

22. September 2015
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

mutares AG

Wertvollste Beteiligung mit
Chance auf Großauftrag

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **18,99 Euro** | Kursziel: **27,70 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	3.241 (Konzern)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	18,99 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	14,04 Mio. Stück
Market Cap:	266,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	244,4 Mio. Euro
Free-Float:	36 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	22,01 / 9,335 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	88,2 Tsd. Euro

Drei Unternehmen aus dem Portfolio von mutares haben ihren Umsatz im ersten Halbjahr mit zweistelligen Raten gesteigert. Eupec, der Spezialist für die Beschichtung von Öl- und Gaspipelines, konnte sogar um rund 160 Prozent zulegen. Obwohl zwei Gesellschaften nach dem Verkauf entkonsolidiert wurden, konnte der Konzernumsatz von mutares daher im ersten Halbjahr leicht, um 1,3 Prozent, auf 311,6 Mio. Euro ausgeweitet werden. Das EBITDA erhöhte sich deutlich überproportional um 24,7 Prozent auf 12,9 Mio. Euro.

Im zweiten Halbjahr werden positive Effekte aus den vier im laufenden Jahr bereits vermeldeten Akquisitionen (wovon eine noch nicht final abgeschlossen ist) spürbar werden, das Management rechnet auf Jahresbasis mit einer leichten Steigerung von Umsatz und EBITDA, was ertragsseitig mit einem starken zweiten Halbjahr einhergeht. 2016 könnte aus unserer Sicht ein kräftiger Gewinnsprung folgen, weil sich für Eupec eine lukrative Exit-Chance ergeben könnte, wenn das Unternehmen den Zuschlag für die Beschichtung der beiden geplanten neuen Nordstream-Pipelines erhält. Wir erhöhen unser Kursziel auf 27,70 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	301,2	347,0	648,1	752,4	1.045,8	1.289,5
EBIT (Mio. Euro)	14,1	-4,5	15,5	21,1	98,4	27,5
Jahresüberschuss (AG)*	4,1	26,6	4,9	4,4	121,9	47,8
EpS (AG)*	0,68	2,18	0,35	0,31	8,69	3,40
Dividende je Aktie (AG)	0,68	1,67	0,78	0,31	5,21	2,04
Umsatzwachstum	89,2%	15,2%	86,8%	16,1%	39,0%	23,3%
Gewinnwachstum*	-	544,3%	-81,5%	-11,3%	2.696,0%	-60,8%
KUV	0,89	0,77	0,41	0,35	0,26	0,21
KGV (AG)	64,7	10,0	54,3	61,2	2,2	5,6
KCF	-	-	-	-	-	2,99
EV / EBIT	17,4	-	15,8	11,6	2,5	8,9
Dividendenrendite (AG)	3,6%	8,8%	4,1%	1,6%	27,4%	10,8%

*AG-Einzelabschluss

NAV von 351,2 Mio. Euro

mutares überzeugt weiterhin mit einer hohen Transparenz im Hinblick auf die Portfolioentwicklung. Neben der Veröffentlichung regelmäßiger Updates zur Geschäftsentwicklung der Beteiligungen inklusive wichtiger Kennzahlen (Umsatz, EBITDA) wird nun auch auf halbjährlicher Basis der NAV des Portfolios publiziert. Aktuell liegt dieser bei 351,2 Mio. Euro oder 25,02 Euro je Aktie. Ermittelt wurde der NAV anhand von DCF-Modellen (mit individuellen WACC zwischen 5,5 und 11,4 Prozent), die ihrerseits auf den Businessplänen der Beteiligungen in den nächsten drei Jahren basieren. Da diese Businesspläne gleichzeitig als Messlatte für die (Erfolgs-) Zahlungen an das jeweilige Management dienen, halten wir deren Verbindlichkeit für hoch. Nach dem Ende des jeweiligen Detailprognosezeitraums wurde ein ewiges Ertragswachstum von lediglich 0,5 Prozent unterstellt und damit ein ausgesprochen konservativer Ansatz gewählt.

