

Surteco Group SE

Reuters: SURG.DE

Bloomberg: SUR:DE

Flächendeckend Nummer eins

Mit durchschnittlich 3.091 Mitarbeitern und Umsätzen von EUR 689,7 Mio. (2017) ist Surteco der weltweit führende Anbieter von Oberflächenfolien und Kanten für die globale Möbel-, Fußboden- und Holzwerkstoffindustrie sowie Produzent von technischen Profilen für alle Industriebereiche. Als einziges Unternehmen am Markt bietet Surteco eine vollständige Produktpalette aus Papier- und Kunststoffprodukten mit nahezu unendlich vielen Variationen von Qualität, Ausführungen, Abmessungen, Dekoren und Farben an. Als eines der wenigen börsennotierten Unternehmen ist Surteco gleichzeitig der alleinige aktive Konsolidierungstreiber, der seine globale Marktführerschaft durch die Expansion in weltweite Wachstumsregionen und durch eine konsequente Erweiterung der Produktpalette ausbaut. In den vergangenen 20 Jahren wurden zahlreiche Wettbewerber übernommen. Dadurch haben sich die Umsätze in einem in Deutschland stagnierenden Marktumfeld mehr als vervierfacht, zudem konnte Surteco erhebliche Skalen- und Synergieeffekte nutzen. Für die kommenden vier Jahre, die unsere Detailplanungsperiode festlegen, rechnen wir mit weiterhin hohen Wachstumsraten bei Umsatz (CAGR 2017-21e 3,4%) und EBIT (CAGR 2017-2021e 14,6%). Unser Kursziel von EUR 41,00 ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells (Primärmethode). Höhere Kursziele lassen sich langfristig aus einem Dividendendiskontierungsmodell (Sekundärmethode) ableiten. Gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 23,95 ergibt sich damit auf Sicht von zwölf Monaten ein erwartetes Kurspotenzial von rund 52,4%. Wir nehmen die Aktien von Surteco mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf.

Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet

Im laufenden Jahr erwarten wir einen Umsatzzuwachs von 6,9%: Dieser Umsatzanstieg wird nach unserer Einschätzung zum Teil konjunkturell und damit organisch bedingt sein, zum überwiegenden Teil aber auf konsolidierungsbedingte Gründe zurückzuführen sein. Insgesamt rechnen wir für 2018e mit einem Anstieg der Erlöse auf EUR 737,5 Mio. und des operativen Ergebnisses (EBIT) auf EUR 52,5 Mio. (+17,6%). Damit liegen wir mit unseren Prognosen beim Umsatz in der Mitte, beim EBIT am oberen Rand der vom Management ausgegebenen Guidance für 2018e. Für die kommenden Jahre erwarten wir eine weitere deutliche Verbesserung der operativen Ertragslage.

Kursziel EUR 41,00, Aufnahme der Coverage mit Buy

Aus unserem dreistufigen DCF-Entity-Modell, das das kapitalintensive und Geschäftsmodell von Surteco u. E. am besten widerspiegelt, ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 41,00 je Aktie (Base-Case-Szenario). In einer Monte-Carlo-Simulation ermitteln wir in einem Bear-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 19,40 je Aktie, in einem Bull-Case-Szenario von EUR 52,70 je Aktie. Aus einem Dividendendiskontierungsmodell lassen sich mittelfristig höhere Kursziele ableiten. Angesichts einer im Base-Case-Szenario erwarteten Kursperformance von 52,4% nehmen wir die Aktien der Surteco Group SE mit einem Buy-Rating in unsere Research-Coverage auf.

Rating: Buy Risiko: Niedrig

Kurs: EUR 23,95

Kursziel: EUR 41,00

ISIN/WKN: DE0005176903/517690

Indizes: CDAX, Prime All Share

Transparenzlevel: Prime Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 15,5 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 371,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000 Aktien

H1/2018: 14. August 2018

EUR Mio. (31/12)	2016	2017	2018e	2019e
Nettoumsatz	639,8	689,7	737,5	755,9
EBITDA	74,3	83,1	90,6	98,9
EBIT	40,9	44,7	52,5	61,3
EBT	35,0	33,5	42,6	52,3
EAT	23,8	26,3	31,1	37,7

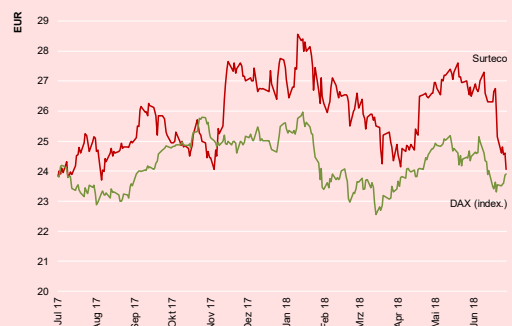
% vom Umsatz	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	11,6%	12,0%	12,3%	13,1%
EBIT	6,4%	6,5%	7,1%	8,1%
EBT	5,5%	4,9%	5,8%	6,9%
EAT	3,7%	3,8%	4,2%	5,0%

Je Aktie/EUR	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,54	1,69	1,83	2,20
Dividende	0,80	0,80	0,90	1,10
Buchwert	22,16	22,33	23,36	24,66
Cashflow	3,76	5,35	4,96	5,48

%	2016	2017	2018e	2019e
EK-Quote	51,4%	41,4%	45,9%	49,6%
Gearing	39,1%	54,4%	45,7%	35,5%

x	2016	2017	2018e	2019e
KGV	15,4	15,9	13,1	10,9
EV/Umsatz	0,81	0,90	0,76	0,70
EV/EBIT	12,7	13,9	10,6	8,7
KBV	1,1	1,2	1,0	1,0

EUR Mio.	2018e	2019e
Guidance: Umsatz	725,0-750,0	-
Guidance: EBIT	49,0-53,0	-



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Surteco in Bildern	4
Unternehmenswert EUR 41,00 je Aktie – Buy	8
Um eine Kantenlänge voraus	15
Unternehmensgeschichte, Management und Aktionärsstruktur	25
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	27
Die globale Möbelindustrie	31
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	38
Gewinn- und Verlustrechnung	46
Bilanz.....	48
Bilanz (normalisiert).....	52
Cashflow-Statement	56
Segmente	58
Auf einen Blick I.....	60
Auf einen Blick II.....	62
DCF-Modell	64
Disclaimer.....	64

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Weltmarktführer bei Oberflächen und Kanten

Mit europäischen Marktanteilen von 60% bei Kantenstreifen auf Papierbasis und von ca. 25% bei thermoplastischen Kanten sowie Konzern Erlösen von EUR 689,7 Mio. (2017) ist Surteco der weltweit führende Hersteller von Folien und Kantenbändern auf Papier- und Kunststoffbasis. Die von Surteco entwickelten, hergestellten und vertriebenen Produkte reichen von Folien für die großflächige Beschichtung von Span- und MDF-Platten bis hin zu Kantenbändern für den seitlichen Abschluss von Holzwerkstoffen. Kunden von Surteco sind in erster Linie Möbelproduzenten, im Innenausbau tätige Gesellschaften sowie die Fußboden- und Holzwerkstoffindustrie.

Ausbau der Marktführerschaft durch externes Wachstum

In einem Wettbewerbsumfeld, in dem Mitbewerber entweder mittelständisch geprägte Unternehmen sind, ein akutes Nachfolgeproblem haben oder nicht (mehr) zum Kerngeschäft größerer Konzerne gehören, ist Surteco infolge seines Zugangs zum Kapitalmarkt der alleinige aktive Konsolidierungstreiber. Seit der Übernahme der Döllken-Group wurden insgesamt Umsätze im Gesamtvolumen von rund EUR 350 Mio. hinzugewonnen; mehr als die Hälfte des Unternehmens, wie es sich heute präsentiert, sind erst in den vergangenen 15 Jahren in den Konzernverbund aufgenommen worden. Ohne eine Ausnahme weist Surteco dabei einen makellosen Track Record in der Akquisitions- und Integrationspolitik auf.

Umsatzvervierfachung im Zwanzigjahreszeitraum 1998-2017

Mit einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate von 7,3% für den Zwanzigjahreszeitraum von 1998 bis 2017 weist Surteco Wachstumswerte auf, die an frühere Prognosen von Internet-Werten erinnern und in der industriellen Welt eher ungewöhnlich sind. Insgesamt konnte Surteco seinen Umsatz in einem in Deutschland stagnierenden Marktumfeld (Umsatz deutscher Möbelhersteller 10Y CAGR 0,6%) von EUR 167,2 Mio. (1998) auf EUR 689,7 Mio. (2017) mehr als vervierfachen. Für 2018e rechnen wir mit einem weiteren Umsatzzuwachs von 6,9%, der sich sowohl aus organischem als auch zu einem größeren Teil aus konsolidierungsbedingtem Wachstum zusammensetzt. Für 2019e erwarten wir ein organisches Umsatzwachstum von 2,5%, das in erster Linie aus den Auslandsmärkten stammen wird.

Hohe Markteintrittsbarrieren

Die papierverarbeitende Industrie ist eine reife Industrie und ein Markteintritt mit hohen Anfangsinvestitionen verbunden. Bei einem hohen Operational Gearing werden große, international tätige Unternehmen durch Economies of Scale bei den Kosten und einem Leveraging der Entwicklungskosten bevorzugt. Zusätzliche Markteintrittsbarrieren ergeben sich durch die Eigentumsrechte an den Dekoren: Dadurch sind die beschichtenden Unternehmen bei einem spezifischen Dekor – möglicherweise über Jahrzehnte – an den Hersteller des Beschichtungsmaterials gebunden.

Mittelfristig mögliche (Wieder-)Aufnahme in den SDAX

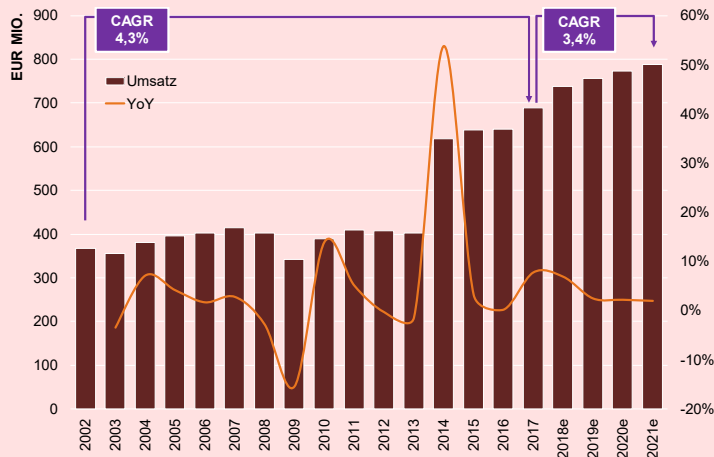
Mit einer Marktkapitalisierung des Free Float (44,5%) von EUR 165,3 Mio. und einem täglichen Handelsvolumen von etwa 10.000 Aktien ist die Surteco-Aktie für die Aufnahme in einen Auswahlindex der Deutschen Börse derzeit noch zu klein. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich Aktienkurs und Börsenumsatz der Aktie durch die gezeigte, engagierte IR-Bereitschaft verbessern werden, so dass eine Wiederaufnahme in den SDAX auf mittlere Sicht realistisch ist.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Schwächen und Risiken (Details ab S. 27ff): **(1)** Abhängigkeiten von Rohstoffpreisen, **(2)** Risiken aus externem Wachstum, **(3)** Währungsrisiken im Translationsbereich, **(4)** relativ kurzfristiger Auftragsbestand, **(5)** verzögerte Weitergabe von Papierpreiserhöhungen an die Kunden, **(6)** Abhängigkeiten vom Management, **(7)** Digitaldruck als potenziell flexiblere Alternative mit Ablösung des Tiefdrucks bei kleinen Losgrößen, **(8)** konjunkturelle Abhängigkeiten von der globalen Möbelindustrie, **(9)** hohe Kapitalintensität und langfristige Kapitalbindung.

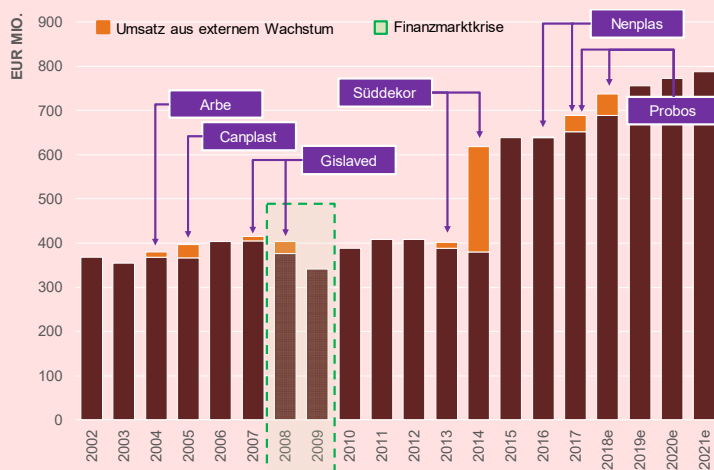
Surteco in Bildern

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2002-21E



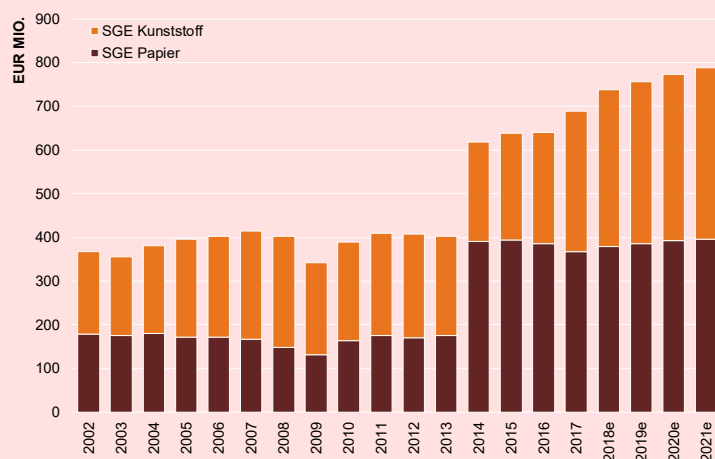
Zwischen 2002 und 2017 konnte Surteco eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 4,3% erreichen. Treiber des Wachstums waren zahlreiche Übernahmen von Wettbewerbern, wodurch die Produktpalette und der regionale Footprint signifikant ausgebaut werden konnten. Für die kommenden vier Jahre, die unsere Detailplanungsperiode markieren, rechnen wir ohne Einbeziehung weiterer Übernahmen mit einer Umsatz-CAGR von 3,4%.

UMSATZ INTERN VS. EXTERN, 2002-21E



Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums entstand in den vergangenen 15 Jahren aus externem Wachstum: Nach unserer Einschätzung haben allein die vier größten Übernahmen der vergangenen 15 Jahre im Jahr vor der Übernahme durch Surteco Umsätze von zusammen rund EUR 350 Mio. erwirtschaftet. Mehr als die Hälfte der 2017 erzielten Konzernumsätze sind damit erst in den vergangenen 15 Jahren in den Konsolidierungskreis aufgenommen worden. Für die kommenden vier Jahre haben wir keine Übernahmen modelliert.

UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2002-21E

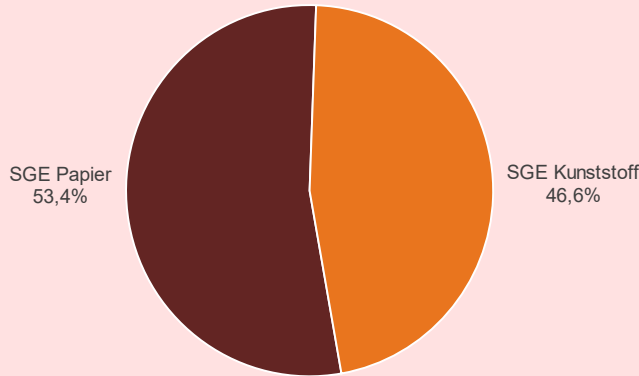


In den vergangenen Jahren wurden beide Strategische Geschäftseinheiten (SGE), Papier und Kunststoff, durch regelmäßige Zukäufe deutlich gestärkt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

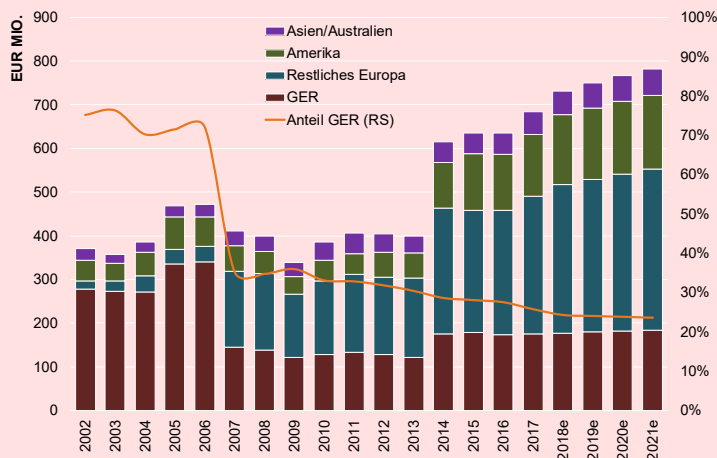
Surteco in Bildern (Forts.)

UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2017



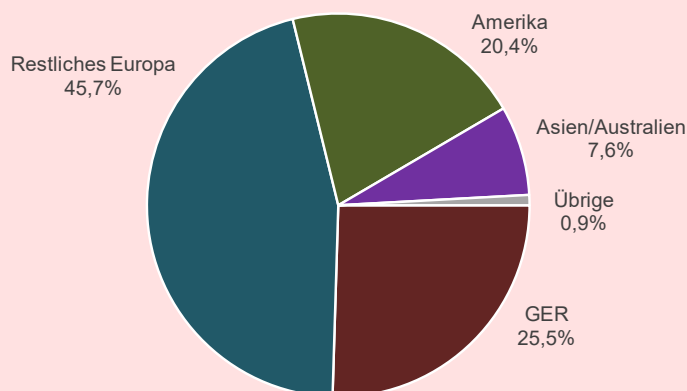
Bezogen auf das Geschäftsvolumen sind die beiden SGE derzeit ungefähr gleichwertig: Im vergangenen Jahr wurden 53,4% der Erlöse in der SGE Papier, 46,6% in der SGE Kunststoff erwirtschaftet.

UMSATZ NACH REGIONEN, 2002-21E



Der Auslandsanteil am Umsatz hat sich seit 2002, dem Beginn unseres Analysezeitraums, von 24,8% auf zuletzt 74,5% mehr als verdreifacht.

UMSATZ NACH REGIONEN, 2017

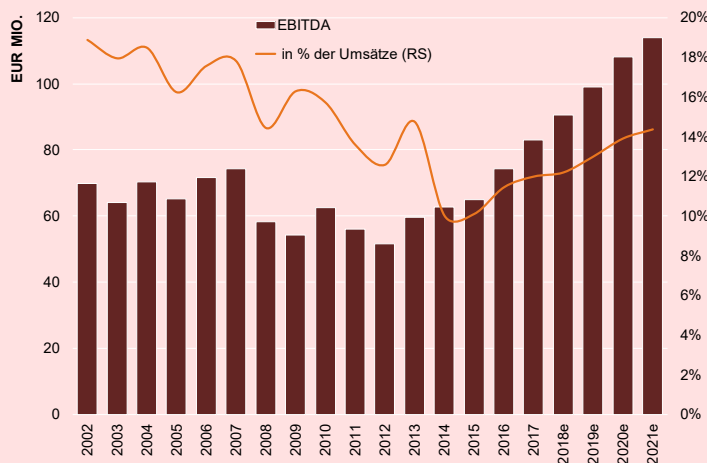


Insbesondere die im restlichen Europa erzielten Erlöse konnten ihren Anteil deutlich ausbauen: 2017 wurden hier 45,7% der Bruttoerlöse erwirtschaftet. Erlöse in Nord- und Südamerika waren im vergangenen Jahr mit einem Anteil von 20,4% fast so bedeutend wie die Erlöse in Deutschland.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

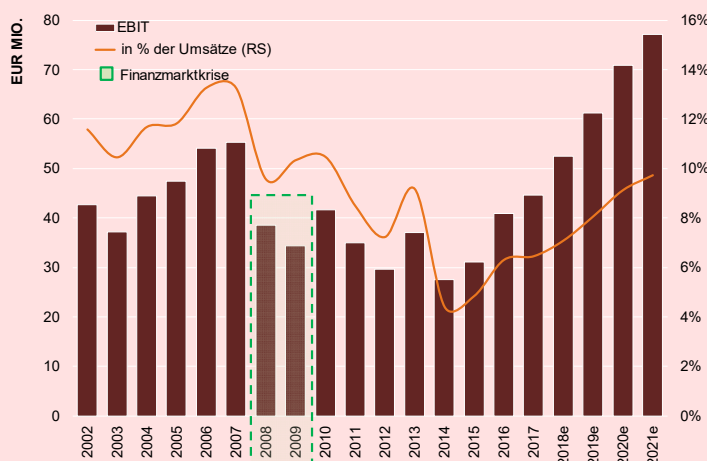
Surteco in Bildern (Forts.)

EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2002-21E



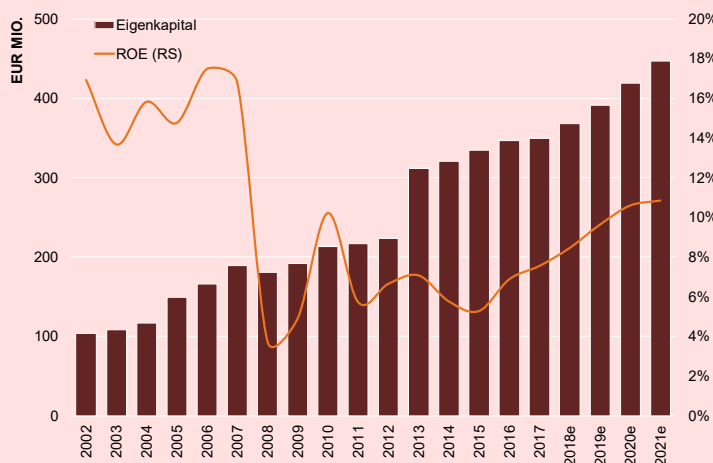
Trotz eines zyklischen Geschäftsmodells war Surteco in den vergangenen 16 Jahren stets profitabel. Die zahlreichen Übernahmen konnten damit ausnahmslos wertschöpfend durchgeführt werden. In den letzten sechs Jahren ist überdies ein deutlich steigender Ergebnistrend festzustellen: Zwischen 2012 und 2017 konnte das EBITDA von EUR 51,7 Mio. auf EUR 83,1 Mio. gesteigert werden. Noch unter den allgemeinen Markterwartungen lag bislang die Margenentwicklung: Hier sehen wir bis 2021e Spielraum für eine weitere deutliche Erholung und eine Annäherung an frühere Werte.

EBIT UND EBIT-MARGE, 2002-21E



Die Margenverbesserung kann beim operativen Ergebnis (EBIT) seit 2014 bereits beobachtet werden: So konnte die EBIT-Marge von 4,5% auf zuletzt 6,5% deutlich ausgebaut werden. Für die kommenden vier Jahre rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung auf 9,7% (EUR 77,1 Mio.). Damit nähert sich Surteco nach unseren Schätzungen zweistelligen EBIT-Margen an, wie sie das Unternehmen bereits erwirtschaftet hatte. Besonders hervorzuheben ist die Stabilität des Geschäftsmodells: So hat Surteco seit dem IPO in jedem Jahr operative Gewinne erzielt.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE, 2002-21E

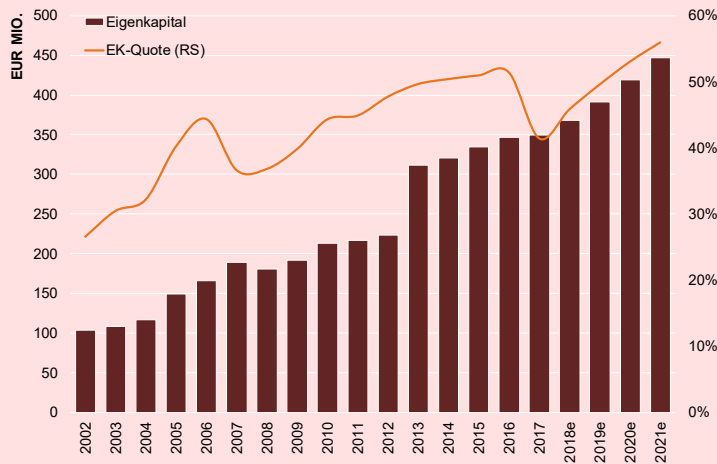


Auch die Eigenkapitalrendite lag seit 2002 stets im positiven Bereich. Der niedrigste Wert in unserem 16-Jahreszeitraum von 3,7% wurde (wenig verwunderlich) während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 markiert. Seither konnte die ROE zwar deutlich gesteigert, die zweistelligen Werte der Jahre 2002-07 jedoch noch nicht wieder erreicht werden. Dies sollte Surteco jedoch bis 2021e gelingen: Wir rechnen mit einer Verbesserung der Eigenkapitalrendite auf bis zu 10,8%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

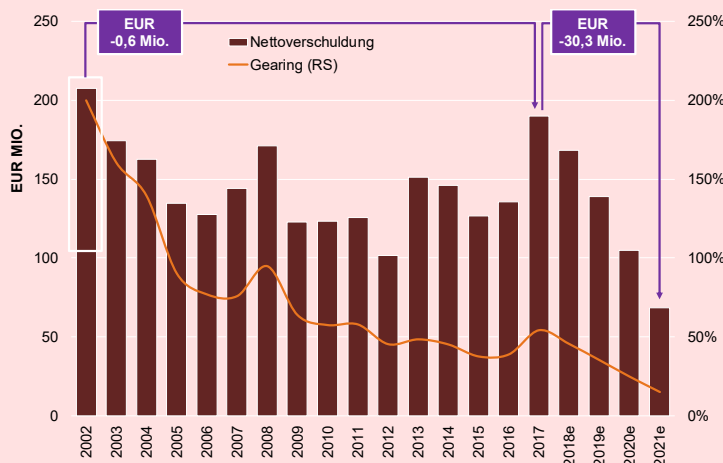
Surteco in Bildern (Forts.)

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2002-21E



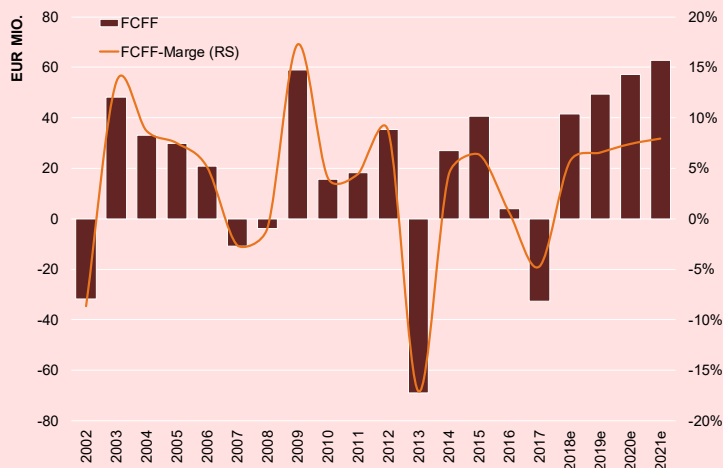
Bedingt durch eine stetige The-saurierung der Erträge und auch durch mehrere Kapitalerhöhungen konnte das Eigenkapital in den vergangenen Jahren sukzessive bis auf EUR 349,24 Mio. (12/2017) gesteigert werden. Die Eigenkapitalquote lag im vergangenen 16-Jahreszeitraum mit einer Ausnahme (2002) stets deutlich jenseits der 30%-Schwelle. Zum Jahresende 2017 lag die Eigenkapitalquote trotz der Begebung eines Schuldscheins, das ein Volumen von EUR 200,0 Mio. aufwies, bei 41,4%.

NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING, 2002-21E



Zum Jahresende 2017 betrug die Nettoverschuldung von Surteco EUR 189,9 Mio. Die Zinsaufwendungen lagen 2017 mit EUR -8,4 Mio. aus unserer Sicht in einem für dieses Leverage sehr auskömmlichen Bereich. Unsere Finanzprognose unterstellt keine Akquisitionen und eine sukzessive Rückführung des zinstragenden Fremdkapitals aus dem freien Cashflow.

FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2009-18E



Während der operative Cashflow seit 2002 nicht unter EUR 30,0 Mio. gelegen hat, waren die Freien Cashflows bedingt durch hohe Mittelabflüsse für Akquisitionen wiederholt im negativen Bereich. Ohne Einbeziehung weiterer Übernahmen rechnen wir bis 2021e mit einem Ansteigen der Freien Cashflows auf dann EUR 62,6 Mio. und der FCF-Marge auf dann 7,9%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unternehmenswert EUR 41,00 je Aktie – Buy

Wir bewerten den Wert des Eigenkapitals der Surteco Group SE auf der Basis eines standardisierten dreistufigen Discounted Cashflow- (DCF-) Modells (Primärmethode) sowie anhand eines Dividendendiskontierungsmodells (Sekundärmethode). Eine Bewertung anhand von Peergroup-Multiplikatoren entfällt mangels börsennotierter Wettbewerber.

