

15. August 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mutares SE & Co. KGaA

## Ziele nach Halbjahreszahlen bekräftigt

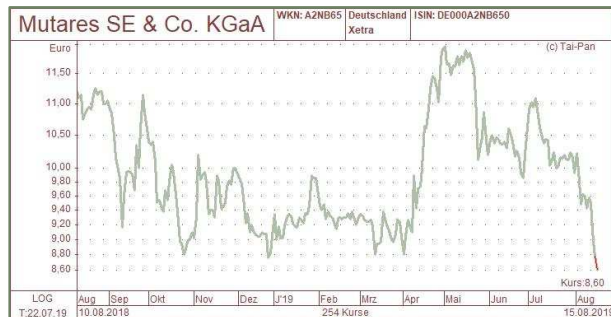
Urteil: Speculative Buy (zuvor: Buy) | Kurs: 8,78 Euro | Kursziel: 14,80 Euro

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**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

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Beteiligungsgesellschaft
<b>Mitarbeiter:</b>	>6.000
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2NB650
<b>Ticker:</b>	MUX:GR
<b>Kurs:</b>	8,78 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	15,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	136,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	115,4 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	58 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	12,26 / 8,57 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	250,6 Tsd. Euro / Tag

Im ersten Halbjahr 2019 ist der Konzernumsatz von Mutares um 5,1 Prozent auf 443,2 Mio. Euro zurückgegangen. Ausschlaggebend dafür waren rückläufige Erlöse der börsennotierten Tochter STS, die unter der schwachen Branchenkonjunktur im Automotive-Sektor gelitten hat, sowie der Beteiligungen im Segment Goods & Services, die überwiegend mit einer abflauenden Nachfrage und einer gestiegenen Wettbewerbsintensität konfrontiert wurden. Auf bereinigter Basis konnte nur noch ein ausgeglichenes EBITDA erreicht werden, wofür unter anderem der erwartungsgemäß negative operative Ergebnisbeitrag der jüngsten Neuerwerbungen (-6,0 Mio. Euro) verantwortlich war. Gleichzeitig sorgten aber die zahlreichen Akquisitionen (allein sieben in diesem Jahr, wovon fünf im ersten Halbjahr abgeschlossen wurden) für Erträge aus Bargain Purchases in Höhe von rund 70 Mio. Euro, so dass das berichtete EBITDA von 21,6 auf 67,1 Mio. Euro gestiegen ist. Für den weiteren Jahresverlauf hat das Management weitere Transaktionen angekündigt. Dazu zählt auch ein angestrebter Exit, der einen substanziellen Ergebnisbeitrag leisten und erneut eine hohe Dividendenzahlung ermöglichen soll.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	650,1	899,7	865,1	1.123,0	1.423,0	1.573,0
EBIT (Mio. Euro)	34,6	40,0	19,4	46,9	14,8	30,6
Jahresüberschuss (AG)*	5,5	17,6	20,1	16,2	17,7	19,4
EpS (AG)*	0,36	1,14	1,29	1,04	1,14	1,25
Dividende je Aktie	0,35	1,00	1,00	1,00	1,05	1,09
Umsatzwachstum	-4,9%	38,4%	-3,8%	29,8%	26,7%	10,5%
Gewinnwachstum	-41,8%	219,4%	13,9%	-19,4%	9,3%	9,7%
KUV	0,21	0,15	0,16	0,12	0,10	0,09
KGV (AG)*	24,7	7,7	6,8	8,4	7,7	7,0
KCF	-	-	-	-	96,7	14,9
EV / EBIT	3,3	2,9	5,9	2,5	7,8	3,8
Dividendenrendite	4,0%	11,4%	11,4%	11,4%	12,0%	12,5%

\*AG-Einzelabschluss

## Umwandlung abgeschlossen

Mutares hat im laufenden Jahr den Wachstumsprozess mit bislang sieben Akquisitionen (von denen eine noch nicht abgeschlossen ist) fortgesetzt. Als organisatorische Antwort auf die steigende Komplexität, die mit dem Konzernwachstum einhergeht, hatte die Hauptversammlung auf Vorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat dem Rechtsformwechsel von einer Aktiengesellschaft in eine SE & Co. KGaA zugestimmt, um die Wettbewerbsvorteile einer schnellen Entscheidungsfindung und einer großen Flexibilität bei der Durchführung von Transaktionen zu erhalten. Im Juli wurde dieser Schritt mit der Eintragung in das Handelsregister abgeschlossen. Während die Aktionäre nun Kommanditisten sind, werden die Geschäfte von der Komplementärin, der Mutares Management SE, geführt. Deren Vorstand besteht mit Robin Laik (CEO), Mark Friedrich (CFO) und Kristian Schleede (CRO) zum größten Teil aus vormaligen Vorstandsmitgliedern der Aktiengesellschaft. Neu berufen wurde nur Johannes Laumann als CIO, der bereits seit 2016 zum Mutares-Team zählt und bislang leitend im Beteiligungsmanagement aktiv war. Der langjährige Mutares-Vorstand Dr. Wolf Cornelius ist im Zuge des Umbaus ausgeschieden, wird aber als Senior Advisor weiter zur Verfügung stehen.