Portfoliounternehmen	NAV in Mio. Euro
EUPEC / BSL	124,7
STS Acoustics	52,8
Elastomer Solutions	43,2
A+F	33,0
Geesinknorba	30,8
Artmadis	22,2
Pixmania / Grosbill	16,8
Zanders	15,7
Klann Packaging	4,3
FTW	3,1
Nettofinanzmittel	4,6
Gesamt	351,2

Quelle: Unternehmen

Eupec / BSL mit hohem Gewicht

Die Top-5 im Portfolio (siehe Tabelle) sind nach den mutares-Berechnungen für 284,5 Mio. Euro oder rund 80 Prozent des gesamten NAV verantwortlich. Schon dieser Teil übersteigt die aktuelle Marktkapitalisierung um rund 7 Prozent. Eine herausgehobene Stellung hat Eupec nach einem erfolg-

reichen Turnaround in den letzten Jahren. Der Spezialist für die Beschichtung von Öl- und Gaspipelines hatte den Umsatz im letzten Jahr auf 62,9 Mio. Euro vervielfacht und dabei ein EBITDA von 10,4 Mio. Euro erwirtschaftet. Der Abschluss eines großen Projekts sorgte nun auch für ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2015, der Umsatz erhöhte sich in diesem Zeitraum von 12,4 auf 32,2 Mio. Euro, das EBITDA drehte von -0,7 auf 6,8 Mio. Euro.

Synergetischer Zukauf

Die Position von Eupec konnte Ende August zusätzlich durch die synergetische Übernahme von BSL Pipes and Fittings SAS gestärkt werden. Als Hersteller von geschweißten Pipelinekomponenten ist das Unternehmen im selben Markt tätig und erwirtschaftete im letzten Jahr Erlöse in Höhe von 21 Mio. Euro. Die Kaufchance resultierte aus der Refokussierung des Vorbesitzers, der französischen Industrie-gruppe Génoyer SA, auf ihr Kerngeschäft.

Große Chance

Beiden Gesellschaften bietet sich nun eine enorme Chance, denn Mitte des Jahres hat Gazprom den Bau von zwei weiteren Leitungen der Nordstream-Pipeline bis 2019 angekündigt. Beim Bau der ersten beiden Leitungen war Eupec zum Zuge gekommen, das Projektvolumen lag damals bei mehr als 700 Mio. Euro, das neue Projekt könnte sich ebenfalls in etwa in dieser Größenordnung bewegen. Als europäischer Marktführer verfügt das Unternehmen über gute Voraussetzungen, um ein Vorhaben in dieser Dimension stemmen zu können. Für die Ausschreibung, die im ersten Halbjahr 2016 abgeschlossen werden soll, rechnet sich das Eupec-Management deswegen gute Chancen aus.

Elastomer und STS mit positivem Trend

Nicht ganz so spektakulär, aber ebenfalls positiv, sind die Perspektiven für die, gemessen am NAV-Anteil, Nummer zwei und drei im Portfolio, STS Acoustics und Elastomer Solutions. Diese beruhen bei STS Acoustics, einem Hersteller von Lösungen zur Schall- und Wärmedämmung im Motor- und Innenraum

von Fahrzeugen, auf der weit fortgeschrittenen Restrukturierung sowie auf Aufträgen von FIAT, die für eine Vollausslastung an einem von drei Standorten sorgt. Darüber hinaus hat nach Unternehmensangaben auch der Standort für LKW-Produkte seine Profitabilitätsziele bereits erfüllt. Weiterer Verbesserungsbedarf besteht hingegen noch am Hauptstandort, aber schon jetzt können sich die Zahlen von STS Acoustics sehen lassen. Im ersten Halbjahr erhöhte sich der Umsatz um 7 Prozent auf 64,6 Mio. Euro und das EBITDA sogar um fast 20 Prozent auf 4,4 Mio. Euro. Eine deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung auf 14,8 Mio. Euro (+27 Prozent) resp. 1,1 Mio. Euro (Vorjahr 0,0 Mio. Euro) ist auch Elastomer gelungen. Der Produzent von Gummiformteilen für die Automobilindustrie profitiert von der erfolgreichen Internationalisierungsstrategie mit neu etablierten Werken in Mexiko und Marokko. Der hohe Auftragseingang, der mit 40 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten bereits 75 Prozent des Wertes des gesamten Vorjahrs erreicht hat, belegt den dynamischen Aufwärtstrend.