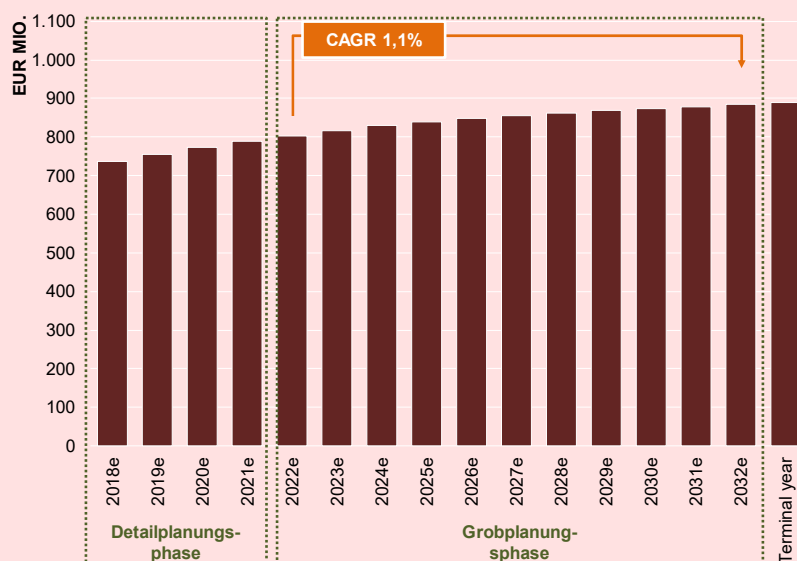
Trotz seines Status als „Old Economy-Unternehmen“ ist Surteco nach unserer Einschätzung durchaus als Wachstumsunternehmen zu bezeichnen: In den vergangenen 15 Jahren (2002-17) konnte Surteco eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 4,3% erzielen und den Umsatz auf EUR 689,7 Mio. deutlich ausbauen. Ursächlich für dieses hohe Wachstum waren vor allem diverse Übernahmen, durch die sich Surteco zu einem globalen Pure Play aufgeschwungen hat. Gleichzeitig war Surteco stets profitabel und sollte im laufenden Jahr nach unseren Schätzungen das Nachsteuerergebnis vor Drittanteilen auf EUR 31,1 Mio. verbessern. Für die kommenden vier Jahre rechnen wir mit einer Fortsetzung des positiven Umsatz- und Ergebnistrends. Im nachfolgenden Elfjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2032e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von 1,1% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,6%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einer Monte Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Damit ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals im Base-Case-Szenario von EUR 41,00 je Aktie. Aus der Monte Carlo-Analyse ermitteln wir einen Wert des Eigenkapitals zwischen EUR 19,40 und 52,70 je Aktie.

Den inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch ein Dividendendiskontierungsmodell überprüft. Dabei ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen einen Wert des Eigenkapitals von EUR 44,60 je Aktie.

Unser Hauptbewertungsverfahren für Surteco ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Das Geschäftsmodell von Surteco ist kapitalintensiv: Wachstum wird durch Übernahmen und eine zunehmende Globalisierung der Geschäftstätigkeit erreicht. In Verbindung mit dem von uns unterstellten Wachstumsszenario ist nach unserer Einschätzung ein langfristig angelegtes standardisiertes dreiphasiges DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für die Aktien der Surteco Group SE (Primärmethode).

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2018E-32E



Bis 2021e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2032e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 3,4% bzw. 1,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges DCF-Modell folgende Wachstumsannahmen:

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (de sogenannte „Detailplanungsphase“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2021e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2017-21e in Höhe von 3,4%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (elfjährige „Grobplanungsphase“), die 2032e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 1,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ⑤ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „Terminal Value“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Wachstumsrate den quasi-risikolosen Zins zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,6% an.

Für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir im Einzelnen,

- ⑤ dass sich die **EBIT-Margen** von 9,8% im Jahr 2021e auf 10,1% in 2032e (Peak Margins) infolge rückläufiger Erweiterungsinvestitionen sukzessive weiter verbessern werden;
- ⑤ dass die operativen Margen in der anschließenden Phase des Terminal Value bei 10,0% liegen;
- ⑤ ein Fundamental-**beta** von 0,9, das deutlich über den beobachtbaren 250 Tages-Betas der Deutschen Börse von 0,5 liegt und sich aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,00
Reife des Geschäftsmodells	0,10
Regulatorische Risiken	0,00
Finanzielle Risiken	-0,10
Risiken der Unternehmensprognose	-0,10
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	0,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ⑤ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells und einer Nichtberücksichtigung externen Wachstums rechtfertigen lässt; per Saldo rechnen wir ab 2021e nur noch mit Erhaltungs- und geringen Erweiterungsinvestitionen bestehender Standorte;
- ⑤ dass sich der Grenzsteuersatz während der Grobplanungsperiode der 30,0%-Marke annähert, die von uns als ein realistischer Durchschnittswert angesehen wird;
- ⑤ eine im Terminal Value geltende Insolvenzwahrscheinlichkeit von 2,0% pro Jahr, der ein von uns für Surteco auf Basis einer EBIT-Interest Coverage Ratio von 5,3x (2017) und einer von uns geschätzten Recovery Rate von 25,0% abgeleitetes synthetisches Rating von A zugrunde liegt;
- ⑤ dass die von Surteco im Zeitraum 2018e-21e erwirtschafteten Cashflows mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (**WACC**) von 3,7% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 0,9 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mit-

tels) von derzeit 3,8% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) zusammensetzt. Mit einem von uns angesichts einer EBIT-ICR 2017 von 5,3x ermittelten synthetischen Unternehmens-Rating von A sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 1,0% als angemessen an, die auch durch die Verzinsung des Schuldscheindarlehens bestätigt wird. Schließlich gehen wir davon aus, dass Surteco eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital von 66,6/33,3 anstrebt;

TABELLE 2: WACC (2018E-21E)

Kosten des Eigenkapitals nach CAPM		4,0%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Beta		0,90
Erwartete Risikoprämie (geometrische Mittelwert)	%	3,8%
Small Cap-Prämie		1,0%
Management-Prämie	%	1,0%
Liquiditätsprämie	%	0,0%
Private Company-Prämie	%	0,0%
Zielkapitalstruktur	%	66,6%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	3,3%
Kosten der Verschuldung		1,1%
Quasi-risikoloser Zinssatz (10jährige Bundesanleihe)	%	0,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	1,0%
Grenzsteuersatz	%	30,0%
Zielkapitalstruktur	%	33,4%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,4%
WACC basierend auf Marktwerten	%	3,7%

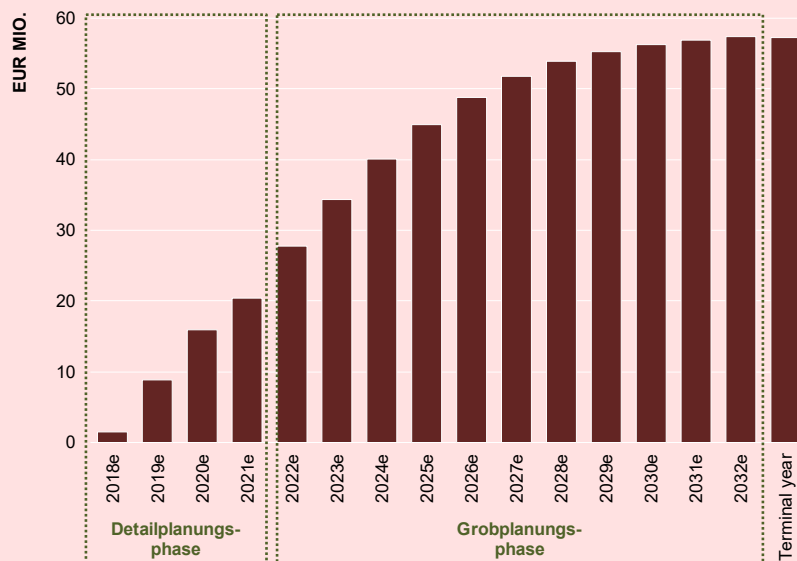
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

- ⊖ dass **negative freie Cashflows** nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden (Axiom der Risikoaversion der Anleger); dies könnte insbesondere die Anfangsjahre der Detailplanungsphase betreffen, in der negative Free Cashflows nicht auszuschließen sind.
- ⊖ dass Surteco in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von 3,7% (2018e-21e) auf dann 5,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

Dynamische Entwicklung der freien Cashflows

Unter diesen Vorgaben ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 2) Entwicklung der freien Cashflows für die Jahre 2018e bis 2032e. Erkennbar ist, wie Surteco die Profitabilität auf dem von uns unterstellten rein organischen Wachstumspfad deutlich ausbauen wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen modelliert. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann unterstellten Rückgangs der Reinvestitionsquote einen leichten Anstieg des Free Cashflows an, dieser stellt dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes dar.

ABBILDUNG 2: FREIE CASHFLOWS TO THE FIRM (FCFF), 2018E-32E



Während der Detailplanungsphase der Jahre 2018e bis 2021e haben wir rückläufige Investitionen modelliert, während der anschließenden Grobplanungsphase 2022e-32e im Wesentlichen nur noch Erhaltungsinvestitionen. Im Terminal Value ergibt sich aufgrund des systemischen Rückgangs der Erweiterungsinvestitionen ein Anstieg der Freien Cashflows.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 41,00 je Aktie

Der Enterprise Value der Surteco liegt in unserem Modell bei EUR 826,2 Mio. Aus diesem werden etwa 51,7% über den Terminal Value abgeleitet, 5,2% bzw. 43,1% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Abzüglich der Nettoverschuldung von EUR 189,9 Mio. (per Ende 2017) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 636,2 Mio. Bei 15,5 Mio. Aktien entspricht dies einem Wert von EUR 41,00 je Aktie.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 41,00 je Aktie.

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

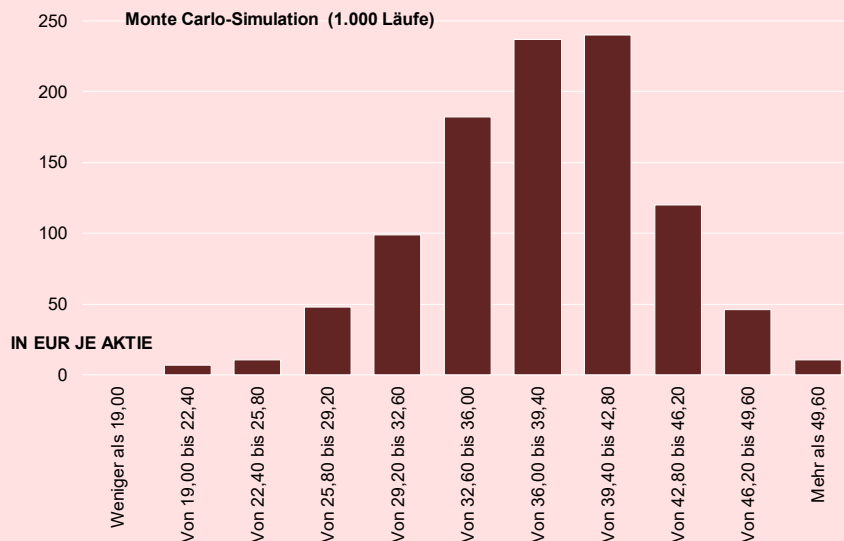
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,0%
Terminal Cost of capital	%	5,6%
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	427,1
in % des Enterprise Value	%	51,7%
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	43,1
in % des Enterprise Value	%	5,2%
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	356,0
in % des Enterprise Value	%	43,1%
Enterprise Value	EUR Mio.	826,2
Finanzschulden	EUR Mio.	-323,3
Excess Cash	EUR Mio.	133,4
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	636,2
Anzahl Aktien	Mio.	15,5
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	41,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse einer Monte-Carlo-Simulation

In der nachfolgenden Abbildung 3 wurden die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet. Es zeigt sich, dass Enterprise Values von unter EUR 300,8 Mio. und über EUR 817,2 Mio. bzw. von unter EUR 19,40 und über EUR 52,70 je Aktie durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value kaum erreicht werden können:

ABBILDUNG 3: ERWEITERTE SZENARIOANALYSE



Zu sehen ist eine linksschiefes-rechtssteiles Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 39,40 und 42,80 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir überprüfen die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells anhand eines Dividendendiskontierungsmodells. Hierbei gehen wir unverändert von einem rein organischen Wachstum aus, dessen Ziel ein schuldenfreies Unternehmen ist. Ab diesem Zustand werden die vom Unternehmen erwirtschafteten Freien Cashflows als Dividende verwendet. Aus der zu diesem Zeitpunkt ausgeschütteten Dividende errechnen wir den Rentenendwert, dessen Barwert nach unserem Modell bei EUR 44,60 je Aktie liegt.

Berechnung einer Vollausschüttung der freien Cashflows to the Firm

Basis unseres Dividendendiskontierungsmodells ist die Annahme, dass Surteco bei Verzicht auf externes Wachstum früher oder später in einen unverschuldeten Zustand gelangt. Ab diesem Zeitpunkt können die FCFF vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet werden, ohne dass das weitere Wachstum beeinträchtigt wird. Nachstehende Tabelle 4 verdeutlicht unsere Prognosen auf Basis der Ergebnisse des DCF-Modells:

TABELLE 4: ABBAU DER NETTOVERSCHULDUNG

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
FCFF	EUR Mio.	1,5	8,9	15,9	20,4	21,9	25,1	29,6
Nettoverschuldung	EUR Mio.	168,1	138,9	104,9	68,6	46,7	21,6	-8,0

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert je Aktie von EUR 44,60

Danach wäre Surteco im Verlauf des Jahres 2024e vollständig schuldenfrei. Berechnen wir aus dem im Jahr 2024e erwirtschafteten Free Cashflows to the Firm von EUR 29,6 Mio. einen ewigen Rentenwert und diskontieren diesen auf das heutige Jahr ab, ergibt sich ein Wert von EUR 44,60 je Aktie:

TABELLE 5: BERECHNUNG DES WERTES JE AKTIE AUS DEM RENTENWERT

		2018e	2024e
Ewige Rente	EUR Mio.		808,8
Barwert	EUR Mio.	691,3	
Anzahl Aktien	Mio.	15,5	
Wert je Aktie	EUR	44,60	

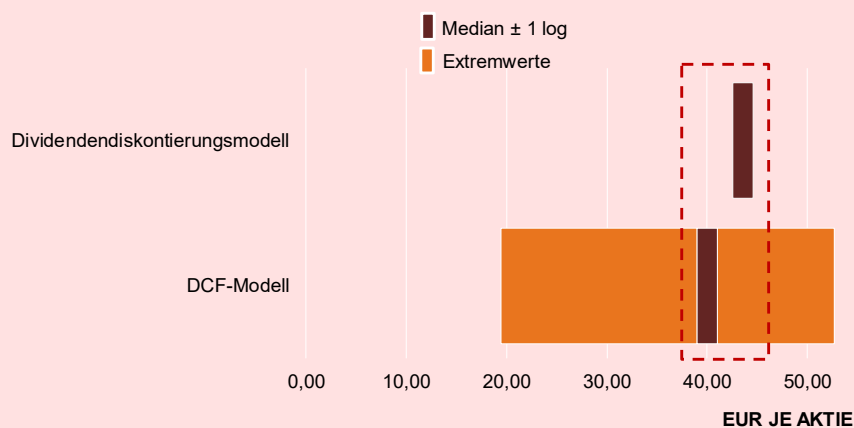
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 4 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir im DCF-Verfahren die Ergebnisse der Monte Carlo-Simulation dargestellt haben. Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Surteco sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt eine große Homogenität der Bewertungsverfahren.

ABBILDUNG 4: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Bedingt durch das langfristige Wachstumspotenzial des Geschäftsmodells sehen wir im DCF-Modell das mittelfristig relevante Bewertungsmaß.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario) von EUR 41,00 je Aktie wäre Surteco mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN

X	Bewertung mit EUR 41,00 je Aktie			Bewertung zum aktuellen Kurs		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
KGV	15,9x	22,4x	18,7x	15,9x	13,1x	10,9x
EV/Umsatz	0,9x	1,1x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	13,9x	15,6x	13,0x	13,9x	10,6x	8,7x
KBV	1,2x	1,8x	1,7x	1,2x	1,0x	1,0x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Aufnahme der Research Coverage mit einem Buy-Rating

Angesichts der von uns erwarteten mittelfristigen Kursperformance von 52,4% nehmen wir die Aktien der Surteco Group SE mit einem Buy-Rating in die Research Coverage auf.

