

15. April 2019
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



STS Group AG

Die Stärken können jetzt
voll ausgespielt werden

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 8,20 Euro | Kursziel: 15,10 Euro

Analysten: Dr. Bastian Brand, 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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Markt und Strategie	11
Zahlen.....	15
Equity-Story	18
DCF-Bewertung	20
Fazit.....	24
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	25
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	26
Impressum & Disclaimer.....	27

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Hallbergmoos
Branche:	Automobiltechnologie
Mitarbeiter:	2.564
Rechnungslegung:	IFRS
Bloomberg:	SF3:GR
ISIN:	DE000A1TNU68
Kurs:	8,20 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	6,0 Mio. Stück
Market Cap:	49,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	96,2 Mio. Euro
Free-Float:	<40 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	24,79 / 8,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	114,8 Tsd. Euro

Kurzportrait

Die seit 2018 börsennotierte STS Group hat sich innerhalb der letzten Jahre von einem regionalen Produzenten für akustisch wirksame Kunststoffkomponenten (Soft-Trim) zu einem globalen Technologieführer für kunststoffrelevante Systemkomponenten des Nutzfahrzeubereiches entwickelt. Hintergrund dieser Entwicklung sind drei Akquisitionen der Jahre 2016 und 2017, mit denen der Umsatz in etwa verdreifacht werden konnte. Nachdem 2018 noch die Integration der gekauften Unternehmen im Vordergrund stand, plant das Unternehmen für die Zukunft zusätzliches Wachstum im Ausland und die Verbesserung der im Branchenvergleich niedrigen Profitabilität. Die mit Abstand größte Sparte ist das Segment Plastics, auf das ca. 50 Prozent des Umsatzes entfallen, gefolgt vom Segment Acoustics mit 31 Prozent Umsatzanteil. Dem Segment China (12 Prozent Umsatzanteil) kommt als größtem Wachstumstreiber der STS Group eine wichtige Bedeutung zu. Für die Zukunft des Unternehmens ist insbesondere entscheidend, ob die Effizienzverbesserungen, die 2018 im Plastics Segment erzielt wurden, weitergeführt und in den anderen Segmenten des Unternehmens ebenfalls erreicht werden können.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	136,2	310,0	401,2	391,8	400,3	409,5
EBIT (Mio. Euro)	8,8*	46,9*	-1,3*	9,7	13,0	15,4
Jahresüberschuss	7,5*	47,0*	-4,8*	4,0	6,3	8,1
EpS	1,50*	9,39*	-0,80*	0,66	1,06	1,35
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		127,7%	29,4%	-2,4%	2,2%	2,3%
Gewinnwachstum		525,9%	-	-	60,3%	27,4%
KUV	0,36	0,16	0,12	0,13	0,12	0,12
KGV	6,6	1,0	-	12,4	7,8	6,1
KCF	38,5	-	6,9	2,4	2,4	2,2
EV / EBIT	10,9	2,1	-	9,9	7,4	6,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*inkl. Einmaleffekten

Executive Summary

- **Drei Produktkategorien:** Die STS Group ist als Automobilzulieferer insbesondere im Nutzfahrzeugbereich tätig (Umsatzanteil ca. 70 Prozent). Ihre Produkte kommen dabei bevorzugt an oder innerhalb der Fahrzeugkabine zum Einsatz, wo sie dazu beitragen, Geräuschemissionen zu verringern (Segment Acoustics, ca. 30 Prozent Umsatzanteil) und dem Fahrzeug eine gute Optik, Aerodynamik und Stabilität bei niedrigem Gewicht zu verleihen (Segment Plastics inklusive Chinageschäft ca. 60 Prozent Umsatzanteil). Das Unternehmen ist vertikal integriert und stellt Zwischenprodukte für den Eigen- und Fremdbedarf her (Segment Materials ca. 10 Prozent Umsatzanteil).
- **Dynamische Konzernentwicklung:** Durch die Übernahme verschiedener Produktionsstandorte in 2016 und 2017 ist es dem Unternehmen innerhalb weniger Jahre gelungen, den Umsatz fast zu verdreifachen. Nachdem die Aktie der STS Group 2018 erfolgreich an der Börse eingeführt wurde, konnte im selben Jahr noch der Abschluss der organisatorischen Integration vermeldet werden.
- **Technologisch führend und geografisch breit aufgestellt:** Nach der erfolgreichen Integration der akquirierten Produktionsstandorte zählt die STS Group zu den technologisch führenden Anbietern und kann mit einer außergewöhnlichen Flexibilität bezüglich Produktionsmethoden, Fertigungsmaterialien und Batchgröße, einem breiten Spektrum an Produkten und einer breiten geografischen Aufstellung punkten.
- **Wachstumsimpulse aus Übersee:** Aus der vormals nur in Europa aktiven STS Group ist ein Global Player geworden, der in China und zukünftig verstärkt auch in Nordamerika auf Marktanteilsgewinne setzt. Dazu eröffnet die Gruppe in China aktuell die dritte Produktionsstätte. In den USA konnte im letzten Jahr ein erster Auftrag im Nutzfahrzeuggeschäft gesichert werden. Der Trend zu immer strengeren Abgasnormen und das Potenzial der Elektromobilität kommt der STS Group zusätzlich zugute. Aufgrund dieser Faktoren und der sich aus der Integration neu ergebenden Wettbewerbsvorteile prognostiziert das Unternehmen ein Umsatzwachstum um 100 Mio. Euro bis 2023.
- **Zahlen in 2018 durchwachsen:** Auf Pro-forma-Basis musste STS trotz eines wachsenden Chinageschäfts (+2,4 Prozent) wegen einer rückläufigen Entwicklung in den Bereichen Acoustics und Plastics auf Konzernebene einen Umsatzrückgang um 5,7 Prozent hinnehmen. Aufgrund saisonaler Effekte, niedriger Abrufzahlen und auslaufender Verträge war insbesondere das zweite Halbjahr relativ schwach.
- **Steigerung der Marge erwartet:** Im Branchenvergleich ist der Automobilzulieferer mit einer unbereinigten 2018er EBITDA-Marge von 3,0 Prozent derzeit unterdurchschnittlich profitabel. Nach dem Wegfall von Sonderkosten u.a. für die Umsetzung des Börsengangs prognostiziert das Management für 2019 eine Steigerung des EBITDA um mindestens 100 Prozent auf 23,7 Mio. Euro (Marge: ca. 6 Prozent) und mittelfristig eine Margenverbesserung auf mehr als 10 Prozent.
- **Hohes Kurspotenzial:** Wir gehen bis 2023 von einem Umsatzwachstum um konservativ geschätzt mindestens 50 Mio. Euro aus. In Verbindung mit weiteren Effizienzsteigerungen erwarten wir eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf acht Prozent. Wir nehmen damit gegenüber den von dem Unternehmen kommunizierten Zielen einen Sicherheitsabschlag vor und warten für eine offensivere Schätzung auf eine Bestätigung der Wachstumsperspektive in den kommenden Quartalen. Wir sehen den fairen Wert mit 15,10 Euro je Aktie trotzdem weit oberhalb des aktuellen Kurses, unser Urteil lautet daher „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- STS hat sich als global tätiger Tier-1 LKW-Zulieferer für Kunststoffteile etabliert.
- Das Unternehmen verfügt über Expertise und Flexibilität bezüglich der Anwendung verschiedenster Fertigungstechniken (Thermoforming, SMC und Spritzguss), Materialien und Batchgrößen.
- Die Abdeckung der kompletten Produktpalette im Kunststoffbereich ermöglicht die Entwicklung integrierter Systemlösungen.
- Erfolgreiche internationale Expansion mit der Eröffnung eines dritten Werkes in China und einem ersten Großauftrag im Nutzfahrzeugbereich aus den USA.
- Erwiesene Kompetenz in der Übernahme und Integration von Zukäufen sowie in der Umsetzung von Effizienzsteigerungsmaßnahmen.

Chancen

- Möglichkeit zur stärkeren Nutzung von Werken in Ländern mit niedrigen Personalkosten. Gleichzeitig können die Materialkosten durch konsequente Nutzung des zentralisierten Einkaufs und höhere Materialeffizienz weiter gesenkt werden.
- Aufträge in den bisher noch wenig penetrierten Märkten Chinas und Nordamerikas können in den nächsten Jahren signifikant zum Umsatzwachstum beitragen.
- Elektromobilität und neue Emissionsregulierungen (Europa, China) als Wachstumstreiber.
- Durch die letzten Akquisitionen konnte der Kundenstamm erheblich erweitert werden. Bei den meisten Kunden bedient STS nur ein Produktsegment (Acoustics oder Plastics), wodurch sich Potenzial für Cross-Selling ergibt.

Schwächen

- Trotz Verbesserungen im Plastics Segment ist die Rendite auf Konzernebene insgesamt noch relativ niedrig. Insbesondere der Bereich Acoustics ist seit Jahren umsatz- und renditeschwach.
- Schwaches zweites HJ 2018 aufgrund saisonaler Effekte und des Auslaufens eines Großauftrags.
- Trotz breiter Kundenbasis ist die Kundenkonzentration relativ hoch. Auf die Top5-Kunden entfallen 65 bis 70 Prozent vom Umsatz.
- Wegen der langen Vorlaufzeit von Auftragsvergabe bis Umsatzgenerierung machen sich aktuelle Vertriebsinitiativen erst mittelfristig in den Konzern Erlösen bemerkbar.
- Wegen der kurzen Börsenhistorie und großer struktureller Änderungen in 2017 fehlt eine Historie an vergleichbaren Finanzdaten.

Risiken

- Der Anlauf des neuen Werks in China könnte sich verzögern oder als schwieriger als erwartet erweisen.
- Der negative Trend im Acoustics-Segment könnte sich fortsetzen und die Maßnahmen zur Effizienzsteigerung konterkarieren.
- Die Rohstoffkosten könnten steigen und den zu erwartenden Verbesserungen im Materialeinkauf und der Materialeffizienz entgegenwirken.
- Die deutsche KfZ-Branche steht u.a. wegen des Dieselskandals, neuer Abgasvorschriften, des technologischen Wandels der Branche und protektionistischer Maßnahmen unter Druck. Das könnte die Margen belasten.

