

25. November 2016

Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research

mutares AG

Wachstumsschub durch Übernahmen

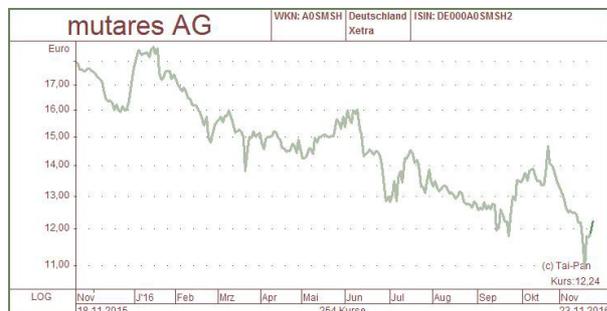
Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **12,70 Euro** | Kursziel: **22,00 Euro**

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) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Transaktionsdynamik nimmt deutlich zu



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	3.137 (Konzern 1. HJ)
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A0SM5H2
Kurs:	12,70 Euro
Marktsegment:	Entry Standard
Aktienzahl:	15,5 Mio. Stück
Market Cap:	196,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	181,9 Mio. Euro
Free-Float:	46 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	18,725 / 10,695 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	73,1 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	683,8	710,2	1.050,4
EBIT (Mio. Euro)	19,6	11,6	41,0
JÜ (AG)*	9,5	8,1	9,0
EpS (AG)*	0,61	0,53	0,58
Dividende (AG)*	0,60	0,53	0,58
Umsatzwachstum	5,5%	3,9%	47,9%
Gewinnwachstum	92,8%	-14,1%	10,9%
KUV	0,29	0,28	0,19
KGV	20,8	24,2	21,8
KCF	-	-	-
EV / EBIT	9,3	15,6	4,8
Dividendenrendite	4,7%	4,1%	4,6%

*AG-Einzelschluss

Aktuelle Entwicklung

Die Zahlen von mutares für das dritte Quartal waren noch relativ unspektakulär. Obwohl die Beteiligungen STS, Elastomer und Geesinknorba organisch deutlich zulegen konnten, lag der Umsatz mit 159,3 Mio. Euro aufgrund von Änderungen des Konsolidierungskreises leicht unter dem Vorjahreswert (163,7 Mio. Euro). Auf Konzernebene hat mutares ein EBITDA von 4,2 Mio. Euro erzielt (Vorjahr: 6,3 Mio. Euro), trotz der vermutlich deutlich verschlechterten Profitabilität der Beteiligung Eupec. Nach neun Monaten wurde kumuliert ein Umsatz von 469,9 Mio. Euro (Vorjahr: 475,3 Mio. Euro) und ein EBITDA von 8,2 Mio. Euro (Vorjahr: 19,2 Mio. Euro) erwirtschaftet. Nun zeichnet sich aber eine deutlich höhere Dynamik ab. Nach einer längeren Vorbereitungszeit hat das Management mehrere Transaktionen zum Abschluss gebracht. Als Stärkung für die Tochter STS, ein Automobilzulieferer, werden zwei Werke der französischen Mecaplast Gruppe sowie neun Werke der Plastic Omnium Gruppe (Umsatz 70 bzw. 190 Mio. Euro) übernommen. Zudem wurde der Anlagenbauer Balcke-Dürr (Umsatz 142 Mio. Euro) erworben.

Fazit

Mit den jüngsten Transaktionen hat mutares die Plattformstrategie mit fünf Investitionsschwerpunkten untermauert. Zudem dürfte der Konzern dank der Übernahmen im nächsten Jahr die Schallmauer von 1 Mrd. Euro Umsatz durchbrechen. Wir haben unsere Wachstumsprognosen entsprechend angehoben. In unserer Gewinnplanung für 2016 ist noch ein Exit eingeplant, der möglicherweise aber auch erst 2017 realisiert wird – diese Verschiebung hätte aber keine größeren Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis. Nach der Anpassung unseres Modells (siehe S. 3) liegt unser neues Kursziel bei 22,00 Euro je Aktie (zuvor 21,50 Euro), das Urteil lautet nach wie vor „Speculative Buy“.

