

21. September 2016
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

mutares AG

Vorbereitungen für höheres Wachstumstempo laufen

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **12,225 Euro** | Kursziel: **21,50 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:	3.137 (Konzern)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	12,225 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	189,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	174,5 Mio. Euro
Free-Float:	46 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	19,70 / 11,795 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	91,5 Tsd. Euro

Für das erste Halbjahr 2016 hat der mutares-Konzern einen Umsatz auf Vorjahresniveau vermeldet, das operative Ergebnis ist allerdings deutlich zurückgegangen. Das lag vor allem an der Beteiligung Eupec, die unter der Investitionszurückhaltung in der Öl- und Gasindustrie leidet. Für das zweite Halbjahr zeigt sich das Management optimistisch. Fortschritte in der Restrukturierung und positive saisonale Effekte bei mehreren Beteiligungen sollen zu höheren Erlösen und einem positiven Konzernergebnis im Gesamtjahr führen. Mindestens eine weitere Akquisition soll zudem bis zum Jahresende getätigt werden. Das wird aber nur einen Zwischenschritt auf dem Weg zu einer deutlich höheren Dynamik darstellen. mutares baut aktuell das Team aus und investiert in die Infrastruktur, um den Dealflow kräftig auszuweiten. In unserer Prognose haben wir daher zwar für diese Finanzperiode die Zahl der Akquisitionen reduziert, ab dem nächsten Jahr rechnen wir aber mit anhaltend hohen Aktivitäten. Eingeplant haben wir zudem einen Exit pro Jahr. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 21,50 Euro je Aktie, das Votum bleibt „Speculative Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	347,0	648,1	683,8	710,2	900,4	1.179,1
EBIT (Mio. Euro)	-4,5	15,5	19,6	11,6	29,7	45,4
Jahresüberschuss (AG)*	26,6	4,9	9,5	8,1	17,5	44,1
EpS (AG)*	2,18	0,35	0,61	0,53	1,13	2,84
Dividende je Aktie (AG)	1,67	0,78	0,60	0,53	0,68	1,71
Umsatzwachstum	15,2%	86,8%	5,5%	3,9%	26,8%	31,0%
Gewinnwachstum*	544,3%	-81,5%	92,8%	-14,1%	114,9%	151,8%
KUV	0,55	0,29	0,28	0,27	0,21	0,16
KGV (AG)	7,1	38,5	20,0	23,3	10,8	4,3
KCF	-	-	-	-	5,17	3,65
EV / EBIT	-	11,3	8,9	15,0	5,9	3,8
Dividendenrendite (AG)	13,6%	6,4%	4,9%	4,3%	5,5%	14,0%

*AG-Einzelabschluss

Gemischtes Bild

Das mutares-Management berichtet für das erste Halbjahr von einer gemischten Entwicklung. Während mehrere Beteiligungen signifikante Fortschritte vermelden konnten, haben einige Unternehmen aus dem Portfolio mit widrigen Branchenbedingungen zu kämpfen, auch sei in einem Fall der Restrukturierungsprozess nicht schnell genug fortgeschritten.

Fortschritte...

Positiv hervorgehoben wurde die Entwicklung der Gesellschaften Zanders und Norsilk, die erst im Mai bzw. Oktober letzten Jahres erworben wurden. Trotz des überschaubaren Zeitraums seit dem Start der Restrukturierung haben die Beteiligungen bereits erhebliche Sanierungsfortschritte erzielt, so dass das Management jeweils mit einer deutlichen Verbesserung des operativen Ergebnisses im Gesamtjahr rechnet. Auch für GeesinkNorba zeichnet sich eine Besserung ab, im ersten Halbjahr konnte der Umsatz um 6,4 Prozent auf 41,1 Mio. Euro gesteigert werden. Da allerdings der Hochlauf der Fertigung nicht im geplanten Tempo erfolgt ist, hat sich dies negativ auf das Ergebnis ausgewirkt, weswegen das Unternehmen weiter als bestandsgefährdet ausgewiesen wird. Vor dem Hintergrund eines starken Auftragseingangs und eines hohen Auftragsbestandes sieht das Management aber gute Chancen für eine kräftige Umsatzsteigerung und eine Verbesserung des operativen Ergebnisses. Einmal mehr als Wachstumstreiber fungiert STS Acoustics mit spürbar höheren Halbjahreserlösen von 71,9 Mio. Euro und einem deutlich positiven Ergebnis. Ein gewonnener neuer Auftrag mit einem jährlichen Gesamtvolumen im mittleren einstelligen Millionenbereich und die planmäßige Inbetriebnahme des neuen polnischen Standorts im vierten Quartal sichern die weitere Expansion.

