögen	%	18,7%	20,3%	21,1%	14,5%	15,4%	15,6%	15,9%
Goodwill	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	5,6%	7,5%	7,9%	5,4%	5,8%	5,9%	6,0%
Aktivierte F&E-Aufwendungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nutzungsrechte	%	10,7%	10,8%	10,9%	7,4%	7,8%	7,8%	7,9%
Derivative	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige	%	2,3%	2,0%	2,3%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
Sachanlagevermögen	%	26,8%	26,7%	31,0%	41,0%	41,5%	40,1%	38,8%
Grundstücke	%	26,8%	26,7%	31,0%	41,0%	41,5%	40,1%	38,8%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	0,9%	0,9%	1,8%	1,2%	1,4%	1,4%	1,5%
Beteiligungen	%	0,9%	0,9%	1,8%	1,2%	1,4%	1,4%	1,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	49,6%	49,3%	44,4%	42,1%	40,5%	41,5%	42,4%
Vorräte	%	15,5%	16,0%	15,1%	15,0%	14,3%	14,5%	14,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	11,3%	13,6%	13,5%	14,7%	16,9%	17,4%	17,8%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	5,2%	2,7%	2,4%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	5,6%	7,6%	7,5%	5,3%	5,8%	6,1%	6,4%
Liquide Mittel	%	12,0%	9,4%	5,8%	5,3%	1,6%	1,6%	1,6%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,9%	1,3%	1,8%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zu Veräußerungszwecken gehaltenes Vermögen	%	3,2%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Eigenkapital	%	12,1%	24,6%	33,0%	24,5%	15,6%	28,8%	23,6%
Grundkapital	%	3,3%	2,3%	2,4%	1,8%	1,1%	0,8%	0,7%
Ausstehende Einlagen	%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage	%	7,6%	5,4%	5,8%	4,4%	2,9%	5,2%	4,5%
Währungsanpassungen	%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	0,8%	8,8%	17,4%	13,1%	8,6%	4,4%	17,6%
Gewinn-Verlustvortrag	%	1,7%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%
Jahresüberschuss	%	-1,1%	7,6%	2,6%	2,5%	2,0%	17,5%	-0,3%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,1%	-0,1%	4,3%	2,7%	1,3%	0,6%	0,0%
Wandelanleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,2%	0,3%	-0,1%	-0,2%	-0,5%	0,0%	1,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	11,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	15,4%	15,3%	7,5%	10,3%	8,7%	6,0%	3,1%
Sonstige Rückstellungen	%	18,8%	6,2%	7,4%	5,6%	6,8%	6,6%	7,6%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	41,7%	41,9%	39,3%	43,5%	41,9%	33,9%	42,5%
Bankschulden	%	10,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	2,5%	2,3%	2,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	19,9%	18,2%	17,7%	18,9%	18,9%	14,6%	19,6%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	11,3%	5,6%	0,0%	10,7%	12,2%	11,4%	10,9%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	18,1%	21,6%	11,2%	8,3%	5,5%	10,1%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	0,0%	10,3%	11,4%	14,0%	17,4%	16,4%	15,9%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	11,2%	8,7%	10,3%	9,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	10,2%	7,3%	0,4%	0,0%	0,4%	0,2%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,1%	4,0%	2,4%	8,7%	5,7%	6,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	1,7%	1,5%	2,1%	1,4%	5,5%	4,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten für Assets held for sale	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,1%	2,9%	3,2%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Eigenkapital	%	25,8%	15,4%	12,5%	25,2%	18,2%	10,4%	3,3%
Grundkapital	%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ausstehende Einlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklage	%	3,2%	3,2%	2,7%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	11,5%	20,3%	8,1%	6,1%	24,9%	17,2%	10,1%
Gewinn-Verlustvortrag	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	%	9,1%	-9,3%	1,6%	17,9%	-7,3%	-6,6%	-5,8%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	1,2%	-0,2%	-0,9%	-1,3%	-2,1%	-2,9%	-3,8%
Wandelanleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Eigenkapital	%	0,2%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	3,0%	2,7%	3,7%	3,1%	3,5%	3,7%	4,0%
Sonstige Rückstellungen	%	8,7%	8,9%	9,0%	7,1%	8,3%	9,3%	10,4%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	38,8%	55,3%	50%	47,9%	51,5%	55,9%	57,7%
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	10,2%	0,0%	3,2%	0,0%	2,1%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	2,0%	2,3%	2,2%	1,8%	2,1%	2,4%	2,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	15,6%	16,6%	17,6%	15,1%	18,3%	20,1%	21,7%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	13,3%	16,2%	17,8%	17,4%	19,4%	18,8%	20,1%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	7,9%	9,9%	12,2%	10,5%	11,7%	12,5%	13,4%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	16,9%	15,6%	23,2%	15,3%	17,1%	19,1%	23,0%
Bankschulden	%	3,1%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	4,5%	0,0%	8,4%	1,9%	2,1%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	8,7%	9,4%	9,9%	8,5%	9,5%	10,2%	10,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,1%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,5%	0,4%	4,9%	4,9%	5,5%	8,9%	12,1%
Passive latente Steuern	%	3,8%	1,7%	1,8%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten für Assets held for sale	%	3,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-5,3	43,9	12,0	16,7	19,7	442,3	-20,9
Abschreibungen	EUR Mio.	16,3	27,1	29,7	53,0	101,5	119,2	184,6
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-10,7	-20,0	30,2	-33,2	-69,5	-219,7	-137,5
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-12,9	-63,9	35,0	4,6	-115,5	-32,5	-120,3
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-9,3	28,3	-31,6	-29,3	-140,4	-241,5	37,9
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-1,4	-12,0	-0,8	-9,0	3,4	-8,6	6,7
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	5,1	29,9	-55,7	40,3	28,8	36,9	-58,6
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	15,5	-47,0	4,8	1,1	42,7	78,8	59,7
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	19,1	27,8	-10,3	48,0	90,5	122,4	219,9
Δ Sonderposten	EUR Mio.	3,8	-55,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ sonst. Verbindlichkeiten	EUR Mio.	15,5	53,2	-60,4	47,3	176,7	107,5	55,5
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,7	10,2	-2,3	8,4	0,9	122,6	-16,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-73,9	-52,5	38,2	-158,4	-192,3	-620,4	-231,4
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-39,1	-29,1	-11,1	-10,6	-53,5	-93,0	-20,8
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,2	-7,1	-13,2	21,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-1,6	-29,0	-5,4	-157,1	-25,2	-306,7	-57,3
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-44,5	-87,6	7,6	-96,1	-167,7	-433,3	-392,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	70,5	147,6	7,9	276,5	254,4	901,3	533,5
Investiver Cashflow	EUR Mio.	24,1	23,9	-3,1	44,4	61,5	161,3	84,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-15,0	-5,2	-14,2	33,8	8,0	68,3	63,3
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,2	5,6	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	-1,5	1,9	0,3	0,5	0,6	96,1	0,9
Δ Genussrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Wandelanleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	14,6	-49,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Leasing	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	118,9	29,6	174,3	32,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-5,4	-15,5	-15,5	-15,3	-15,2	-22,8	-30,9
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-5,8	97,8	38,9	-166,5	43,3	-205,3	-58,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	1,9	34,5	23,4	-62,4	58,1	47,9	-56,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-13,1	29,3	9,2	-28,6	66,0	116,2	7,3
Währungs- oder sonstige Anpassungen	EUR Mio.	6,7	6,3	0,0	0,3	-0,5	-6,4	-16,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	69,7	63,3	98,9	108,1	79,8	145,3	255,1
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	63,3	98,9	108,1	79,8	145,3	255,1	246,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	367,1	-459,9	42,8	1.342,1	-585,7	-531,1	-471,9
Abschreibungen	EUR Mio.	320,0	463,8	539,2	610,0	653,3	659,8	666,4
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-112,7	-25,1	-107,4	-363,0	125,2	4,4	13,7
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-80,4	-102,7	-126,7	-423,2	-86,1	-14,2	-7,3
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-174,8	95,1	-15,4	-15,9	-16,4	-16,9	-17,4
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-14,8	-19,1	-36,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	36,2	-13,2	77,6	48,8	12,2	12,8	13,4
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	148,8	11,7	90,4	70,0	55,0	60,5	66,6
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	87,5	46,5	210,7	236,1	159,5	111,4	83,4
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ sonst. Verbindlichkeiten	EUR Mio.	281,7	50,8	184,2	400,0	67,5	-70,9	67,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	40,6	-90,8	20,5	4,8	5,0	5,2	5,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-926,7	-244,1	-693,2	-2.020,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	-27,5	-286,9	185,9	-111,4	388,5	220,2	418,8
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-37,0	-1,3	-56,7	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-224,8	-73,6	-239,2	2,0	1,9	1,7	1,5
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-722,5	-465,5	-1.020,8	-2.143,2	-496,1	-510,4	-524,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1.438,8	664,0	693,2	2.020,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	454,5	123,6	-623,5	-123,0	-496,1	-510,7	-524,8
Free Cashflow	EUR Mio.	427,0	-163,3	-437,6	-234,4	-107,6	-290,5	-106,1
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	4,1	2,7	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Wandelanleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	133,6	81,9	-215,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Anleihe	EUR Mio.	196,1	251,3	0,0	-47,4	-250,0	0,0	-150,0
Δ Genussrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Leasing	EUR Mio.	112,1	41,5	139,6	151,4	51,0	50,6	49,3
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	89,9	456,6	282,5	59,6	282,6	256,7
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-36,1	-46,8	-47,9	-47,9	-47,9	-47,9	-47,9
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-554,9	-365,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-144,7	55,7	332,8	339,3	-187,2	285,3	108,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	282,3	-107,6	-104,7	104,9	-294,9	-5,2	2,1
Währungs- oder sonstige Anpassungen	EUR Mio.	-8,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	246,4	520,2	412,1	307,4	412,3	117,4	112,3
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	520,2	412,1	307,4	412,3	117,4	112,3	114,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	647,6	899,7	865,1	1.015,9	1.583,8	2.504,0	3.751,7
Rohertrag	EUR Mio.	295,1	482,4	440,2	508,5	827,4	1.701,2	1.692,2
EBITDA	EUR Mio.	20,8	67,1	49,1	79,2	142,7	566,5	181,5
EBIT	EUR Mio.	4,5	40,0	19,4	26,2	41,2	447,3	-3,1
EBT	EUR Mio.	-2,3	35,5	14,8	16,7	16,9	428,6	-56,4
Nettoergebnis	EUR Mio.	-5,3	43,9	12,0	16,7	19,7	442,3	-20,9
Anzahl Mitarbeiter	X	3.200	4.639	4.782	6.505	11.480	14.195	19.021
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	18,67	18,60	20,80	13,48	16,72	29,95	24,35
Kurs Tief	EUR	10,90	11,70	8,76	8,15	6,07	15,56	14,46
Kurs Durchschnitt	EUR	14,11	13,75	13,17	10,07	11,39	22,24	19,22
Kurs Schlusskurs	EUR	11,41	16,00	9,22	13,46	16,18	22,75	18,00
EPS	EUR	-0,35	2,85	0,96	1,37	1,79	26,86	-0,33
BVPS	EUR	5,44	10,74	11,76	12,14	12,54	43,11	34,53
CFPS	EUR	-2,52	-1,88	-0,72	-0,69	-3,53	-5,56	-1,01
Dividende	EUR	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50	1,75
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	3,2%	7,5%	5,7%	7,8%	9,0%	22,6%	4,8%
EBIT-Marge	%	0,7%	4,4%	2,2%	2,6%	2,6%	17,9%	-0,1%
EBT-Marge	%	-0,4%	3,9%	1,7%	1,6%	1,1%	17,1%	-1,5%
Netto-Marge	%	-0,8%	4,9%	1,4%	1,6%	1,2%	17,7%	-0,6%
FCF-Marge	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE	%	-9,3%	26,5%	5,8%	8,0%	9,5%	60,1%	-2,9%
NWC/Umsatz	%	20,9%	21,3%	15,8%	11,5%	13,4%	13,6%	10,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	202	194	181	156	138	176	197
Pro-Kopf-EBIT	EURk	1	9	4	4	4	32	0
Capex/Umsatz	%	6,9%	9,7%	-0,9%	9,5%	10,6%	17,3%	10,5%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	-5,3%	38,9%	-3,8%	17,4%	55,9%	58,1%	49,8%
Rohertrag	%	-5,1%	63,4%	-8,7%	15,5%	62,7%	105,6%	-0,5%
EBITDA	%	-47,9%	223,1%	-26,8%	61,3%	80,2%	297,0%	-68,0%
EBIT	%	-77,0%	785,0%	-51,5%	35,1%	57,3%	985,7%	n/a
EBT	%	n/a	n/a	-58,3%	12,8%	1,2%	n/a	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-72,7%	39,2%	18,0%	n/a	n/a
EPS	%	n/a	n/a	-66,4%	42,5%	30,7%	n/a	n/a
CFPS	%	-13,8%	-25,4%	-61,4%	-4,2%	407,8%	57,7%	-81,9%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	4.689,1	5.261,5	6.500,0	8.752,3	10.209,2	10.520,0	10.732,6
Rohhertrag	EUR Mio.	2.871,2	2.657,2	4.556,2	6.399,3	6.188,2	6.488,0	6.694,7
EBITDA	EUR Mio.	756,7	117,1	733,5	2.113,1	220,5	275,3	320,2
EBIT	EUR Mio.	436,7	-346,8	194,3	1.503,1	-432,7	-384,5	-346,1
EBT	EUR Mio.	363,5	-551,1	59,9	1.357,1	-569,2	-512,9	-466,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	367,1	-459,9	42,8	1.342,1	-585,7	-531,1	-471,9
Anzahl Mitarbeiter	X	27.345	29.323	35.137	45.892	51.925	51.900	51.360
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	35,40	43,30	44,50	34,90			
Kurs Tief	EUR	17,76	21,00	24,95	29,45			
Kurs Durchschnitt	EUR	24,33	32,19	30,13	32,06			
Kurs Schlusskurs	EUR	34,35	24,00	30,00	28,05	28,05	28,05	28,05
EPS	EUR	19,08	-19,10	4,04	65,31	-25,07	-22,26	-19,21
BVPS	EUR	51,44	31,91	33,71	96,80	69,48	44,97	23,51
CFPS	EUR	-1,32	-13,48	9,93	-5,23	18,26	10,35	19,68
Dividende	EUR	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Kursziel	EUR							58,30
Performance bis Kursziel	%							107,8%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	16,1%	2,2%	11,3%	24,1%	2,2%	2,6%	3,0%
EBIT-Marge	%	9,3%	-6,6%	3,0%	17,2%	-4,2%	-3,7%	-3,2%
EBT-Marge	%	7,8%	-10,5%	0,9%	15,5%	-5,6%	-4,9%	-4,4%
Netto-Marge	%	7,8%	-8,7%	0,7%	15,3%	-5,7%	-5,0%	-4,4%
FCF-Marge	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE	%	32,8%	-68,5%	6,4%	68,4%	-44,1%	-70,9%	n/a
NWC/Umsatz	%	10,3%	10,8%	9,1%	13,0%	9,2%	8,0%	7,0%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	171	179	185	191	197	203	209
Pro-Kopf-EBIT	EURk	16	-12	6	33	-8	-7	-7
Capex/Umsatz	%	15,4%	8,8%	15,7%	24,5%	4,9%	4,9%	4,9%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	25,0%	12,2%	23,5%	34,7%	16,6%	3,0%	2,0%
Rohhertrag	%	69,7%	-7,5%	71,5%	40,5%	-3,3%	4,8%	3,2%
EBITDA	%	317,0%	-84,5%	526,5%	188,1%	-89,6%	24,8%	16,3%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	673,6%	n/a	-11,1%	-10,0%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-9,9%	-9,0%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-9,3%	-11,1%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-11,2%	-13,7%
CFPS	%	31,3%	918,9%	n/a	n/a	n/a	-43,3%	90,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2016-2022