Downside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken (vgl. auch Seiten 27ff): **(1)** Abhängigkeiten von Rohstoffpreisen, **(2)** Risiko des externen Wachstums, **(3)** Währungsrisiken im Translationsbereich, **(4)** kurzfristiger Auftragsbestand, **(5)** verzögerte Weitergabe von Papierpreiserhöhungen, **(6)** Abhängigkeiten vom Management, **(7)** Digitaldruck als flexible Alternative, **(8)** Zyklizität des Geschäftsmodells und **(9)** hohe Kapitalintensität und lange Kapitalbindung.

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Surteco in den kommenden Monaten sehen wir **(1)** Meldungen über eine anhaltend verbesserte Ertragsentwicklung gegenüber den Vorjahren, **(2)** eine anhaltend rückläufige Nettoverschuldung des Unternehmens, **(3)** weitere strategische Übernahmeaktivitäten in den Zielmärkten.

Katalysatoren für das Erreichen des von uns ermittelten Unternehmenswertes

Um eine Kantenlänge voraus

Mit durchschnittlich 3.091 Mitarbeitern und Umsätzen von EUR 689,7 Mio. (2017) – davon 74,5% im Ausland – ist Surteco der weltweit führende Anbieter von Oberflächenfolien und Kanten für die globale Möbelindustrie sowie Produzent für technische Profile für alle Industriebereiche. Als einziges Unternehmen am Markt bietet Surteco eine vollständige Produktpalette aus Folien und Kantenbändern aus Papier oder Kunststoff mit nahezu unendlich vielen Variationen von Qualität, Ausführungen, Abmessungen, Dekoren und Farben an. Als einziges, breit aufgestelltes börsennotiertes Unternehmen der Branche ist Surteco gleichzeitig der alleinige aktive Konsolidierungstreiber, der seine globale Marktführerschaft durch eine internationale Expansion in Wachstumsregionen und durch eine konsequente Erweiterung der Produktpalette ausbaut.

Weltweit führender Oberflächenspezialist für die globale Möbelindustrie

Jeder hat's, keiner kennt's! Mit diesem Slogan lässt sich wahrscheinlich am besten die Produktpalette von Surteco beschreiben. Surteco ist der weltweit führende Hersteller von Flächenfolien, die sich etwa auf Küchenplatten oder Bürotischen wiederfinden, und von Kantenstreifen, mit denen Möbelprodukte wie Kleiderschränke oder Küchenmöbel beschichtet werden.

Surteco ist ein echter deutscher „Hidden Champion“.

Die von Surteco entwickelten, hergestellten und vertriebenen Produkte werden in erster Linie dazu verwendet, Span- oder Holzwerkstoffplatten dekorativ zu beschichten. Nahezu jede Span- oder MDF-Platte, die für die Innenraumgestaltung (Innenausbau, Möbel, Türen, Wand- und Deckenverkleidungen) vorgesehen ist, wird mit Kunststoff- oder mit teilweise zuvor bedruckten und imprägnierten Papiermaterialien beschichtet. Dabei kann zwischen

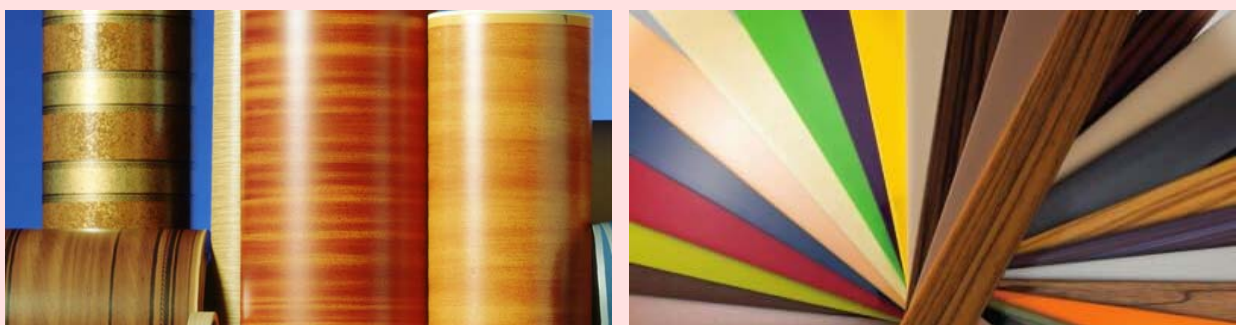
- ⑤ Folien für die großflächige Beschichtung und
- ⑤ Kantenbänder für den seitlichen Abschluss der Holzwerkstoffe

unterschieden werden, die jeweils

- ⑤ auf Papier- oder
- ⑤ Kunststoffbasis

aufgetragen werden können. Im Folgenden werden die von Surteco produzierten Produkte im Einzelnen vorgestellt.

ABBILDUNG 5: PRODUKTE VON SURTECO: FLÄCHENFOLIEN (LINKS) UND KANTENBÄNDER (RECHTS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Dekorpapiere

Dekorpapiere stellen sozusagen das Grundprodukt von Surteco dar. Bei Dekorpapieren handelt es sich um spezielle, mit dekorativen Strukturen bedruckte Papiere für die industrielle Oberflächenveredelung. Sie werden im Rotationstiefdruck hergestellt und bilden die Basis für Möbeloberflächen oder Laminatfußböden, zu denen sie anschließend weiterverarbeitet werden. Um besser bedruckt werden zu können, werden an das Papier hohe Anforderungen in punkto Formation, Glätte und Dimensionsstabilität gestellt; so erfordert die während der Verarbeitung notwendige Kunstharzimprägnierung eine gleichmäßige Durchdrin-

Dekorpapiere werden für die konzerninterne Herstellung von Finisshfolien und Imprägnaten verwendet oder direkt an die Kunden aus der Möbel-, Fußboden- oder Holzwerkstoffindustrie geliefert.

gung des Papiers durch das Harz.

Eine Einschränkung in der Motivwahl gibt es faktisch nicht. Angeboten werden von Surteco in erster Linie Holzreproduktionen; darüber hinaus gibt es eine breite Palette an Fantasiedekoren und Unifarbtönen, Aufdrucken von Kies, geometrischen Formen oder künstlerischen Produkten. Abgesehen von den Motiven können Folien überdies spezifische Eigenschaften aufweisen, zum Beispiel haptische oder optische Besonderheiten, anti-fingerprint-Effekte oder eine besonders hohe Widerstandskraft; bezogen auf die Lackierungen gibt es Folien in diversen Glanzgraden und Ausführungen, chemischen und mechanischen Prägnungen.

Die kreative Entwicklung der Holz-, Stein- oder Fantasiedekore wird in der konzern-eigenen Designabteilung Surteco art (vormals Süddekor Art Design + Engraving GmbH) durchgeführt. Diese, 1998 gegründete Gesellschaft entwickelt am Standort Willich-Neersen (Nordrhein-Westfalen) Holz-, Marmor-, Fliesen- und Fantasiedekore für die Möbel- und Fußbodenindustrie, die durch den Einsatz von Laser-Technologie in Zylinder graviert werden.

Produziert werden die Dekorpapiere an den Standorten Buttenwiesen (Deutschland) und Agawam (USA).

Finishfolien

Finishfolien sind Dekorpapiere, die mit duroplastischen Harzen imprägniert und mit Lacken widerstandsfähig gemacht werden. Sie werden in der Regel als Rollenware zum Verarbeiter geliefert und mit einer separaten Klebeschicht mit einem Trägerwerkstoff (im Allgemeinen ein Holzwerkstoff) zu einem Endprodukt verklebt. Zum Einsatz kommen die papierbasierten Folien insbesondere in der Möbel- und Türenindustrie, in der Caravan-Produktion sowie beim Innenausbau, etwa bei Paneelen und Leisten.

Papierbasierende Finishfolien werden an den Standorten Buttenwiesen, Sassenberg, Laichingen und Hüllhorst (alle Deutschland) sowie Myrtle Beach (USA) produziert. Kunststofffolien werden von der schwedischen Gislaved hergestellt.

ABBILDUNG 6: PRODUKTE VON SURTECO: SOCKELLEISTEN (LINKS) UND ROLLLADEN (RECHTS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Kantenbänder

Auch bei Kanten gibt es eine große Vielfalt an Variationen. So werden Kantenbänder in unterschiedlichen

- ⑤ **Produktvarianten:** unicolor, bicolor, mit eigenem Dekor oder durchmasert sowie als 3D-Kante;
- ⑤ **Dekorvarianten:** ein- oder mehrfarbig, im Holzdekor, multiplex, im metallic-, steinchen- oder dreidimensionalen Dekor sowie in sogenannten Phantasiedekoren;

- ⑤ **Prägevarianten und Prägestrukturen**, wodurch die Kanten eine haptische Anmutung vermitteln;
- ⑤ **Glanzgraden**: von supermatt bis hochglänzend;
- ⑤ **Abmessungen und Stärken**: Neben den bekannten Standard- und Sonderbreiten 23, 28, 33, 45 und 54 mm werden auf Kundenwunsch auch beliebige Breiten, Längen und Stärke angeboten;
- ⑤ und je nach Einsatzbereich aus den **Werkstoffen** Papier (auch Melaminkantenbänder genannt), ABS (Acrylnitril-Butadien-Styrol), PVC (Polyvinylchlorid), PP (Polypropylen) oder PMMA (Polymethylmethacrylat, auch besser bekannt als Akryl);

hergestellt. In Deutschland produziert Surteco Kantenbänder auf Papierbasis an den Standorten Sassenberg und Hüllhorst und Kunststoffkanten in Gladbeck. Im Ausland erfolgt die Produktion in Greensboro (USA), Brampton (CDN) Sydney (AUS), Batam (INO), Mindelo (POR) und Sao Jose dos Pinhais (BRZ).

Sockelleisten

Als einer der führenden Anbieter von Fußbodendekoren ist es naheliegend, dass Surteco auch die passenden Sockelleisten anbietet. Auch hier liegt ein breites Produktspektrum vor, das von der Kernsockelleiste bis hin zum Spezialprofil reicht, von einem rein kunststoffbasierten Produkt bis hin zu einer Kernsockelleiste mit HDF-Kern (Hochdichte Faserplatte) in aktuell mehr als 3.000 verschiedenen Dekoren. Ebenfalls angeboten werden Werkzeuge und Kleber sowie Spezialprofile als Handelssortimente für Systemlösungen.

Rollladen

Angeboten werden auch komplette Rollladensysteme für die Möbelindustrie. Diese werden in sämtlichen Designvariationen angeboten, also konventionell, digital oder folienkaschiert.

Trennpapiere

Die ebenfalls angebotenen Trennpapiere werden in der Holzwerkstoffindustrie bei der Herstellung von Melaminoberflächen eingesetzt. Trennpapiere verleihen einer Oberfläche ihre finale Optik und Haptik, können aber auch bei der Strukturierung anderer Materialien wie beispielsweise Kunstleder zum Einsatz kommen.

Technische Profile

Technische Profile sind Kunststoffprodukte, die etwa als Rahmenprofile für Abdeckplatten, als Sammelschienen für Stromverteiler oder als Lamellenprofile für Lüfter und Verschlussklappen zu Einsatz kommen.

ABBILDUNG 7: PRODUKTE VON SURTECO: TRENNPAPIERE (LINKS), TECHNISCHE PROFILE (RECHTS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Produktionsprozesse

Die Produktionsprozesse für Papier- und Kunststoffoberflächen sind völlig unterschiedlich. So wird bei der Papierkante Papier bedruckt, anschließend lackiert und imprägniert und schließlich bei Bedarf geprägt, was dem Produkt ein haptisches Gefühl verschafft. Zuletzt wird geschnitten und gegebenenfalls auf der Rückseite

ein Schmelzkleber aufgefgt.

Im Kunststoffbereich kommen dagegen Granulate zum Einsatz, die extrudiert und abschließend eventuell bedruckt werden.

ABBILDUNG 8: BLICK IN DIE FERTIGUNGSHALLE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Kunden von Surteco sind überwiegend Holzwerkstoffhersteller und Möbelproduzenten, aber auch Händler, Unternehmen aus dem Innenausbau oder der Bauzulieferung. Insofern ist Surteco ein echter Hidden Champion, dessen Produkten angesichts seiner Funktionalität und seines Designs eine erfolgskritische Rolle zukommt.

Erfolgskritische Komponente für die Möbelindustrie

Wenngleich den Oberflächenbeschichtungen eine erfolgskritische Rolle beim Verkauf von Möbeln zukommt, verursachen sie in der Regel nur einen geringen Teil der Kosten für das Gesamtprodukt. So liegt der Anteil von Papierfolien und -kanten nach unserer Einschätzung bei nur wenigen Promille des Gesamtpreises beispielsweise einer mittelpreisigen Kche. Vor diesem Hintergrund sehen wir Surteco in einer guten Position bei Preisverhandlungen mit Kunden.

Den Produkten von Surteco kommt eine erfolgskritische Rolle zu obwohl ihr Kostenbeitrag gleichzeitig gering ist.

Kunden von Surteco

Hauptabnehmer aus der Industrie sind Holzwerkstoffhersteller und Möbelproduzenten, dazu kommen Händler, Unternehmen aus dem Innenausbau oder der Bauzulieferung. Die Möbelproduzenten beziehen entweder die bereits beschichteten Platten oder beschichten diese selbst. Da die Herstellung des Beschichtungsmaterials die Wertschöpfung nur marginal erhöht, wird diese von den Möbelproduzenten fast ausnahmslos nicht selbst wahrgenommen. Als B- oder sogar C-Lieferanten sind die Anbieter für Oberflächenbeschichtungen nach unserer Einschätzung damit nur einem vergleichsweise geringeren Preisdruck seitens der Kunden ausgesetzt.

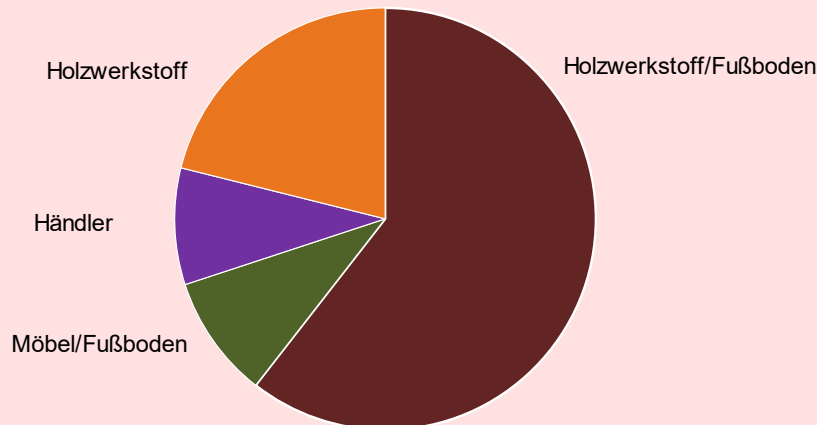
Langfristige Kundenbeziehungen

Darüber hinaus sind die Kundenbeziehungen Angaben gemäß ausgesprochen langfristig. Ist ein Dekor erst am Markt etabliert, besteht von Seiten der Kunden eine hohe Loyalität, da ein gleichwertiges Ersatz-Dekor in der Regel nicht am Markt verfügbar ist und die Druckzylinder Eigentum von Surteco sind. Die Erstellung von Druckzylindern stellt für mögliche Neueinsteiger eine wesentliche Markteintrittsbarriere dar: Damit sind die beschichtenden Unternehmen bezüglich eines spezifischen Dekors an den Hersteller des Beschichtungsmaterials gebunden. Die Zeitdauer der Bindung ist abhängig von der Nachhaltigkeit des Erfolgs

eines Dekors und kann von mehreren Monaten bis hin zu mehreren Jahren reichen.