Weiter zwei Problemfälle

An Aufträgen mangelt es auch Geesinknorba nicht mehr. Allerdings muss das Unternehmen bei der Produktion von Pressmüllfahrzeugen und Stationärpressen zunächst finanziell in Vorleistung gehen, was angesichts operativer Verluste für eine immer noch angespannte Liquiditätslage sorgt. Die Kunden sollen sich nun stärker an der Vorfinanzierung beteiligen, um mit weiterem Wachstum auch die Ertragswende zu schaffen; diesbezüglich gab es zuletzt Fortschritte. Im ersten Halbjahr konnte der Umsatz immerhin um 9 Prozent auf 38,7 Mio. Euro gesteigert werden, während das EBITDA wegen der Vorbereitungen für die Produktionsausweitung von 0,9 auf -1,0 Mio. Euro drehte. Ebenso noch keine Entwarnung gibt es hinsichtlich des zweiten bestandsgefährdeten Unternehmens Pixmania, der E-Commerce-Spezialist für Unterhaltungselektronik hatte im ersten Halbjahr mit einem weiter rückläufigen Umsatz (von 113,4 auf 88,9 Mio. Euro) und Ergebnis (EBITDA von 5,4 auf 2,9 Mio. Euro) zu kämpfen. Zu allem Überfluss ist das Unternehmen aktuell auch noch Gegenstand einer kartellrechtlichen Untersuchung der EU zu wettbewerbsbeschränkenden

Portfolio	Umsatz		EBITDA*		Umsatz- wachstum	Änderung EBITDA
	HJ 2014	HJ 2015	HJ 2014	HJ 2015		
Industrie						
A+F	n.a.	12,1	n.a.	1,5	n.a.	n.a.
Elastomer	11,7	14,8	0,0	1,1	26,5%	+1,1
Eupec	12,4	32,3	-0,7	6,8	160,5%	+7,5
FTW	5,4	6,0	0,0	0,0	11,1%	0,0
GeesinkNorba	35,5	38,7	0,9	-1,0	9,0%	-1,9
Papierfabrik Zanders	n.a.	8,8*	n.a.	1,1*	n.a.	n.a.
STS	60,3	64,6	3,7	4,4	7,1%	+0,7
Metsä Wood	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BSL	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Konsumgüter						
Artmadis	32,0	32,4	1,9	0,6	1,3%	-1,3
Klann	4,1	4,7	-1,1	-0,6	14,6%	+0,5
Pixmania	113,4	88,9	5,4	2,9	-21,6%	-2,5
Grossbill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

*nur Monat Juni; In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Absprachen im E-Commerce. Im Hinblick auf die verschlechterten Einkaufskonditionen nach der Herauslösung aus dem Dixons-Konzern, das zentrale Problem von Pixmania, gibt es aber einen neuen Lösungsansatz. Mit dem Zukauf des französischen Computerzubehör-Händlers Grossbill, der über seine Website und neun stationäre Shops im letzten Jahr 109 Mio. Euro umsetzte, hat mutares nun einen weiteren E-Commerce-Spezialisten im Portfolio, der an einen Einkaufsverbund angeschlossen ist und über diesen Weg auch Pixmania einen Zugang zu günstigen Konditionen verschaffen soll.

Nur Pixmania ist geschrumpft

Aus dem Kreis der Unternehmen, die schon zu Jahresbeginn zum Portfolio zählten, war Pixmania das einzige, das einen Umsatzrückgang hinnehmen musste. Drei Unternehmen konnten mit zweistelligen Raten wachsen, Eupec legte sogar dreistellig zu. Eine Verbesserung des EBITDA berichteten vier Gesellschaften, drei mussten Rückgänge hinnehmen und im Fall von FTW Fertigungstechnik Weissenfels war das operative Ergebnis unverändert ausgeglichen.