IFRS (31.12.)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	117,6	227,4	209,3	398,4	466,0	1.086,8	1.351,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	355,4	440,6	398,4	447,3	721,0	1.265,0	1.538,1
Eigenkapital	EUR Mio.	57,2	165,5	207,8	207,8	207,3	736,0	713,7
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	415,9	507,3	422,7	640,3	1.120,0	1.824,0	2.315,6
EK-Quote	%	12,1%	24,6%	33,0%	24,5%	15,6%	28,8%	23,6%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	34,9%	37,0%	0,0%	66,6%	10,9%	25,8%
Working Capital	EUR Mio.	135,3	191,4	136,4	117,1	211,6	341,4	379,3
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Asset Turnover	x	1,4	1,3	1,4	1,2	1,2	1,0	1,2
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	15,5	15,5	15,3	15,2	15,2	16,7	20,6
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	289,3	288,2	319,1	205,4	253,8	500,8	502,2
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	168,9	181,3	134,4	124,2	92,2	260,2	298,3
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	218,7	213,1	202,0	153,4	172,9	371,9	396,4
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	176,8	247,9	141,4	205,1	245,6	380,4	371,3
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-11,8	57,8	76,8	-27,0	138,0	79,9	184,2
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	278,4	346,0	395,9	178,3	391,8	580,7	686,4
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	158,0	239,1	211,2	97,1	230,2	340,1	482,4
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	207,7	270,8	278,8	126,4	310,9	451,8	580,6
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	165,9	305,7	218,3	178,0	383,6	460,3	555,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Umsatz Tief	x	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA Hoch	x	13,4	5,2	8,1	2,3	2,7	1,0	3,8
EV/EBITDA Tief	x	7,6	3,6	4,3	1,2	1,6	0,6	2,7
EV/EBITDA Durchschnitt	x	10,0	4,0	5,7	1,6	2,2	0,8	3,2
EV/EBITDA Schlusskurs	x	8,0	4,6	4,4	2,2	2,7	0,8	3,1
EV/EBIT Schlusskurs	x	36,7	7,6	11,3	6,8	9,3	1,0	n/a
KGV Hoch	x	n/a	6,5	21,7	9,9	9,4	1,1	n/a
KGV Tief	x	n/a	4,1	9,1	6,0	3,4	0,6	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	4,8	13,7	7,4	6,4	0,8	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	5,6	9,6	9,9	9,1	0,8	n/a
KBV Schlusskurs	x	2,1	1,5	0,8	1,1	1,3	0,5	0,5
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividendenrendite	%	8,8%	6,3%	10,8%	7,4%	9,3%	6,6%	9,7%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2023-2029e

