

21. September 2017
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

mutares AG

Nach Gewinnsprung zwei weitere Exits
in Aussicht gestellt

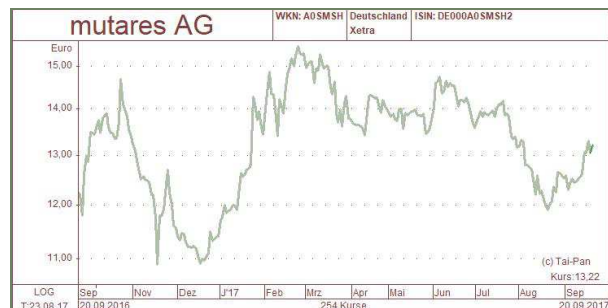
Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **13,22 Euro** | Kursziel: **21,00 Euro**

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:	4.234
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	13,22 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	204,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	189,9 Mio. Euro
Free-Float:	46 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	15,825 / 10,695 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	176 Tsd. Euro

Der mutares-Konzern hat im ersten Halbjahr 2017 den Umsatz um 37,8 Prozent auf 428,1 Mio. Euro gesteigert. Wachstumstreiber war der dynamische Akquisitionsprozess, vier neu erfasste Gesellschaften haben insgesamt einen Beitrag von 131,8 Mio. Euro zu den Erlösen geleistet. Das EBITDA konnte währenddessen deutlich überproportional, um 288 Prozent auf 15,5 Mio. Euro, ausgeweitet werden. Hier hat sich insbesondere der lukrative Verkauf von Eupec Deutschland positiv bemerkbar gemacht. Auch operativ haben zahlreiche Beteiligungen Fortschritte erzielt, das Management sieht aber noch erhebliches Verbesserungspotenzial. Die Aussichten für das zweite Halbjahr wurden als positiv eingestuft. In den nächsten Monaten könnten auch zwei weitere Exits erfolgen, nachdem zuletzt bereits die Gesellschaften Grosbill und Geesinknorba veräußert wurden. Auf dieser Basis wurde die Prognose bekräftigt, die einen deutlichen Umsatzanstieg und ein deutlich positives EBITDA in 2017 vorsieht. Darüber hinaus dürfte auch der Akquisitionskurs fortgesetzt werden. Vor allem dank der Plattformstrategie mit Schwerpunkten in fünf Segmenten bieten sich aktuell zahlreiche aussichtsreiche Akquisitionsmöglichkeiten.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	648,1	683,8	647,6	1.004,0	1.374,3	1.674,3
EBIT (Mio. Euro)	15,5	19,6	4,5	11,8	19,8	28,7
Jahresüberschuss (AG)*	4,9	9,5	5,5	18,1	11,1	14,4
EpS (AG)*	0,35	0,61	0,36	1,17	0,71	0,93
Dividende je Aktie (AG)	0,78	0,60	0,35	0,88	0,56	0,74
Umsatzwachstum	86,8%	5,5%	-5,3%	55,0%	36,9%	21,8%
Gewinnwachstum*	-81,5%	92,8%	-41,8%	228,0%	-38,8%	30,0%
KUV	0,32	0,30	0,32	0,20	0,15	0,12
KGV (AG)	41,7	21,6	37,1	11,3	18,5	14,2
KCF	-	-	-	-	13,9	31,9
EV / EBIT	12,3	9,7	42,3	16,1	9,6	6,6
Dividendenrendite (AG)	5,9%	4,5%	2,6%	6,7%	4,2%	5,6%