Konzernzahlen	HJ 2014	HJ 2015	Änderung
Umsatz	307,5	311,6	+1,3%
EBITDA	10,4	12,9	+24,7%
EBIT	2,3	5,3	+124,2%
Nettoergebnis	-2,5	1,6	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Erlöswachstum trotz zwei Exits

Obwohl die Beteiligungen CGVL (Umsatz 2014: 42,1 Mio. Euro) und Suir Pharma (21,7 Mio. Euro) nach dem Verkauf zum 1. Januar resp. zum 1. Juni entkonsolidiert wurden, konnte der Konzern dank des organischen Wachstums der Portfoliogesellschaften und der akquirierten Papierfabrik Zanders GmbH (konsolidiert seit 1. Juni, Umsatzbeitrag 8,8 Mio. Euro) einen Erlösanstieg um 1,3 Prozent auf 311,6 Mio. Euro vermelden. Das EBITDA verbesserte sich im selben Zeitraum um 24,7 Prozent auf 12,9 Mio. Euro. Dank leicht rückläufiger Abschreibungen (von 8,0 auf 7,7 Mio. Euro) konnte das EBIT überproportional um 124,2 Prozent auf 5,3 Mio. Euro ausgeweitet werden. Nach Abzug leicht

Portfolio Industrie	Einstieg	Umsatz		EBITDA*		Änderung
		2014	2015e	2014	2015e	Schätzung**
A+F	2014	27,2	25,0	-5,6	1,8	+1,8
Elastomer	2009	23,4	30,4	0,1	2,4	+0,9
Eupec	2012	62,9	50,0	10,4	10,4	0,0
FTW	2010	10,4	12,0	-0,3	0,0	-0,2
GeesinkNorba	2012	72,0	82,8	-0,8	-1,0	-1,0
Papierfabrik Zanders	2015	95,7	100,0	-9,8	5,0	+5,0
STS	2013	115,7	123,8	7,7	8,2	+0,3
Metsä Wood	2015	43,0	43,0	n.a.	0,0	-
BSL	2015	21,0	21,0	n.a.	0,0	-
Konsumgüter						
Artmadis	2012	71,8	72,5	4,6	3,6	-1,4
Klann	2011	13,4	15,4	0,0	0,4	+0,1
Pixmania	2014	213,0	200,0	8,6	3,0	+3,0
Grossbill	2015	109,0	100,0	n.a.	0,0	-

*Inklusive Auflösung passiver Unterschiedsbeträge; **Differenz ggü. Schätzungen aus 07/2015 für EBITDA 2015
Datenquelle: Unternehmen; Schätzungen: SMC-Research

gestiegener Zinsaufwendungen und einer niedrigeren Steuerbelastung drehte das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter von -2,5 auf 1,7 Mio. Euro. Für das Gesamtjahr wurde die Prognose bekräftigt, dass Umsatz (2014: 648,1 Mio. Euro) und EBITDA (30,9 Mio. Euro) leicht über Vorjahr liegen werden, was insbesondere ertragsseitig ein starkes zweites Halbjahr verspricht. Auf annualisierter Basis summiert sich der Umsatz des aktuellen Portfolios, also unter kompletter Herausrechnung der beiden Exits und vollständiger Berücksichtigung der vier diesjährigen Akquisitionen, bereits auf rund 850 Mio. Euro.

Schätzungen aktualisiert

Wir haben unsere überschlägigen Schätzungen für die weitere Entwicklung des Portfolios nach den Halbjahresberichten aktualisiert, die Resultate finden sich in der Tabelle auf der vorigen Seite. Für sechs Unternehmen haben wir die Prognose für das EBITDA in 2015 angehoben, für drei Gesellschaften abgesenkt.

Deutliche Anhebung des Eupec-Werts

Die Schätzungen für die Entwicklung der einzelnen Beteiligungen bilden die Grundlage für unser Bewertungsmodell. In dessen Rahmen prognostizieren wir mögliche Verkäufe in der aktuellen und in den

kommenden beiden Finanzperioden. Hier haben wir im Wesentlichen zwei Änderungen an unserer bisherigen Projektion vorgenommen. Wir rechnen weiterhin mit einem Verkauf von Eupec, Artmadis und Klann in 2016 sowie mit einem Exit bei STS Acoustics und Elastomer in 2017. Den potenziellen Verkaufswert von Eupec haben wir allerdings deutlich angehoben, von bislang 80 Mio. Euro auf nun 132 Mio. Euro. Dabei haben wir unterstellt, dass das Unternehmen den Zuschlag für das Nordstream-Projekt erhält und damit einen Wachstums- und Wertsprung realisieren kann. Darüber hinaus sind wir davon ausgegangen, dass BSL mitverkauft wird, dafür haben wir zusätzlich einen Erlös von 18,5 Mio. Euro angesetzt.

Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die Auswirkung auf das AG-Ergebnis, das den letztlich ausschüttungsrelevanten Gewinn und damit auch die Basis unserer Wertermittlung für mutares darstellt (die Konzern-GuV findet sich im Anhang; zu den Grundlagen des Modells siehe Studie vom 19. Mai).

Gewinnanstieg in 2016

Die Anhebung des Wertansatzes für Eupec und der zusätzliche Verkauf von BSL führen in Relation zu unserer bisherigen Projektion zu einem deutlichen Anstieg der Beteiligungserträge im Einzelabschluss

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	8,9	11,6	13,3	14,7	16,1	17,7	18,6	19,6
Rohertrag	5,8	7,5	8,7	9,5	10,5	11,5	12,1	12,7
EBITDA	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,9	-2,4	-2,7	-2,9	-3,2	-3,5	-3,7	-3,9
Erträge Beteiligungen	6,3	137,4	55,1	45,9	45,9	45,9	45,9	45,9
EBT	4,8	135,5	53,1	43,8	43,7	43,6	43,7	43,8
JÜ	4,4	121,9	47,8	39,4	39,3	39,2	39,3	39,4
Diskontierungsfaktor	0,97	0,87	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46
Abgezinster Gewinn	4,2	106,0	37,4	27,8	25,0	22,4	20,2	18,3
Terminal Value	127,1							
Ertragswert	388,4							

SMC-Schätzungen

des Jahres 2016 von 87 Mio. Euro (alte Schätzung) auf nun 137,4 Mio. Euro. Auf dieser Basis beträgt der erwartete AG-Gewinn im nächsten Jahr nun 121,9 Mio. Euro (alt: 76,6 Mio. Euro). Dieser Effekt ist maßgeblich dafür verantwortlich, dass der faire Ertragswert von bislang 372,6 auf nun 388,4 Mio. Euro steigt (Diskontiert mit EK-Kostensatz von 11,1 Prozent, ewiges Wachstum 1,0 Prozent). Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl (14,04 Mio. Stück nach der Ausgabe von Gratisaktien im Verhältnis 5:1) entspricht dies 27,67 Euro, woraus wir ein Kursziel von 27,70 Euro ableiten (alt: 26,50 Euro). Das Prognoserisiko stufen wir unverändert als leicht überdurchschnittlich ein (4 von 6 Punkten).

Sensitivitätsanalyse

Als Ergänzung der Ergebnisse nehmen wir eine Sensitivitätsanalyse vor. Bei einer Variation der Inputpa-

rameter Diskontierungssatz (zwischen 10,1 und 12,1 Prozent) und ewiges Gewinnwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 25,20 und 31,20 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
EK-Kostensatz					
10,1%	31,2	30,5	29,9	29,3	28,8
10,5%	29,9	29,3	28,7	28,2	27,8
11,1%	28,7	28,1	27,7	27,2	26,8
11,5%	27,6	27,1	26,7	26,3	26,0
12,1%	26,6	26,2	25,8	25,5	25,2

Fazit

mutares hat solide Zahlen für das erste Halbjahr vermeldet. Trotz zweier Exits konnten die Konzern Erlöse leicht um 1,3 Prozent auf 311,6 Mio. Euro gesteigert werden, das EBITDA verbesserte sich deutlich stärker um 24,7 Prozent auf 12,9 Mio. Euro. Mit Ausnahme eines Unternehmens (Pixmania) konnten alle Gesellschaften, die schon zum Jahresanfang im Besitz des Konzerns waren, ihre Erlöse ausweiten, etliche steigerten auch ihren operativen Profit. Für das Gesamtjahr geht das Management auf Gruppenebene weiter von einem leichten Zuwachs von Umsatz und EBITDA aus, was mit einem ertragsstarken zweiten Halbjahr korrespondiert.

Besonders im Fokus steht aktuell die Entwicklung des Portfoliounternehmens Eupec, eines Spezialisten

für die Beschichtung von Öl- und Gaspipelines, der nach einem erfolgreichen Turnaround nun einen synergetischen Zukauf realisieren konnte. Richtig spannend wird es aber im nächsten Jahr, dann könnte die Gesellschaft den Zuschlag für die Beschichtung der neuen Nordstream-Pipelines erhalten, was perspektivisch für einen Umsatz- und Gewinnsprung sorgen würde und mutares den Weg für einen sehr lukrativen Exit ebnet sollte.