Aus den Beziehungen zu Kunden können aus unserer Sicht keine Abhängigkeiten festgestellt werden. Mit den zehn größten Kunden werden ca. 15% des Konzernumsatzes erwirtschaftet.

ABBILDUNG 9: BRANCHENZUGEHÖRIGKEIT DER ZEHN GRÖSSTEN KUNDEN VON SURTECO*



*Einige Kunden werden mehreren Branchenklassifizierungen zugeschlüsselt

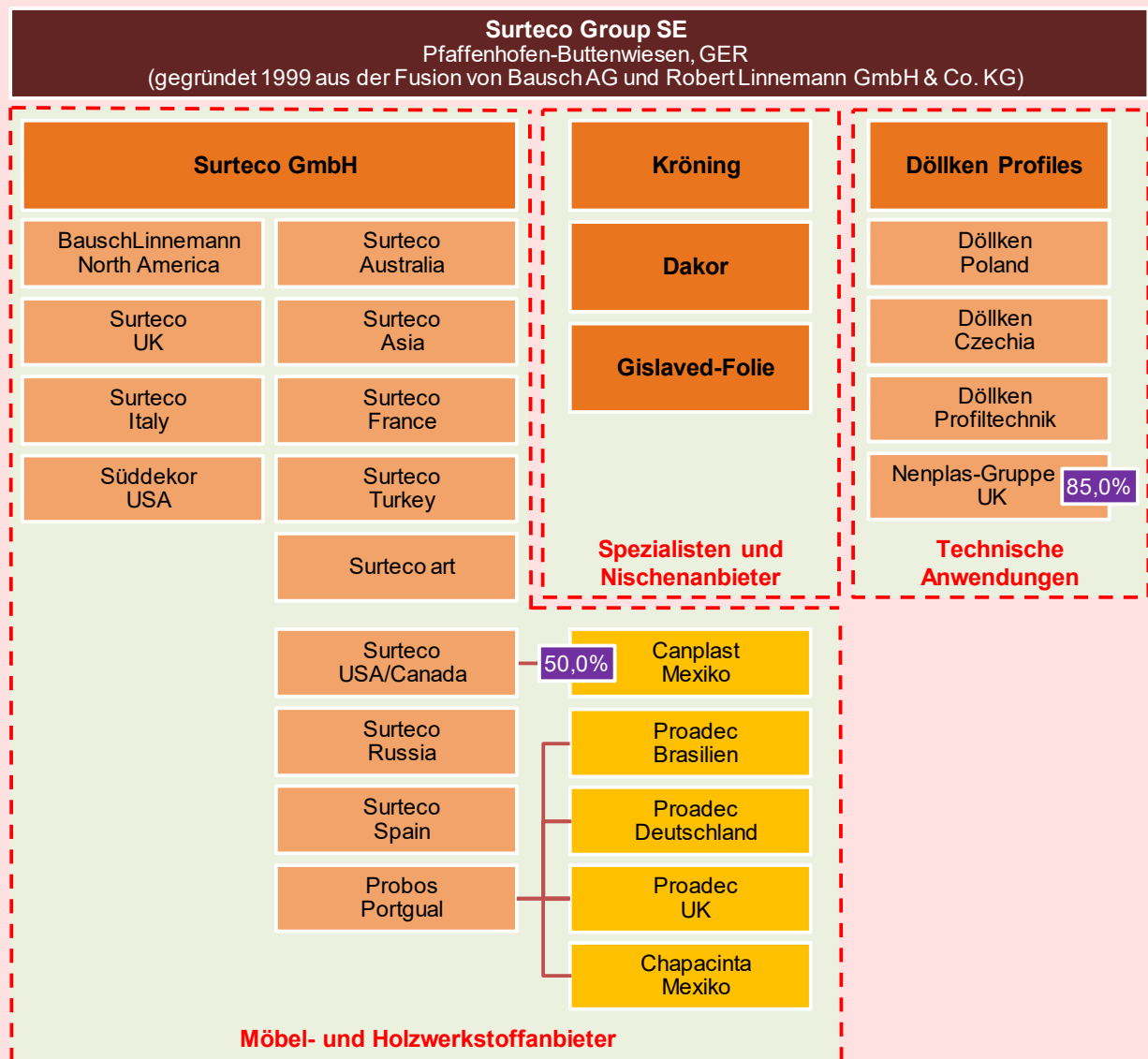
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Neue Organisationsstruktur

Zumindest bis zur Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2018 berichtet Surteco nach Unternehmensangaben in zwei strategische Geschäftseinheiten (SGE): Die SGE Papier und SGE Kunststoff. Allerdings werden im Rahmen einer Neuausrichtung, weg von der bisherigen Produkt- hin zu einer Branchenorientierung, die bislang separat geführten Unternehmen BauschLinnemann, Döllken-Kunststoffverarbeitung und Surteco Decor zu einer neuen Einheit unter dem Namen Surteco GmbH zusammengeführt. Ziel der Umstrukturierung ist es, den Kunden ein segmentübergreifendes Know-how mit vereinfachten Bestellmöglichkeiten und kürzeren Entwicklungszeiten anzubieten.

Die zukünftig in der Surteco GmbH zusammengelegten Tochtergesellschaften beschäftigen insgesamt rund 2.000 Mitarbeiter (ca. 60 % der Konzernbelegschaft) und generieren einen Jahresumsatz von rund EUR 500 Mio. (ca. 72,5 % des Konzernumsatzes 2017).

ABBILDUNG 10: ORGANIGRAMM UND KUNDEN (VORAUSSICHTLICH AB AUGUST 2018)*



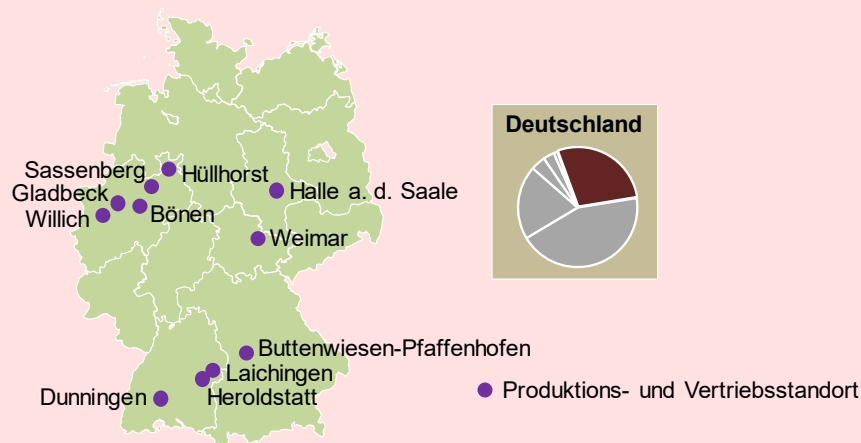
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL * sofern nicht anders angegeben alle Beteiligungsquoten 100%

Mischung aus direktem und indirektem Vertrieb

Surteco vertreibt seine Produkte sowohl im Direktvertrieb über konzerninterne Vertriebsstandorte als auch indirekt über ein Netz aus Händlern und Handelsvertretern. Auch der Vertrieb über das Internet spielt eine immer größere Rolle.

Aktuell hat Surteco zwölf Standorte in Deutschland und zusätzlich 28 Produktions- und Vertriebsstandorte im Ausland. Im vergangenen Jahr wurden 25,5% der Erlöse mit deutschen Kunden erzielt. 45,7% der Umsätze stammten aus dem restlichen Europa, 20,4% aus Nord- und Südamerika. Umsätze aus Asien, Australien und dem Rest der Welt spielten demgegenüber mit insgesamt 8,4% der Konzern Erlöse eine nur untergeordnete Rolle.

ABBILDUNG 11: STANDORTE IN DEUTSCHLAND MIT UMSATZANTEIL DEUTSCHLAND 2017

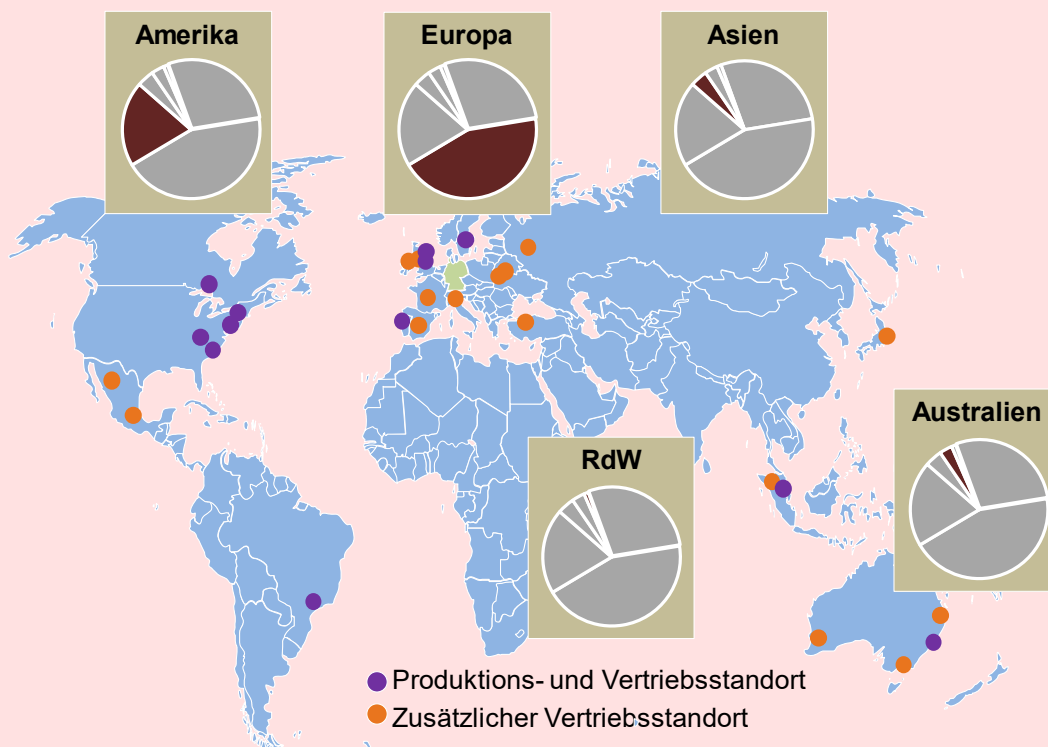


In Deutschland ist Surteco aktuell mit elf Produktions- und Vertriebsstandorten vertreten. Im vergangenen Jahr wurden in Deutschland 25,5% der Konzern Erlöse erwirtschaftet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Zur Vermeidung langer Transportzeiten und hoher -kosten erfordert die zunehmend internationale Ausrichtung eine ebenfalls international ausgerichtete Produktionsstruktur; zudem kann mit Standorten in den jeweiligen Zielmärkten schnell auf lokale Design- und Dekortrends eingegangen werden. Inzwischen verfügt Surteco über insgesamt 23 Produktionsstandorte und 16 zusätzliche Vertriebsstätten. Zusätzlich zu den deutschen Standorten befinden sich zwölf im europäischen Ausland und jeweils acht in Nordamerika sowie Asien/Australien. In China war Surteco bis vor wenigen Jahren mit einem eigenen Produktionsstandort vertreten, hat diesen jedoch zwischenzeitlich geschlossen.

ABBILDUNG 12: AUSLANDSSTANDORTE VON SURTECO MIT UMSATZANTEILEN, 2017*



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

* Anm.: Europa ohne Deutschland

Die Unternehmensstrategie von Surteco basiert auf einer Buy-and-Build-Strategie durch Zukäufe von Wettbewerbern zum Ausbau der horizontalen und vertikalen Wertschöpfung sowie zur Gewinnung von Marktanteilen in neuen Regionen, um langfristig Synergieeffekte zu nutzen.

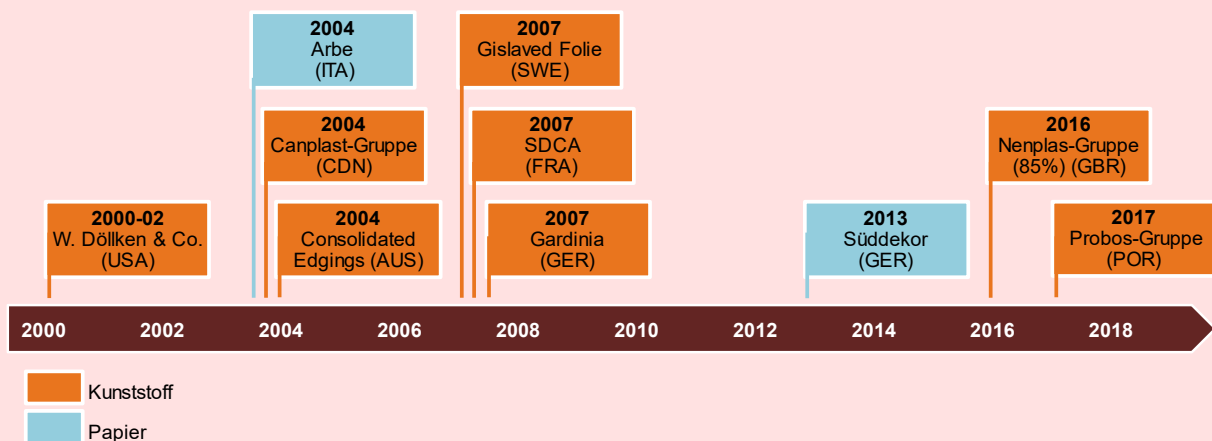
Einzigiger Treiber der Marktkonsolidierung

Seit Mitte der 1990er-Jahre hat sich Surteco durch zahlreiche Übernahmen zum uneingeschränkten Marktführer mit einer vollständigen Produktpalette aus Papier- und Kunststoffprodukten konsolidiert. Die entscheidenden Meilensteine in der Unternehmensgeschichte waren die Fusion von Bausch und Linnemann (1999) und die anschließenden Übernahmen von

Neben hohen organischen Wachstumsraten standen von Anfang an Akquisitionen und Fusionen im Fokus der Unternehmenspolitik von Surteco, wobei neben dem Wachstum auch der Erhalt der hohen Profitabilität immer eine wesentliche Rolle spielte.

- ☉ W. Döllken & Co. (2000-02): Umsatz EUR 102,5 Mio.
- ☉ Gislaved Folie AB (2007): Umsatz EUR 35,2 Mio.
- ☉ Süddekor-Gruppe (2013): Umsatz EUR 227,9 Mio.
- ☉ Nenplas Gruppe (2016): Umsatz EUR 21,4 Mio.
- ☉ Probos Gruppe (2017): Umsatz EUR 66,5 Mio.