*AG-Einzelabschluss

Akquisitionen treiben das Wachstum

Der mutares-Konzern hat den Umsatz im ersten Halbjahr 2017 um 37,8 Prozent auf 428,1 Mio. Euro gesteigert. Wichtigster Wachstumstreiber war die rege Akquisitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaft. Seit Mitte letzten Jahres wurden drei Add-on-Akquisitionen für die Tochter STS und eine für die Tochter Artmadis durchgeführt, außerdem konnten die Gesellschaft Balcke-Dürr, ein Produzent von Komponenten für die Energieeffizienz und die Emissionsreduktion, und das Stahlrohrgeschäft des Stahlproduzenten Aperam übernommen werden. In Summe belief sich der ausgewiesene Erlösbeitrag der vier im Halbjahresabschluss erstmals erfassten Beteiligungen (STS Plastics, Balcke-Dürr, Cogemag, La Meusienne – zwei Zukäufe von STS werden erst im zweiten Halbjahr erstkonsolidiert) auf 131,8 Mio. Euro. Nach einem Verkauf entkonsolidiert wurden Fertigungstechnik Weißenfels, die in den ersten sechs Monaten 2016 noch Erlöse in Höhe von 6,8 Mio. Euro erwirtschaftet hatte, sowie Eupec Deutschland, eine Verwaltungsgesellschaft für ein vorübergehend stillgelegtes Werk auf Rügen. Darüber hinaus hat mutares nach dem Halbjahresstichtag die Gesellschaften Grosbill und Geesinknorba veräußert, was sich erst in den Zahlen für das zweite Halbjahr niederschlagen wird.



Quelle: Unternehmen

Automotive-Segment: Umsatz steigt um 45 %

Im Segment Automotive, das aktuell von STS und Elastomer vertreten wird, wurde ein Umsatz von 126,1 Mio. Euro erwirtschaftet, das entspricht 29,5

Prozent der Konzernenerlöse. Vorjahreszahlen hat mutares nicht genannt, durch die Zukäufe und eine Umgliederung von Geesinknorba in das Segment Engineering & Technology ist die Vergleichbarkeit eingeschränkt. In Relation zu dem im Halbjahresbericht 2016 ausgewiesenen kumulierten Erlösen von STS und Elastomer in Höhe von 87,1 Mio. Euro entspricht das einer Steigerung von 44,8 Prozent. Der Großteil dieses Effekts resultiert aus der Konsolidierung der als STS Plastics erworbenen Mecaplast-Werke (Beitrag: 40,2 Mio. Euro), die der STS-Gruppe insgesamt zu einem Wachstum von 51 Prozent auf 108,6 Mio. Euro verholfen haben. Elastomer konnte hingegen die Erlöse auf organischer Basis erheblich, um 16 Prozent auf 17,5 Mio. Euro, ausweiten. Der Hersteller von Tüllen zum Schutz von Kabelsträngen in automobilen Bordnetzen profitiert damit von einer deutlichen Kapazitätsausweitung und einer robusten Nachfrage.

Engineering & Technology: Schub durch Balcke-Dürr

Einen erheblichen Bedeutungszuwachs hat die Sparte Engineering & Technology erfahren, auf die in den ersten sechs Monaten ein Umsatzbeitrag von 130,2 Mio. Euro oder 30,4 Prozent der gesamten Einnahmen entfallen ist. Das ist vor allem auf die Akquisition von Balcke-Dürr zurückzuführen, die allein 71,2 Mio. Euro zu den Segmenterlösen beisteuerte. Die Restrukturierung der neuen Beteiligung ist gut angefallen und zeigt bereits erste Erfolge, das Unternehmen fokussiert sich nun auf kleinere, profitable Projekte im Anlagenbau sowie auf das Service-Geschäft. Sehr erfreulich entwickelt hat sich auch der Hersteller von Verpackungsmaschinen, A+F. Nach der Einführung neuer Produkte und einer Intensivierung der Vertriebsbemühungen konnte der Umsatz um 25 Prozent auf 14,6 Mio. Euro gesteigert werden. Demgegenüber wurde für Geesinknorba nur ein leichter Zuwachs vermeldet. Am 13. September hat mutares die Beteiligung an einen chinesischen Fonds veräußert. Die Details der Transaktion wurden nicht veröffentlicht, allerdings erfolgte die Bewertung zu einem „signifikanten Enterprise Value“, so dass auch

ein positiver Ergebnisbeitrag für das zweite Halbjahr zu erwarten ist.

