

23. August 2017

**Research-Comment**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

**mutares AG**

Weiterer Anstieg beim NAV

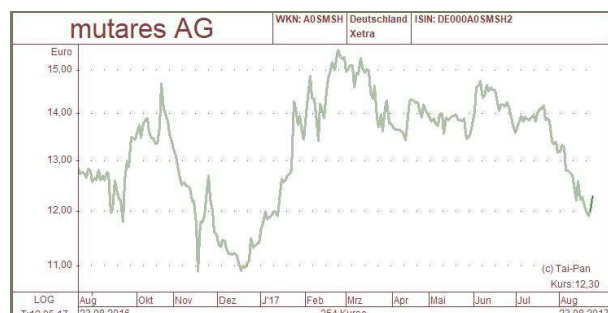
Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **12,00 Euro** | Kursziel: **21,00 Euro**

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

# Automotive-Segment gewinnt weiter an Gewicht



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Beteiligungsgesellschaft
<b>Mitarbeiter:</b>	3.200
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A0SM5H2
<b>Kurs:</b>	12,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	15,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	186,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	182,5 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	46 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	15,825 / 10,695 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	166 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	647,6	1.096,7	1.509,6
EBIT (Mio. Euro)	4,5	16,0	19,5
JÜ (AG)*	5,5	18,1	11,1
EpS (AG)*	0,36	1,17	0,71
Dividende (AG)*	0,35	0,88	0,56
Umsatzwachstum	-5,3%	69,4%	37,6%
Gewinnwachstum	-41,8%	228,0%	-38,8%
KUV	0,29	0,17	0,12
KGV	33,7	10,3	16,8
KCF	-	14,1	9,0
EV / EBIT	40,6	11,4	9,3
Dividendenrendite	2,9%	7,3%	4,6%

\*AG-Einzelabschluss

## Aktuelle Entwicklung

mutares hat den Net Asset Value (NAV) per 30. Juni veröffentlicht, mit 319,4 Mio. Euro lag dieser rund 4 Prozent über der Schätzung zu Jahresbeginn (307,9 Mio. Euro). Der Zuwachs ist dem Segment Automotive zu verdanken, das operative Fortschritte verzeichnet hat und im Rahmen einer Buy-and-build-Strategie unter dem Dach der Tochter STS weiter dynamisch ausgebaut werden konnte. Nachdem im Juni eine Produktionsstätte des Schweizer Autoneum-Konzerns in Brasilien (mittelfristiges Umsatzziel: 12 Mio. Euro) übernommen wurde, konnte im Juli die im letzten Jahr angekündigte Akquisition des Nutzfahrzeuggeschäfts der Plastic-Omnium-Gruppe (Umsatz ca. 200 Mio. Euro) abgeschlossen werden. Der NAV-Beitrag des Automotive-Segments hat sich infolgedessen im ersten Halbjahr von 104,7 auf 144 Mio. Euro erhöht. Gesunken sind die Wertbeiträge der Bereiche Consumer Goods & Logistics (von 28,2 auf 14,0 Mio. Euro) nach der Veräußerung von Grosbill Anfang August sowie Engineering & Technology (von 64,9 auf 60,5 Mio. Euro), da der Wertansatz von GeesinkNorba auf Null gesetzt wurde.

## Fazit

mutares hat den errechneten Substanzwert im ersten Halbjahr gesteigert. Deutlich an Gewicht gewonnen hat dabei das Segment Automotive, während die übrigen Bereiche in etwa stagnierten oder rückläufig waren. Der hohe Anteil der Automotive-Aktivitäten am NAV von aktuell ca. 45 Prozent könnte im derzeit nicht leichten Umfeld insbesondere für die LKW-Branche für den relativ hohen Abschlag der mutares-Aktie auf den inneren Wert verantwortlich sein. Wir haben in Reaktion auf die Zahlen und die jüngsten Transaktionen unser Modell überarbeitet (siehe S. 3), sehen den fairen Wert nun bei 21,00 Euro und bleiben bei unserem Votum „Buy“.

## Anhang I: AG-GUV

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	0,96	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49
Abgezinster Gewinn	17,4	9,7	11,4	13,5	15,7	18,4	21,5	24,9
Terminal Value	192,5							
<b>Ertragswert</b>	<b>325,0</b>							