IFRS (31.12.)		2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	2.015,9	2.092,5	2.870,0	4.403,0	4.245,9	4.096,8	3.955,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	2.156,3	2.152,8	2.364,5	3.271,4	2.953,8	2.975,3	2.988,3
Eigenkapital	EUR Mio.	1.121,0	671,7	666,6	1.961,5	1.327,9	749,0	229,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	3.229,1	3.698,7	4.662,8	5.808,8	5.968,7	6.420,9	6.813,1
EK-Quote	%	25,8%	15,4%	12,5%	25,2%	18,2%	10,4%	3,3%
Net Gearing Ratio	%	15,4%	104,8%	157,5%	60,2%	96,7%	209,9%	731,7%
Working Capital	EUR Mio.	484,9	566,2	589,7	1.139,8	941,1	839,5	749,7
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	n/a	3.459,7	n/a	5.187,0	4.936,3	n/a
Asset Turnover	x	1,1	1,2	1,2	1,1	1,4	1,5	1,5
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	20,8	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	736,8	921,2	946,8	742,5	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	369,6	446,8	530,8	626,6	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	506,4	684,9	641,0	682,1	n/a	n/a	n/a
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	714,9	510,6	638,3	596,8	596,8	596,8	596,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	173,1	704,2	1.050,0	1.180,2	1.284,7	1.572,4	1.677,1
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	37,0	38,3	95,0	96,9	98,9	100,8	102,9
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	946,9	1.663,7	2.091,8	2.019,6	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	579,7	1.189,3	1.675,8	1.903,7	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	716,5	1.427,4	1.786,0	1.959,2	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	925,0	1.253,1	1.783,3	1.873,9	1.980,3	2.270,0	2.376,7
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,2	0,3	0,3	0,2	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,1	0,2	0,3	0,2	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,2	0,3	0,3	0,2	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA Hoch	x	1,3	14,2	2,9	1,0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	0,8	10,2	2,3	0,9	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	0,9	12,2	2,4	0,9	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	1,2	10,7	2,4	0,9	9,0	8,2	7,4
EV/EBIT Schlusskurs	x	2,1	n/a	9,2	1,2	n/a	n/a	n/a
KGV Hoch	x	1,9	n/a	11,0	0,5	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	0,9	4,0	6,2	0,5	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	1,3	n/a	7,5	0,5	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	1,8	n/a	7,4	0,4	n/a	n/a	n/a
KBV Schlusskurs	x	0,7	0,8	0,9	0,3	0,4	0,6	1,2
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	3,0	n/a	0,0	0,0	0,0
FCF-Yield	%	0,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividendenrendite	%	6,6%	9,4%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026