Wood & Paper: Fortschritte

Das Segment Wood & Paper zählt zu den jüngeren Standbeinen von mutares, die Spartengesellschaften Zanders, Norsilk und Cenpa sind erst zwischen Mai 2015 und Mai 2016 akquiriert worden. Die größten Fortschritte hat inzwischen Zanders erzielt, viele Optimierungsprojekte wurden erfolgreich abgeschlossen. Im ersten Halbjahr 2016 konnte die Gesellschaft den Umsatz um 5 Prozent auf 50,6 Mio. Euro steigern, das EBITDA drehte währenddessen – allerdings auch begünstigt durch einen positiven Einmal-effekt – von -1,3 auf 2,3 Mio. Euro. Norsilk und Cenpa haben ebenfalls bereits zahlreiche Restrukturierungsmaßnahmen umgesetzt, bei beiden Gesellschaften steht die Rückkehr auf einen dynamischen Expansionspfad aber noch aus. Insgesamt summieren sich die Erlöse der Unternehmen aus dem Segment Wood & Paper auf 90,7 Mio. Euro. In der Vorjahresperiode lag der ausgewiesene Umsatz von Zanders, Norsilk und Cenpa bei 75,8 Mio. Euro, wobei die letztgenannte Gesellschaft nicht für volle sechs Monate erfasst wurde. Bereinigt um den Konsolidierungseffekt errechnet sich ein organisches Wachstum der Spartenerlöse von ca. 3 Prozent.

Construction & Infrastructure: Schwierige Rahmenbedingungen

Unverändert schwierig sind die Rahmenbedingungen für die Unternehmen aus dem Segment Construction & Infrastructure. Die Erlöse der Sparte lagen im ersten Halbjahr nur bei 27,5 Mio. Euro, obwohl das unter dem Namen La Meusienne erstmals konsolidierte Stahlrohrgeschäft, das von der Aperam-Group erworben wurde, einen Umsatzbeitrag von 17,5 Mio. Euro leistete. Das korrespondiert mit einem deutlichen Umsatzrückgang von Eupec und BSL. Beide Unternehmen sind als Beschichter von Pipelines (Eupec) bzw. Hersteller von Pipelinekomponenten (BSL) von der Investitionszurückhaltung der Öl- und Gasindustrie nach dem Preisverfall der letzten Jahres betroffen, stellen sich aber aktuell – auch kostenseitig – auf die neuen Marktbedingungen ein und

starten weitere Initiativen für eine Rückkehr auf den Wachstumspfad.

Consumer Goods & Logistics: Abnehmende Bedeutung

Deutlich rückläufig ist die Bedeutung des Bereichs Consumer Goods & Logistics, der im ersten Halbjahr noch 53,7 Mio. Euro oder 12,5 Prozent zu den Konzerneinnahmen beigesteuert hat. Insbesondere die Restrukturierungsfälle im Handel mit einem Schwerpunkt beim E-Commerce haben sich als schwierig erwiesen. Anfang August wurde daher die letzte Beteiligung in diesem Sektor, der französische Omni-Channel-Händler Grosbill, im Rahmen eines Management-Buy-outs an den Gründer und Geschäftsführer veräußert, schon im Vorfeld hatte die Gesellschaft einen Schrumpfungsprozess durchlaufen. Rückläufig war das Geschäft zuletzt auch bei dem Spezialisten für Weißblechverpackungen Klann, unter anderem, weil ein Großauftrag in Folge des Brexit nicht im anvisierten Umfang realisiert werden konnte. Die Gesellschaft hat aber den Vertrieb verstärkt, um die Abhängigkeit von Großkunden zu reduzieren. Die dritte Gesellschaft der Sparte, ein französischer Händler von Haushaltswaren, lag in den ersten sechs Monaten ebenfalls unter dem Vorjahreswert, erwartet aber im zweiten Halbjahr zumindest einen Aufholprozess.

Ergebnis noch von Restrukturierungen geprägt

Insgesamt haben etwa zwei Drittel der Gesellschaften, die sich nach den jüngsten Veräußerungen noch im Portfolio befinden, im ersten Halbjahr noch einen Verlust auf EBITDA-Basis ausgewiesen. Allerdings führen Restrukturierungsmaßnahmen zu temporären Belastungen, im Anschluss stellen sich dann in der Regel relativ zügig positive Effekte ein. In den ersten sechs Monaten hat insbesondere die Umsetzung erster größerer Maßnahmen bei Balcke Dürr die operative Profitabilität belastet. Eupec und BSL liefern wegen des schwierigen Marktumfelds aktuell nur vergleichsweise schwache Resultate, dank der eingeleiteten Restrukturierung der Aktivitäten hat der Ergebnistrend aber schon gedreht. Und STS

spürt im Moment die Sonderbelastungen, die aus der Integration der erworbenen Geschäftsbereiche resultieren. Nach Abschluss des Prozesses bieten sich damit aber Synergiepotenziale in erheblichem Ausmaß. Schon jetzt eine deutliche Verbesserung des EBITDA können A+F (+311 Prozent auf 1,0 Mio. Euro) und Elastomer (+57 Prozent auf 1,4 Mio. Euro) vermelden, außerdem Zanders, wie zuvor bereits ausgeführt.

