

4. Mai 2020  
Research-Comment

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



# Mutares SE & Co. KGaA

## Große Übernahme und bereits zweiter Exit in 2020 gelungen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 10,74 € | Kursziel: 15,90 € (unverändert)

**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

# Ruukki-Sparte gekauft, BEXity verkauft Tochter



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Beteiligungsgesellschaft
<b>Mitarbeiter:</b>	6.505
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A2NB650
<b>Ticker:</b>	MUX:GR
<b>Kurs:</b>	10,74 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	15,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	166,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	157,5 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	ca. 58 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	13,90 / 6,07 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	401 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020e	2021e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	1.015,9	1.665,1	2.073,0
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	26,2	-28,1	10,9
<b>JÜ (KGaA)*</b>	22,5	16,5	17,7
<b>EpS (KGaA)*</b>	1,45	1,07	1,14
<b>Dividende je Aktie</b>	1,00	1,00	1,05
<b>Umsatzwachstum</b>	17,4%	63,9%	24,5%
<b>Gewinnwachstum</b>	12,3%	-26,7%	6,9%
<b>KUV</b>	0,16	0,10	0,08
<b>KGV (KGaA)*</b>	7,4	10,1	9,4
<b>KCF</b>	-	-	-
<b>EV / EBIT</b>	6,0	-	14,4
<b>Dividendenrendite</b>	9,3%	9,3%	9,8%

\* KGaA-Einzelabschluss

## Aktuelle Entwicklung

Die Mutares-Tochter Donges hat die 2019 vereinbarte Übernahme einer Sparte der finnischen Gesellschaft Ruukki Construction erfolgreich abgeschlossen. Donges stärkt damit die Marktposition in Nord- und Osteuropa und gewinnt zusätzliches Know-how hinzu. Mit dem Umsatz der Ruukki-Sparte von zuletzt rund 140 Mio. Euro (bei einem positiven operativen Ergebnis) steigt der annualisierte Umsatz der Mutares-Tochter zudem auf knapp 400 Mio. Euro. Fast zeitgleich ist einer anderen Portfoliogesellschaft, dem österreichischen Logistikdienstleister BEXity, der profitable Verkauf der in Tschechien beheimateten Tochter European Contract Logistics gelungen, der via Management-Buy-out an den CEO vollzogen wurde. In Relation zum letztjährigen BEXity-Umsatz von rund 210 Mio. Euro war das tschechische Geschäft mit Erlösen in Höhe von 10 Mio. Euro (bei einem EBITDA von 70 Tsd. Euro) relativ klein. Dennoch sieht Mutares in der Veräußerung einen wichtigen Fortschritt in der Restrukturierung des österreichischen Logistikdienstleisters, nicht zuletzt, da die damit erzielten Erlöse für den weiteren Transformationsprozess genutzt werden können.

## Fazit

Nachdem die Beteiligung Balcke-Dürr Mitte April ihre Tochter Balcke-Dürr Polska nach unserer Schätzung mit einem Millionengewinn verkaufen konnte, dürfte der Ergebnisbeitrag der Transaktion bei BEXity deutlich überschaubarer sein. Dennoch stufen wir den Deal als wichtiges Signal ein, dass Mutares auch im aktuellen Umfeld die angestrebten Exits gelingen, was den relativ optimistischen Ausblick des Managements für das Gesamtjahr, in dem erneut eine Dividende von 1,00 Euro je Aktie erwirtschaftet werden soll, untermauert. Wir hatten die Ruukki-Transaktion und weitere Exits in unserem Modell bereits pauschal eingeplant und haben unsere Schätzungen daher unverändert belassen. Unser Kursziel liegt damit weiterhin bei 15,90 Euro, das Urteil lautet nach wie vor „Buy“.