Datum	Zielunternehmen	Branche	Käufer	Verkäufer	Transaktion
04.02.2020	Tekfor S.p.A.	Automobilkomponenten	Mutares	Tekfor-Gruppe	Übernahme
05.02.2020	Loterios s.r.l.	Herstellung von Druckgeräten und -komponenten	Balcke-Dürr Group	Privat (bisherige Eigentümer)	Übernahme
02.03.2020	keeeper Group	Haushaltsprodukte (Kunststoff & Papier)	keeeper / Mutares	Metsä Tissue	Add-on
16.04.2020	Balcke-Dürr Polska	Filtersysteme / Energie- & Umwelttechnik	Wallstein Gruppe	Mutares / Balcke-Dürr	Verkauf
30.04.2020	EC Logistics (BEXity)	Transport & Logistik	Management-Buy-out	Mutares / Bexity	Verkauf
30.04.2020	Ruukki Building Systems	Stahl- & Gebäudesystemlösungen	Donges Group (Mutares)	SSAB Group	Add-on
15.05.2020	KLANN Packaging GmbH	Promotions- & Verkaufsverpackungen (Weißblech)	Accursia Capital GmbH	Mutares SE & Co. KGaA	Veräußerung
30.06.2020	Nexans Metallurgie Deutschland GmbH	Metallurgie /Kupferwalzdraht	Mutares	Nexans	Add-on
01.07.2020	Cooper Standard SFC Solutions	Automobil: Gummi fluid-Transfer-Systeme & Dichtungen	Mutares	Cooper Standard	Übernahme
01.07.2020	Nexive Group S.r.l.	Brief- und Paketdienste	Mutares	PostNL	Übernahme
01.09.2020	SABO Maschinenfabrik GmbH	Rasenmäher, Outdoor-Elektrowerkzeuge	Mutares	John Deere	Übernahme
13.10.2020	Engineering Services Segment von Valmet Automotive	Automobil-Engineering	Mutares	Valmet Automotive Inc.	Übernahme
02.11.2020	Deutsches Metallurgie-Geschäft von Nexans	Metallurgie, Kupferziehen für automobil & Industrie	Mutares	Nexans	Übernahme
04.11.2020	GEA Farm Technologies Japy SAS & Royal	Milchwirtschaft / Stalltechnik	Mutares	GEA Group AG	Übernahme
04.11.2020	Nordic Road Services AB & Nordic Road Services Oy	Straßenbetrieb & -instandhaltung (O&M)	Mutares	NCC	Übernahme
09.11.2020	Lapeyre SAS	Hausrenovierung / DIY	Mutares	Saint-Gobain	Übernahme
13.11.2020	Valmet Automotive Engineering Services	Automotive & Mobility	Mutares	Valmet Automotive Inc.	Übernahme
04.01.2021	Japy Tech SAS & Royal de Boer Stalnrichtungen B.V.	Milchwirtschaft / Stalltechnik	Mutares SE & Co. KGaA	GEA	Übernahme
29.01.2021	Balcke-Dürr Rothemühle	Wärmetauscher / Engineering	Howden Group	Mutares SE & Co. KGaA	Veräußerung
29.01.2021	Nexive Group S.r.l.	Post- und Paketdienstleistungen	Poste Italiano S.p.A.	Mutares SE & Co. KGaA	Veräußerung
01.04.2021	Ericsson Services Italia S.p.A. (EXI s.p.A.)	Netzwerk-Rollout, Feld- und Wartungsdienste / ICT	Mutares	Ericsson Telecomunicazioni S.p.A.	Übernahme
01.04.2021	Primetals Technologies France S.A.S. (Clecim France)	High-End-Lösungen für Stahlverarbeitungslinien	Mutares	Primetals Technologies, Ltd.	Übernahme
09.04.2021	Carglass Maison Group	Hausreparatur- und Renovierungsdienstleistungen	Mutares	Belron	Übernahme
30.04.2021	La Rochette S.A.S.	Faltschachtelkarton (FBB) für Pharma- und Lebensmittelverp.	Mutares	Reno De Medici (RDM) Gruppe	Übernahme
18.05.2021	Drei Exteriors-Werke von Magna (Deutschland)	Kunststoff- Außenverkleidung für Automobilindustrie	Mutares	Magna	Übernahme
21.05.2021	Alan Dick Communications Limited	Kommunikations- & Sicherheitssysteme für Bahninfrastruktur	Mutares	Panasonic Europe BV	Übernahme
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026 (Forts.)