## Mehrere Add-ons für Donges

Ein Schwerpunkt der Akquisitionstätigkeit in diesem Jahr war der Ausbau der Donges Group zu einem europaweit aktiven Komplettanbieter für Brücken, Stahlbau, Dach- und Fassadensysteme. Nachdem das Leistungsspektrum und die regionale Präsenz von Donges im ersten Quartal durch die Add-on-Akquisitionen von Normek Oy (Umsatz 65 Mio. Euro) und FDT (54 Mio. Euro) und im zweiten Quartal durch die Eingliederung der Mutares-Beteiligung Norsilk erweitert wurden, folgte im Juli die dritte Transaktion. Es handelt sich hierbei um Ruukki Building Systems, einen Anbieter für Gebäudesystemlösungen, der mit einem für 2019 erwarteten Jahresumsatz von 130 Mio. Euro den größten Wettbewerber von Normek Oy in Finnland darstellt, weswegen die Transaktion noch unter dem Zustimmungsvorbehalt der Wettbewerbsbehörden steht. Im Fall eines positiven Be-

scheids rechnet Mutares mit einem Abschluss Ende dieses oder Anfang nächsten Jahres.

## Aufbau weiterer Plattformen

Die übrigen vier Übernahmen aus 2019 konnten hingegen bereits umgesetzt werden und stellen allesamt neue Plattforminvestments dar, die nach einer erfolgreichen Restrukturierung selbst mit Add-on-Zukäufen gestärkt werden sollen. Mit TréfilUnion SAS (Umsatz 42 Mio. Euro) und keeper GmbH (65 Mio. Euro) sind zwei davon im Segment Goods & Services angesiedelt, die beiden anderen (KICO, Umsatz 101 Mio. Euro) und Plati (38 Mio. Euro) zählen zum Bereich Automotive & Mobility. Das letztgenannte Unternehmen ist ein Sonderfall, da Mutares entgegen der üblichen Vorgehensweise nur einen Anteil von 80 Prozent erworben hat, während die restlichen 20 Prozent beim Vorbesitzer, der chinesischen Deren-Gruppe, verbleiben. Eine wichtige Rolle dürften dabei die möglichen Synergien mit Elastomer gespielt haben, da Plati als Produzent von Kabelbäumen, Spezialkabeln und Steckverbindern in einem verwandten Segment des Automobilzuliefermarktes aktiv ist.

## Automotive-Geschäft rückläufig

Die aus den Zu- und Verkäufen resultierenden Konsolidierungseffekte haben die Entwicklung der drei Geschäftssegmente von Mutares in unterschiedlichem Ausmaß beeinflusst. Im Bereich Automotive & Mobility wurden die Resultate vor allem durch die operative Performance der Bestandsgesellschaften STS und Elastomer geprägt, da Plati lediglich für einen Monat und KICO erst nach dem Halbjahresstichtag erfasst wurden. Die börsennotierte Tochter STS hat im ersten Halbjahr unter einem ausgelaufenen größeren Auftrag und einer schwachen Nachfrageentwicklung in China und Europa gelitten, die zu niedrigen Abrufzahlen führte. Durch neu akquirierte Aufträge konnte das noch nicht kompensiert werden, da diese erst mit einer längeren Vorlaufzeit umsatzwirksam werden. Infolgedessen reduzierten sich der Umsatz und das um Sonderfaktoren bereinigte EBITDA um 11,2 Prozent (auf 193,8 Mio. Euro) bzw. um 38,9 Prozent (auf 10,1 Mio. Euro). Elastomer hat hingegen nach einem

schwachen Jahr 2018 umfangreiche Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet, die bei einem stabilen Umsatz ein wieder leicht positives bereinigtes EBITDA ermöglicht haben. In Summe haben die Segmenterlöse im ersten Halbjahr um 10 Prozent auf 214,5 Mio. Euro abgenommen, das bereinigte EBITDA reduzierte sich um 21 Prozent auf 11 Mio. Euro. Demgegenüber hat das berichtete EBITDA um 60 Prozent auf 12,5 Mio. Euro zugelegt, da im Vorjahr noch umfangreiche Sondereffekte bei STS belastet hatten und zudem ein Bargain Purchase in Höhe von 1,9 Mio. Euro aus der Plati-Akquisition verbucht werden konnte.

