

16. November 2015

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

mutares AG

Kennzahlen weisen in die
richtige Richtung

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **17,40 Euro** | Kursziel: **25,60 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) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

mutares: EBITDA in Q3 deutlich verbessert



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	3.241 (Konzern)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	17,40 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,44 Mio. Stück
Market Cap:	268,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	221,6 Mio. Euro
Free-Float:	45 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	22,01 / 9,335 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	104,3 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	648,1	682,9	945,8
EBIT (Mio. Euro)	15,5	16,6	97,8
JÜ (AG)*	4,9	4,4	121,9
EpS (AG)*	0,35	0,28	7,90
Dividende (AG)*	0,78	0,28	4,74
Umsatzwachstum	86,8%	5,4%	38,5%
Gewinnwachstum	-81,5%	-11,3%	2.696%
KUV	0,41	0,39	0,28
KGV	54,6	61,6	2,2
KCF	-	-	-
EV / EBIT	14,3	13,4	2,3
Dividendenrendite	4,5%	1,6%	27,2%

*AG-Einzelabschluss

Aktuelle Entwicklung

mutares hat für das dritte Quartal erfreuliche Zahlen gemeldet und den Konzernumsatz binnen Jahresfrist um 16,1 Prozent auf 163,7 Mio. Euro erhöht. Darin spiegeln sich nicht nur Änderungen im Konsolidierungskreis (Zugänge Zanders, BSL und Grossbill, Verkäufe CGVL und Suir Pharma) wider, sondern vor allem auch die operativen Fortschritte. Mit Ausnahme von Pixmania sind alle Portfoliounternehmen auf Wachstumskurs, besonders hervorgehoben hat das Unternehmen die positive Entwicklung von EUPEC, Elastomer Solutions, Geesinknorba und STS Acoustics. Letztere konnte zuletzt einen Großauftrag für ein neues Werk in Polen mit einem Volumen von 60 Mio. Euro vermelden und steht damit vor einem weiteren Schub.

Die positive Entwicklung hat sich auch im Konzernergebnis adäquat niedergeschlagen. Das EBITDA erhöhte sich im dritten Quartal deutlich von 0,64 auf 6,3 Mio. Euro. Nach neun Monaten steht damit eine Steigerung um 75,3 Prozent auf 19,2 Mio. Euro zu Buche, der Umsatz erhöhte sich in diesem Zeitraum um 6 Prozent auf 475,3 Mio. Euro.

Fazit

mutares ist damit voll auf Kurs, auch für den schwierigen Restrukturierungsfall Pixmania scheint eine Lösung durch den Zusammenschluss mit Grossbill gefunden. Wir gehen allerdings davon aus, dass im Rahmen der Zusammenführung die Erlösbasis konsolidiert wird und passen unsere Schätzungen für Pixmania (U15e jetzt 130 Mio. Euro) entsprechend an. Damit erwarten wir für den mutares-Konzern nun im laufenden Jahr einen Konzernumsatz von 682,9 Mio. Euro und ein EBITDA von 34,9 Mio. Euro. Unser Kursziel von 25,60 Euro je Aktie, primär basierend auf potenziellen Verkäufen bis 2017, bleibt davon unberührt, unser Urteil lautet unverändert „Buy“.

Anhang I: AG-GUV

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
Rohhertrag	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	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47
Abgezinster Gewinn	4,3	107,9	38,1	28,3	25,4	22,8	20,6	18,6
Terminal Value	129,2							
Ertragswert	395,2							

SMC-Schätzungen

Anhang II: 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	94,5	98,1	101,6	109,2	119,6	132,1	146,0	160,8
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	84,1	87,3	90,3	97,4	107,3	119,3	132,7	147,1
II. UV Summe	343,9	423,6	611,8	665,0	764,7	885,9	1.057,4	1.256,7	1.480,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	50,7	73,0	129,6	71,7	62,9	60,8	69,6	87,9	110,8
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	-3,1	-4,9	-3,5	-2,1	-1,0	-2,3	-3,7	-5,4
2. Kurzfristiges FK	213,6	225,0	265,2	271,8	269,0	271,7	304,6	341,8	383,0
BILANZSUMME	403,0	521,6	713,4	770,1	877,3	1.009,0	1.193,0	1.406,1	1.644,9

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	682,9	945,8	1.167,2	1.367,2	1.567,2	1.767,2	1.967,2	2.167,2
Gesamtleistung	646,6	682,4	947,8	1.169,2	1.369,2	1.569,2	1.769,2	1.969,2	2.169,2
Rohertrag	229,5	249,4	364,3	422,2	555,7	636,7	717,7	798,7	879,7
EBITDA	30,9	34,9	123,1	52,2	58,1	72,5	90,4	108,2	119,0
EBIT	15,5	16,6	97,8	26,0	31,0	43,3	58,2	72,4	79,2
EBT	13,1	12,5	93,8	23,5	30,5	45,3	62,0	76,5	83,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	8,5	8,1	61,0	15,3	19,8	29,4	40,3	49,7	54,3
JÜ	8,5	7,9	61,0	15,3	19,8	29,4	40,3	49,7	54,3

Anhang III: 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	-21,6	-20,0	86,2	79,3	40,7	54,6	68,2	77,9
CF aus Investition	73,0	22,8	59,1	67,1	71,8	77,5	84,2	92,1	101,2
CF Finanzierung	6,6	32,4	30,2	-73,5	-28,8	-28,3	-2,6	-0,4	1,5
Liquidität Jahresanfa.	45,1	69,8	103,4	172,7	252,6	374,9	464,7	600,9	760,8
Liquidität Jahresende	69,8	103,4	172,7	252,6	374,9	464,7	600,9	760,8	941,5

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	86,8%	5,4%	38,5%	23,4%	17,1%	14,6%	12,8%	11,3%	10,2%
Rohtragsmarge	35,4%	36,5%	38,5%	36,2%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%
EBITDA-Marge	4,8%	5,1%	13,0%	4,5%	4,2%	4,6%	5,1%	5,5%	5,5%
EBIT-Marge	2,4%	2,4%	10,3%	2,2%	2,3%	2,8%	3,3%	3,7%	3,7%
EBT-Marge	2,0%	1,8%	9,9%	2,0%	2,2%	2,9%	3,5%	3,9%	3,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,3%	1,2%	6,4%	1,3%	1,5%	1,9%	2,3%	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 zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers 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 Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

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

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-Schlusskurs des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
09.10.2015	Buy	25,40 Euro	1), 3), 7)
22.09.2015	Buy	27,70 Euro	1), 3), 7)
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.