Datum	Zielunternehmen	Branche	Käufer	Verkäufer	Transaktion
31.05.2021	NCC Road Service A/S	Straßenbetriebs- & Instandhaltungsdienste (O&M)	Mutares	NCC	Übernahme
01.06.2021	Lapeyre SAS	Heimwerkerprodukte / Handel	Mutares	Saint-Gobain	Übernahme
30.06.2021	STS Group AG	Automotive / Kunststoff & Materialien	Adler Pelzer Group	Mutares	Verkauf/Exit
01.07.2021	Permasteelisa Espana	Engineering & Technology / Fassadenverkleidung	Mutares	Permasteelisa Group	Übernahme
02.07.2021	Light Mobility Solutions	Automotive / Kunststoff-Exterior & Außenverkleidung	Mutares	Magna International	Übernahme
27.07.2021	Norsilk	Holzverarbeitung / Holzprodukte	Protac (Group Rose)	Mutares	Verkauf/Exit
29.07.2021	Cenpa	Verpackungsindustrie / Hülsenkarton	Accursia Capital	Mutares	Verkauf/Exit
30.07.2021	TrefilUnion / EUPEC / La Meusienne	Industrie / Draht- und Rohrverarbeitung	LiCap GmbH	Mutares	Verkauf/Exit
29.09.2021	Innomotive Systems Hainichen GmbH	Automotive / Automobilzulieferer	Mutares	Chinesisches Unternehmen	Übernahme
04.10.2021	Norsilk	Holzverarbeitung / Holzprodukte	Protac (Group Rose)	Mutares	Verkauf/Exit
11.10.2021	Rasche Umformtechnik GmbH & Co. KG	Schmiedeteile / Stahl	Mutares	Private Eigentümer	Übernahme
01.11.2021	Ganter Contruction & Interiors GmbH	Innenausbau / Montage	Mutares	MIGATI Beteiligungsges. mbH	Übernahme
21.12.2021	Allianceplus AB	Soft Facility Management	Mutares	Alliaceplus Holding A/S	Übernahme
27.12.2021	Frigoscandia AB	Lebensmittellogistik / temperaturgeführter Transport	Mutares	Posten Norge	Übernahme
22.02.2022	Toshibia Transmission & Distribution Europe S.p.A.	Energieinfrastruktur / EPC-Dienstleistungen	Mutares	Toshiba-Konzern	Übernahme
28.02.2022	BEXity (Österreich)	Logistik / Trasport & Warehousing	Raben Group	Mutares	Verkauf/Exit
03.03.2022	Sheffield-Geschäft von Allegheny Technologies Inc. (UK)	Metall / Schmiedeprodukte	Mutares	Allegheny Technologies Inc.	Übernahme
19.04.2022	Polar Frakt AS (Norwegen)	Logistik / Transport	Frigoscanadia AB / Mutares SE	Private Eigentümer	Übernahme
21.04.2022	Siemens Energy Engines S.A.U.	Energie / Motorenherstellung	Mutares	Siemens Energy S.A.	Übernahme
27.05.2022	Cimos d.d.	Turbolader-, Antriebsstrang- und Elektrifizierungskomponenten	Mutares	TCH S.r.L.	Übernahme
01.06.2022	Vallourec Bearing Tubes (Frankreich)	Engineering & Technology – Hochpräzisionsstahlrohre	Mutares	Vallourec	Übernahme
08.06.2022	Frigoscandia SAS (Frankreich)	Lebensmittellogistik temperaturgeführter Transportdienste	Olano Services SAS	Mutares	Verkauf/Exit
11.07.2022	Sealynx International	Automotive - Dichtungslösungen	Mutares	GMD Group	Übernahme
19.07.2022	Sirti Energia S.p.A	Energie - Infrastruktur	Mutares	Sirti S.p.A. (Pillarstone & KKR)	Übernahme
08.09.2022	Steyr Motor Betriebs GmbH & Steyr Motors Immo GmbH	Engineering & Technology	Mutares	Thales Austria GmbH	Übernahme
14.09.2022	Cimos d.d.	Automotive & Mobility	Mutares	TCH S.r.L.	Übernahme

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026 (Forts.)