Automotive & Mobility	6M 2018	6M 2019	Änderung
Umsatz	237,2	214,5	-10%
EBITDA	7,8	12,5	+60%
adj. EBITDA	13,9	11,0	-21%

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

### Engineering & Technology: Zukäufe treiben das Wachstum

Einen deutlich größeren positiven Effekt aus Bargain Purchases in Höhe von insgesamt 11,3 Mio. Euro hatte die Übernahme von FDT und Normek Oy durch Donges im Segment Engineering & Technology. Trotzdem lag das berichtete Segment-EBITDA mit 1,9 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert (4,7 Mio. Euro), da die Neuerwerbungen von Donges und die 2018 akquirierte Gemini Rail Group das operative Ergebnis noch mit insgesamt 4,7 Mio. Euro belastet haben. Auch Balcke-Dürr hat im ersten Halbjahr noch defizitär gearbeitet, da das margenstarke Servicegeschäft in diesem Jahr saisonal etwa zwei Monate später angezogen hat als im Vorjahr. Infolgedessen ist das um Sondereffekte (Bargain Purchases und Restrukturierungsaufwendungen) bereinigte EBITDA des Engineering & Technology-Segments mit -6,9 Mio. Euro (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro) deutlich negativ ausgefallen. Der Bereichsumsatz wurde hingegen maßgeblich dank der erfassten Zukäufe um 87 Prozent auf 184,8 Mio. Euro ausgeweitet, wobei auch der in diesem Segment erfasste Spezialist für Pipelinebeschichtungen, Eupec, einen Wachstumsbeitrag geleistet hat.

Engineering & Technology	6M 2018	6M 2019	Änderung
Umsatz	98,7	184,8	+87%
EBITDA	4,7	1,9	-60%
adj. EBITDA	-0,1	-6,9	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

### Goods & Services: Sondereffekte dominieren

Im dritten Bereich Goods & Services leisteten Konsolidierungseffekte hingegen einen maßgeblichen Beitrag zum Umsatzrückgang um 16 Prozent auf 43,9 Mio. Euro, da der letztjährige Umsatzbeitrag der inzwischen verkauften Beteiligungen Artmadis und Zanders durch die Neuzugänge TréfilUnion und keeper aufgrund des späten Konsolidierungszeitpunkts noch nicht kompensiert werden konnte. Aber auch die organische Entwicklung der Bestandsgesellschaften war durchwachsen, was Mutares mit einer insgesamt zurückhaltenden Nachfrage und mit intensivem Wettbewerb begründet. Die Verschärfung des Wettbewerbs führte bei dem Hülsenkartonhersteller Cenpa zu einem spürbaren Umsatzrückgang, während Klann (ein Spezialist für hochwertige Blechverpackungen) von verzögerten und nicht realisierten Kundenaufträgen berichtet und der Produzent von Edelstahlrohren, La Meusienne, wegen der Bereinigung des Sortiments um margenschwache Produkte geschrumpft ist. Trotz der durchgeführten Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität und des Abgangs defizitärer Gesellschaften drehte das bereinigte EBITDA von +1,8 auf -2,0 Mio. Euro in den negativen Bereich. Das berichtete EBITDA profitierte hingegen von hohen Bargain Purchases aus den Übernahmen von TréfilUnion und keeper (insgesamt 57,5 Mio. Euro) und vervielfachte sich infolgedessen von 1,6 auf 55,5 Mio. Euro.

Goods & Services	6M 2018	6M 2019	Änderung
Umsatz	52,3	43,9	-16%
EBITDA	1,6	55,5	+3.369%
adj. EBITDA	1,8	-2,0	-

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*



## Konzern: Erlösrückgang im 1. Halbjahr

Insgesamt haben Konsolidierungseffekte im ersten Halbjahr rein rechnerisch einen positiven Beitrag zum Konzernwachstum in Höhe von 16,3 Mio. Euro geleistet. Dieser resultiert aus dem Saldo der Umsatzbeiträge der in der zweiten Jahreshälfte 2018 und im ersten Halbjahr 2019 neu erworbenen Gesellschaften (63,5 und 31,7 Mio. Euro) und der Vorjahreserlöse der inzwischen entkonsolidierten Unternehmen (78,9 Mio. Euro). Aus dem berichteten Rückgang des Konzernumsatzes um 5 Prozent auf 443,2 Mio. Euro errechnet sich damit ein organischer Erlösrückgang um rund 40 Mio. Euro.