Konzernzahlen	HJ 2016	HJ 2017	Änderung
Umsatz	310,6	428,1	37,8%
EBITDA	4,0	15,5	287,5%
EBIT	-3,1	7,0	-
Nettoergebnis	-6,8	1,5	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Eupec-Transaktion mit hohem Gewinn

Ein hoher Ergebnisbeitrag resultierte in den ersten sechs Monaten aus dem Verkauf von Eupec Deutschland, der 17,1 Mio. Euro zu den sonstigen betrieblichen Erträgen beisteuerte. Dieser Exitgewinn war maßgeblich verantwortlich für den Anstieg des Konzern-EBITDA von 4,0 auf 15,5 Mio. Euro. Der kumulierte operative Ergebnisbeitrag aus dem Portfolio war somit leicht negativ, was vor allem auf die Belastungen aus den Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen war. Das Konzern-Halbjahresergebnis profitierte ebenfalls von der Veräußerung und drehte von -6,8 auf 1,5 Mio. Euro.

Hohes Potenzial

Der Vorstand zeigte sich in der Analystenkonferenz zum ersten Halbjahr sehr zufrieden mit der jüngsten Entwicklung. Während für mehrere Beteiligungen schon substanzielle Fortschritte konstatiert wurden, sieht das Management bei vielen Gesellschaften noch großes Verbesserungspotenzial. Die im Halbjahresbericht dokumentierten Erwartungen zur Geschäftsentwicklung der Beteiligungen fallen überwiegend positiv aus. Besonders aussichtsreich sind die Wachstumsperspektiven in 2017 für Zanders, Elastomer sowie A+F, im Bezug auf das operative Ergebnis wird eine kräftige Verbesserung im Gesamtjahr sogar ex-

plizit für sechs Gesellschaften (Elastomer, STS, Norsilk, Cenpa, Eupec, A+F) erwartet. Das Management hat daher die Prognose bekräftigt, die einen deutlichen Umsatzanstieg und ein deutlich positives EBITDA vorsieht. Als sehr positiv zu werten ist zudem, dass mit Grosbill und Geesinknorba zuletzt zwei Beteiligungen veräußert werden konnten, die zuvor als bestandsgefährdet eingestuft worden waren. Für die nächsten Monate hat das Unternehmen zwei weitere „signifikante“ Exits in Aussicht gestellt, hier bestehen gute Chancen auf einen zusätzlichen Gewinnbeitrag.

Segment	U16 (ist)	U17 (e) (alt)	U17 (e) (neu)
Automotive	166,4	343,0	346,0
Consumer G. & Log.	172,0	113,8	102,0
Wood & Paper	157,6	170,0	162,0
Construction & Infr.	21,4	67,9	73,5
Engineering & Tec.	130,2	252,0	210,5

In Mio. Euro; Quelle: Unternehmen, ab 2017 eigene Schätzungen

Anpassung der Konzernlösschätzungen

Als Reaktion auf die jüngsten Zahlen und Prognosen zur Entwicklung der Gesellschaften haben wir die Schätzungen zu den erwarteten Erlösen in den einzelnen Geschäftsbereichen angepasst. Die Änderungen, die insgesamt größtenteils moderat ausgefallen sind, finden sich in oben abgebildeten Tabelle. Nicht mehr berücksichtigt wurden nach dem Verkauf die Erlöse von Geesinknorba im zweiten Halbjahr, was für einen deutlichen Effekt im Segment Engineering & Technology gesorgt hat (Grosbill war schon zuvor im Bereich Consumer Goods & Logistics nicht mehr enthalten). Das pauschal berücksichtigte zusätzliche Umsatzvolumen weiterer Zukäufe auf Konzernebene in 2017 haben wir von 150 auf 110 Mio. Euro reduziert, da im Rest des Jahres noch stattfindende Akquisitionen nun für maximal ein Quartal konsolidiert werden dürften. Die Projektion ab 2018 wird davon aber nicht berührt.