...und gedämpfte Erwartungen

Zu vier Beteiligungen wurde der Ausblick für das Gesamtjahr allerdings auch abgeschwächt. Das betrifft insbesondere die im Öl- und Gassektor aktiven Gesellschaften Eupec und BSL, Spezialisten für die Beschichtung von Pipelines bzw. geschweißte Pipelinekomponenten. Nach dem Verfall der Rohstoff-

preise werden in der Branche viele Projekte verschoben, daher wird nun für beide Unternehmen ein deutlicher Umsatzrückgang erwartet – im Geschäftsbericht war dies noch moderater formuliert worden. Eupec wird auch spürbare Einbußen beim Ergebnis hinnehmen müssen, während sich für BSL die Ertragslage dank der vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen leicht verbessern soll. Ebenfalls etwas vorsichtiger wurden die Perspektiven von Klann Packing und Elastomer für 2016 formuliert. Der Umsatz von Klann soll nun stagnieren, nachdem zuvor eine Steigerung anvisiert worden war, und für Elastomer wurde nach einem leichten Erlöswachstum im ersten Halbjahr das explizite Wachstumsziel (mehr als 20 Prozent) durch eine weichere Angabe („weitere Steigerung“) ersetzt. Nichtsdestotrotz bleibt der Ausblick für das letztgenannte Unternehmen dank weiterer gewonnener Aufträge und der durchgeführten Kapazitätserweiterung optimistisch.

Konzernzahlen	HJ 2015	HJ 2016	Änderung
Umsatz	311,6	310,6	-0,3%
EBITDA	12,9	4,0	-68,7%
EBIT	5,3	-3,1	-
Nettoergebnis	1,7	-6,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Umsatz konstant, Ergebnis rückläufig

Auf Konzernebene haben sich hinsichtlich des Umsatzes die Effekte aus den Änderungen des Konsolidierungskreises und der Erlöse der Beteiligungen kompensiert, der Gruppenumsatz lag im ersten Halbjahr mit 310,6 Mio. Euro in etwa auf dem Vorjahresniveau (311,6 Mio. Euro). Das EBITDA reduzierte sich hingegen deutlich von 12,9 auf 4,0 Mio. Euro. Dafür verantwortlich war vor allem der Ergebnisrückgang von Eupec, während sich die Fortschritte von Norsilk und Zanders positiv ausgewirkt haben. Unter dem Strich belief sich das Konzernergebnis nach Anteilen Dritter auf -6,8 Mio. Euro (Vorjahr: 1,7 Mio. Euro), wobei darin auch negative Einmaleffekte u.a. aus dem Umzug des Firmensitzes in neue Räumlichkeiten enthalten sind.

NAV geht zurück

Die geänderten Einschätzungen zur Entwicklung der Beteiligungen haben sich auch in den Anteilswerten niedergeschlagen, die mutares halbjährlich mit einem DCF-Verfahren ermittelt und veröffentlicht. Der Ansatz von Eupec und BSL wurde gegenüber dem 31. Dezember deutlich reduziert, von 92,4 auf 74,1 Mio. Euro, auch bei Elastomer gab es eine leichte Korrektur (von 45,4 auf 41,6 Mio. Euro). Während die übrigen separat aufgeführten Unternehmen leichte Zuwächse verzeichnen konnten, reduzierte sich der Bereich „Sonstige“ (Grosbill, Klann, FTW, Cenpa und Nettofinanzmittel) von 45,5 auf 23,8 Mio. Euro. Dabei dürfte aber der Rückgang der Nettofinanzposition eine gewichtige Rolle gespielt haben. Insgesamt summierte sich der Net Asset Value des Konzerns zum Stichtag auf 310,9 Mio. Euro, gegenüber 351,9 Mio. Euro zum Jahresende.