Datum	Zielunternehmen	Branche	Käufer	Verkäufer	Transaktion
04.10.2022	Hochleistungs-Kunststoffteile Mann+Hummel	Automotive / Kunststoffteile	Mutares	Mann+Hummel Gruppe	Übernahme
02.11.2022	Siemens Energy Engines S.A.U.	Energie / Motorherstellung	Mutares	Siemens Energy S.A.U.	Akquisition
08.11.2022	Royal de Boer	Agrartechnik / Stalleinrichtungen	Turntide Technologies (USA)	Mutares	Verkauf/Exit
21.11.2022	Götene Kyltransporter AB	Logistik / temperaturgeführte Logistik	Mutares	Private Eigentümer	Übernahme
30.11.2022	Steyr Motor Betriebs GmbH & Steyr Motors Immo GmbH	Maschinenbau / Motorentwicklung	Mutares	Thales Austria GmbH	Übernahme
01.12.2022	Heat Transfer Technology	Energie / Engineering & Technologie	Mutares	Siemens Energy B.V.	Übernahme
02.12.2022	Royal de Boer	Agrartechnik / Stalleinrichtungen	Turntide Technologies (USA)	Mutares	Verkauf/Exit
22.12.2022	STF Balcke-Dürr S.r.l.	Wärmetauscher- & Komponentenhersteller	C Capital S.r.l.	Mutares	Verkauf/Exit
01.02.2023	Peugeot Motorcycles	Zwei-/Dreirad-Motorroller	Mutares	Mahindra & Mahindra	Übernahme
08.02.2023	Palmia Oy	Gebäudedienstleistungen	Mutares	Stadt Helsinki	Übernahme
16.02.2023	FDT Flachdach Technologie GmbH	Bau / Dachsysteme - thermoplastische Dachbahnen	Holcim Group	Mutares	Verkauf/Exit
01.03.2023	Magna-Werk Bordeaux	Automotive & Mobility – Getriebehersteller	Mutares	Magna	Plattform
03.03.2023	Ganter Group (Frankreich)	Interior / Schiffbau-Innenausbau Kreuzfahrtschiffe, Möbel	Malvaux Group	Mutares	Verkauf/Exit
07.03.2023	Lacroix + Kress GmbH	Metals / Industrial - Sauerstofffreies Kupferziehen	Superior Essex Global LLC	Mutares	Verkauf/Exit
28.04.2023	BEW-Umformtechnik GmbH	Automotive / Mobility - Schmiedeteile	Mutares	Marigold Capital	Übernahme
16.05.2023	Arriva Dänemark & Arriva Serbien	Goods & Services - Öffentlicher Personennahverkehr	Mutares	Arriva Gruppe	Übernahme
15.06.2023	Arriva Polen (Busgeschäft)	Goods & Services - Öffentlicher Personennahverkehr (Bus)	Mutares	Arriva Gruppe	Übernahme
14.08.2023	Gläserne Molkerei	Bio-Molkereiprodukte / Lebensmittel	Mutares	Emmi Gruppe	Plattform
04.09.2023	SELZER-Gruppe	Automobil- & Industriekomponenten (Metall)	Mutares	INDUS Holding AG	Übernahme
19.09.2023	Special Melted Products Ltd. (SMP)	Spezialstähle & Nickel-Superlegierungen	Cogne Acciai Speciali S.p.A	Mutares	Verkauf/Exit
11.10.2023	Byldis (Holland Industrial Construction Systems	Modulares Bauen / Modern Methods of Construction (MMC)	Mutares	Holland Industrial Construction	Übernahme
16.10.2023	Gesenkschmiede Schneider, Schöneeweiss & Co.	Schmiede- und Zerspanungstechniken (Lkw-Markt)	Mutares	CIE Forging Germany / CIE Autom.	Übernahme
31.10.2023	Walor International	Metallkomponenten für Automobil- und Industriefahrzeuge	Mutares	Lorinvest, BNP Paribas	Übernahme
01.11.2023	Efacec	Energie-, Technik- und Mobilitätslösungen	Mutares	Portugiesischer Staat	Übernahme
08.11.2023	Plati Group	Kabelbäume / Verkabelungen	Accursia Capital	Mutares	Verkauf/Exit
30.11.2023	SRT Group	Urbane On-Demand-Lieferdienste / Logistik	Mutares	Geopost SA	Übernahme

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026 (Forts.)