Profil

Die Ursprünge

Die STS Group AG aus Hallbergmoos bei München ist in ihrer jetzigen Form aus einer von der Beteiligungsgesellschaft Mutares während der letzten sechs Jahre systematisch betriebenen Buy-und-Build-Strategie hervorgegangen. 2013 ursprünglich als Carve-Out aus den italienischen Aktivitäten des Schweizer Automobilzulieferers Autoneum entstanden, ist die STS Group über die Jahre durch Akquisitionen stark gewachsen und stellt nun einen weltweit führenden Systemlieferanten für Verbundteile dar, der u.a. Kunden wie Volkswagen, Scania, Volvo, oder Iveco beliefert.

IPO in 2018

Das Unternehmen, das derzeit gruppenweit 2.564 Mitarbeiter zählt, und von 2017 auf 2018 um 29 Prozent auf jetzt 401 Mio. Euro gewachsen ist, hat am 1. Juni 2018 verbunden mit einer Kapitalerhöhung und dem Verkauf von Aktien der Altaktionäre das IPO an der Frankfurter Wertpapierbörse vollzogen und ist dort im Segment Prime Standard notiert. Mutares ist

auch nach dem Börsengang weiterhin der Mehrheitsaktionär und hält aktuell rund 64 Prozent der Aktien.

Produkte und Geschäftsbereiche

Das Produktportfolio besteht im Wesentlichen aus drei Gattungen, die in vier Geschäftsbereichen (Segmenten) organisiert sind.

Hard-Trim-Produkte (Segment STS Plastics, 50 Prozent Umsatzanteil) sind Kunststoffteile, die durch Spritzguss oder SMC (Sheet Molding Compound – Pressverfahren zur Produktion von Faser-Kunststoff-Verbundwerkstoffen) hergestellt und für Außenverkleidungen sowie Aerodynamikteile wie auch Ablagesysteme in der Kabine von Nutzfahrzeugen benutzt werden (z.B. Frontmodule oder Batterieabdeckungen). Um die Anforderungen der Kunden und des Gesetzgebers an Sicherheit sowie Energieeffizienz optimal zu erfüllen, müssen Hard-Trim-Produkte sowohl leicht sein als auch über eine gewisse Steifigkeit verfügen. Immer strengere Abgasnormen sind ein

Produktportfolio der STS Group



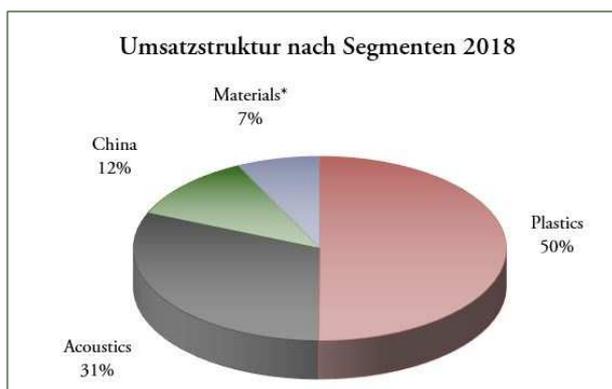
Quelle: Unternehmen

Trend, der die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen und leichten Hard-Trim-Produkten treibt.

Bei **Soft-Trim-Produkten (Segment STS Acoustics, 31 Prozent Umsatzanteil)** handelt es sich um Kunststoffprodukte mit akustischen und thermischen Eigenschaften, die Lärm verringern und vor Hitze schützen. Zur Produktion von Filzverbundstoffen wird das Thermoforming-Verfahren genutzt, mit dessen Hilfe eine Filzmatrix in eine Form gepresst und mit verschiedenen Textilien laminiert wird. Die Nachfrage nach Soft-Trim-Produkten ergibt sich aus dem Bestreben der OEMs, den Komfort für den Fahrer eines Fahrzeugs zu verbessern und die Geräuschemission im Außenbereich gemäß den immer strengeren Lärmschutzvorschriften zu reduzieren.

Seit Mitte 2018 werden alle Aktivitäten der STS Group in dem chinesischen Markt in dem **Segment China (12 Prozent Umsatzanteil)** abgebildet. Dort hat das Unternehmen bislang zwei Werke betrieben, die SMC- und Spritzgussprodukte herstellen. Ein drittes Werk ist gerade eröffnet worden.

Das mit weniger als 10 Prozent Umsatzanteil (nach Konsolidierung) kleinste **Segment Materials** betrifft die Produktion von Zwischenprodukten (u.a. SMC und Faserformmassen (BMC und AMC)) sowohl für den Verkauf als auch die interne Weiterverarbeitung.



* inklusive Segmentkonsolidierung

Quelle: Unternehmen

Etablierung in 2013

Die Entwicklung der verschiedenen Geschäftsbereiche der STS Group ergibt sich aus der Akquisition und Integration mehrerer Unternehmensstandorte im Verlauf der letzten sechs Jahre.

Die Etablierung der STS Group als eigenständiges Unternehmen und die Entstehung des Soft-Trim-Segments (STS Acoustics) resultiert aus der 2013 erfolgten Übernahme des Nutzfahrzeuggeschäfts der in der Schweiz ansässigen Autoneum-Gruppe durch Mutares. Im Anschluss wurde STS Acoustics in Italien umstrukturiert, wodurch sich die Anzahl der Standorte von fünf auf drei reduzierte. Darüber hinaus wurde der Sprung nach Osteuropa gewagt und ein Werk in Polen gegründet, das 2017 seinen Betrieb aufnahm.

Aufbau einer integrierten Gruppe ...

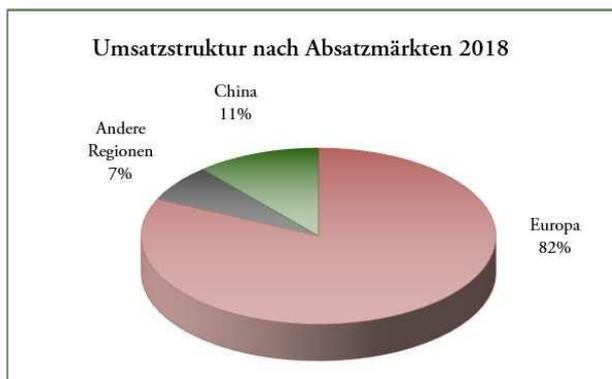
Seit 2016 wurden drei Add-on-Akquisitionen getätigt

- Dezember 2016
Nutzfahrzeug-Zuliefergeschäft der französischen Mecaplast-Gruppe (heute: Novares)
- Juni 2017
Nutzfahrzeug-Zuliefergeschäft der Plastic-Omnium-Gruppe (Plastics für Nutzfahrzeuge)
- September 2017
Übernahme eines brasilianischen Werks der Autoneum-Gruppe

Während mit der Transaktion im Dezember 2016 der Einstieg in das Plastics-Geschäft einherging, waren die Akquisitionen in 2017 entscheidend für die Internationalisierung der STS Group in außereuropäische Märkte (insb. Mexiko und China). War die STS Group vorher nur in Italien und Frankreich signifikant tätig, wurde STS Group damit zu einer weltweit operierenden Firma.

... und damit hohes Umsatzwachstum zu günstigen Preisen

Wie aus den IPO-Unterlagen zu entnehmen ist, wurde jede der drei Transaktionen sehr günstig durchgeführt. Es wurde jeweils nur 20 bis 50 Prozent des Buchwertes gezahlt und auf diese Weise bei einem Gesamtkaufpreis von 19 Mio. Euro insgesamt ein gewinnrelevanter Bad-Will von 52 Mio. Euro erzeugt. Gleichzeitig führten die Transaktionen zu einer Vervielfachung des Umsatzes von 134 Mio. Euro in 2015 auf 401 Mio. Euro im letzten Jahr, während sich das Adjusted EBITDA bei annähernd gleichbleibender Marge im selben Zeitraum von 6,9 auf 23,7 Mio. Euro erhöhte. Nach dem außerordentlichen Wachstum der letzten Jahre und dem Aufbau einer globalen Gruppe bietet sich nun ein erhebliches Potenzial zur Hebung von Synergien.



Quelle: Unternehmen

Globaler Footprint als Möglichkeit zur verstärkten Internationalisierung

Die Gruppe betreibt aktuell 13 Produktionsstandorte (einen davon eröffnet im April 2019) in sieben Ländern auf vier Kontinenten mit großen Werken in den wichtigsten regionalen Märkten Europa, China sowie Nord- und Südamerika. Diese Anlagen befinden sich strategisch ausgewählt in der Nähe von oder eingebunden in die Produktionsstätten großer OEM-Kunden. In Folge der Internationalisierung der letzten Jahre hat sich die geographische Umsatzverteilung des Unternehmens somit verbreitert und das mit einer zu hohen Exposition auf südeuropäische Länder verbundene Risiko dementsprechend verringert. Nichtsdestotrotz macht Europa immer noch den Löwenanteil der Umsätze der STS Group aus. Mit den Akquisitionen der letzten Jahre wurde im Prinzip der Grundstein für eine globale Expansion gelegt. Aus diesem Grund ist internationales Wachstum (insbesondere in China und den USA) auch eine der von dem Management priorisierten strategischen Stoßrichtungen.