Konzernzahlen	6M 2018	6M 2019	Änderung
Umsatz	467,0	443,2	-5,1%
EBITDA	21,6	67,1	+210,6%
adj. EBITDA	9,3	0,0	-
EBIT	5,1	45,8	+798,0%
Nettoergebnis	-0,8	37,4	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Ergebnis profitiert von Sondereffekten

Das um Sondereffekte bereinigte Konzern-EBITDA reduzierte sich um 9,3 auf 0,0 Mio. Euro, wovon rund 6 Mio. Euro auf den negativen Ergebnisbeitrag der Akquisitionen der letzten zwölf Monate (Gemini, FTD, Normek, Plati und TréfilUnion) zurückzuführen sind. Demgegenüber profitierte das berichtete EBITDA massiv von den Bargain Purchases und erhöhte sich von 21,6 auf 67,1 Mio. Euro, was eine kräftige Verbesserung des EBIT (von 5,1 auf 45,8 Mio. Euro) und des Nettoergebnisses (von -0,8 auf 37,4 Mio. Euro) ermöglichte.

## Free-Cashflow negativ

Da die Bargain Purchases in Höhe von insgesamt 70,8 Mio. Euro nicht cashflow-relevant sind und in der Kapitalflussrechnung des ersten Halbjahres entsprechend bereinigt wurden, belief sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit auf -44,2 Mio. Euro (Vorjahr -18,1 Mio. Euro), was im Sanierungsgeschäft gerade in Phasen mit zahlreichen Akquisitionen aber üblich ist. Dem stand ein positiver Investitions-

Cashflow von 31,4 Mio. Euro gegenüber, vor allem dank den Einzahlungen aus Zugängen zum Konsolidierungskreis in Höhe von 24,5 Mio. Euro („Mitgift“) sowie aus Abgängen von zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten (18,9 Mio. Euro). Der daraus resultierende Free-Cashflow von -12,9 Mio. Euro führte in Verbindung mit dem negativen Finanzierung-Cashflow in Höhe von -14,6 Mio. Euro wegen der Dividendenausschüttung (-15,2 Mio. Euro) zu einer Reduktion der Konzernliquidität von 108,1 auf 80,9 Mio. Euro (inkl. wechselkursbedingter Änderungen: 0,3 Mio. Euro), die somit 8,9 Prozent der Bilanzsumme entspricht. Das Eigenkapital beträgt zum Bilanzstichtag 229,3 Mio. Euro (+21,2 Mio. Euro zum Vorjahr), woraus sich eine Eigenkapitalquote von 27,2 Prozent errechnet. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahreswert (33,0 Prozent) resultiert im Wesentlichen aus der Bilanzverlängerung wegen der Verbuchung der Akquisitionen und aus der neuen bilanziellen Erfassung von Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 (Effekt insgesamt 79 Mio. Euro).

Segmente	NAV 12/18	NAV 03/19	NAV 06/19
A&M	56,2	51,6	44,8
E&T	104,5	110,2	125,0
G&S	21,0	21,5	16,5
Nettofinanzmittel	21,2	22,5	9,4
<b>Gesamt</b>	<b>202,9</b>	<b>205,9</b>	<b>195,7</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>13,32</b>	<b>13,51</b>	<b>12,85</b>

in Mio. Euro bzw. Euro; Quelle: Unternehmen

## Aktualisierung des NAV

Die jüngste Geschäftsentwicklung hat auch zu größeren Anpassungen beim Net Asset Value geführt. Deutlich höher (+20 Mio. Euro auf 40 Mio. Euro) wird nun der Wert der Donges Group eingestuft, was auf die erfolgreiche Restrukturierung des Zukaufs Kalzip und die Neupositionierung der in Q1 erworbenen Tochter Normek zurückzuführen ist. Infolgedessen hat sich der NAV-Beitrag des Segments Engineering & Technologie zwischen März und Juni von 110,2 auf 125 Mio. Euro erhöht. Demgegenüber gab es im Bereich Goods & Services eine Abwertung von