ABBILDUNG 13: ÜBERNAHMEN SEIT 2000 (AUSWAHL)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Marktführer in der Oberflächentechnik

Viele Wettbewerber sind entweder Unternehmen, die mittelständisch geprägt sind und ein akutes Nachfolgeproblem haben, oder die nicht zum Kerngeschäft größerer Konzerne gehören. Infolge seines Zugangs zum Kapitalmarkt, der in diesem Umfeld ein klares Alleinstellungsmerkmal darstellt, ist Surteco inzwischen der einzige aktive Konsolidierungstreiber.

Infolge der inzwischen eingenommenen Marktstellung verfügt Surteco nach unserer Einschätzung über die erforderliche kritische Masse, um die internationale Expansion in andere Wachstumsregionen voranzutreiben und sich dort als ernst zu nehmender lokaler Partner zu etablieren. Zudem ist Surteco durch seine Größe in der Lage, seine in vielen Produkten bestehende State-of-the-Art-Technologie- und Qualitätsführerschaft durch fortlaufende Investitionen in andere Abnehmermärkte zu übertragen.

Übernahmen mit maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenserfolg

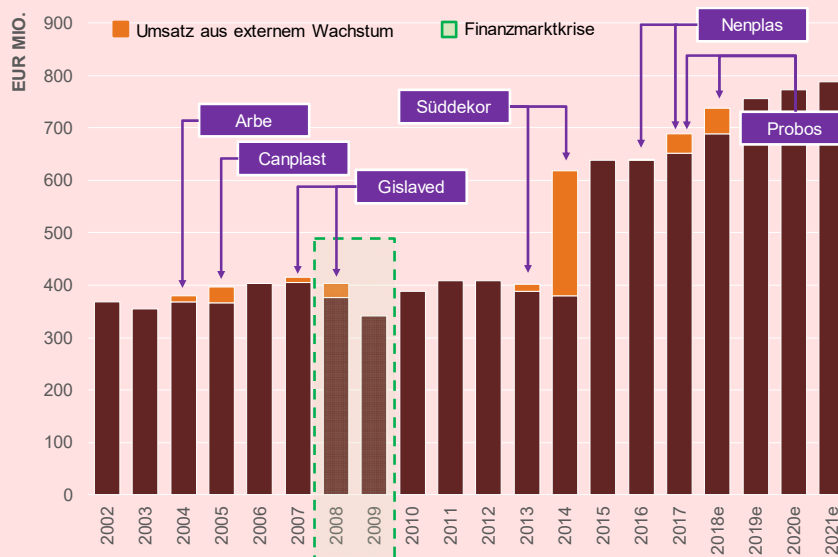
Die bisherigen Übernahmen hatten einen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung von Surteco. Nach der Übernahme von Döllken im Jahr 2001 haben nach unserer Einschätzung allein die vier genannten Großakquisitionen im Jahr vor ihrer jeweiligen Übernahme Umsätze von zusammen rund EUR 350 Mio. erwirtschaftet. Mit anderen Worten: Von dem Unternehmen, wie es sich heute präsentiert, sind mehr als die Hälfte erst in den vergangenen 15 Jahren in den Konzernverbund aufgenommen worden.

Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums entstand aus externem Wachstum: Dabei weist Surteco einen 1a Track Record in puncto Akquisition und Integration der Beteiligungen auf.

Ohne eine Ausnahme weist Surteco nach unserer Einschätzung einen makellosen

Track Record in der Akquisitions- und Integrationspolitik auf. Dadurch wurde gewährleistet, dass es trotz der seit 2001 eingetretenen Umsatzverdreifachung zu keiner nachhaltigen Verwässerung der operativen Renditen gekommen ist.

ABBILDUNG 14: ORGANISCHES UND EXTERNES UMSATZWACHSTUM SEIT GRÜNDUNG SURTECO



Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums entstand in den vergangenen 15 Jahren aus externem Wachstum: Nach unserer Einschätzung haben allein die vier größten Übernahmen der vergangenen 15 Jahre im Jahr vor ihrer Übernahme durch Surteco Umsätze von zusammen rund EUR 350 Mio. erwirtschaftet. Mehr als die Hälfte der im vergangenen Jahr erzielten Konzernumsätze ist damit erst in den vergangenen 15 Jahren in den Konsolidierungskreis aufgenommen worden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Akquisitionskriterien

Trotz mehr als 20 Jahren anhaltenden und stetigen Wachstums und der Tatsache, dass Surteco inzwischen – je nach Segment – Marktanteile in Europa von bis zu 60% aufweist, sehen wir für das Unternehmen weiterhin interessante Wachstumspotenziale, da in den von Surteco adressierten Märkten eine Vielzahl von meist profitabel arbeitenden, mittelständisch strukturierten Gesellschaften tätig sind, die trotz ihrer guten Marktstellung Nachfolgeprobleme aufweisen.

Bei der Auswahl von Akquisitionen stellt das Surteco-Management folgende Kriterien in den Vordergrund:

- 📌 **Erweiterung des Produktsortiments:** Surteco ist das weltweit einzige Unternehmen, das seinen Kunden im Bereich Kantenstreifen ein Produktspektrum auf Papier- und Kunststoffbasis anbieten kann. Durch diese Positionierung kann Surteco als einziger Anbieter den regionalspezifischen verschiedenen Trends (wie Substitution von Papier durch Kunststoff in reiferen Märkten bei gleichzeitig verstärkter Nachfrage nach Papieroberflächen in Wachstumsmärkten) nachkommen. Ungeachtet dessen sehen wir verschiedene Bereiche, in denen sich Surteco durch Übernahmen positionieren könnte.
- 📌 **Erhöhung des regionalen Marktanteils:** In Europa, wo Surteco bei Kantenstreifen auf Papierbasis einen Marktanteil von 60% und bei Kunststoffkanten von 25% aufweist, ist Wachstum durch Zukäufe nur noch in begrenztem Umfang möglich. Weitere Akquisitionen erwarten wir daher in Nord- und Südamerika.
- 📌 **Keine Sanierungsfälle:** Jede der seit dem Jahr 2000 übernommenen Gesellschaften wies zum Zeitpunkt ihrer Übernahme durch Surteco ein deutlich positives operatives Ergebnis auf. Insofern sieht sich Surteco nicht als Beteiligungs-Sanierer, sondern als Konsolidierer, der eine Buy-and-Build-Strategie verfolgt. Ungeachtet dessen können durchaus auch semi-kritische Fälle übernommen werden, was die Übernahme der Süddekor-Gruppe zeigt, die zum Zeitpunkt der Übernahme zwar EBITDA-positiv, bilanziell jedoch überschuldet war.
- 📌 **Erweiterung der Wertschöpfung.** Mit der Übernahme von Süddekor ist es Surteco gelungen, einen wichtigen Wettbewerber in der Herstellung von Pa-

pierprodukten zu integrieren. Weitere Akquisitionsziele zum Ausbau der Wertschöpfung sind nach unserer Einschätzung etwa bei Harzen und Klebstoffen denkbar.

- Ⓢ **Mögliche Synergieeffekte** spielen demgegenüber bei der Auswahl von Übernahmekandidaten oder der Kaufpreisfestlegung Angaben gemäß eine eher untergeordnete Rolle.

Unternehmensgeschichte, Management und Aktionärsstruktur

Die Surteco AG ging im Jahr 2001 aus der zwei Jahre vorher stattgefundenen Fusion der Robert Linnemann GmbH & Co. mit der seit 1989 börsennotierten Bausch AG hervor.

Überblick über die Unternehmensgeschichte

Während Linnemann „erst“ 1965 gegründet wurde, reichen die Wurzeln von Bausch und Döllken bis ins 19. Jahrhundert zurück. 1989 ging die damalige Bausch AG an die Börse. Durch die Fusion mit der Linnemann-Gruppe im Jahr 1999 entstand ein weltweit führender Spezialist von Oberflächen-Technologien auf Papierbasis. Mit der schrittweisen Übernahme von Döllken wurde Bausch+Linnemann AG die in Surteco AG (**Surface-Technology-Corporation**) umbenannt, nicht zuletzt, um den stärkeren internationalen Anspruch auch im Firmennamen wiedergespiegelt zu sehen.

Nachfolgende Abbildung 15 gibt einen Überblick über die Unternehmensgeschichte von Surteco sowie den Vorgängergesellschaften:

ABBILDUNG 15: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

Corporate	1989 IPO der Bausch AG	1999 Fusion von Bausch AG mit Robert Linnemann GmbH & Co. zu Bausch+Linnemann AG	02.11.1999 IPO am Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse	2001 Umfirmierung in Surteco AG	2007 Umwandlung in Surteco SE	2018 Umfirmierung in Surteco Group SE
SGE Papier		2004 Übernahme der Arbe (ITA)			2013 Übernahme der Süddekor-Gruppe (GER)	
SGE Kunststoff	2000-02 Übernahme der W. Döllken & Co. (USA)	2004 Übernahme der Canplast-Gruppe (CDN)	2004 Übernahme der Consolidated Edgings (AUS)	2007 Übernahme der Gislaved Folie (SWE) SDCA (FRA) Gardinia (GER)	2016 Übernahme von 85% der Anteile der Nenplas-Gruppe (GBR)	2017 Übernahme der Probos-Gruppe (POR)
Finance	1999 Umsatz EUR 170,5 Mio.	2002 Umsatz EUR 367,6 Mio.	2006 Umsatz EUR 403,2 Mio.	2010 Umsatz EUR 388,8 Mio.	2014 Umsatz EUR 618,5 Mio.	2018e Umsatz EUR 725-750 Mio. (Guidance)

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Seit Gründung der Vorgängergesellschaften Bausch und Linnemann und ihrer späteren Fusion ist Surteco ein Unternehmen, in dem die Gründerfamilien der übernommenen Gesellschaften im Aufsichtsrat vertreten sind. Derzeit setzt sich die Verwaltung der Gesellschaft aus zwei Vorständen und einem neunköpfigen Aufsichtsrat zusammen.

Die Mehrheit der Mitarbeiter ist in den produktionsnahen Bereichen tätig

Im vergangenen Jahr beschäftigte Surteco durchschnittlich 3.091 Mitarbeiter – gezählt auf Basis von Köpfen. Von diesen sind 1.846 Mitarbeiter in Deutschland, 552 im europäischen Ausland, 511 in Amerika und 182 im Rest der Welt tätig. 1.792 (58,0%) der Mitarbeiter waren im vergangenen Jahr im Produktionsbereich tätig, 414 (13,3%) im Vertrieb und 187 (6,0%) im Bereich F&E.

Aktuell beträgt das Grundkapital der Gesellschaft EUR 15,5 Mio., eingeteilt in 15,5 Mio. Stück Aktien

CEO und CFO mit langjähriger Erfahrung und Bereitschaft zu IR-Arbeit

Das Management ist aus unserer Sicht als kapitalmarktaffin einzustufen, was sich durch eine intensive Investor Relations-Tätigkeit, der Teilnahme an diversen Bank- und Börsenveranstaltungen sowie eine zeitnahe und effiziente Informationspolitik belegen lässt.

Aktuell setzt sich der Vorstand aus zwei Mitgliedern zusammen:

- ☉ **Dr. Herbert Müller** ist Vorstandsvorsitzender der Surteco Group SE. Er ist Maschinenbauingenieur und seit 1988 im Surteco-Konzern tätig.
- ☉ **Andreas Riedl** ist Finanzvorstand von Surteco; er leitet seit 2006 den Finanz- und Controlling-Bereich der Surteco Group SE.

Aufsichtsrat

Der mitbestimmte Aufsichtsrat setzt sich aus neun Mitgliedern zusammen. Geleitet wird der Aufsichtsrat bereits seit 2002 von Dr. Jürgen Großmann, dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der RWE AG. Auch unter den weiteren Mitgliedern des Aufsichtsrats finden sich erfahrene Unternehmervertreter, darunter der persönlich haftende Geschäftsführer der Schüco International KG, ein Geschäftsführer von Miele & Cie. KG, der Vorstandsvorsitzende der Simona AG, ein ehemaliger Vorstand der KWS Saat AG sowie ein ehemaliger Partner der Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft PWC.

Vertreter der Großaktionäre, etwa der Pool- und Familienaktionäre, die mit 55,5% der Aktien die Stimmenmehrheit einnehmen, sind demgegenüber nicht im Vorstand repräsentiert.

Derzeit besteht das Grundkapital der Gesellschaft aus 15,5 Mio. Stück Aktien. Die Pool- und Familienaktionäre haben mit 55,5% der Anteile die Mehrheit an der Gesellschaft inne. Inklusive der institutionellen Investoren, die mit 18,5% an Surteco beteiligt sind, liegt der Free Float in der Definition der Deutsche Börse AG bei 44,5%.

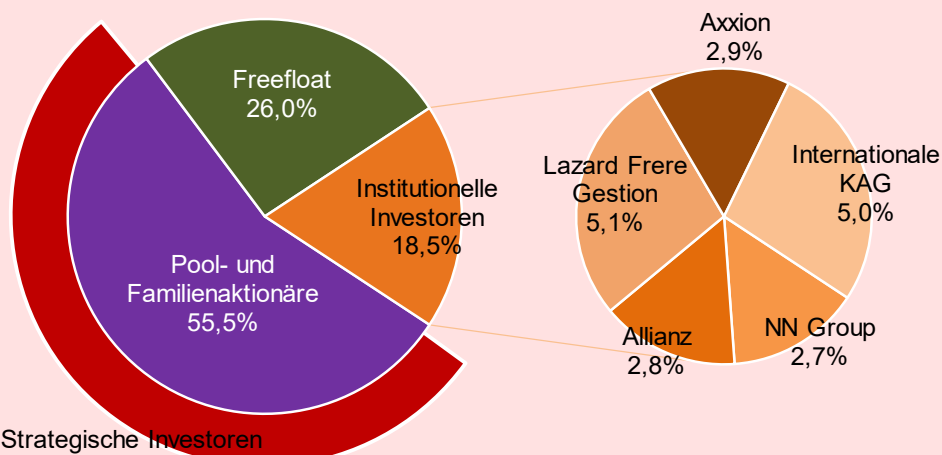
Aktien werden mehrheitlich von den Gründerfamilien gehalten

Das Grundkapital der Gesellschaft setzt sich seit der letzten Kapitalerhöhung im Jahr 2013 aus 15,5 Mio. Aktien zusammen. Bei einem aktuellen Kurs von EUR 23,95 liegt damit die Marktkapitalisierung von Surteco bei EUR 371,4 Mio.

Die Aktionärsstruktur des Unternehmens weist zurzeit einen Free Float von 44,5% aus. Die Marktkapitalisierung des Free Float liegt damit aktuell bei EUR 165,3 Mio.

Die Gründer von Surteco bzw. der übernommenen Gesellschaften vereinen 55,5% der Anteile an Surteco und damit die Mehrheit der Stimmrechte auf sich. Größter Einzelaktionär ist die Klöpfer & Königer Verwaltungs-GmbH, ein Mitglied des Aktionärspools, mit rund 15%. Unter den institutionellen Investoren ist das französische Investmenthaus Lazard Frere Gestion, die 5,1% der Aktien besitzen, der größte Aktionär. Insgesamt halten performanceorientierte institutionellen Investoren derzeit 18,5% der Anteile.