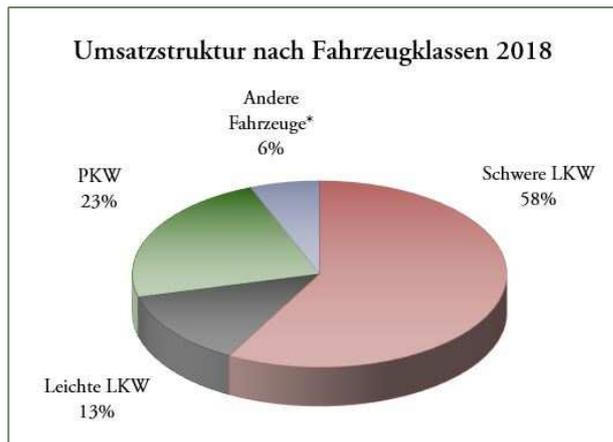
Hohe Kundenkonzentration ...

Wie die nachfolgende Grafik zeigt, bilden insbesondere Komponenten für schwere und mittelschwere Nutzfahrzeuge den Schwerpunkt des Geschäfts der STS Group. Typischerweise agiert die Gesellschaft als Tier-1-Zulieferer, der die verschiedenen OEMs direkt beliefert. Das Management hat im Börsenemissionsprospekt geschätzt, dass auf die Top-5-Kunden in 2018 ca. 65 bis 70 Prozent des Konzernumsatzes entfällt. Nicht anders als im Truckbereich insgesamt ist also auch bei der STS Group die Kundenkonzentra-



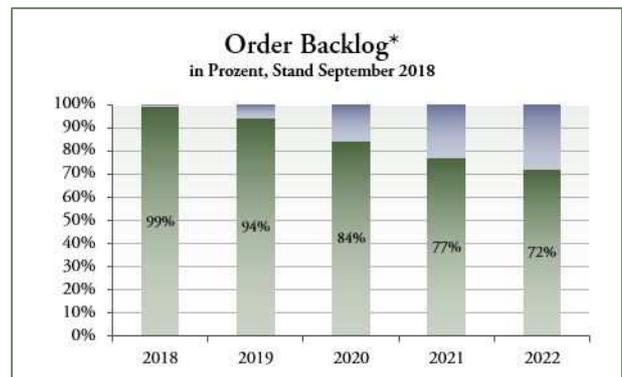
Quelle: Unternehmen

tion relativ hoch. Hauptkunden sind renommierte europäische OEMs (z.B. Volvo Truck mit den Marken Volvo und Renault, FiatChrysler, Iveco, Daimler Truck und Volkswagen mit den Marken MAN und Scania – siehe Graphik auf der vorherigen Seite). Als Folge der Akquisitionspolitik konnte das Unternehmen seinen Kundenstamm 2017 um mehrere chinesische OEMs (z.B. Sinotruck s.u.) erweitern.



*Fahrzeuge im Agrar- und Baubereich

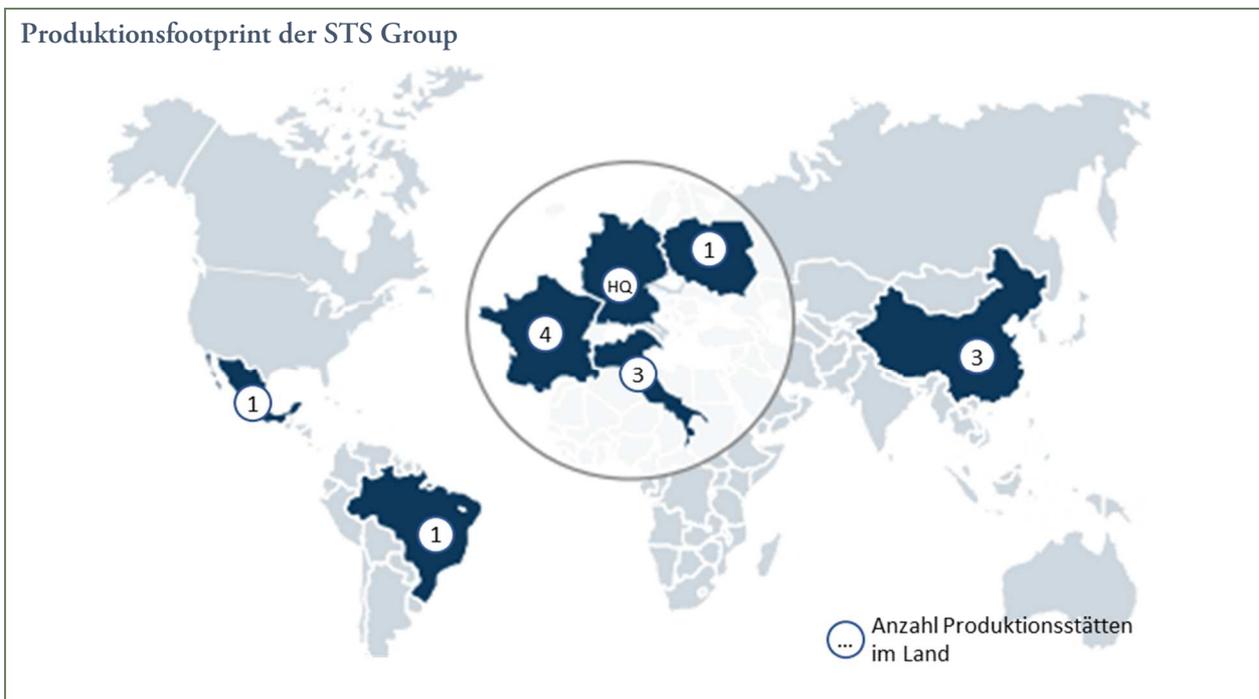
Quelle: Unternehmen



* Anteil der Umsätze, die in den folgenden Jahren bestehen bleiben; Quelle: Unternehmen

... aber langfristige Verträge

Wegen langfristiger Absatzverträge mit einer Laufzeit von nicht selten bis zu zehn Jahren lässt sich ein erheblicher Teil des zukünftigen Umsatzes der STS Group aufgrund von Faktoren wie der Länge der vereinbarten Vertragslaufzeit, der Lebensdauer der verschiedenen Fahrzeugmodelle, der zu erwartenden Marktentwicklung und ähnlicher Faktoren mit befriedigender Zuverlässigkeit abschätzen. Das Management rechnet mit einem aktuellen Order Backlog von 1,9 Mrd. Euro (2018 bis 2022) und einem Neuge-



Quelle: Unternehmen

schäft in Höhe von 5 bis 10 Prozent jährlich. Umsätze aus der Gewinnung von Neukunden treiben somit das Umsatzwachstum ein. Da Verträge, je nachdem wieviel Entwicklungsarbeit für ein Produkt notwendig ist, eine Vorlaufzeit von zwei bis vier Jahren haben, macht sich ein aktueller Erfolg in der Akquise von Neuprojekten aber immer erst mit einer Verzögerung bemerkbar.

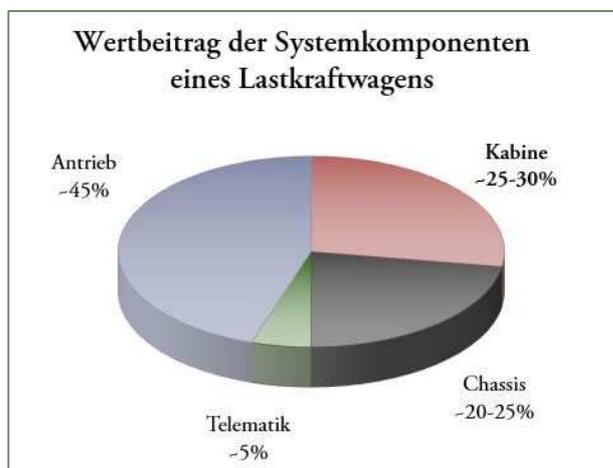
Technische Expertise

Neben der Internationalisierung und Diversifikation des Kundenstammes führten die letzten Akquisitionen zu einer Verbreiterung von Produktpalette und technologischer Expertise. Nach Angaben des Managements ist die STS Group derzeit der einzige Anbieter auf dem Markt, der sowohl akustische als auch thermoplastische Technologien anbietet und zu umfassenden Systemlösungen zusammenfassen kann.

Markt und Strategie

Teile-Produktion für die Fahrerkabine als Teil der Gesamtwertschöpfung

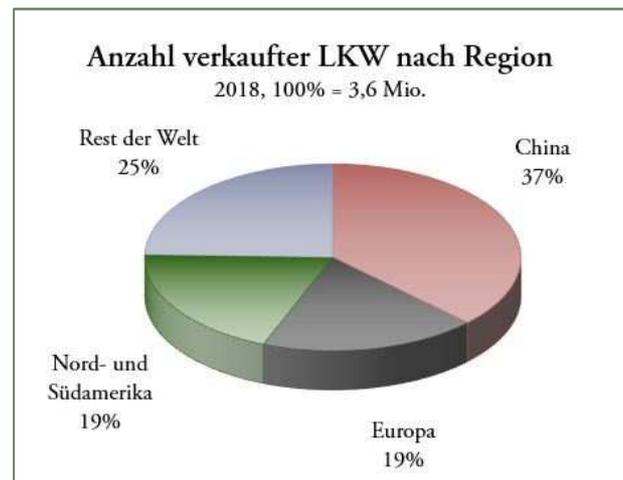
Als Systemlieferant für Innen- und Außenteile von Kraftfahrzeugen ist der Geschäftserfolg der STS-Gruppe direkt an die Nachfrage nach Pkw und Lkw im Allgemeinen und mittelschwere und schwere Nutzfahrzeuge im Besonderen gekoppelt. Unterteilt man die Komponenten eines Nutzfahrzeugs in die Kategorien Powertrain (Antrieb), Systems/Connectivity (Telematik), Chassis und Kabine, so liegt der Schwerpunkt der STS Group besonders in der Kategorie Kabine, mit den Unterkategorien Exterior, Interior, Elektronik und Komfort. Laut Schätzung von Roland Berger stellt dieser Bereich einen Wertbeitrag von ca. 25 bis 30 Prozent der Produktionskosten eines Nutzfahrzeugs dar, wobei der Hauptteil der Wertschöpfung auf Seiten der Zulieferer stattfindet.