Auf dieser Basis haben wir unsere Schätzung für den AG-Gewinn in 2016 auf rund 122 Mio. Euro angehoben, den fairen Wert der Aktie taxieren wir nun auf 27,70 Euro (zuvor: 26,50 Euro). Das Urteil lautet unverändert Buy.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
AKTIVA									
I. AV Summe	55,6	100,3	105,2	109,6	117,8	128,8	141,6	155,7	170,7
1. Immat. VG	8,9	9,4	9,9	10,4	10,9	11,4	11,9	12,4	12,8
2. Sachanlagen	45,8	89,9	94,3	98,3	106,0	116,4	128,8	142,4	156,9
II. UV Summe	343,9	391,4	580,7	636,4	738,4	862,2	1.036,9	1.239,7	1.467,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	50,7	50,7	108,0	51,1	44,0	43,8	54,9	75,7	101,0
II. Unterschiedsbetrag	30,8	45,8	60,8	75,8	90,8	105,8	120,8	135,8	150,8
III. Rückstellungen	107,9	180,9	262,6	354,2	456,7	571,6	700,2	844,3	1.005,7
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	14,1	23,7	16,1	8,5	2,6	9,6	17,6	26,6
2. Kurzfristiges FK	213,6	203,6	234,2	252,3	259,6	270,5	296,4	325,4	357,3
BILANZSUMME	403,0	495,1	689,3	749,4	859,7	994,4	1.181,9	1.398,8	1.641,4

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	648,1	752,4	1.045,8	1.289,5	1.489,5	1.689,5	1.889,5	2.089,5	2.289,5
Gesamtleistung	646,6	751,9	1.047,8	1.291,5	1.491,5	1.691,5	1.891,5	2.091,5	2.291,5
Rohertrag	229,5	274,9	402,5	466,2	605,2	686,2	767,2	848,2	929,2
EBITDA	30,9	39,4	125,4	55,8	63,1	78,0	96,5	114,8	125,6
EBIT	15,5	21,1	98,4	27,5	33,6	46,2	61,5	76,2	82,9
EBT	13,1	17,0	94,9	25,0	33,2	48,2	65,4	80,3	87,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,5	11,0	61,7	16,3	21,6	31,3	42,5	52,2	56,8
JÜ	8,5	10,8	61,7	16,3	21,6	31,3	42,5	52,2	56,8

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
CF operativ	-54,5	-22,8	-17,6	89,3	82,2	44,0	58,3	72,3	82,1
CF aus Investition	73,0	17,1	56,1	64,1	68,8	74,4	81,1	89,0	98,2
CF Finanzierung	6,6	2,3	29,9	-73,5	-28,8	-28,4	-2,5	-0,3	1,6
Liquidität Jahresanfa.	45,1	69,8	66,3	134,8	214,7	336,8	426,9	563,8	724,8
Liquidität Jahresende	69,8	66,3	134,8	214,7	336,8	426,9	563,8	724,8	906,6

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	86,8%	16,1%	39,0%	23,3%	15,5%	13,4%	11,8%	10,6%	9,6%
Rohtragsmarge	35,4%	36,5%	38,5%	36,2%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%
EBITDA-Marge	4,8%	5,2%	12,0%	4,3%	4,2%	4,6%	5,1%	5,5%	5,5%
EBIT-Marge	2,4%	2,8%	9,4%	2,1%	2,3%	2,7%	3,3%	3,6%	3,6%
EBT-Marge	2,0%	2,3%	9,1%	1,9%	2,2%	2,9%	3,5%	3,8%	3,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,3%	1,4%	5,9%	1,3%	1,4%	1,9%	2,2%	2,5%	2,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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

I) Interessenkonflikte

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 7)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
08.07.2015	Buy	26,50 Euro*	1), 3), 4), 7)
19.05.2015	Buy	25 Euro*	1), 3), 4), 7)

(*umgerechnet nach Ausgabe von Gratisaktien)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Vier Comments, eine Studie

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.