Datum	Zielunternehmen	Branche	Käufer	Verkäufer	Transaktion
01.12.2023	Prenatal (Niederlande)	Einzelhandel Baby-/Kleinkind-/Umstandsmode	Mutares	PRG Retail Group	Übernahme
04.12.2023	High Precision Components Witten GmbH	Automobilzulieferer, Präzisionskomponenten	Mutares	Westebbe Verwaltungs GmbH	Übernahme
19.12.2023	TeamTex	Kinderrückhaltesysteme	Mutares	Nania Development & Credit	Übernahme
03.01.2024	PRINZ Kinematics GmbH	Automobilzulieferer / Automotive & Mobility	Mutares	AL-KO	Übernahme
05.01.2024	VALTI	Stahlrohr / Präzisionsstahlrohre	Management-Buyout (MBO)	Mutares	Verkauf/Exit
01.03.2024	Temakinho S.r.l.	Retail & Food / Gastronomie	Mutares	Cigierre S.p.A. (BC Partners)	Übernahme
04.03.2024	Frigoscandia	Temperaturgeführte Logistik	Dachser	Mutares	Verkauf/Exit
22.04.2024	Greenview Group Holdings Ltd.	Mechanik, Elektrik, Heizung, nachhaltige Energie	Mutares	Cordovan Capital Management	Übernahme
23.04.2024	Sofinter Group	Industrie- und Versorgungskessel / HRSG, Engineering	Mutares	n/a	Übernahme
08.05.2024	iinovis Group	Automotive & Industrial Engineering	Accursia Capital	Mutares	Verkauf/Exit
03.06.2024	FSL Ladenbau GmbH	Ladenbau / Innenausbau	Mutares	Privatpersonen	Übernahme
04.06.2024	Cikautxo Rubber & Plastic Components	Gummi- und Kunststoffteile für Automobil- und Haushaltsgeräte	Mutares	CIKAUTIXO S.COOP.	Übernahme
07.06.2024	Eltel Networks Energetyka S.A. & Eltel Networks S.A.	Ingenieur- und Baudienstleistungen für elektrische Energie	Mutares	Eltel AB	Übernahme
11.06.2024	Balcke-Dürr Nuklear Service GmbH	Stilllegung und Rückbau nuklearer Anlagen, Ingenieurdienstl.	Cyclife Germany GmbH	Mutares	Verkauf/Exit
17.06.2024	Cikautxo Rubber & Plastic Components Co., Ltd.	Gummi- und Kunststoffteilen für Automobil- und Haushaltsges.	Mutares	CIKAUTIXO S.COOP.	Übernahme
01.07.2024	Snerke Sverige AB (Schweden)	Bau & Generalunternehmer, Infrastruktur, Wohn- und Gewerbe	Mutares	Serneke Group AB	Plattform
08.07.2024	Hirschvogel Incorporated (USA)	Automobilzulieferer, Schmieden und Bearbeiten von Stahlteilen	Mutares	Hirschvogel Holding GmbH	Übernahme
09.07.2024	KmB Technologie GmbH	Automobil und Maschinenbau, Metallverarbeitung	Mutares	EMAG Industrial GmbH	Übernahme
11.07.2024	Wilda Transport och Entreprenad & NU Entreprenad	Baustofftransporte	Mutares	Wilton Invest AB	Übernahme
12.07.2024	Repartim Group	Hausreparatur / Notfallservices	Institutionelle Investoren	Mutares	Verkauf/Exit
14.08.2024	Fischer Automotive Systems GmbH & Co. KG	Automobilzulieferer	Mutares	Fischerwerke GmbH & Co. KG	Übernahme
01.10.2024	MobiLitas	Öffentlicher Verkehr / Mobility	Saniva	Mutares	Verkauf/Exit
29.11.2024	Serneke Sverige AB	Bau & Engineering	Mutares	Serneke Group AB	Übernahme
18.12.2024	Alcura France	Gesundheitsversorgung	Mutares	Alliance Healthcare Group France	Übernahme
31.12.2024	Natura sp. z.o.o.	Einzelhandel / Beauty	Mutares	Pelion S.A.	Übernahme
31.12.2024	VR Road Logistics	Logistik / Transport	Mutares	VR Group	Übernahme

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026 (Forts.)

Datum	Zielunternehmen	Branche	Käufer	Verkäufer	Transaktion
03.01.2025	Magirus GmbH	Feuerwehr- und Katastrophenschutztechnik	Mutares	IVECO Group	Übernahme
07.01.2025	Asteri Facility Solutions	Soft Facility Management	SOL Facility Services	Mutares	Verkauf/Exit
16.01.2025	S.M.A. Metalltechnik GmbH & Co. KG	Hochdichte Aluminiumrohre / Automotive-Komponenten	Mutares	n/a	Übernahme
03.02.2025	Buderus Edelstahl GmbH	Spezialstahl/Metallverarbeitung	Mutares	voestalpine AG	Übernahme
21.02.2025	Nervion Industries, Engineering and Services, S.L.U.	Industriedienstleistungen / Engineering	Mutares	Amper S.A.	n/a
28.02.2025	GDL Anläggning & Miljö AB	Umwelt & Recycling/ Transport / Maschinenvermietung	Mutares	GDL Transport Holding AB	Übernahme
01.04.2025	Alcura France (Portfoliounternehmen von Mutares)	Gesundheitsversorgung	Sante Cie Group	Mutares	Verkauf/Exit
02.06.2025	NBHX Trim Europe	Automotive	Mutares	Ningbo Lawrence Automotive Int.	Übernahme
17.06.2025	TSM Corporation	Automotive	Walor North America Inc.	HCI Equity Partners	Übernahme
18.06.2025	Continental Trommelbremsenwerk Cairo Montenotte	Automotive/ Bremssysteme/ Automobilzulieferer	Mutares	Continental	Plattform
01.07.2025	Care-Service-Geschäft von Locapharm	Gesundheitsdienstleistungen	Sante Cie Group	Locapharm	Verkauf/Exit
04.08.2025	inTime Group	Transport & Logistik	Mutares	Super Group Limited	Plattform
11.08.2025	Kranbereich von Hyva	Maschinenbau/ Industriegüter	Mutares	Hyva	Plattform
01.09.2025	Fuentes (Lineage Spain Transportation S.L.)	Temperaturgeführte Logistik/ Lebensmittellogistik	Mutares	Lineage Group	Plattform
22.09.2025	Clecim	Stahlverarbeitung	Dachser	Mutares	Verkauf/Exit
02.10.2025	Kawneer EU	Bau/ Fassaden & Fenster	Mutares	n/a	Plattform
02.10.2025	Trommelbremsenwerk Cairo Montenotte/Aumovio	Automotive & Mobility/ Bremssysteme	Mutares	AUMOVIO	Plattform
24.10.2025	M3 Schakt AB, M3 Rental AB & Schaktförmedlingen	Infrastruktur, Bauwesen & Maschinenvermietung	Mutares	n/a	Add-on
03.11.2025	Achleitner Fahrzeugbau GmbH	Spezialfahrzeuge/Verteidigungs- und Sicherheitsfahrzeuge	Mutares	Frans Achleitner Fahrzeugbau	Add-on
03.11.2025	Buderus Edelstahl-Geschäftsbereich Gesenkschmiede	Spezialstahl/Metallverarbeitung	FerrAI United Group	Buderus Edelstahl	Teilverkauf
03.11.2025	Buderus Edelstahl-Geschäftsbereiche Warmwalzwerk	Spezialstahl/Metallverarbeitung	GMH Gruppe	Buderus Edelstahl	Teilverkauf
20.11.2025	Steyr Motors AG	Maschinenbau/Motorherstellung	Institutionelle Investoren	Mutares	Verkauf/Exit
01.12.2025	JOST Kranbereich	Maschinenbau/Kranherstellung	Mutares	JOST (Hyva Gruppe)	Plattform
01.12.2025	M3 Group	Bau/Transport- & Maschinenvermietung	Mutares	n/a	Add-on
15.12.2025	Fuentes Quality Logistics S.L.	Logistik/Temperaturgeführte Logistik	Konsortium	Mutares	Verkauf/Exit
15.12.2025	Venator Pigments France	Spezialchemie/Pigmentherstellung	Mutares	Venator France SAS	Plattform