Quelle: Roland Berger: "Trends in the Truck and Trailer Market", August 2018

China größter Markt

Nach Schätzung des Marktforschungsinstituts IHS wurden 2018 weltweit ca. 3,6 Mio. mittelschwere und schwere LKW hergestellt, wovon China mit einer Produktion von ca. 1,3 Mio. Einheiten bzw. 37 Prozent den wichtigsten Markt bildet. Gesamteuropa stellt mit einem Anteil von knapp 20 Prozent einen wesentlich kleineren Teilmarkt dar.



Quelle: IHS Markit

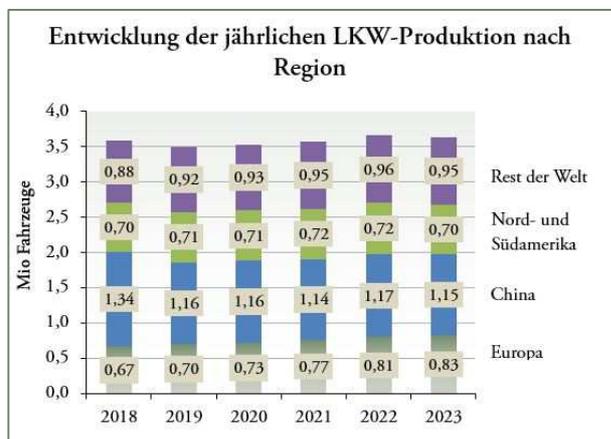
Weitere Marktdurchdringung als Chance

Da STS aktuell lediglich ca. 12 Prozent des aktuellen Umsatzes in China erwirtschaftet, bietet sich in Relation zur Größe des dortigen Marktes ein erhebliches Potenzial aus einer weiteren Marktdurchdringung. Allerdings folgte die Outputentwicklung zuletzt keinem stetigen Expansionspfad. Nachdem die Produktionszahlen in China 2017 wegen Vorzieheffekten aufgrund der Einführung verschärfter Vorschriften u.a. in Bezug auf die Überladung um 40 Prozent wuchsen, hat im letzten Jahr eine Konsolidierungsphase eingesetzt, die sich noch länger hinziehen könnte.

Schwaches weltweites Wachstum

Für die Zeit bis 2023 (mit dem Basisjahr 2018) rechnet IHS bezüglich der Produktionszahlen für mittelgroße und schwere Lastwagen mit einer Schrumpfung in China (-3,0 Prozent p.a.), aber zugleich mit einem höheren Wachstum in Europa (+4,3 Prozent p.a.), welches insbesondere von Osteuropa getrieben ist. Während der gesamte weltweite Output gemäß einer Studie der Landesbank Baden-Württemberg zwischen 2011 und 2017 um 0,9 Prozent p.a. zugelegt hatte (Quelle: LBBW: „Blickpunkt Automotive, Trucks

fahren bald auf eigenen Wegen“), erwartet IHS nun bis 2023 ein Wachstum von nur 0,2 Prozent p.a. Bezüglich China stellt sich unserer Einschätzung nach das Umsatzpotential für Hersteller von Plastikkomponenten insgesamt als positiver dar, als es die prognostizierte Entwicklung der Produktion von Nutzfahrzeugen erwarten lässt. Zum einen werden nach einer vor kurzem stattgefundenen Gesetzesänderung in Zukunft vermehrt „teileintensivere“ Long-Nose-LKW produziert werden, zum anderen wird prognostiziert, das neue im Jahr 2020 in Kraft tretende gesetzliche Emissionsziele zu einer verstärkten Substitution von Metall- durch Plastikkomponenten führen werden.



Quelle: IHS Markit, Januar 2019

Eintrübung im Jahresverlauf

Schon 2018 war für die Nutzfahrzeugindustrie in Westeuropa, dem Hauptabsatzmarkt für die STS Group, ein erfreuliches Jahr. Laut der European Automobile Manufacturers Association (ACEA) wurden in der EU im Jahresverlauf 311.959 neue mittelschwere und schwere LKW zugelassen, 3,4 Prozent mehr als 2017. Besonders erfreulich war dabei die Entwicklung in den Kernmärkten der STS Group, Frankreich (+9,1 Prozent), Italien (+5,0 Prozent) und Deutschland (+3,1 Prozent). In den letzten Monaten war allerdings auch im LKW-Markt eine Eintrübung der Konjunktur erkennbar, so dass das Management von STS für 2019 inzwischen von einem Nullwachstum in Europa ausgeht.

Technologische Umbrüche für STS ohne negative Auswirkungen

Neben Makrofaktoren wie dem Wirtschaftswachstum im Allgemeinen und dem Transportaufkommen im Speziellen, die die Marktentwicklung beeinflussen, gibt es verschiedene technologische Trends, die für eine gewisse Verunsicherung sorgen und die Prognose der künftigen Marktstruktur erschweren. Dazu gehören die Themen Automatisierung, Elektromobilität, Digitalisierung, sowie eine immer strengere Regulierung bezüglich des Kraftstoffverbrauchs und der Abgasbelastung. Während Hersteller von Verbrennungsmotoren von dem Trend zur Elektromobilität und der stärkeren Abgasregulierung tendenziell negativ betroffen sind, ist dies bei der STS Gruppe nicht der Fall. Leichte und innovative Kunststoffmaterialien sind stattdessen ganz im Gegenteil ein wesentlicher Faktor zur Gewichtsreduktion und damit einhergehend zur Abgasvermeidung (Verbrennungsmotoren) und Reichweitenerhöhung (Elektromobilität). Wie der Großauftrag eines chinesischen OEMs vom September 2018 über die Lieferung eines Batteriedeckels für ein Elektrofahrzeugmodell zeigt, bieten sich STS hier zusätzliche Wachstumspotenziale.

Nutzung der Wettbewerbsvorteile

Nachdem 2018 die organisatorische Integration des Unternehmens vollendet wurde, verfügt die STS Group über eine Reihe von Wettbewerbsvorteilen (USP), die es dem Unternehmen in der Zukunft ermöglichen werden, bei der Auftragsvergabe gegenüber Konkurrenten bevorzugt, also tendenziell häufiger als früher, zum Zuge zu kommen. Diese langfristig wirkenden Unternehmensfähigkeiten bilden die Basis der Strategie und Positionierung der STS Group.

Laut den Angaben des Managements besteht von Seiten der Kunden eine sehr starke Präferenz bezüglich einer **vertikalen Integration** des Produktionsprozesses. Die von STS ausgeführte Produktion von Zwischenprodukten in den Segmenten Plastics (z.B. SMC) und Acoustics (z.B. Filzmatten) bietet den Vorteil einer vollständigen Kontrolle über die Produktionsprozesse und Ausgangsmaterialien und dementsprechend eine einfachere Qualitätskontrolle und An-

passung der Produkte an Kundenwünsche. Nach Angaben des Managements weisen nur wenige Wettbewerber diese Fähigkeit auf.

Eine **Flexibilität bezüglich der Batchgrößen** ist wichtig, um Aufträge unterschiedlich großer Kunden befriedigen und Spezialaufträge bestehender Kunden annehmen zu können. STS kann mit seiner diesbezüglichen Flexibilität ein breites Kundenspektrum adressieren und grenzt sich dadurch von größeren Automobil- und Lkw-Teilelieferanten ab, die sich nur auf die Betreuung von Kunden mit Großserienaufträgen konzentrieren.

Die **Nähe zum Kunden und damit einhergehend ein „Global Reach“** ist aus zwei Gründen wichtig. Zum einen ist die Nähe zum Kunden während des Entwicklungsprozesses hilfreich, um sich effektiv einbringen zu können; zum anderen lassen sich Preisvorteile durch eine lokale Produktion insbesondere in Ländern mit günstigen Kostenstrukturen wie China, Osteuropa, Brasilien und Mexiko realisieren. Viele der spezialisierten Wettbewerber des Unternehmens wie Fritzmeier und Polytec (Plastics) sind hingegen nur regional aktiv.

Die im Vergleich zu Wettbewerbern **hohe Flexibilität bezüglich der eingesetzten Technologien** sowie die Möglichkeit, sowohl Soft-Trim- als auch Hard-Trim-Komponenten anbieten zu können, stellt eine weitere für STS kritische USP dar, um sich von der Konkurrenz abzuheben.

Dem **One-Stop-Shop-Ansatz** folgend haben Kunden des Nutzfahrzeughereiches seit der Integration aller Akquisitionen zudem die Möglichkeit, alle kunststoffbezogenen Vorprodukte zum Bau einer Fahrzeugkabine bei STS aus einer Hand zu beschaffen. Daraus ergibt sich für STS die Möglichkeit, verstärkt **Cross-Selling** zu betreiben, zumal die Akquisitionen der letzten Jahre das Kundenportfolio der STS Group erheblich erweitert haben. Im September 2018 hatten von den 15 größten Kunden von STS nur vier, also weniger als ein Drittel, sowohl Hard-Trim- als auch Soft-Trim-Komponenten bezogen. Um Cross-Selling zu

vereinfachen hat das Management 2018 auch die Sales-Abteilungen zentralisiert.

Hinsichtlich der weiteren Produktentwicklung plant das Management darüber hinaus, die Möglichkeiten, die sich durch die Kombination aus Soft-Trim- und Hard-Trim-Produkten ergeben, nun zu nutzen, um durch die **Entwicklung und Vermarktung integrierter Produktsysteme** wie zum Beispiel der „Next Cabin“ weitere Umsatzpotenziale zu erschließen.

Indikativ für das Umsatzpotenzial, das sich durch den Gewinn von Aufträgen technisch komplexerer Art ergibt, ist der im Sommer 2018 gewonnene **Auftrag über die Lieferung von Frontmodulen** für einen großen europäischen Nutzfahrzeughersteller im Gesamtvolumen von 150 Mio. Euro. Die Front-Module bestehen aus nahezu hundert Einzelkomponenten und werden dem Kunden komplett aus einer Hand geliefert.