Portfoliounternehmen	NAV 30.06.15	NAV 31.12.15	NAV 30.06.16
EUPEC / BSL	124,7	92,4	74,1
STS Acoustics	52,8	54,1	54,8
Elastomer	43,2	45,4	41,6
A+F	33,0	35,1	35,6
Geesinknorba	30,8	26,7	26,8
Artmadis	22,2	23,2	24,3
Zanders	15,7	15,1	15,8
Norsilk	-	13,4	14,1
Sonstiges*	28,8	46,5	23,8
Gesamt	351,2	351,9	310,9

* Zum 30.06.16 inkl. Grosbill, Klann, FTW, Cenpa zuzüglich der Nettofinanzmittel; Quelle: Unternehmen

Optimismus für das zweite Halbjahr

Der Grundton des Managements zur weiteren Entwicklung des Unternehmens – sowohl im laufenden Jahr als auch mittelfristig – bleibt trotz des Rückgangs beim EBITDA und beim NAV im ersten Halbjahr optimistisch. Für das zweite Halbjahr wird ein Umsatzwachstum erwartet, mit dem im Gesamtjahr ein positives Konzernergebnis erreicht werden soll. Begründet wird diese Zuversicht mit der Saiso-

nalität des Geschäfts einiger Beteiligungen sowie mit den absehbaren deutlichen Restrukturierungsschritten und Ergebnisverbesserungen bei einigen Portfoliositionen. Zudem soll bis zum Jahresende mindestens eine weitere Akquisition abgeschlossen werden, was allerdings gegenüber den bisherigen Ankündigungen eine Abschwächung darstellt. Auch ein „positives operatives Ergebnis (EBITDA) leicht über dem Niveau aus 2015“ wurde nun, anders als im Geschäftsbericht, nicht mehr angekündigt.

Wachstumsbeschleunigung in Vorbereitung

Das Unternehmen sieht das Jahr 2016 aber ohnehin als ein Übergangsjahr auf dem Weg zu einem beschleunigten Wachstum, bis 2018 soll der Konzernumsatz auf 1,8 Mrd. Euro steigen. Dafür werden aktuell die Voraussetzungen mit einer umfangreichen Personalakquise und mit Investitionen in die Infrastruktur (u.a. der Umzug in ein deutlich größeres Büro in München) geschaffen. Das Management hat flankierend das Portfolio neu in fünf Schwerpunkte – Automotive & Industrial, Consumer Goods & Logistics, Construction & Infrastructure, Engineering & Technology sowie Wood & Paper – gegliedert, um die Kompetenz in diesen Bereichen besser herauszustellen. Das Unternehmen sieht auf diesen Feldern Potenzial für zahlreiche Zukäufe, die auch als Add-on-Akquisitionen für bestehende Beteiligungen dienen können.

Geringfügige Anpassung der Schätzungen zur Entwicklung der Beteiligungen

Unter Berücksichtigung der Zahlen und Prognosen im Halbjahresbericht haben wir unsere Schätzungen zur Entwicklung der Beteiligungen aktualisiert, mussten dabei aber nur geringfügige Korrekturen durchführen. Für Norsilk und Grosbill wurde die Umsatzprognose für 2016 erhöht, beim letztgenannten Unternehmen haben wir auch die Schätzung zum operativen Ergebnis etwas angehoben. Bei Klann haben wir hingegen sowohl die erwarteten Erlöse als auch das operative Ergebnis abgesenkt. Etwas vorsichtiger sind wir nun ebenfalls bei Eupec und Elastomer. Die übrigen Schätzungen bleiben unverändert. Insgesamt erwarten wir auf dieser Basis aus

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	8,5	10,1	11,7	12,8	14,1	15,5	16,3	17,1
Rohertrag	5,9	7,1	8,2	9,0	9,9	10,9	11,4	12,0
EBITDA	-1,3	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,3	-2,4	-2,6
EBIT	-1,4	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,6	-2,8	-2,9
Erträge Beteiligungen	9,6	20,6	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
EBT	9,0	19,4	49,0	49,3	49,5	49,6	49,9	50,3
JÜ	8,1	17,5	44,1	44,3	44,5	44,7	44,9	45,3
Diskontierungsfaktor	0,97	0,87	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46
Abgezinster Gewinn	7,9	15,2	34,5	31,2	28,3	25,5	23,1	21,0
Terminal Value	146,1							
Ertragswert	332,8							

SMC-Schätzungen

dem Bestand im laufenden Jahr einen Umsatz von 680 Mio. Euro und ein EBITDA von 22,2 Mio. Euro.