Anhang I: AG-GUV

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	11,2	14,4	18,7	26,2	39,3	55,0	71,5
EBT	9,0	10,0	13,4	18,0	25,7	38,9	55,0	71,9
JÜ	8,1	9,0	12,0	16,2	23,1	35,0	49,5	64,7
Diskontierungsfaktor	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47
Abgezinster Gewinn	8,0	8,0	9,6	11,6	14,9	20,4	25,9	30,5
Terminal Value	212,3							
Ertragswert	341,1							

SMC-Schätzungen

Modellanpassungen

Mit der Plattformstrategie, die fünf Investitionsschwerpunkte und Add-on-Akquisitionen für bestehende Beteiligungen vorsieht – letztere sind nicht unbedingt Sanierungsfälle – verfolgt mutares nun einen klaren Buy-and-build-Ansatz, um das Wertsteigerungspotenzial der Töchter mit einem strategischen Turnaround über mehrere Jahre zu heben. Relativ schnelle Exits nach dem operativen Turnaround, der in der Regel in den ersten zwei Jahren erfolgt, stehen nicht mehr im Zentrum der Strategie. Wir haben das in unserem Modell abgebildet. Für die nächsten Jahre erwarten wir nun deutlich geringere Entkonsolidierungserfolge (Zeile Erträge Betei-

ligungen), die aber anschließend auf Basis einer erfolgreichen Entwicklungsarbeit, verbunden mit einem hohen Erlöswachstum der Töchter, im Verlauf des Detailprognosezeitraums spürbar zunehmen. Aufgrund der längeren Entwicklungszeit gehen wir davon aus, dass das Unternehmen insgesamt höhere Gewinne erzielen kann, als bislang von uns angenommen, was durch den Diskontierungseffekt allerdings etwas geschmälert wird. Per Saldo ergibt sich ein leicht erhöhter Ertragswert von 341,1 Mio. Euro (oder 22,01 Euro je Aktie), korrespondierend mit einem neuen Kursziel von 22,00 Euro.

Anhang II: 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	114,0	145,1	169,2	181,3	195,9	212,7	231,2	251,0
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	108,1	139,0	163,0	174,9	189,4	206,0	224,3	243,9
II. UV Summe	336,5	374,8	423,6	496,2	563,2	637,3	714,0	789,4	861,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	73,3	67,5	81,4	112,8	152,9	200,4	250,3	298,5	342,5
II. Unterschiedsbetrag	51,5	101,5	141,5	171,5	186,5	201,5	216,5	231,5	246,5
III. Rückstellungen	141,2	145,5	150,1	154,8	159,6	164,5	169,5	174,4	179,5
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	174,5	196,0	226,6	245,7	267,1	290,6	316,3	344,3
BILANZSUMME	426,8	489,0	568,9	665,6	744,7	833,4	926,9	1.020,7	1.112,8

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	1.050,4	1.479,1	1.779,1	1.979,1	2.179,1	2.379,1	2.579,1
Gesamtleistung	655,4	716,2	1.031,4	1.460,1	1.760,1	1.960,1	2.160,1	2.360,1	2.560,1
Rohertrag	218,1	267,4	369,6	528,3	639,3	713,3	787,3	861,3	935,3
EBITDA	39,9	28,0	59,8	91,9	114,4	129,4	144,4	159,4	174,4
EBIT	19,6	11,6	38,2	64,1	81,8	94,5	106,6	118,2	129,6
EBT	11,9	7,5	34,0	62,1	80,2	93,0	105,3	117,2	128,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,8	4,2	22,1	40,4	52,1	60,4	68,5	76,2	83,6
JÜ	7,9	4,4	22,1	40,4	52,1	60,4	68,5	76,2	83,6

Anhang III: 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	-22,9	15,2	36,6	31,8	36,6	41,2	45,4	49,3
CF aus Investition	34,5	-12,8	-19,7	-15,6	-4,7	-5,7	-6,3	-6,5	-6,2
CF Finanzierung	12,6	44,3	32,3	22,0	4,3	3,6	-1,7	-11,1	-22,4
Liquidität Jahresanfa.	69,8	74,5	83,1	111,0	154,0	185,4	219,9	253,0	280,8
Liquidität Jahresende	74,5	83,1	111,0	154,0	185,4	219,9	253,0	280,8	301,5

Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	5,5%	3,9%	47,9%	40,8%	20,3%	11,2%	10,1%	9,2%	8,4%
Rohtragsmarge	31,9%	37,6%	35,2%	35,7%	35,9%	36,0%	36,1%	36,2%	36,3%
EBITDA-Marge	5,8%	3,9%	5,7%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%
EBIT-Marge	2,9%	1,6%	3,6%	4,3%	4,6%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%
EBT-Marge	1,7%	1,1%	3,2%	4,2%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,2%	0,6%	2,1%	2,7%	2,9%	3,1%	3,1%	3,2%	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 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), 4)

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
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)
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, ein Update, 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.