Zweistellige EBITDA-Marge anvisiert

Nachdem die Integration 2018 erfolgreich abgeschlossen werden konnte, arbeitet die STS Group verstärkt an einer Verbesserung der Effizienz bestehender Prozesse. Die Bereiche Einkauf und Verkauf wurden in Bayern bereits erfolgreich zentralisiert. An einer weiteren Automatisierung und Standardisierung innerhalb der Fertigungsprozesse sowie an einer Konsolidierung und Zentralisierung insbesondere in den Bereichen Design, Engineering und Produktion wird aktuell gearbeitet. Ziel aller Effizienzsteigerungsmaßnahmen ist es laut Management, sowohl die Wettbewerbsposition im Kostenbereich weiter zu verbessern als auch langfristig eine EBITDA-Marge im niedrigen zweistelligen Bereich zu erreichen.

Wachstum der Produktion in Polen

Kurz- bis mittelfristig wird das Segment Acoustics der STS Group von der Nutzung der im europäischen Vergleich niedrigen Lohnkosten des 2017 in Betrieb gegangenen Werkes Miedzyrzecz in Westpolen profitieren. Im letzten Jahr gab es in diesem Werk noch Probleme in der Anlaufphase und dementsprechend außerordentliche Kosten in der Produktion. Im laufenden Jahr werden sich diese verringern. Bis 2021

wird das aktuell nur teilausgelastete Werk durch die Abarbeitung bereits abgeschlossener Aufträge auf Vollauslastung hochfahren, während perspektivisch die Kapazität noch erhöht werden kann und weitere entweder neu gewonnene oder bisher in Italien – dem Standort der anderen Acoustics Produktionsstätten – bearbeitete Aufträge im Werk in Produktion gehen können.

Umsatzwachstum in China...

Auf der Umsatzseite steht während der nächsten Jahre das Wachstum innerhalb des chinesischen Marktes im Vordergrund. Bis zu 50 Prozent des bis 2023 vom Management erwarteten gruppenweiten Umsatzwachstums um 100 Mio. Euro sollen aus Marktanteilsgegewinnen in China resultieren. In dem Land ist die Gruppe in der Produktion und dem Verkauf von hochwertigen Plastikteilen (Segment Plastics) besonders für höherwertige Nutzfahrzeuge des Logistikbereiches stark positioniert; es besteht mit sieben der zehn wichtigsten regionalen Hersteller im Nutzfahrzeugbereich bereits eine Kundenbeziehung. Im Jahr 2018 konnten mit der Eröffnung eines neuen Forschungs- und Entwicklungszentrums in Wuxi bei Shanghai und der Gewinnung eines neuen Auftrages über die Lieferung eines Batteriedeckels für ein Elek-

trofahrzeugmodell die technologische Führerschaft gegenüber den regionalen Herstellern erneut untermauert werden. Mit dem Bau eines neuen Werks in der zentralchinesischen Provinz Hubei und dem kürzlich erfolgten Start der Produktion erweitert das Unternehmen seinen regionalen Footprint und seine Produktionskapazitäten und stellt damit die Weichen für zukünftiges Wachstum. Da in China bereits eine gefestigte organisatorische Infrastruktur besteht und es sich bei den in China hergestellten SMC-Produkten um Erzeugnisse geringerer Komplexität handelt, wird vom Management mit einer vergleichsweise unkomplizierten Anlaufphase gerechnet.

...und Nordamerika

Wachstumsambitionen hegt die STS Group auch in Bezug auf die USA. Bisher besteht in dem Land selbst noch keine dedizierte Produktionsstätte, so dass Aufträge zunächst in Mexiko abgearbeitet werden. Allerdings deutet die Gewinnung von einem der größten US-amerikanischen Nutzfahrzeughersteller als neuem Kunden für die Lieferung von Fahrerkaabinenteilen ab 2020 hohes Potenzial für die nächsten Jahre an, das auch zum Aufbau eines neuen Werks in den USA führen könnte.

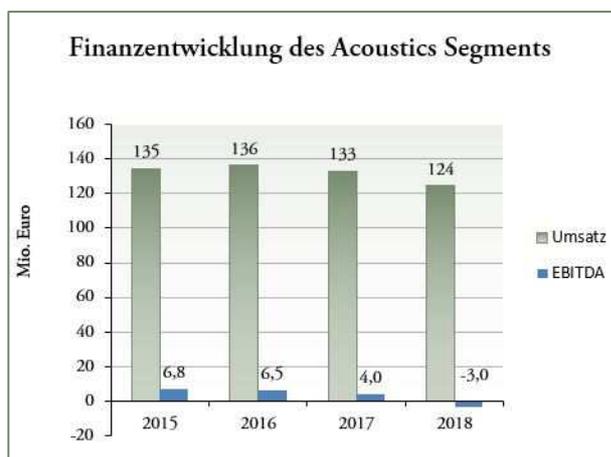
Zahlen

Starkes anorganisches Wachstum

Über die letzten Jahre ist die STS Group stark gewachsen. Lag der Umsatz 2015 noch bei 134,5 Mio. Euro, so erwirtschafteten die Bayern im Jahr 2018 schon 401,2 Mio. Euro, was einer durchschnittlichen jährlichen Steigerungsrate von 44 Prozent entspricht. Dieses Wachstum erfolgte ganz überwiegend über Akquisitionen und den Aufbau neuer Geschäftsbereiche, was sich daran erkennen lässt, dass der Bereich Acoustics, das ursprüngliche Kerngeschäft von STS, in den letzten Jahren stagnierte.

Acoustics als Sorgenkind

Betrug der Umsatz des Acoustics Segmentes 2015 134,5 Mio. Euro, so waren es in der Finanzperiode 2017 annähernd identische 132,6 Mio. Euro. 2018 ging der Umsatz dann um 10 Prozent auf 124,4 Mio. Euro zurück. Diese Entwicklung machte sich auch in der nicht-adjustierten EBITDA-Marge bemerkbar, die 2015 mit 5,1 Prozent noch in annehmbarer Höhe lag, während sie 2018 auf -2,4 Prozent gefallen ist.



Quelle: Unternehmen

Wichtige Gründe für die schlechtere Entwicklung des Acoustic Segments stellen die höhere Exposition zum aktuell schwächer laufenden Pkw-Geschäft sowie die Anlaufkosten im neuen polnischen Werk dar. Letztere werden sich 2019 verringern und für Entlastung sorgen.

Mittelfristig ist aber auch eine weitere Restrukturierung durch eine Verlagerung von Teilen der Produktion von Italien nach Polen denkbar.

China als Wachstumstreiber

Die anderen Segmente – für die zu Vergleichszwecken wegen der unterjährigen Akquisition neuer Werke während des Jahres 2017 pro-forma-Zahlen veröffentlicht wurden – entwickelten sich von 2017 auf 2018 positiver. So wuchs der Umsatz des Segmentes China mit einer Rate von 2,4 Prozent, während die Bereiche Plastics und Materials mit einem pro-forma-Umsatzrückgang von -5,3 Prozent und -1,0 Prozent moderat nachgaben. Die umsatzseitig insgesamt verhaltene Dynamik in 2018 erklärt das Management mit dem Auslaufen einzelner Aufträge aufgrund der Einstellung eines Modells oder weil Partner den Auftrag für ein Folgemodell nicht erhalten haben.

Geschäftszahlen (2017 pro-forma)	2017	2018	Änderung
Umsatz	425,2	401,2	-5,7%
- Acoustics	138,1	124,4	-9,9%
- Plastics	209,7	198,6	-5,3%
- China	47,5	48,6	+2,4%
- Material & Konsoli.	29,9	29,6	-1,0%
Adj. EBITDA	23,73	23,68	-0,2%
- Acoustics	3,21	-1,24	-
- Plastics	8,69	16,78	+91,9%
- China	9,11	7,16	-21,4%
- Material & Konsoli.	2,72	1,08	-60,3%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass große Teile der aktuellen Gruppe in 2017 – insbesondere im Plastics Segment – noch unter einem anderen Management geführt wurden, und dass aufgrund der langen Vorlaufzeiten von Vertriebsaktivitäten bis zum

Produktionsstart, die sich wegen der aufwendigen Entwicklungsprozesse in der Branche üblicherweise auf zwei bis vier Jahre belaufen, die Umsätze bis 2019/2020 noch zu großen Teilen auf die Performance des Vorgängermanagements zurückgehen.

Plastics mit verbesserter Marge

Während die Margenentwicklung im Bereich Acoustics, wie ausgeführt, im Jahresverlauf schwach war, entwickelte sich insbesondere das Segment Plastics mit einer Erhöhung der Marge um 4,3 Prozentpunkte und einer knappen Verdopplung des EBITDA von 2017 auf 2018 sehr positiv. Hier haben sich Synergien aus der Integration bereits deutlich bemerkbar gemacht. Besonders ertragreich ist allerdings das Segment China, das im gleichen Zeitraum einen Adjusted-EBITDA-Beitrag von 7,2 Mio. Euro und somit eine Marge von 14,7 Prozent erwirtschaftete.

Geschäftszahlen	2018	2018	Änderung
	1. HJ	2. HJ	
Umsatz	218,2	182,8	-16,2%
- Acoustics	68,6	55,8	-18,6%
- Plastics	107,2	91,4	-14,8%
- China	26,0	22,7	-12,6%
- Material & Kons.	16,5	13,2	-20,2%
Adj. EBITDA	16,50	7,18	-56,5%
- Acoustics	1,03	-2,27	-
- Plastics	11,12	5,55	-50,1%
- China	4,45	2,71	-39,2%
- Material & Kons.	-0,11	1,19	-

Quelle: Unternehmen

Saisonalität mitverantwortlich für schwache H2-Zahlen

Der direkte Vergleich zwischen 2017 und 2018 zeigt, dass die Umsätze und Gewinne der STS Group sowohl 2017 als auch 2018 eine Saisonalität aufwiesen. Das Management erklärt dies mit der Art und Weise, wie Produkte des Unternehmens an Kunden geliefert werden. Die just-in-time Philosophie in der Automobilindustrie sorgt dafür, dass die kundenseitig niedrigere Anzahl an Arbeitstagen während des dritten und

vierten Quartals (Sommerurlaubszeit in Frankreich und Italien, Weihnachtszeit im vierten Quartal) zu einem niedrigeren Umsatz führt. In 2018 lagen die Einnahmen im zweiten Halbjahr um 16 Prozent unter den Erlösen der ersten sechs Monate. Daraus resultierte auch eine wesentlich niedrigere H2-Marge (adj. EBITDA 3,9 Prozent statt 7,6 Prozent). Damit ist das zweite Halbjahr 2018 aber auch relativ schwach ausgefallen. Zum Vergleich; im Vorjahr 2017 lag der Umsatz des zweiten Semesters 8 Prozent unterhalb des Umsatzes des ersten Semesters.