Prognose zum externen Wachstum in 2016 reduziert

Deutlich abgesenkt haben wir aufgrund der bislang geringen Akquisetätigkeit im laufenden Jahr die Schätzung zum Umsatzvolumen, das noch akquiriert wird. Ursprünglich waren wir von neu zu konsolidierenden Erlösen in Höhe von 250 Mio. Euro ausgegangen, der einzige größere Zukauf war aber bislang Sonoco Paper France (jetzt: Cenpa). Zudem wurden zwei kleinere synergetische Add-on-Akquisitionen von der Beteiligung Artmadis durchgeführt. Wir gehen nun davon aus, dass noch ein weiterer Beitrag in Höhe von 30 Mio. Euro (tatsächlich konsolidierter Umsatz) aus Akquisitionen resultiert. Den Konzernumsatz sehen wir nun bei 710 Mio. Euro, das EBITDA bleibt davon unberührt. Bislang hatten wir auch mit einem größeren Verkauf (STS) in 2016 gerechnet, nun gehen wir nur noch von einer kleineren Transaktion aus, rechnen aber gleichwohl mit einem positiven EBITDA-Effekt von 6 Mio. Euro. Auf dieser Basis sehen wir das EBITDA im laufenden Jahr bei 28,2 Mio. Euro.

Mittelfristige Perspektiven

Da das Unternehmen aktuell seine Strukturen anpasst, um das Wachstum deutlich zu beschleunigen – das Ziel, im Jahr 2018 einen Konzernumsatz von 1,8 Mrd. Euro zu erzielen, wurde nicht revidiert – lassen wir unsere pauschalen Prognosen zum Umsatz neu akquirierter Unternehmen ab 2017 unverändert, diese belaufen sich folglich weiterhin auf 300 Mio. Euro (2017) und 350 Mio. Euro (2018). Zugleich unterstellen wir in den nächsten beiden Jahren jeweils einen größeren Exit. Im Anschluss rechnen wir mit einem Ergebnisbeitrag aus Verkäufen auf dem Niveau aus dem Jahr 2018.

Geringere Beratungserlöse

Da die Akquisitionsaktivitäten im laufenden Jahr voraussichtlich geringer ausfallen als von uns bislang unterstellt, haben wir auf AG-Ebene den Expansionspfad der damit korrespondierenden Beratungserlöse abgesenkt. Zugleich haben wir die Personalaufwendungen wegen des kräftigen Ausbaus des Teams angehoben. Die Beteiligungserträge wurden im Hinblick auf die nun unterstellten Exit-Ergebnisse aktualisiert. 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 An-

hang; zu den Grundlagen des Modells siehe Studie vom 10. Mai).

Kursziel 21,50 Euro

Auf Basis eines Diskontierungssatzes von 11,1 Prozent und eines ewigen Wachstums von 1,0 Prozent errechnet sich nun ein fairer Ertragswert für das Eigenkapital von 332,8 Mio. Euro oder 21,47 Euro je Aktie. Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 21,50 Euro je Aktie ab. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert als überdurchschnittlich ein (5 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 19,00 und 25,10 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
EK-Kostensatz					
10,1%	25,1	24,3	23,7	23,1	22,6
10,5%	23,7	23,1	22,5	22,0	21,6
11,1%	22,5	22,0	21,5	21,0	20,6
11,5%	21,4	20,9	20,5	20,1	19,8
12,1%	20,4	20,0	19,6	19,3	19,0

Fazit

mutares schafft aktuell mit Investitionen in die Infrastruktur und in seine personellen Kapazitäten die Voraussetzungen, um das Wachstumstempo künftig noch einmal deutlich zu beschleunigen. Das ist auch notwendig, um das kommunizierte Ziel, ein Konzernumsatz von 1,8 Mrd. Euro im Jahr 2018, noch erreichen zu können. Die aktuelle Periode stufen wir als ein Übergangsjahr ein, in dem die Akquisitionstätigkeit vermutlich unterdurchschnittlich ausfallen wird. Zum Halbjahr hat der Konzern zudem einen deutlichen operativen Gewinnrückgang ausweisen müssen, der maßgeblich auf die rückläufige Geschäftstätigkeit der wichtigen Beteiligung Eupec zurückzuführen sein dürfte, die unter der derzeit niedrigen Investitionstätigkeit in der Öl- und Gasindustrie leidet. Das führte auch zu einer Reduktion des gemeldeten Beteiligungswertes (zusammen mit der im selben Sektor tätigen BSL) und war maßgeblich verantwortlich für den Rückgang des von mutares veröffentlichten Net Asset Value des Portfolios von

351,9 Mio. Euro Ende Dezember auf 310,9 Mio. Euro per 30. Juni.