21,5 auf 16,5 Mio. Euro, die das Unternehmen mit einer Neueinschätzung des Pipeline-Spezialisten Eupec begründet, da die seit längerem erwartete deutliche Erholung des adressierten Marktes weiterhin aussteht. Rückläufig war schließlich infolge des gesunkenen Börsenkurses der zum anteiligen Marktwert erfassten STS Group auch der Wert des dritten Segments Automotive & Mobility (von 51,6 auf 44,8 Mio. Euro). Zusammen mit der niedrigeren Nettofinanzposition der Mutares-Holding (wegen der erfolgten Dividendenausschüttung) hat sich der NAV im zweiten Quartal von 13,51 auf 12,85 Euro je Aktie reduziert, liegt damit aber weiterhin deutlich über dem Aktienkurs. Setzt man hypothetisch den aktuellen (weiter gesunkenen) STS-Kurs an, ergäbe sich immer noch ein NAV von ca. 12,60 Euro je Aktie. Allerdings wird das Potenzial von Zukäufen in dieser Kennzahl nur unzureichend abgebildet, da neue Plattforminvestments in den ersten sechs Monaten nach dem Kauf zunächst mit dem (üblicherweise niedrigen) Kaufpreis angesetzt werden, der die Wertschöpfung einer erfolgreichen Sanierung nicht widerspiegelt.

### Gemischte Bilanz

Aus unserer Sicht fällt die Bilanz von Mutares für das erste Halbjahr gemischt aus. Als sehr positiv werten wir den Zukauf mehrerer potenzialträchtiger Plattformunternehmen sowie den Ausbau der Donges Gruppe zu einem europaweit aktiven Schwergewicht mit einem annualisierten Umsatz von 400 Mio. Euro. Demgegenüber lagen die operativen Resultate in Summe etwas unter unseren Erwartungen. Für mehrere Gesellschaften aus dem Portfoliobestand wurden im Halbjahresbericht die im Geschäftsbericht 2018 formulierten Prognosen für das laufende Jahr abgeschwächt.

### Prognosen für mehrere Beteiligungen abgesenkt

In den Segmenten Engineering & Technology sowie Automotive & Mobility war mit Gemini und STS jeweils eine Gesellschaft betroffen. Gemini wird in 2019 nicht so deutlich wachsen wie zuvor erhofft, da sich ein Teil des Geschäftsvolumens aus einer Modernisierungsoffensive für ältere Züge (behindertenge-

rechte Ausstattung gemäß einer EU-Vorgabe) wegen Kapazitätsrestriktionen bei den Zugbetreibern in das Jahr 2020 verlagern wird. Demgegenüber leidet das Automotive-Schwergewicht STS unter einer schwachen Marktentwicklung und musste zum Halbjahr eine Umsatz- und Gewinnwarnung herausgeben. Statt eines stabilen Umsatzes wird für 2019 nun mit einem Rückgang um 5 bis 10 Prozent gerechnet, weswegen auch die anvisierte EBITDA-Marge von 5,9 Prozent mit voraussichtlich 4,6 bis 5,3 Prozent verfehlt werden wird. Zu gleich drei Revisionen der Zielsetzungen ist es im Bereich Goods & Services gekommen. Für La Meusienne wird statt eines Umsatzes auf Vorjahresniveau und eines EBITDA im niedrigen einstelligen Millionenbereich nun ein Erlösrückgang und ein nur leicht positives Ergebnis erwartet. Auch Cenpa wird (nach einem sehr starken Vorjahr) aufgrund des hohen Preisdrucks voraussichtlich schrumpfen und damit das Ziel eines weiteren Wachstums verfehlen, weswegen die Ergebniseinbuße größer ausfällt als ursprünglich gedacht (nur noch „leicht positives EBITDA“). Und schließlich muss Klann nach aktuellem Stand ebenfalls eine Erlöskontraktion hinnehmen (alte Prognose: Umsatz auf Vorjahresniveau), so dass aus der Zielsetzung einer außerordentlichen Steigerung des EBITDA in der neuen Formulierung ein „positives adjustiertes EBITDA“ geworden ist. Insgesamt fällt der Ausblick damit in mehreren Fällen zwar verhaltener aus, für die Portfolioschwergewichte Balcke-Dürr („wesentlicher Anstieg der Umsatzerlöse“ und „positive Entwicklung des adjusted EBITDA“) und Donges („außerordentlicher Anstieg der Umsatzerlöse und ein deutlich positives operatives Ergebnis“) konnten die positiven Einschätzungen aber bestätigt werden, was für Mutares von hoher Bedeutung ist.