Quelle: Unternehmen

Während sich der Umsatzrückgang in allen Segmenten auf einem ähnlichen Niveau zwischen 13 (China) und 19 Prozent (Acoustics) bewegte, kam es über alle wesentlichen Segmente zu einem Margenrückgang von 4 bis 5 Prozentpunkten. 2017 betrug der saisonale Margenrückgang nur 2 Prozent. Neben der Saisonalität kam es im zweiten Halbjahr 2018 auch zu operativen Rückgängen durch das Auslaufen eines Großauftrages im Plastikbereich und die schlechte Autoconjunktur in Italien, die sich in geringeren Abrufzahlen bemerkbar gemacht hat.

Kostenentwicklung in 2018

Ein Blick in die Kostenstruktur des Konzerns im Gesamtjahr 2018 zeigt, dass variable Kosten schätzungsweise für rund zwei Drittel und fixe Kosten für den übrigen Teil der gesamten operativen Aufwendungen verantwortlich sind. Zu den variablen Kosten zählen die Materialkosten in Höhe von 58 Prozent relativ zum Umsatz sowie Teile der sonstigen operativen

Kosten, die u.a. Logistikkosten enthalten. Personalkosten (28 Prozent), Abschreibungen (3,3 Prozent) und sonstige operative Aufwendungen, wie z.B. Mietkosten, können als nur mittel- bis langfristig beeinflussbare Fixkosten betrachtet werden. Ein direkter Vergleich der Kostenarten für 2017 und 2018 ist nicht möglich, da auf Ebene der Kostenarten keine pro-forma Zahlen berichtet wurden. Vergleicht man allerdings die nicht-adjustierten Zahlen zeigt sich eine Verbesserung der Materialkostenquote von 61 Prozent auf 58 Prozent die zumindest teilweise auf eine Verbesserung im Einkauf und Effizienzsteigerungen zurückzuführen sein sollte.

Geschäftszahlen (berichtet)	2017	2018	Änderung
Adj. EBITDA	14,17	23,68	+67,1%
EBITDA	55,04*	11,88	-78,4%
EBIT	46,9*	-1,3	-
JÜ	47,0*	-4,8	-

* beinhaltet nichtoperative Erträge insb. Bargain Purchase in Höhe von 47 Mio. Euro

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Hohe Sondereffekte

Das berichtete bereinigte EBITDA konnte 2018 um mehr als zwei Drittel auf 23,7 Mio. Euro gesteigert werden. Die Anpassungen in Höhe von 11,9 Mio. Euro resultierten vor allem aus den Kosten des Börsengangs, Rechts- und Beratungs- sowie Restrukturierungskosten. Unter deren Berücksichtigung ist das berichtete EBITDA um 78,4 Prozent auf 11,9 Mio. Euro zurückgegangen. Die Entwicklung ist maßgeblich auf die Verbuchung eines Bargain Purchases (Er-

trag aus dem Kauf von Vermögensgegenständen unter Marktwert) in Höhe von 47 Mio. Euro im Vorjahr zurückzuführen. Dieser Effekt hat sich auch im EBIT (von 46,9 auf -1,3 Mio. Euro) und im Nettoergebnis (von 47,0 auf -4,8 Mio. Euro) entsprechend niedergeschlagen.

Cashflow-Entwicklung

Die letzten beiden Jahre waren bei dem Unternehmen durch einen hohen positiven Finanz-Cashflow gekennzeichnet. Wurde in 2017 in diesem Bereich ein Saldo von 39,2 Mio. Euro aufgenommen, vor allem über das Factoring von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, so ermöglichte der Börsengang in 2018 mit einem Bruttoerlös von 24 Mio. Euro einen weiteren Zufluss von 22,1 Mio. Euro. Aber auch der operative Cashflow hat sich binnen Jahresfrist von -8,7 auf 7,1 Mio. Euro verbessert, vor allem wegen eines Rückgangs der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie der sonstigen Vermögensgegenstände und Forderungen. Für Investitionszwecke sind dagegen 13,9 Mio. Euro (Vorjahr: -17,2 Mio. Euro) abgeflossen. Mit einer Liquidität von rund 33 Mio. Euro zum Stichtag verfügt das Unternehmen aktuell über einen ausreichend komfortablen Liquiditätspuffer, um die für die Zukunft geplanten Investitionen in Höhe von 15 Mio. Euro p.a. finanzieren zu können.

Eigenkapitalquote von 30 Prozent

Was die Struktur der Bilanz angeht, so stehen einem Eigenkapital von 82,4 Mio. Euro zum Ende des letzten Geschäftsjahres Verbindlichkeiten in Höhe von 191,4 Mio. Euro gegenüber. Daraus resultiert eine solide Eigenkapitalquote von 30 Prozent.

Equity-Story

Integration abgeschlossen

Die STS Group hat sich innerhalb weniger Jahre zu einem führenden Automobilzulieferer im Kunststoffbereich entwickelt. Mit den Akquisitionen in den Jahren 2016 und 2017 konnte das Management die Produktpalette erheblich vergrößern und den Grundstein für eine globale Internationalisierung legen. Die Integration dieser Akquisitionen wurde 2018 abgeschlossen, so dass das Unternehmen nun daran arbeiten kann, weitere Synergien zu heben und die Kundenakquise in den bereits existierenden Märkten sowie neuen Märkten wie China und den USA weiter voranzutreiben.

Ausspielen der Konzernvorteile

Nach dem Abschluss der Integration verfügt die STS Group über ein im Vergleich zu Wettbewerbern überlegenes Leistungsprofil, das es dem Unternehmen ermöglicht, bei der Auftragsvergabe von Seiten der Nutzfahrzeug-OEMs in Zukunft häufiger zum Zug zu kommen. Das Unternehmen ist global tätig, produziert seine Vorprodukte selbst, ist flexibel hinsichtlich der Batchgröße und Produktionstechnologie und ist als einziger Automobilzulieferer in der Lage, sowohl Hard-Trim- als auch Soft-Trim-Produkte zu erzeugen und in integrierten Systemen zu kombinieren. Diese Wettbewerbsvorteile bieten die Chance für eine erfolgreiche Auftragsakquise und einen weiteren Wachstumsschub ab 2020.

Wachstum außerhalb Europas

Die Akquisition von Werken in Mexiko, Brasilien, und China ermöglicht es STS, gegenüber globalen Kunden als One-Stop-Shop für die gesamte Welt aufzutreten. Gleichzeitig plant die Gruppe das in Europa entwickelte Know-how dazu zu nutzen, in diesen neuen Regionen aggressiv zu wachsen. Im laufenden Jahr wird die STS Group ein neues Werk in China eröffnen und damit die Grundlage für die nächste Wachstumsstufe schaffen. Das Unternehmen profitiert von dem Qualitätsvorsprung gegenüber der regi-

onalen Konkurrenz und schließt nicht aus, in den nächsten Jahren noch weitere Werke zu eröffnen oder die vorhandenen Werke zu erweitern. Dieses Potenzial haben wir in der Bewertung bisher nicht vollständig berücksichtigt, da wir simplifizierend davon ausgehen, dass nach der Eröffnung des neuen Werkes bis 2023 der Umsatz proportional steigt (Umsatz 2018 mit zwei Werken: 50 Mio. Euro; Umsatz 2023 mit drei Werken: 80 Mio. Euro).

Niedrige Bewertung

Mit der Kurskorrektur um rund zwei Drittel seit dem Zeitpunkt des Börsengangs hat sich die Bewertung von STS deutlich reduziert, zumal dem keine vergleichbare Eintrübung der Perspektiven gegenübersteht. Im Branchenvergleich erscheint das Unternehmen mit einem EV/EBITDA-Multiple von 4,0x für 2018 günstig bewertet. Polytec, ein österreichischer Wettbewerber, der ebenfalls im Hard-Trim-Bereich aktiv ist und sich mit einem 2018er Umsatz von 637 Mio. Euro in einer ähnlichen Umsatzkategorie befindet, hat ein Multiple von 4,6x; während größere Automobilzulieferer wie Leoni, ElringKlinger und SAF Holland einen sehr viel höheren durchschnittlichen Multiple von 6,2x vorweisen.

Margenverbesserung

Der Großteil des Kurspotenzials des Unternehmens ergibt sich aus der Möglichkeit, die Profitabilität auf ein branchenübliches Niveau zu heben. Mit einer E-BITDA-Marge (Adjusted) von 5,9 Prozent für 2018 ist das Unternehmen im Vergleich zu Peer-Unternehmen, die im Durchschnitt eine Marge von etwa 10 Prozent vorweisen können, aktuell relativ unprofitabel. Dass das Unternehmen aber zu massiven Effizienzverbesserungen in der Lage ist, hat es im letzten Jahr eindrucksvoll bewiesen. Der Bereich Plastics erwirtschaftete 2018 eine Marge von 8,4 Prozent, nachdem diese im Vorjahr noch 4,1 Prozent betrug. Polytec erwirtschaftete 2018 eine EBITDA-Marge von

10,3 Prozent (Vorjahr 12,2 Prozent). Das Unternehmen hat es also geschafft, das Performancegap im Plastics Segment zu dem Wettbewerber innerhalb eines Jahres erheblich zu reduzieren. Nichtsdestotrotz ist weiterhin Verbesserungspotenzial vorhanden, insbesondere auch in den anderen Bereichen. So dürfte der Bereich Acoustics von der Verfügbarkeit des neuen Werks in Polen profitieren, dass auch eine Verlage-

rung von Teilen der Produktion aus Italien ermöglicht. In den kommenden Jahren dürfte nicht nur der Auslastungsgrad, sondern auch die Kosteneffizienz in der Anlage steigen – das gilt auch für das weitere Werk in China. Zudem sollten sich die Vorteile der Zentralisierung etwa im Einkauf noch stärker bemerkbar machen. Insgesamt besteht damit eine gute Basis für Margenverbesserungen in den nächsten Jahren.