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	7,7	8,5	9,3	10,2	11,3	11,8	12,4	13,0
Rohertrag	5,6	6,2	6,8	7,5	8,2	8,6	9,1	9,5
EBITDA	-4,1	-4,6	-5,0	-5,4	-6,0	-6,3	-6,6	-6,9
EBIT	-4,2	-4,7	-5,2	-5,6	-6,2	-6,5	-6,8	-7,2
Erträge Beteiligungen	22,8	15,2	19,0	23,8	29,7	37,1	46,4	58,0
EBT	20,1	12,3	16,0	20,8	26,7	34,4	44,2	56,4
JÜ	18,1	11,1	14,4	18,7	24,0	31,0	39,8	50,7
Diskontierungsfaktor	0,97	0,88	0,80	0,73	0,66	0,60	0,54	0,50
Abgezinster Gewinn	17,5	9,7	11,5	13,6	15,9	18,6	21,7	25,1
Terminal Value	194,0							
Ertragswert	327,6							

SMC-Schätzungen

AG-Gewinnschätzungen unverändert

Die in Aussicht gestellten weiteren Exiterlöse hatten wir in unserem Bewertungsmodell bereits eingeplant, wir lassen die daraus resultierenden Gewinnschätzungen für die Aktiengesellschaft unverändert. Auf Konzernebene haben wir hingegen die geschätzten Aufwandsquoten unter Berücksichtigung der neuen Daten aktualisiert, und zwar sowohl für 2017 als auch für die Jahre danach. Die EBIT-Marge sehen wir nun in der laufenden Periode bei 1,2 Prozent (bislang: 1,5 Prozent), im nächsten Jahr erwarten wir nun eine Verbesserung auf 1,4 Prozent (bislang: 1,3 Prozent), was insbesondere auf die Entkonsolidierung ertragsschwacher Gesellschaften zurückzuführen ist. Bis zum Ende des Detailprognosezeitraums unterstellen wir einen weiteren Anstieg auf 2,5 Prozent (bislang 2,9 Prozent). Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die aus diesen Anpassungen resultierende AG-GuV, aus der der letztlich ausschüttungsrelevante Gewinn und damit auch die Basis unserer Wertermittlung für mutares hervorgeht (die Konzern-GuV findet sich im Anhang; zu den Grundlagen des Modells siehe Studie vom 24. April).

Kursziel 21,00 Euro

Auf Basis eines Diskontierungssatzes von 10,1 Prozent und eines ewigen Wachstums von 1,0 Prozent

errechnet sich nun ein fairer Ertragswert für das Eigenkapital von 327,6 Mio. Euro oder 21,14 Euro je Aktie. Auf dieser Basis belassen wir das Kursziel bei 21,00 Euro je Aktie. 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 Inputparameter Diskontierungssatz (zwischen 9,1 und 11,1 Prozent) und ewiges Gewinnwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 17,89 und 26,15 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
EK-Kostensatz	26,15	25,01	24,01	23,14	22,35
9,1%	24,30	23,34	22,49	21,73	21,06
9,6%	22,69	21,87	21,14	20,48	19,89
10,1%	21,27	20,56	19,93	19,36	18,84
10,6%	20,00	19,39	18,84	18,34	17,89

Fazit

mutares hat für das erste Halbjahr ein hohes Wachstum und eine deutliche Steigerung der operativen Profitabilität vermeldet. Während die Erlöse vor allem von dem dynamischen Akquisitionskurs getrieben wurden, hat sich im Ergebnis ein sehr lukrativer Exit niedergeschlagen. Einige Beteiligungen haben auch im laufenden Geschäft einen deutlichen Anstieg des EBITDA erwirtschaftet, insgesamt sieht das Management hier aber noch Verbesserungspotenzial. Aktuell belasten Restrukturierungsaufwendungen bei mehreren Gesellschaften noch die Zahlen, der Ausblick auf das zweite Halbjahr und die Zeit danach ist aber sehr positiv ausgefallen. Der Vorstand hat zudem zwei weitere Exits für die nächsten Monate in Aussicht gestellt.

Auch der Expansionskurs dürfte fortgesetzt werden, dank der Plattformstrategie mit einer Spezialisierung auf fünf Segmente bieten sich dem Unternehmen aktuell zahlreiche attraktive Übernahmemöglichkeiten. Add-on-Akquisitionen für Gesellschaften aus dem Portfolio bergen das Potenzial für hohe Synergien und Ertragssteigerungen.