### Konzernprognosen bekräftigt

Das Management hat mit dem Halbjahresbericht die zuvor kommunizierte Erwartung bekräftigt, dass in diesem Jahr von den Gesellschaften aus dem Altbestand (ohne Akquisitionen der letzten zwölf Monate) ein kumuliertes bereinigtes EBITDA von ca. 25 Mio. Euro erwirtschaftet werden soll. Der gesamte bereinigte Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen wird wegen der Ergebnisbelastungen durch die neu erworbenen Gesellschaften, die sich zum Halb-

jahr bereits auf 6 Mio. Euro summierten, allerdings niedriger ausfallen, soll aber weiterhin in Relation zum Vorjahreswert (4,5 Mio. Euro) „außerordentlich steigen“. Auch das berichtete Ergebnis wird plangemäß über dem Niveau aus 2018 liegen, wozu vor allem die Bargain Purchases aus den umfangreichen Akquisitionsaktivitäten beitragen werden. Die Erfassung der Zukäufe wird im zweiten Halbjahr das Konzernwachstum deutlich stimulieren, so dass der Gruppenumsatz im Gesamtjahr trotz des Rückgangs in den ersten sechs Monaten von 865 Mio. Euro in 2018 auf deutlich über 1 Mrd. Euro steigen soll.

### Aktualisierung der Schätzungen

Wie bereits ausgeführt, lag die operative Entwicklung des Altbestands im ersten Halbjahr etwas unter unseren Erwartungen, weshalb wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr zum Wachstum dieser Gesellschaften und zu deren operativem Ergebnis etwas zurückgenommen haben (Umsatz Bestand 886,5 Mio. Euro, zuvor 918,5 Mio. Euro, adjustiertes EBITDA Bestand 26,9 Mio. Euro, zuvor 31,6 Mio. Euro). Unsere Schätzung zum Umsatzbeitrag der in diesem Jahr getätigten Akquisitionen hatten wir bereits im Juli nach der Bekanntgabe von zwei weiteren Transaktionen von 194 auf 276,5 Mio. Euro angehoben. Allerdings muss der Zukauf von Ruukki Building Systems noch von den Wettbewerbsbehörden abgesegnet werden

und wird daher frühestens im vierten Quartal vollzogen. Wir hatten hier bereits einen Umsatzbeitrag von 60 Mio. Euro für 2019 angesetzt, den wir nun wieder herausnehmen (für 2020 setzen wir aber unverändert die Erlöse der Gesellschaft in Höhe von 130 Mio. Euro an). Mutares hat allerdings weitere Transaktionen für 2019 angekündigt, diesbezüglich hatten wir bislang konservativ nur noch mit einem zusätzlich zu konsolidierenden Umsatz von 10 Mio. Euro gerechnet, diesen erhöhen wir nun auf 30 Mio. Euro. In Summe rechnen wir jetzt mit einem Konzernumsatz von 1.123 Mio. Euro (zuvor: 1.195 Mio. Euro), einem EBITDA von 86,9 Mio. Euro (zuvor: 50,5 Mio. Euro) und einem bereinigten EBITDA von 14,5 Mio. Euro (zuvor: 21,6 Mio. Euro).

### Exit als Ergebnistreiber

Für die Aktionäre von besonderer Bedeutung ist das Ergebnis der SE & Co. KGaA im Einzelabschluss, da dieses die Basis für die Ausschüttungen darstellt. Wir hatten bislang mit Erträgen aus Beteiligungen in Höhe von 35,1 Mio. Euro und einem Überschuss von 16,2 Mio. Euro gerechnet. Das halten wir weiterhin für erreichbar, allerdings ist ein lukrativer Exit noch im laufenden Jahr ein wichtiger Bestandsteil dieser Schätzung. Das Unternehmen strebt diesen aber weiterhin an, so dass wir an dieser Stelle keine Änderungen vornehmen. Für die nächsten Jahre haben wir

AG-GUV (in Mio. Euro)	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	11,3	12,0	12,6	13,2	13,9	14,6	15,3	16,1
Rohertrag	9,3	9,8	10,3	10,8	11,4	11,9	12,5	13,2
EBITDA	-14,7	-15,8	-16,9	-18,0	-19,1	-20,4	-21,4	-22,5
EBIT	-14,9	-16,1	-17,1	-18,2	-19,4	-20,7	-21,7	-22,8
Erträge Beteiligungen	35,1	38,6	42,5	46,7	51,4	56,5	62,2	68,4
EBT	17,0	18,6	20,4	22,3	24,2	26,1	28,2	30,3
JÜ	16,2	17,7	19,4	21,2	23,0	24,8	26,8	28,7
Diskontierungsfaktor	0,96	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49
Abgezinster Gewinn	15,5	15,4	15,4	15,3	15,1	14,7	14,5	14,1
Terminal Value	109,1							
<b>Ertragswert</b>	<b>229,1</b>	<b>Je Aktie:</b>	<b>14,78</b>	<b>Euro</b>				