DCF-Bewertung

2018 im Rahmen der Erwartungen

Der Gesamtumsatz für 2018 in Höhe von 401 Mio. Euro lag im Rahmen der Erwartungen des Managements, das Mitte des Jahres einen Anstieg der Erlöse, ausgehend von 310 Mio. Euro, um 30 Prozent in Aussicht gestellt hatte. Bezüglich der Ergebnisentwicklung erwartete das Management eine signifikante Erhöhung beim berichteten Adjusted EBITDA, was, wie im vorherigen Kapitel besprochen, ebenfalls geschafft wurde.

Ertragsprognose 2019

Es kann also davon ausgegangen werden, dass die in der Vergangenheit aufgebaute Verkaufspipeline in den Prognosen des Managements berücksichtigt und die ausgegebene Umsatz-Guidance von 400 Mio. Euro für 2019 somit gut abgesichert ist, wobei unterplanmäßige Abrufzahlen ein übliches Branchenrisiko darstellen. Bezüglich der Entwicklung des operativen Gewinns geht das Management von einem Ergebnis in Höhe des Vorjahres von 23,7 Mio. Euro aus. Die in dem vergangenen Jahr angefallenen Sonderkosten des Börsenganges, Rechts- und Beratungskosten und Abfindungskosten sollten dieses Jahr nicht mehr anfallen. Da auch keine anderen außerordentlichen Kosten prognostiziert werden, soll sich das berichtete E-

BITDA auf derselben Höhe bewegen und damit in Relation zu 2018 verdoppeln.

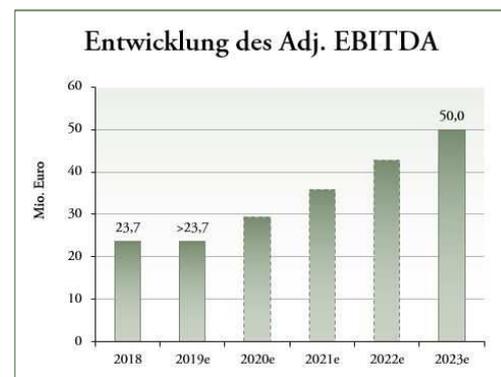
Sonderanpassung durch die erstmalige Anwendung von IFRS 16

2019 wird die STS Group erstmalig die Vorschriften von IFRS 16 zur Bilanzierung operativer Leasingobjekte umsetzen. Diese sorgen nicht nur für eine Erhöhung der Bilanzsumme, sondern verschieben die Miet- und Leasingzahlungen aus dem operativen Bereich in das Finanzergebnis, was ceteris paribus zu einer Verbesserung des EBITDA führt. Wir schätzen, dass sich der operative Gewinn dadurch um ca. 2 Mio. Euro erhöht. Damit kalkuliert das Managements, bereinigt um diesen Sondereffekt, offensichtlich konservativ mit einer leichten Reduktion der Marge, die auf „like-for-like“ Basis nach unserer Schätzung von 5,9 auf 5,4 Prozent zurückgeht.

EBTIDA-Prognose konservativ

Wir interpretieren diese EBITDA-Prognose des Managements vor allem vor dem Hintergrund der prognostizierten Umsatzentwicklung und der Kostensenkungspotenziale als konservativ. Da die Planungen

Mittelfristplanung des Unternehmens (2018-2023)



Mittelfristplanung STS Group; Quelle: Unternehmen

des Managements bei einem konstanten Umsatz von einer kontinuierlichen Verbesserung der Prozesse und einem weitestgehend reibungslosen Anlaufen der Produktion in China ausgehen, sollte der Preisdruck in der Branche mehr als kompensierbar sein. Zumal von weiterem Wachstum in dem margenstarken Chinageschäft ausgegangen wird.

Moderater Umsatzrückgang in 2019...

Wir gehen davon aus, dass die Konzern Erlöse im laufenden Jahr leicht zurückgehen. Während das Geschäft in China durch Marktanteilsgewinne aktuell moderat wächst, und neue Aufträge angekündigt wurden, waren die Erlöse in den übrigen Segmenten, wie die Betrachtung der unterjährigen Ergebnisse und der Saisonalitätseffekt gezeigt haben, strukturell zuletzt rückläufig. Darüber hinaus haben Aufträge eine lange Vorlaufzeit. Da große Teile des Plastics Segments erst 2017 übernommen und 2018 integriert wurden, dürften die strategischen Vorteile der neuen integrierten globalen Struktur erst jetzt richtig zum Tragen kommen. Zusätzliche Umsätze ergeben sich somit perspektivisch erst ab dem Jahr 2020. Für das laufende Jahr kalkulieren wir mit Konzern Erlösen in Höhe von 391,8 Mio. Euro.

... aber starke EBIT-Verbesserung

Wir erwarten, dass die kontinuierlichen Effizienzverbesserungen mittelfristig zu einem wesentlichen Anstieg der operativen Marge führen, kalkulieren das Jahr 2019 aber vorerst ebenfalls vorsichtig. Dieses Jahr wird in China eine neue Fabrik eröffnet, was für Anlaufbelastungen sorgen dürfte. Demgegenüber stehen in Polen keine größeren Sonderkosten mehr an, die höhere Auslastung des Werks sollte für steigende Margen sorgen. Auf Konzernebene erwarten wir auf Basis von Effizienzverbesserungen leicht sinkende Personalausgaben. Die Materialkostenquote, welche von 2017 auf 2018 bereits deutlich abgenommen hat, dürfte weiterhin sinken. In Summe kalkulieren wir für das laufende Jahr mit einer konstanten EBITDA-Marge (Adjusted) von 5,9 Prozent unter Einbeziehung des positiven Effekts aus der Anwendung von IFRS 16. Ohne weitere Sonderbelastungen sehen wir auf dieser Basis eine starke Verbesserung beim berichteten EBIT von -1,3 auf 9,7 Mio. Euro.

Optimistische Mittelfristplanung

Auf mittlere Sicht peilt das Unternehmen eine starke Steigerung sowohl der Erlöse als auch der EBITDA-Marge an. Das Management hat sich vorgenommen,

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	391,8	400,3	409,5	427,6	447,1	468,1	490,7	515,0
Umsatzwachstum	-2,4%	2,2%	2,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%
EBIT-Marge	2,5%	3,2%	3,8%	4,3%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%
EBIT	9,7	13,0	15,4	18,5	21,8	23,2	24,6	26,1
Steuersatz	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,8	3,8	4,5	5,4	6,3	6,7	7,1	7,6
NOPAT	6,9	9,2	10,9	13,1	15,5	16,5	17,5	18,5
+ Abschreibungen & Amortisation	13,3	13,4	13,5	13,7	14,0	14,3	14,7	15,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	20,2	22,6	24,5	26,9	29,5	30,8	32,2	33,7
- Zunahme Net Working Capital	1,2	-1,1	-1,2	-2,3	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1
- Investitionen AV	-15,0	-15,3	-15,7	-16,4	-17,1	-17,9	-18,8	-19,7
Free Cashflow	6,4	6,2	7,6	8,2	9,9	10,2	10,5	10,9

SMC-Schätzmodell

bis 2023 um 4,5 Prozent p.a. zu wachsen und dadurch den Umsatz um 100 Mio. Euro von 400 auf 500 Mio. Euro auszubauen. Gleichzeitig soll die EBITDA-Marge auf über 10 Prozent steigen, was einem EBITDA von 50 Mio. Euro und somit annähernd einer Verdoppelung des aktuellen operativen Gewinns entspricht. Das Wachstum soll dabei etwa zur Hälfte aus neuen Aufträgen aus China stammen. Darüber hinaus erwartet das Management zusätzliche Aufträge im Bereich Plastics/SMC aus Nordamerika.

Konservativeres Bewertungs-Szenario

Für unsere Bewertung gehen wir von einem konservativeren Szenario aus. Hintergrund dafür sind das fehlende Marktwachstum, der zuletzt negative Trend im Bereich Acoustics sowie die fehlende Dynamik im Bereich Plastics während des letzten Jahres. Das vom Unternehmen erwartete Wachstum erscheint insbesondere im Hinblick auf die durch die Akquisitionen der letzten Jahre gewonnenen Wettbewerbsvorteile und zusätzliche Initiativen wie verstärktes Cross-Selling zwar durchaus möglich. Für eine aggressivere Prognose der Umsatzentwicklung wäre es uns allerdings wichtig, zuerst eine Trendwende in der Entwicklung der Quartalszahlen zu sehen.

China: Wachstum um 10 Prozent p.a.

Im Segment China erwarten wir nach der Eröffnung der dritten Produktionsstätte im laufenden Jahr ein Umsatzwachstum auf 80 Mio. Euro bis 2023 und somit ein kontinuierliches Wachstum von 10 Prozent p.a. Für das Plastics und Materials Segment sind wir vorsichtig optimistisch und rechnen bis 2021 mit einem konservativ geschätzten Wachstum von 2 Prozent p.a., während wir für das Acoustics Segment vor dem Hintergrund der Entwicklung in den letzten Jahren bis 2023 eine jährliche Schrumpfung um 1 Prozent p.a. schätzen, was angesichts des Potenzials in Polen eine sehr vorsichtige Herangehensweise darstellt.