Für das zweite Halbjahr zeigt sich der Vorstand aber optimistisch. Einige Portfoliogesellschaften haben dann ihre saisonal stärkere Phase, zudem erwartet das Management deutliche Fortschritte bei der Restrukturierung einiger Portfoliogesellschaften. In Summe soll der Konzern das Jahr positiv abschließen.

Wir haben unsere Schätzungen zum Portfolio sowie den Kauf- und Verkaufsaktivitäten überarbeitet und auf dieser Basis einen fairen Wert von 21,50 Euro je Aktie ermittelt. Auf dieser Basis stufen wir mutares weiterhin mit „Speculative Buy“ ein. Abgesichert werden dürfte der Titel durch die attraktive Dividendenrendite. Aus der in diesem Jahr vorgenommenen Ausschüttung errechnet sich auf Basis des aktuellen Kurses eine Rendite von rund 5 Prozent, für die laufende Finanzperiode sehen wir Potenzial für eine ähnlich hohe Dividende.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
AKTIVA									
I. AV Summe	87,6	99,8	126,2	143,6	150,8	161,6	175,2	191,2	209,0
1. Immat. VG	5,1	5,2	5,4	5,6	5,7	5,9	6,1	6,3	6,4
2. Sachanlagen	81,9	93,9	120,2	137,4	144,4	155,0	168,5	184,3	201,9
II. UV Summe	336,5	331,0	377,8	455,1	525,5	594,8	672,2	757,8	851,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	73,3	67,5	75,8	93,4	102,8	112,1	129,7	155,4	188,7
II. Unterschiedsbetrag	51,5	56,5	71,5	86,5	101,5	116,5	131,5	146,5	161,5
III. Rückstellungen	141,2	132,6	167,0	203,2	240,0	277,2	314,8	352,8	391,1
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	160,8	174,4	189,9	215,8	232,2	250,8	271,6	294,5	319,7
BILANZSUMME	426,8	431,0	504,3	598,9	676,5	756,6	847,6	949,2	1.060,9

Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	683,8	710,2	900,4	1.179,1	1.379,1	1.579,1	1.779,1	1.979,1	2.179,1
Gesamtleistung	655,4	716,2	881,4	1.160,1	1.360,1	1.560,1	1.760,1	1.960,1	2.160,1
Rohertrag	218,1	267,4	314,1	417,3	491,3	565,3	639,3	713,3	787,3
EBITDA	39,9	28,0	48,5	69,4	84,4	99,4	114,4	129,4	144,4
EBIT	19,6	11,6	29,7	45,4	57,0	70,6	83,4	95,7	107,6
EBT	11,9	7,5	25,4	43,2	55,1	68,9	82,0	94,4	106,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,8	4,2	16,5	28,1	35,8	44,8	53,3	61,4	69,2
JÜ	7,9	4,4	16,5	28,1	35,8	44,8	53,3	61,4	69,2

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	-45,3	-35,8	36,7	51,9	46,4	51,2	55,7	60,1	64,2
CF aus Investition	34,5	1,4	-12,2	-5,1	5,3	4,3	3,7	3,5	3,8
CF Finanzierung	12,6	-0,8	4,4	6,8	-8,9	-17,7	-17,7	-17,5	-17,6
Liquidität Jahresanfa.	69,8	74,5	39,3	68,2	121,8	164,7	202,4	244,2	290,2
Liquidität Jahresende	74,5	39,3	68,2	121,8	164,7	202,4	244,2	290,2	340,7

Konzern-Kennzahlen

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	5,5%	3,9%	26,8%	31,0%	17,0%	14,5%	12,7%	11,2%	10,1%
Rohtragsmarge	31,9%	37,6%	34,9%	35,4%	35,6%	35,8%	35,9%	36,0%	36,1%
EBITDA-Marge	5,8%	3,9%	5,4%	5,9%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%
EBIT-Marge	2,9%	1,6%	3,3%	3,9%	4,1%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%
EBT-Marge	1,7%	1,1%	2,8%	3,7%	4,0%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,2%	0,6%	1,8%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,2%

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), 4), 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 Kurservartung 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
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)
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.