Wir sehen mutares voll auf Kurs, haben unsere Gewinnschätzungen für die AG nicht verändert und bestätigen das Kursziel 21,00 Euro. Aufgrund der nach wie vor bestehenden hohen Unterbewertung lautet das Urteil weiterhin „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	117,7	183,5	209,2	225,0	246,4	272,4	302,4	335,6	371,6
1. Immat. VG	6,7	17,0	20,3	23,6	26,9	30,2	33,5	36,8	40,1
2. Sachanlagen	110,1	163,0	185,4	197,9	216,0	238,7	265,4	295,3	328,0
II. UV Summe	351,3	443,7	504,5	568,5	623,9	683,9	748,3	815,8	884,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	57,2	53,1	50,1	61,0	80,7	106,6	137,6	171,9	207,6
II. Unterschiedsbetrag	55,2	70,2	110,2	140,2	155,2	170,2	185,2	200,2	215,2
III. Rückstellungen	161,8	206,5	228,8	251,5	274,5	297,7	321,1	344,8	368,7
IV. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	198,9	301,6	328,7	344,9	364,0	386,0	410,8	438,6	469,1
BILANZSUMME	473,1	631,4	717,8	797,7	874,4	960,5	1.054,8	1.155,5	1.260,6

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	647,6	1.004,0	1.374,3	1.674,3	1.974,3	2.274,3	2.574,3	2.874,3	3.174,3
Gesamtleistung	652,6	985,0	1.355,3	1.655,3	1.955,3	2.255,3	2.555,3	2.855,3	3.155,3
Rohertrag	225,9	353,5	490,9	600,5	711,5	822,5	933,5	1.044,5	1.155,5
EBITDA	20,7	29,2	45,6	58,0	71,8	85,6	99,4	113,2	127,0
EBIT	4,5	11,8	19,8	28,7	40,5	51,5	61,7	71,3	80,4
EBT	-2,3	3,3	11,2	21,0	34,3	45,4	55,8	65,7	74,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,3	1,4	10,7	19,5	31,2	40,9	50,3	59,1	67,4
JÜ	-5,4	1,4	10,7	19,5	31,2	40,9	50,3	59,1	67,4

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	-39,0	-16,8	14,7	6,4	12,4	16,9	21,3	25,1	28,3
CF aus Investition	24,2	4,4	-7,4	3,2	0,6	-1,6	-3,2	-4,3	-4,7
CF Finanzierung	1,9	17,0	26,0	20,9	2,8	-0,7	-5,1	-10,8	-18,0
Liquidität Jahresanfa.	74,5	60,7	65,3	98,6	129,2	145,0	159,6	172,5	182,4
Liquidität Jahresende	60,7	65,3	98,6	129,2	145,0	159,6	172,5	182,4	188,1

Konzern-Kennzahlen

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,3%	55,0%	36,9%	21,8%	17,9%	15,2%	13,2%	11,7%	10,4%
Rohtragsmarge	34,9%	35,2%	35,7%	35,9%	36,0%	36,2%	36,3%	36,3%	36,4%
EBITDA-Marge	3,2%	2,9%	3,3%	3,5%	3,6%	3,8%	3,9%	3,9%	4,0%
EBIT-Marge	0,7%	1,2%	1,4%	1,7%	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%
EBT-Marge	-0,4%	0,3%	0,8%	1,3%	1,7%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-0,8%	0,1%	0,8%	1,2%	1,6%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%

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)

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-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
23.08.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
12.05.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)
26.04.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)
24.04.2017	Buy	24,80 Euro	1), 3), 4)
20.02.2017	Buy	24,70 Euro	1), 3)
16.01.2017	Speculative Buy	22,00 Euro	1), 3), 4)
25.11.2016	Speculative Buy	22,00 Euro	1), 3), 4)
21.09.2016	Speculative Buy	21,50 Euro	1), 3), 4), 7)
31.05.2016	Speculative Buy	24,60 Euro	1), 3), 7)
10.05.2016	Speculative Buy	24,60 Euro	1), 3), 4), 7)
16.11.2015	Buy	25,60 Euro	1), 3), 7)
09.10.2015	Buy	25,40 Euro	1), 3), 7)
22.09.2015	Buy	27,70 Euro	1), 3), 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 vorstehenden 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.