Ab 2021 Wachstum aus Cross-Selling

Ab 2021 erwarten wir einen zusätzlichen Wachstumsschub von 2 Prozentpunkten pro Jahr in allen Segmenten um das zusätzliche Umsatzpotenzial, das sich aus neu entwickelten Produkten und dem Cross-Sel-

ling ergibt, besser abzubilden. In Summe sehen wir den Konzernumsatz 2023 bei ca. 450 Mio. Euro und bleiben damit etwas mehr als 10 Prozent unter der Unternehmensplanung.

Deutliche Margenverbesserung

Hinsichtlich der Margenentwicklung rechnen wir bis 2023 mit einer Verbesserung um ca. 2,2 Prozentpunkte auf 8,0 Prozent. Die starke Verbesserung der Marge im Plastics Bereich während des Jahres 2018 hat gezeigt, dass das Management in der Lage ist, operative Verbesserungen konsequent umzusetzen. Im Bereich Einkauf (Materialkosten) sehen wir für die Zukunft weiteres Einsparpotenzial von 0,6 Prozentpunkten. Der wichtigere Treiber sind allerdings die Personalkosten mit einem geschätzten Verbesserungspotenzial von 1,6 Prozentpunkten. Allein durch das Wachstum in China ergibt sich aufgrund des veränderten Regionenumixes und der niedrigeren Personalkosten im Reich der Mitte eine Verbesserung der Personalkostenquote um etwa einen Prozentpunkt. Eine weitere Verbesserung um 0,6 Prozentpunkte über den gesamten Zeitraum erscheint insbesondere in Anbetracht der Möglichkeiten, die sich durch die weitere Auslastung des Standortes in Polen ergeben, realistisch. Die aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Kennzahlen zur Cashflowentwicklung bis 2025 zeigt die auf der Vorseite abgebildete Tabelle, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow finden sich im Anhang.

Sicherheitsabschlag für Terminal Value

Nach dem Ende des Detailprognosezeitraums nehmen wir zur Berechnung des Terminal Value einen Sicherheitsabschlag auf die EBIT-Marge von 25 Prozent (auf 3,8 Prozent) vor und kalkulieren darüber hinaus mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungssatz 8,1 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pri-

cing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,5 und einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,1 Prozent.

Kursziel: 15,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,1 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 90,7 Mio. Euro. Das entspricht 15,11 Euro je Aktie, woraus wir ein Kursziel von 15,10 Euro ableiten. Auf dieser Basis sehen wir aktuell ein Kurspotenzial von mehr als 80 Prozent.

Hohes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Die Bewertung des Unternehmens ist stark davon abhängig, dass es dem Management gelingt, die Material- und Personalkostenquote zu senken und insbesondere das Segment Acoustics so profitabel zu machen, dass die Gesamtprofitabilität des Unternehmens an den Branchendurchschnitt heranreicht. Während in der jüngsten Vergangenheit grundsätzlich bereits

große Fortschritte bezüglich der Verbesserung der Profitabilität gemacht wurden, waren die letzten Quartalszahlen eher enttäuschend. Insgesamt verfügt das Unternehmen nur über eine vergleichbar kurze Historie, was die Schätzunsicherheit erhöht. Per Saldo stufen wir das Prognoserisiko mit 5 Punkten deswegen im Moment als überdurchschnittlich hoch ein, obwohl der hohe Auftragsbestand eine relativ gute Planungsbasis bietet.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 11,70 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,1 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 20,70 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
7,1%	20,70	20,00	19,50	19,00	18,60
7,6%	17,90	17,50	17,10	16,80	16,50
8,1%	15,60	15,40	15,10	14,90	14,70
8,6%	13,70	13,50	13,40	13,20	13,10
9,1%	12,00	11,90	11,80	11,80	11,70

Fazit

Die STS Group hat im vergangenen Jahr den Sprung an die Börse geschafft und mit der organisatorischen Integration der in der Vergangenheit übernommenen Unternehmensteile den Grundstein für die Realisierung zahlreicher umsatz- und kostenseitiger Synergien gelegt.

Das Unternehmen als Ganzes war 2018 mit einer unbereinigten EBITDA Marge von 3 Prozent nur unterdurchschnittlich profitabel, allerdings zeigten sich im wichtigen Plastics Segment mit einer Erhöhung der Marge um 4,2 Prozentpunkte zum Vorjahr bereits erste deutliche Verbesserungen.

Darüber hinaus werden in diesem Jahr Sonderbelastungen in Höhe von 11,8 Mio. Euro wegfallen, was sich entsprechend positiv in der (unbereinigten) EBITDA-Marge und im Cashflow niederschlagen wird.

Erfreulich und für die Zukunft erfolversprechend sind unserer Meinung nach auch die Eröffnung einer dritten Produktionsstätte in China sowie die absehbar höhere Auslastung des in Polen im Jahr 2017 in Betrieb gegangenen Werkes.

Auf mittlere Sicht sollte das Unternehmen insbesondere von den Synergien profitieren, die sich durch die Integration der in den Unternehmensteilen angesiedelten Kompetenzen ergeben. Cross-Selling, die Entwicklung integrierter Produkte, der verbesserte geografische Footprint sowie die Nutzung von Skaleneffekten in den Unternehmensfunktionen dürften alleamt einen positiven – wenn auch aktuell noch schwer zu quantifizierenden – Effekt auf Umsatz und Marge haben.

Etwas kritischer sehen wir die jüngste Entwicklung im Acoustics Segment, für das noch keine Trendwende absehbar ist. Auch der Konzernumsatz im zweiten Halbjahr 2018 stellte insgesamt, trotz saisonaler Effekte, eine kleine Enttäuschung dar. Darüber hinaus besteht eine starke Abhängigkeit gegenüber der Investitionsbereitschaft und der Entwicklung der KfZ-Industrie in ihrer Gesamtheit. Die langfristige Natur und Planbarkeit der Aufträge und der hohe Auftragsbestand (1,9 Mrd. Euro) sind dagegen risikosenkende Faktoren.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass das Unternehmen aktuell noch am Anfang eines langfristigen und noch mit einer erheblichen Unsicherheit behafteten Effizienzverbesserungs- und Wachstumsprozesses steht. Nach dem Börsengang im Juni letzten Jahres ist der Aktienkurs des Unternehmens stark gesunken, was unserer Meinung nach auch damit zu tun hat, dass 2018 noch ganz im Zeichen der organisatorischen Integration des Unternehmens stand und kurzfristige Erfolge in der organischen Umsatzentwicklung somit nicht zu vermelden waren.

Die jüngsten Erfolge in der Auftragsakquise und weitere, von uns unterstellte, werden sich aber mittelfristig in einer höheren Erlösdynamik niederschlagen, die mit höheren Margen einhergehen sollte. Wir haben das in unserem Modell abgebildet und trotz einer konservativen Vorgehensweise einen fairen Wert in Höhe von 15,10 Euro je Aktie ermittelt. Auf Basis eines Kurspotenzials von mehr als 80 Prozent stufen wir die Aktie mit „Speculative Buy“ ein, wobei der spekulative Charakter vor allem aus dem Umstand resultiert, dass der Unternehmenswert im hohen Maß von den Margenverbesserungen der Zukunft abhängt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	115,6	117,4	119,3	121,4	124,1	127,2	130,8	134,8	139,4
1. Immat. VG	25,6	21,8	18,7	16,0	13,6	11,7	10,0	8,5	7,3
2. Sachanlagen	78,8	84,2	89,3	94,2	99,1	104,2	109,5	115,0	120,8
II. UV Summe	158,2	157,1	161,3	166,5	174,7	184,4	194,8	205,8	217,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	82,4	86,4	92,7	100,8	111,3	124,4	138,7	154,1	170,8
II. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	39,2	38,3	37,5	36,3	34,9	33,0	31,0	28,9	26,6
2. Kurzfristiges FK	152,3	149,8	150,4	150,8	152,6	154,2	155,9	157,7	159,7
BILANZSUMME	273,8	274,4	280,6	287,9	298,8	311,6	325,5	340,7	357,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	401,2	391,8	400,3	409,5	427,6	447,1	468,1	490,7	515,0
Gesamtleistung	407,0	391,8	400,3	409,5	427,6	447,1	468,1	490,7	515,0
Rohertrag	173,2	167,2	171,4	175,8	184,1	193,1	202,1	211,9	222,4
EBITDA	11,9	23,0	26,4	28,9	32,3	35,8	37,5	39,3	41,3
EBIT	-1,3	9,7	13,0	15,4	18,5	21,8	23,2	24,6	26,1
EBT	-3,3	5,6	8,9	11,4	14,8	18,4	20,2	21,8	23,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-4,8	4,0	6,3	8,1	10,5	13,1	14,3	15,5	16,7
JÜ	-4,8	4,0	6,3	8,1	10,5	13,1	14,3	15,5	16,7
EPS	-0,80	0,66	1,06	1,35	1,75	2,18	2,38	2,58	2,78

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	7,1	20,7	20,9	22,6	24,0	26,6	27,9	29,1	30,4
CF aus Investition	-13,9	-15,0	-15,3	-15,7	-16,4	-17,1	-17,9	-18,8	-19,7
CF Finanzierung	22,1	-4,0	-3,9	-4,6	-4,9	-5,8	-5,9	-6,0	-6,2
Liquidität Jahresanfa,	15,8	31,2	32,9	34,5	36,9	39,7	43,4	47,4	51,7
Liquidität Jahresende	31,2	32,9	34,5	36,9	39,7	43,4	47,4	51,7	56,2

Kennzahlen

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

Verantwortliche Analysten

Dr. Bastian Brand, Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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)

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: Dr. Bastian Brand

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Die vorliegende Analyse wurde am 15.04.2019 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 15.04.2019 um 7:50 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

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und bis zu drei 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.