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Beteiligungskäufe und -verkäufe, 2020-2026 (Forts.)

[illegible]

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Exit-Bewertung der Beteiligungsgesellschaften

	2026e						2027e						2028e					
	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value
Amaneos							7,0%	84,0	2027e	25,0%	3,0	63,0						
Peugeot Motocycles													7,0%	9,8	2028e	10,0%	3,0	2,9
SFC Group	7,0%	31,5	2026e	35,0%	3,0	33,1												
FerrAI United							8,0%	101,6	2027e	25,0%	3,0	76,2						
Zendra Systems													7,0%	5,6	2028e	10,0%	3,0	1,7
Byldis													6,0%	3,9	2028e	10,0%	8,0	3,1
Donges Group							8,0%	16,0	2027e	25,0%	8,0	32,0						
Efacec													9,0%	36,0	2028e	10,0%	8,0	28,8
Ganter Group							7,0%	4,9	2027e	25,0%	8,0	9,8						
Gemini Rail Group/ADComms							8,0%	6,4	2027e	25,0%	8,0	12,8						
Greer Steel													8,0%	2,7	2028e	10,0%	6,0	1,6
Guascor Energy	8,0%	5,6	2026e	35,0%	8,0	15,7												
Kawneer EU													8,0%	10,0	2028e	10,0%	8,0	8,0
La Rochette Cartonboard							4,0%	3,8	2027e	25,0%	8,0	7,6						
NEM Energy Group	6,0%	18,6	2026e	35,0%	8,0	52,1												
Sofinter Group													8,0%	24,0	2028e	10,0%	8,0	19,2
GDL Anläggning & Miljö													5,0%	6,0	2028e	10,0%	5,0	3,0
inTime Group	5,0%	5	2026e	90,0%	5,0	22,5												
Kuljettava													5,0%	3,5	2028e	10,0%	5,0	1,8
Magirus													8,0%	27,2	2028e	10,0%	5,0	13,6
Nervión Industries													8,0%	12,0	2028e	10,0%	5,0	6,0
Terranor Group	10,0%	30,5	2026e	35,0%	5,0	53,4												
Alterga													7,0%	3,5	2028e	10,0%	8,0	2,8
Conexus	6,0%	4,8	2026e	35,0%	8,0	13,4												
F.lli Ferrari													6,0%	6,3	2028e	10,0%	8,0	5,0
Gläserne Molkerei													6,0%	4,8	2028e	10,0%	8,0	3,8
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																		

Exit-Bewertung der Beteiligungsgesellschaften (Forts.)

	2026e						2027e						2028e					
	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value	EBITDA-Marge	EBITDA	Exit-Jahr	Exit-W'	Exit-Multiple	Exit-Value
GoCollective, ReloBus	7,0%	15,4	2026e	35,0%	8,0	43,1												
keeper Group	8,0%	7,2	2026e	35,0%	8,0	20,2												
Lapeyre Group							8,0%	48,8	2027e	25,0%	8,0	97,6						
Locapharm													8,0%	4,8	2028e	10,0%	8,0	3,8
Mimovrste													8,0%	8,0	2028e	10,0%	8,0	6,4
Natura													4,0%	3,2	2028e	10,0%	8,0	2,6
Palmia	5,0%	7,75	2026e	35,0%	8,0	21,7												
Prénatal													7,0%	7,0	2028e	10,0%	8,0	5,6
REDO	7,0%	2,1	2026e	35,0%	8,0	5,9												
Stuart													5,0%	1,8	2028e	10,0%	8,0	1,4
Holliday Pigments													10,0%	3,5	2028e	10,0%	6,0	2,1
Jadeed													10,0%	250,0	2028e	10,0%	6,0	150,0
Summe der Exit-Values						281,0						299,0						273,3
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN																		

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- § an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- § in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- § die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- § in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- § mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- § und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- § oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
23.03.2026 / 14:00 Uhr	EUR 58,30 / EUR 29,44	Buy, Gültigkeit 36 Monate	1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:
Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Informationsquellen

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

Erklärung der Ersteller der Studien

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 23.03.2026 um 08:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 28,05.