ABBILDUNG 16: AKTIONÄRSSTRUKTUR (PER MAI 2018)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von Surteco:

Stärken

- ⑤ **Mit großem Abstand Markt- und Innovationsführer:** Der Weltmarkt für Oberflächenbeschichtungen ist eine Nische, die nur von wenigen Unternehmen beherrscht wird. In dieser oligopolistischen Marktstruktur ist Surteco der einzige dominierende Player und in den relevanten Teilsegmenten gut bis exzellent positioniert: So ist Surteco bei Kantenstreifen auf Papierbasis mit rund 60% Marktanteil mit weitem Abstand die Nummer 1 in Europa, ebenso wie bei thermoplastischen Kanten mit einem europaweiten Marktanteil von rund 25%. Mit einem Produktspektrum von aktuell etwa 4.500 unterschiedlichen Druckzylindern (davon etwa 1.500 aktive Dekore) ist Surteco aus unserer Sicht überdies klarer Innovationsführer.
- ⑤ **Breite Zielkundenstruktur ohne Abhängigkeiten:** Kunden von Surteco sind in erster Linie Möbelproduzenten, im Innenausbau tätige Gesellschaften sowie die Fußboden- und Holzwerkstoffindustrie. Mit keinem Kunden wird Angaben gemäß ein Umsatzvolumen abgewickelt, das Surteco in ein übermäßiges Abhängigkeitsverhältnis bringen würde.
- ⑤ **Lange Kundenbindung:** Wesentliche Markteintrittsbarriere für mögliche Neueinsteiger im Markt für Oberflächenbeschichtungen auf Papierbasis sind die Druckzylinder. Diese stehen für eine bestimmte Dekorstruktur, die nicht kopiert werden kann. Folglich sind beschichtende Unternehmen bezüglich eines spezifischen Dekors an den Hersteller des Beschichtungsmaterials gebunden. Die Zeitdauer der Bindung ist abhängig von der Nachhaltigkeit des Erfolgs des Dekors und kann von mehreren Monaten bis zu Jahrzehnten reichen. Nach Schätzungen von Surteco liegt die durchschnittliche Laufzeit eines Dekors bei drei bis vier Jahren.
- ⑤ **Hohe Investitionserfordernisse aus Druckzylindern:** Weitere Markteintrittsbarrieren ergeben sich neben dem Aufbau von Produktions- und Vertriebsstrukturen aus der Erstellung von Druckzylindern. Da für jedes Dekor ein eigener Druckzylindersatz erforderlich ist, ergeben sich relativ hohe Anfangsinvestitionen. Für einen Newcomer wäre es mit einem hohen Kapitaleinsatz verbunden, sich einen vergleichbaren Fundus an Druckzylindern aufzubauen. Auch ein Fremdbezug von bedrucktem Papier ist aus unserer Sicht keine sinnvolle Alternative, da ein neuer Wettbewerber zunächst mit kleineren Losgrößen arbeiten müsste; in diesem Fall ist jedoch davon auszugehen, dass Druckereien eine Beteiligung an den Kosten für die Erstellung eines neuen Druckzylinders fordern würden.
- ⑤ **Hohes Technologie-Know-how im Kunststoffbereich:** Bei Beschichtungsmaterialien aus Kunststoff ist technologisches Know-how die höchste Markteintrittsbarriere. Für die Produktion von Kunststoffoberflächen sind intensive Kenntnisse über chemische Prozesse, Rezepturen, und Verfahrenstechniken erforderlich. Die Herstellung der für die Produktionsprozesse erforderlichen Werkzeuge, die hochpräzise arbeiten müssen, erfordert spezialisiertes Fachpersonal. Nach den Erfahrungen von Surteco dauert es im Durchschnitt viermal so lang, bis fremdbezogene Werkzeuge präzise arbeiten. Produktionsausfälle mit den damit verbundenen Kosten sind mithin die Folge.
- ⑤ **Ausbau der Marktführerschaft durch externes Wachstum:** Zentral in der DNS des Unternehmens verankert ist die Bereitschaft, den tendenziell mittelständisch geprägten Wettbewerber zu übernehmen. Durch eine konsequente Buy-and-Build-Strategie wurde Surteco zum größten Anbieter von Oberflächen und Kanten weltweit, der eine vollständige Produktpalette aus Papier- und Kunststoffprodukten anbietet, und profitiert von Skalen- und Synergieeffekten. Infolge der inzwischen eingenommenen Marktstellung verfügt Surteco heute nach unserer Einschätzung über die erforderliche kritische Masse, um die Expansion in sich neu ergebende Wachstumsregionen voranzutreiben und sich dort als ernst zu nehmender lokaler Partner zu etablieren.
- ⑤ **Gute Planbarkeit der Ertragslage:** Risiken hinsichtlich der Erreichung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen ergeben sich aus unserer Sicht vor allem aus konjunkturellen Faktoren, nicht jedoch aus der Struktur des Unter-

nehmens. Wir sehen derzeit keine Hinweise dafür, dass unsere Ergebnisprognosen des laufenden Jahres nicht erreicht werden.

- ⑤ **Solide Bilanzstruktur:** Mit einer Eigenkapitalquote von 41,4%, einer Nettoverschuldung von EUR 189,9 Mio. und einer EBIT-Interest Coverage Ratio von 5,3x (jeweils per Jahresende 2017) zeigt Surteco aus unserer Sicht bilanzielle Stärke. Diese eröffnet dem Unternehmen den notwendigen Spielraum, um weitere Standorte zu akquirieren oder auch selektiv Zukäufe zu tätigen.
- ⑤ **Stabile Aktionärsstruktur:** Aus unserer Sicht weist Surteco eine mehrheitlich stabile Eigentümerstruktur auf. So sind die Gründerfamilien der in den vergangenen 20 Jahren übernommenen Gesellschaften mit einem Anteil am Grundkapital von derzeit 55,5% unverändert an Surteco beteiligt und haben ihre Aktien über einen Pool-Vertrag langfristig zusammengefasst.
- ⑤ **Zugang zum Kapitalmarkt:** In einem von mittelständischen Strukturen geprägten Umfeld ist eine adäquate Kapitalausstattung nach unserer Einschätzung der Schlüssel zum Gewinn von weiteren Marktanteilen. Vor diesem Hintergrund sichert der Kapitalmarktzugang erhebliche Wettbewerbsvorteile für Surteco, nicht nur in punkto Kapitalerhöhungen, sondern auch durch Fremdkapitalmarktaktivitäten wie Schulscheindarlehen.
- ⑤ **Mögliche (Wieder-)Aufnahme in den SDAX:** Aktuell beläuft sich die Marktkapitalisierung von Surteco auf EUR 371,4 Mio. Die Marktkapitalisierung des Free Float (44,5%) liegt dementsprechend bei EUR 165,3 Mio. und ist in Verbindung mit einem täglichen Handelsvolumen von etwa 10.000 Aktien für die Aufnahme in einem Auswahlindex der Deutschen Börse derzeit nicht ausreichend. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich der Börsenumsatz der Aktie mittelfristig durch eine anhaltende Investor Relations-Bereitschaft weiter verbessern wird.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Surteco:

- ⑤ **Abhängigkeiten von Rohstoffpreisen:** Bei der Produktion von Folien ist die Beschaffung von technischen Rohpapieren erforderlich, für die die Papierhersteller auf spezielle Zellstoffsarten und auf Titandioxid, einem Färbemittel, zurückgreifen müssen. Bei der Produktion von Kunststoffkanten kommen insbesondere die Basiskunststoffe ABS (Acrylnitril-Butadien-Styrol), PVC, PMMA (Polymethylmethacrylat) und Polypropylen zum Einsatz, die dort für bis zu 60% der Materialaufwendungen verantwortlich sind. Diese Input-Kosten sind wie alle Rohstoffe zyklischen Schwankungen unterworfen, die von den Rohstoffproduzenten an Surteco und von diesen wiederum an die Abnehmer weitergegeben werden; beides vollzieht sich in der Regel mit einer zeitlichen Verzögerung von drei bis vier Monaten. Die Auswirkungen für Surteco sind damit relativ überschaubar. Im Kunststoffbereich werden die Materialien wie Commodities auf Spotmärkten gehandelt und sind daher abhängig von der Weltkonjunktur.
- ⑤ **Risiko des externen Wachstums:** Im Mittelpunkt der Unternehmensstrategie von Surteco stehen Übernahmen und Fusionen, die mit einer Bindung von Management-Ressourcen und hohen Integrationsleistungen verbunden sind, auf die jedoch wesentliche Teile des Umsatzwachstums zurückzuführen sind. Auch wenn Surteco letztlich alle Akquisitionen erfolgreich integrieren konnte, kann eine Beeinträchtigung des Tagesgeschäfts bei neuen Übernahmen nicht ausgeschlossen werden. So hat etwa die Integration von Süddek 2013 länger gedauert als ursprünglich vom Management erwartet und zu unvorhergesehenen Kapazitätsengpässen und Umsatzeinbußen geführt.
- ⑤ **Währungsrisiken im Translationsbereich:** Surteco ist Währungsrisiken ausgesetzt: Wegen der ausländischen Tochtergesellschaften bestehen Währungsumrechnungsrisiken im Wesentlichen aus dem US-Dollar. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden 18% der Umsätze im USD-Raum erzielt. Mit der Übernahme von Probos, die rund ein Drittel ihrer Umsätze in Brasilien erwirtschaftet, ergeben sich zudem Translationsrisiken in Bezug auf den brasilianischen Real.
- ⑤ **Kurzfristiger Auftragsbestand:** Der durchschnittliche Auftragsbestand von Surteco beträgt zwischen zwei und fünf Wochen. Auf den ersten Blick könnte dadurch die Visibilität der Unternehmensplanung beeinträchtigt werden, allerdings stehen dem die langfristigen Kundenbindungen, wie sie durch die Druckzylinder hervorgerufen werden, gegenüber, weshalb wir von einer guten

Schwächen

Planbarkeit der Ertragslage ausgehen.

- ⊖ **Verzögerte Weitergabe von Papierpreiserhöhungen:** Typischerweise kann Surteco Preiserhöhungen im Wareneinkauf, insbesondere von Papier, nur mit einer zeitlichen Verzögerung von drei bis vier 4 Monaten an die Kunden weiterreichen. Anhaltende Preiserhöhungen im Papierbereich, wie sie etwa zwischen 2009 und 2011 zu beobachten waren, können daher Margenbelastungen zur Folge haben.
- ⊖ **Abhängigkeiten vom Management:** Surteco ist aus unserer Sicht davon abhängig, dass Schlüsselmitarbeiter nicht nur aus dem Management der übernommenen Gesellschaften gehalten werden.
- ⊖ **Niedriges Handelsvolumen an der Börse:** Mit einem durchschnittlichen Börsenumsatz von 10.000 Stück pro Tag weist Surteco eine unterdurchschnittliche Handelsliquidität auf.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Surteco tätig ist:

Chancen

- ⊕ **Hohe Markteintrittsbarrieren:** Die papierverarbeitende Industrie ist eine vergleichsweise reife Industrie und ein Markteintritt mit prohibitiven Anfangsinvestitionen verbunden. Das Operational Gearing ist für Anbieter von Oberflächensystemen vergleichsweise hoch, so dass große, international tätige Unternehmen Economies of Scale heben und ein Leveraging der Entwicklungskosten auf unterschiedliche Bereiche betreiben können. Könnte eine einzelne „08/15“-Papierkante mit Commodity-Charakter noch mit relativ geringen Aufwand produziert werden, so ist bei der Erstellung eines breiten Sortiments von Kunststoffkanten (gemasert oder uni, in vielfältigen Farben, mit 2D- oder mit 3D-Kanten) großes Know-how erforderlich, u. a. Werkzeuge (zumeist komplexe CNC-getriebene Maschinen) und Präzisionsteile, die gegebenenfalls in eigener Fertigung erstellt werden müssen. Aber nicht allein die hohen Anfangsinvestitionen verhindern eine rasche Marktdurchdringung, sondern auch die eher starren Marktstrukturen. So sind angesichts des niedrigen technischen Fortschritts und der langfristigen Kundenbeziehungen rasche Erfolge bezüglich der Marktdurchdringung eher die Ausnahme.
- ⊕ **Fehlende Substitutions-Möglichkeiten:** Grundsätzlich bestehen für die Kunden von Surteco keine Ausweichmöglichkeiten. Allenfalls ein anhaltender Trend zum Vollholz könnte den Erfolg von Beschichtungen nachhaltig gefährden. Ein Insourcing der Oberflächenbeschichtungen seitens der Kunden ist aufgrund der vergleichsweise geringen Marktgröße (bei Küchen sind Kanten und Oberflächen für weniger als 0,5% des Abverkaufspreises verantwortlich) und aufgrund der erfolgskritischen Eigenschaften der Qualität des Produkts nicht beobachtbar.
- ⊕ **Geringe Preissensitivität:** Vor dem Hintergrund eines geringen Wertanteils bei gleichzeitig hohem Designanteil, den Oberflächen und Kanten am Endprodukt, dem Möbel, einnehmen, sind die Kunden von Surteco nach unserer Einschätzung wenig preissensitiv. Allerdings steht das Unternehmen in einem Substitutionswettbewerb mit Echtholzmöbelherstellern.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Surteco tätig ist:

Risiken

- ⊖ **Digitaldruck als flexible Alternative:** Der Digitaldruck wird gelegentlich als flexible Alternative zum Tiefdruck herangezogen, wie er von Surteco praktiziert wird. In der Tat hat der Digitaldruck Flexibilitätsvorteile, wenn es um kleine Losgrößen und rasche Designwechsel geht, zumal sich inzwischen digital bedruckte Papiere bezogen auf die Papierqualität und die Farbtreue kaum noch von Tiefdruckpapieren unterscheiden lassen. Für größere Mengen hingegen ist der Digitaldruck aufgrund der deutlich langsameren Druckgeschwindigkeit und der höheren Farbkosten ungeeignet.
- ⊖ **Zyklizität des Geschäftsmodells:** Die globale Möbelindustrie als diskretionäre Industrie ist durch eine hohe Zyklizität gekennzeichnet. Im konjunkturellen Abschwung können Auftragsverschiebungen erhebliche Auswirkungen auf die Umsatz- und Ertragslage des Unternehmens haben.
- ⊖ **Hohe Kapitalintensität und lange Kapitalbindung:** Durch die hohe Kapital-

bindung ist das Geschäftsmodell von Surteco von einer hohen Kapitalintensität geprägt, was nach unserer Einschätzung die Wachstumschancen limitiert. Allerdings kann dies für Surteco auch als Chance betrachtet werden, da Surteco als börsennotiertes Unternehmen die ganze Klaviatur an Refinanzierungsmitteln spielen kann, die dem ansonsten mittelständisch geprägtem Wettbewerb nicht zur Verfügung steht.