*SMC-Schätzungen*

### Modellanpassungen

mutares hat Anfang August den Verkauf der Anteile an dem französischen Online-Händler Grosbill an den Gründer des Unternehmens vermeldet. Zuvor hatte bereits ein sogenannter „Ad-hoc-Bevollmächtigter“ die Gesellschaft begleitet, der bei einer Bestandsgefährdung eingeschaltet wird. Daher dürfte aus der Transaktion kein Ergebnisbeitrag resultieren, wir hatten Grosbill schon im Vorfeld nicht mehr in unserem Bewertungsmodell erfasst. Bezüglich der im letzten Unternehmensbericht ebenfalls als bestandsgefährdet eingestuftes GeesinkNorba haben wir hinsichtlich des Umsatzbeitrags im Modell noch keine Änderung vorgenommen, obwohl das Management den Wertansatz auf Null korrigiert hat. Wir rechnen nun aber nicht mehr damit, dass die Anteile von GeesinkNorba noch mit Gewinn verkauft werden

können und haben das in unserer Kalkulation angepasst. Einen größeren Einfluss auf das künftige Ergebnispotenzial hat indes die fortgesetzte NAV-Reduktion des Bereichs Construction & Infrastructure (von 69,4 Mio. Euro zu Jahresbeginn auf 43 Mio. Euro per 30.06.) aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen für Eupec und BSL. Insgesamt haben wir deswegen die von uns unterstellten künftigen Erträge aus Beteiligungen reduziert. Infolgedessen sehen wir den fairen Wert nun bei 21,00 Euro je Aktie. Der hohe Abschlag, mit dem die Aktie gehandelt wird, – auch in Relation zum NAV – rechtfertigt weiter die Einstufung „Buy“, obwohl das deutlich gestiegene Gewicht des Segments Automotive eine etwas höhere Risikoposition bedingt.

## Anhang II: 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	117,7	159,7	191,0	209,9	233,7	261,5	292,6	326,5	362,7
1. Immat. VG	6,7	10,0	13,3	16,6	19,9	23,2	26,5	29,8	33,1
2. Sachanlagen	110,1	146,2	174,2	189,8	210,3	234,8	262,6	293,2	326,1
II. UV Summe	351,3	401,7	455,8	512,7	564,2	626,2	697,7	773,3	851,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	57,2	61,4	60,8	72,5	95,9	131,1	176,3	225,5	276,8
II. Unterschiedsbetrag	55,2	105,2	145,2	175,2	190,2	205,2	220,2	235,2	250,2
III. Rückstellungen	161,8	176,7	192,3	208,3	224,3	240,6	257,0	273,6	290,3
<b>IV. Fremdkapital</b>									
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	222,3	252,6	270,7	291,5	314,9	340,9	369,6	401,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>473,1</b>	<b>565,6</b>	<b>651,0</b>	<b>726,7</b>	<b>802,0</b>	<b>891,8</b>	<b>994,4</b>	<b>1.103,9</b>	<b>1.218,5</b>

### 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	1.096,7	1.509,6	1.809,6	2.109,6	2.409,6	2.709,6	3.009,6	3.309,6
Gesamtleistung	652,6	1.077,7	1.490,6	1.790,6	2.090,6	2.390,6	2.690,6	2.990,6	3.290,6
Rohertrag	225,9	353,9	495,8	599,9	704,6	809,9	915,8	1.019,3	1.122,8
EBITDA	20,7	34,7	44,4	57,0	75,9	96,7	116,5	131,5	146,5
EBIT	4,5	16,0	19,5	27,4	43,7	60,9	76,6	86,8	96,6
EBT	-2,3	9,9	13,8	21,9	38,3	55,7	71,6	82,2	92,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,3	9,6	13,1	20,3	34,9	50,2	64,5	74,0	83,1
JÜ	-5,4	9,6	13,1	20,3	34,9	50,2	64,5	74,0	83,1

## Anhang III: 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	13,2	20,6	11,5	22,2	34,1	45,4	52,0	58,1
CF aus Investition	24,2	-28,1	-23,1	-12,2	-16,1	-19,6	-22,7	-25,4	-27,6
CF Finanzierung	1,9	46,1	26,5	21,4	3,2	-0,7	-5,4	-11,1	-18,3
Liquidität Jahresanfa.	74,5	60,7	91,8	115,8	136,4	145,7	159,5	176,8	192,2
Liquidität Jahresende	60,7	91,8	115,8	136,4	145,7	159,5	176,8	192,2	204,5

### Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	-5,3%	69,4%	37,6%	19,9%	16,6%	14,2%	12,5%	11,1%	10,0%
Rohtragsmarge	34,9%	32,3%	32,8%	33,2%	33,4%	33,6%	33,8%	33,9%	33,9%
EBITDA-Marge	3,2%	3,2%	2,9%	3,2%	3,6%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%
EBIT-Marge	0,7%	1,5%	1,3%	1,5%	2,1%	2,5%	2,8%	2,9%	2,9%
EBT-Marge	-0,4%	0,9%	0,9%	1,2%	1,8%	2,3%	2,6%	2,7%	2,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-0,8%	0,9%	0,9%	1,1%	1,7%	2,1%	2,4%	2,5%	2,5%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

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

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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)

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
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)
08.07.2015	Buy	26,50 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.