*SMC-Schätzungen*

hingegen unsere Schätzungen der Erträge aus Beteiligungen etwas abgesenkt. Damit berücksichtigen wir einerseits die Unsicherheit, wann STS auf den Wachstumspfad zurückkehrt, wie dynamisch dieser ausfällt und wie hoch dabei das Margensteigerungspotenzial ist – diese Unsicherheit drückt sich letztlich auch im weiter gesunkenen Börsenkurs aus. Andererseits planen wir damit ein, dass die Sanierungsarbeit und die Umsetzung von Buy-and-Build-Wachstumsstrategien in einem rauerem wirtschaftlichen Umfeld schwieriger wird. Dennoch rechnen wir weiterhin mit hohen Steigerungen der Erträge aus Beteiligungen von durchschnittlich 10 Prozent p.a., die aus dem stark forcierten Ausbau des Portfolios resultieren. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen der SE & Co. KGaA im Detailprognosezeitraum bis 2026, die die Basis unseres Bewertungsmodells darstellen. Die geschätzte Entwicklung der GuV, der Bilanz und des Cashflows im Konzern sind dem Anhang zu entnehmen.

### Rahmendaten unverändert

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum nehmen wir unverändert einen Sicherheitsabschlag von 30 Prozent auf den Gewinn vor und rechnen danach weiterhin mit einem „ewigen“ Gewinnwachstum von 1 Prozent p.a. Unverändert gelassen haben wir auch den unterstellten Eigenkapitalkostensatz (auf Basis einer hypothetischen Vollausschüttung) in Höhe von 10,1 Prozent (Betafaktor 1,4, risikoloser Zins 2,5 Prozent und Risikoprämie 5,4 Prozent).

### Kursziel: 14,80 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 229,1 Mio. Euro, bzw. 14,78 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 14,80 Euro ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (16,90 Euro) resultiert aus der vorsichtigeren Einschätzung der Erträge aus Beteiligungen ab 2020. Das Prognoserisiko erhöhen wir wegen der deutlichen Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die das Sanierungsgeschäft für längere Zeit erschweren dürften, von bislang vier Punkten auf jetzt fünf Punkte (von maximal sechs) und stufen es damit nun als hoch ein.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Gewinnwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
EK-Kostensatz					
9,1%	17,69	17,05	16,49	15,99	15,55
9,5%	16,61	16,07	15,59	15,16	14,78
10,1%	15,66	15,19	14,78	14,41	14,08
10,5%	14,81	14,42	14,06	13,74	13,45
11,1%	14,06	13,72	13,41	13,13	12,87

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter Eigenkapitalkostensatz (zwischen 9,1 und 11,1 Prozent) und ewiges Gewinnwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 12,87 und 17,69 Euro je Aktie.



## Fazit

---

Mutares hat seit Anfang 2019 bereits sieben Akquisitionen durchgeführt – und weitere noch für dieses Jahr angekündigt. Damit schafft das Management vor allem auf mittlere Sicht ein erhebliches Wertsteigerungspotenzial. Mit der Donges Group wurde durch Zukäufe ein weiteres Schwergewicht mit einem annualisierten Jahresumsatz von 400 Mio. Euro aufgebaut, das perspektivisch ein interessanter Kandidat für einen lukrativen Verkauf sein dürfte.

Dass die Aktie in den letzten Monaten die zwischenzeitlich deutlichen Zuwächse trotzdem wieder abgeben musste, ist aus unserer Sicht auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Zum einen entwickelt sich die börsennotierte Beteiligung STS in einem schwieriger gewordenen Marktumfeld nicht so positiv wie erhofft, weswegen der Aktienkurs und damit auch der Marktwert des Anteilspakets von Mutares deutlich gesunken sind. Zum anderen wird das Sanierungsgeschäft angesichts des zunehmenden konjunkturellen Gegenwinds generell anspruchsvoller. Nach den Zahlen für das erste Halbjahr mussten die Jahresprognosen für meh-

rere Mutares-Beteiligungen (u.a. auch STS) abgesenkt werden.

An den Zielen für den Konzern hat das Management aber festgehalten, was einerseits die positive Entwicklung der Schwergewichte Balcke-Dürr und Donges zeigt, andererseits aber auch verdeutlicht, dass mit einem gewissen Puffer geplant wurde.