## Anhang I: KGaG-Schätzmodell

KGaA-GUV (in Mio. Euro)	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	25,1	27,7	29,0	30,5	32,0	33,6	35,3	37,1
Rohertrag	22,7	23,8	25,0	26,2	27,5	28,9	30,3	31,9
EBITDA	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
EBIT	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erträge Beteiligungen	19,8	22,1	24,9	27,6	30,7	34,0	37,4	41,2
EBT	17,4	18,6	21,8	24,6	27,7	31,2	34,8	38,8
JÜ	16,5	17,7	20,7	23,3	26,3	29,7	33,1	36,8
Diskontierungsfaktor	0,93	0,85	0,77	0,70	0,63	0,58	0,52	0,47
Abgezinster Gewinn	15,4	14,9	15,9	16,3	16,7	17,1	17,3	17,5
Terminal Value	115,2							
<b>Ertragswert</b>	<b>246,1</b>	<b>Je Aktie: 15,88 Euro</b>						

*SMC-Schätzungen*

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Konzern-Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	399,2	445,1	485,6	526,0	564,5	601,5	637,5	672,8	707,7
1. Immat. VG	58,7	63,9	69,1	74,3	79,5	84,7	89,9	95,1	100,3
2. Sachanlagen	176,4	215,1	247,2	278,2	307,5	335,5	362,5	389,1	415,3
II. UV Summe	449,0	576,1	600,1	648,5	700,7	757,5	818,2	882,1	943,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	208,2	195,9	217,4	249,8	280,9	311,9	342,2	371,4	398,1
II. Rückstellungen	135,2	135,2	135,2	135,2	135,2	135,2	135,2	135,2	135,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	135,9	283,1	298,9	320,8	343,8	367,9	393,1	419,4	444,8
2. Kurzfristiges FK	369,2	407,3	434,6	469,1	505,7	544,5	585,6	629,3	673,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>848,5</b>	<b>1.021,5</b>	<b>1.086,1</b>	<b>1.174,8</b>	<b>1.265,5</b>	<b>1.359,4</b>	<b>1.456,0</b>	<b>1.555,3</b>	<b>1.651,6</b>

### Konzern-GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	1.015,9	1.665,1	2.073,0	2.223,0	2.373,0	2.523,0	2.673,0	2.823,0	2.973,0
Gesamtleistung	1.012,0	1.665,1	2.073,0	2.223,0	2.373,0	2.523,0	2.673,0	2.823,0	2.973,0
Rohhertrag	389,4	639,4	796,0	858,1	916,0	973,9	1.031,8	1.089,7	1.147,6
EBITDA	79,2	36,6	80,8	104,5	113,9	123,6	133,7	144,0	151,6
EBIT	26,2	-28,1	10,9	30,9	33,5	36,8	40,7	45,0	46,9
EBT	16,7	-46,4	-7,6	12,1	13,6	15,6	18,1	20,8	20,9
JÜ	20,8	-41,8	-6,9	7,6	8,6	9,8	11,4	13,1	13,2
EPS (KGaA)	1,45	1,07	1,14	1,33	1,51	1,70	1,91	2,13	2,38

# Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Konzern-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-10,7	-41,6	-9,9	5,4	8,7	12,1	15,4	18,8	20,2
CF aus Investition	44,4	19,4	8,3	1,6	-0,6	-2,9	-5,1	-7,4	-9,6
CF Finanzierung	-62,5	38,9	-13,9	-2,3	-2,4	-1,6	-1,9	-2,6	-7,0
Liquidität Jahresanfa.	108,1	79,7	96,4	80,9	85,5	91,3	98,8	107,3	116,1
Liquidität Jahresende	79,7	96,4	80,9	85,5	91,3	98,8	107,3	116,1	119,6

## Konzern-Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	17,4%	63,9%	24,5%	7,2%	6,7%	6,3%	5,9%	5,6%	5,3%
Rohtragsmarge	38,3%	38,4%	38,4%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%	38,6%
EBITDA-Marge	7,8%	2,2%	3,9%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%
EBIT-Marge	2,6%	-1,7%	0,5%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
EBT-Marge	1,6%	-2,8%	-0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,0%	-2,5%	-0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%

# 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), 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 04.05.2020 um 11:10 Uhr fertiggestellt und am 04.05.2020 um 11:20 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
23.04.2020	Buy	15,90 Euro	1), 3), 4), 10)
26.02.2020	Buy	17,00 Euro	1), 3), 4), 10)
13.01.2020	Buy	16,50 Euro	1), 3), 10)
11.11.2019	Buy	15,90 Euro	1), 3), 10)
24.10.2019	Buy	15,50 Euro	1), 3), 4), 10)
15.08.2019	Speculative Buy	14,80 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und vier 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.