Wir sehen in dem Aktienkurs das Gewinnpotenzial aus dem Portfolio weiterhin deutlich unterschätzt, auch wenn wir das Kursziel in Reaktion auf die jüngste Entwicklung von 16,90 auf 14,80 Euro zurückgenommen haben. Eine gestiegene Unsicherheit sehen wir wegen der Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen aber hinsichtlich des Tempos, mit dem größere Fortschritte im aktuellen Umfeld möglich sind. Das berücksichtigen wir in einer Hochstufung des Prognoserisikos, weshalb wir unser Urteil von „Buy“ auf „Speculative Buy“ anpassen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	210,2	376,0	393,3	413,5	434,1	456,6	480,8	506,4	533,2
1. Immat. VG	41,4	52,8	54,1	55,5	56,8	58,2	59,5	60,9	62,2
2. Sachanlagen	133,3	200,8	216,7	235,5	254,8	276,0	298,8	323,0	348,5
II. UV Summe	420,6	513,5	603,5	723,8	870,6	1.035,0	1.218,9	1.423,7	1.651,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	208,1	275,6	328,0	402,9	495,1	601,7	723,4	860,5	1.013,8
II. Rückstellungen	93,8	122,9	132,9	143,9	156,0	169,4	184,0	200,1	217,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	32,8	130,6	135,0	141,1	148,8	157,3	166,9	177,5	189,5
2. Kurzfristiges FK	296,1	360,4	401,0	449,4	504,7	563,2	625,4	691,9	763,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>630,8</b>	<b>889,5</b>	<b>996,8</b>	<b>1.137,3</b>	<b>1.304,7</b>	<b>1.491,6</b>	<b>1.699,7</b>	<b>1.930,1</b>	<b>2.184,8</b>

## Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	865,1	1.123,0	1.423,0	1.573,0	1.723,0	1.973,0	2.223,0	2.473,0	2.723,0
Gesamtleistung	865,2	1.129,0	1.423,0	1.573,0	1.723,0	1.973,0	2.223,0	2.473,0	2.723,0
Rohertrag	332,8	427,1	540,7	600,9	658,2	753,7	849,2	944,7	1.040,2
EBITDA	49,1	86,9	56,9	73,9	82,7	96,7	111,2	126,1	141,6
EBIT	19,4	46,9	14,8	30,6	35,6	45,7	56,0	66,4	77,0
EBT	14,8	36,9	2,6	17,1	20,3	28,1	35,8	43,4	50,9
JÜ	14,7	29,1	1,7	10,8	12,8	17,7	22,6	27,4	32,1
EPS (AG)	1,29	1,04	1,14	1,25	1,37	1,48	1,60	1,73	1,85

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-11,1	-46,9	1,4	9,1	11,7	14,8	18,2	22,1	26,3
CF aus Investition	-3,1	31,2	43,3	54,3	67,8	73,6	80,3	88,1	97,0
CF Finanzierung	23,4	-4,4	6,8	15,4	22,8	26,5	30,9	35,2	40,2
Liquidität Jahresanfa.	98,9	108,1	88,0	139,5	218,3	320,7	435,6	565,1	710,5
Liquidität Jahresende	108,1	88,0	139,5	218,3	320,7	435,6	565,1	710,5	873,9

### Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	-3,8%	29,8%	26,7%	10,5%	9,5%	14,5%	12,7%	11,2%	10,1%
Rohtragsmarge	38,5%	38,0%	38,0%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%	38,2%
EBITDA-Marge	5,7%	7,7%	4,0%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%
EBIT-Marge	2,2%	4,2%	1,0%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,8%
EBT-Marge	1,7%	3,3%	0,2%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	1,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,7%	2,6%	0,1%	0,7%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%

# 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.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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), 10)

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 15.08.2019 um 15:10 Uhr fertiggestellt und am 15.08.2019 um 15:20 Uhr veröffentlicht.

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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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 auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um 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 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.07.2019	Buy	16,90 Euro	1), 3), 10)
18.06.2019	Buy	16,90 Euro	1), 3), 4), 10)
22.05.2019	Buy	16,80 Euro	1), 3), 10)
29.04.2019	Buy	17,10 Euro	1), 3), 10)
04.03.2019	Buy	15,50 Euro	1), 3), 10)
03.12.2018	Buy	15,80 Euro	1), 3), 4), 10)
26.11.2018	Buy	15,70 Euro	1), 3), 4), 10)
14.10.2018	Buy	17,40 Euro	1), 3)
10.08.2018	Buy	18,90 Euro	1), 3)
03.07.2018	Buy	19,00 Euro	1), 3)
24.04.2018	Buy	27,00 Euro	1), 3)
08.03.2018	Buy	24,00 Euro	1), 3)
15.12.2017	Buy	21,60 Euro	1), 3), 4)
07.11.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
21.09.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)
23.08.2017	Buy	21,00 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und fünf Comments

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.