Die globale Möbelindustrie

Die globale Möbelindustrie zählte in den vergangenen Jahren zu den Gewinnern steigender Bevölkerungszahlen und weltweit wachsender Immobilienmärkte. Neben Urbanisierung, steigenden Einkommen und einem Trend zu Single-Haushalten begünstigen boomende Büro- und Geschäftsflächen vor allem in den asiatischen Wachstumsregionen die Nachfrage nach Büromöbeln bzw. Möbeln im Allgemeinen. Deutschland hält mit einer Exportquote von 32,3% weltweit einen Spitzenplatz in der Produktion und dem Export von Möbeln. Nach guten Zuwachsraten mit einer CAGR 2014-16 von 3,9% gingen die Umsätze der deutschen Möbelhersteller im vergangenen Jahr auf EUR 17,8 Mrd. (-0,7% YoY) zurück. Die einzelnen Sektoren gaben 2017 ein gemischtes Bild ab. Dieses Bild hat sich auch in den ersten Monaten dieses Jahres fortgesetzt. Bis 2020e erwarten Marktforschungsinstitute dennoch ein Wachstum der deutschen Möbelproduktion um jahresdurchschnittlich 2,0%.

Möbelindustrie profitiert von Bevölkerungs- und Einkommensentwicklung

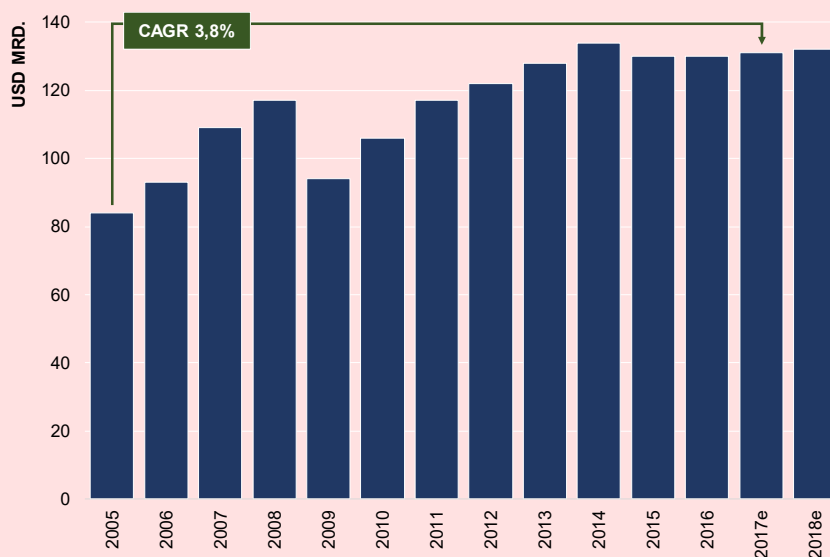
Die internationale Möbelindustrie zählte in den vergangenen Jahren zu den Gewinnern steigender Bevölkerungszahlen und weltweit wachsender Immobilienmärkte. Nach UN-Angaben leben mittlerweile rund 54% der Weltbevölkerung in städtischen Ballungsräumen. Neben einer zunehmenden Urbanisierung, steigenden Einkommen und dem damit verbundenen Trend zu mehr und mehr Singlehaushalten begünstigen boomende Büro- und Geschäftsflächen in Ländern wie China und Indien die Nachfrage nach neuen Möbeln. Die Möbelindustrie entwickelte sich dabei zum Gestalter von Wohn- und Bürolandschaften, mit steigenden Ansprüchen an optisches Design, Funktionalität und Qualität, wobei zusätzlich zu den am häufigsten verwendeten Werkstoffen Holz und Metall zunehmend auch andere Materialien wie Glas und Kunststoffe die Eigenschaften von Möbeln und Einrichtungsgegenständen – Langlebigkeit und Wahrnehmung – verbessern sollen.

Mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung lebt laut UN in städtischen Ballungsräumen. Urbanisierung und steigende Einkommen treiben das Wachstum der weltweiten Möbelindustrie an.

Internationales Marktvolumen und Wachstum

Nach verschiedenen Quellen erreichte die Möbelindustrie im vergangenen Jahr ein weltweites Volumen von USD 400 bis 460 Mrd. (basierend auf Produktionspreisen). In den kommenden vier bis sieben Jahren rechnen Marktforschungsinstitute wie CSIL (Center for Industrial Studies), Technavio und Goldstein mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten in der Möbelproduktion von 3,5% bis 4,3%. Davon profitiert auch der weltweite Handel mit Möbeln; er erreichte laut CSIL 2017 ein geschätztes Volumen von rund USD 131 Mrd., im laufenden Jahr erwartet das Institut ein Wachstum von +4,0%.

ABBILDUNG 17: HANDEL MIT MÖBELN WELTWEIT, 2005-18E



Der internationale Möbelhandel erreichte 2017 geschätzt rund USD 131 Mrd. (Quelle: CSIL).

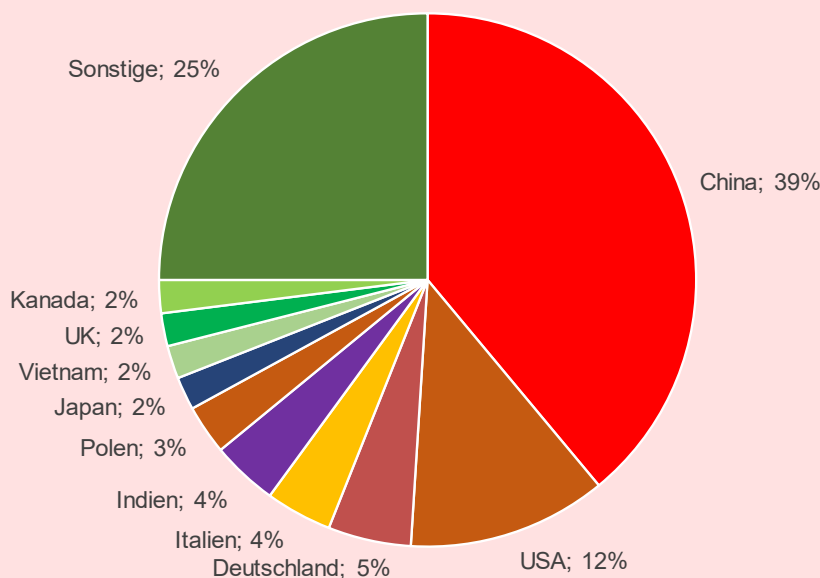
QUELLE: CSIL, SPHENE CAPITAL

China bei Möbelherstellung, -export und -konsum führend

Unter der Führung von China stammen laut CSIL rund die Hälfte der weltweit produzierten Möbel aus dem asiatisch-pazifischen Raum. Gleichzeitig steht die Region für rund 40% des weltweiten Möbelhandels. Die Bedeutung wird auch in den Exportstatistiken offensichtlich. So ist insbesondere China mit einem Anteil von 35% der wichtigste Möbelexporteur weltweit (knapp ein Drittel der chinesischen Exporte gehen in die USA), während die inländische Nachfrage ebenfalls nahezu vollständig durch heimische Hersteller gedeckt wird.

Der chinesische Anteil am weltweiten Möbelkonsum beträgt (Quelle CSIL) 29%, auf Platz zwei folgen die USA mit 20%, Deutschland mit 8%, Indien mit 5%, Japan, UK und Frankreich mit jeweils 3% sowie Kanada und Italien mit jeweils 2%. Vor diesem Hintergrund haben viele große ausländische Möbelhersteller Produktionsstätten in China aufgebaut, wo sie auch von einem großen Angebot an Arbeitskräften und niedrigeren Lohnkosten profitieren.

ABBILDUNG 18: MÖBELHERSTELLUNG ANTEILE, 2016



China ist mit einem Anteil von 39% an der weltweiten Möbelproduktion mit Abstand die Nummer eins, gefolgt von Deutschland, Italien, Indien und Polen.

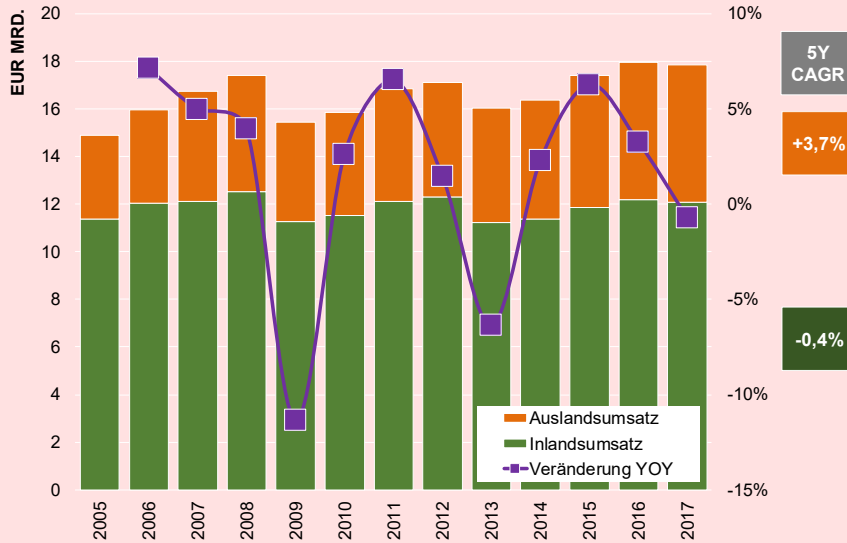
Allerdings sind die Daten der chinesischen Möbelhersteller aus unserer Sicht nicht von unabhängigen Quellen ermittelt worden, daher nicht nachvollziehbar und werden insofern von verschiedener Seite angezweifelt.

QUELLE: CSIL, SPHENE CAPITAL

Deutsche Möbelhersteller zählen zu den größten Exporteuren weltweit

Deutschland nimmt, knapp hinter China, mit einer Exportquote von 32,3% ebenfalls einen weltweiten Spitzenplatz in der Produktion und dem Export von Möbeln ein. Der Anteil der im Ausland erzielten Umsätze der deutschen Möbelhersteller ist in den vergangenen zehn Jahren von 27,2% um rund 460 Basispunkte gestiegen. Mit rund 5% Anteil an der weltweiten Möbelproduktion sind die hier ansässigen Hersteller zugleich die umsatzstärksten Möbelproduzenten innerhalb Europas, gefolgt von ihren italienischen und polnischen Mitbewerbern.

ABBILDUNG 19: UMSATZ DEUTSCHER MÖBELHERSTELLER, 2005-17



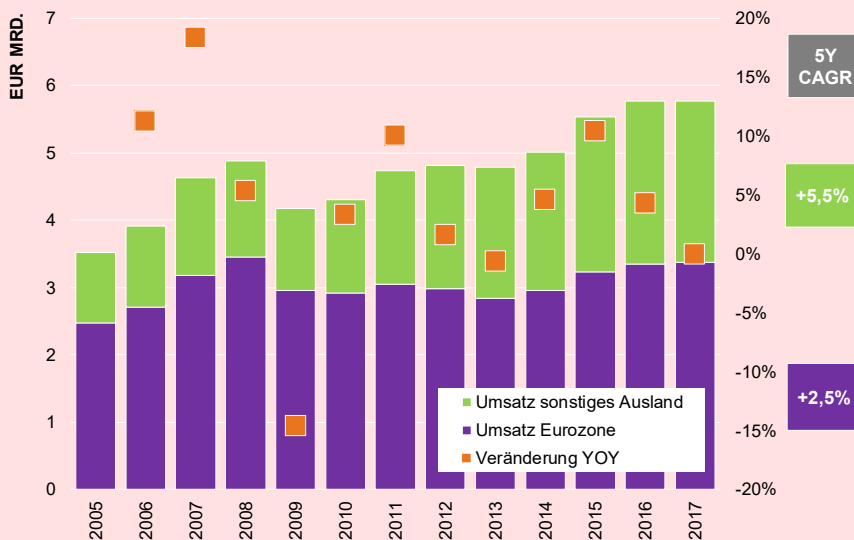
Nachdem die deutschen Möbelhersteller von 2014 bis 2016 deutliche Umsatzzuwächse (CAGR 3,9%) verzeichneten, gingen die Umsätze im vergangenen Jahr erstmals wieder leicht zurück. Langfristig stagnierten die Umsätze der deutschen Möbelhersteller (5Y und 10Y CAGR 0,8% bzw. 0,6%).

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Profiteur der starken Konjunktorentwicklung

Niedrige Zinsen und tendenziell steigende Konsumausgaben ließen die Umsätze der deutschen Möbelhersteller von 2014 bis 2016 um 3,9% p. a. steigen. Dagegen lagen die Umsätze im abgelaufenen Jahr erstmals nach vier Jahren wieder knapp unter dem Niveau des Vorjahres. Mit EUR 17,833 Mrd. nach EUR 17,966 Mrd. im Jahr 2016 registrierten die deutschen Möbelhersteller nach Zahlen des Statistischen Bundesamtes 2017 ein leichtes Minus. Stablen Auslandsumsätzen standen dabei um -1,1% niedrigere Umsätze im Inland gegenüber, so dass per Saldo ein Minus von -0,7% zu Buche stand.

ABBILDUNG 20: AUSLANDSUMSÄTZE DEUTSCHER MÖBELHERSTELLER, 2005-17



Die deutschen Möbelhersteller erzielten im vergangenen Jahr 32,3% der Umsätze im Ausland, davon 18,9% in der Eurozone und 13,4% im sonstigen Ausland. Insgesamt stiegen die Auslandsumsätze in den vergangenen fünf Jahren durchschnittlich um 3,7%.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

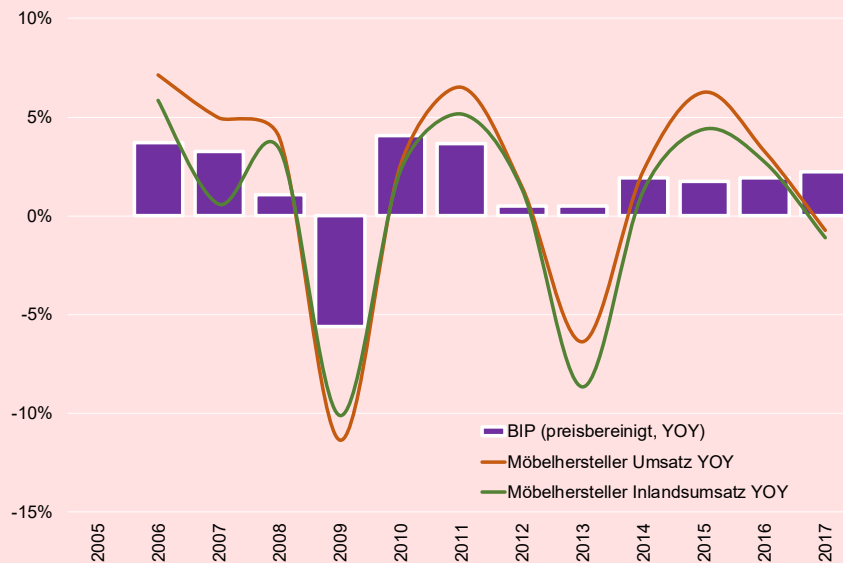
Deutsche Möbelhersteller zählen zu den größten Exporteuren weltweit ...

Erstmals nach einigen Jahren mit hohen Wachstumszahlen und einer drei- bzw. fünfjährigen durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7,5% bzw. 5,5%

Frankreich ist der wichtigste Zielmarkt für deutsche Möbelexporte.

gingen die Umsätze außerhalb der Eurozone im Jahr 2017 um -1,2% gegenüber dem Vorjahr zurück. Ihr Anteil am Gesamtumsatz der deutschen Möbelhersteller sank damit leicht auf 13,4% (2016: 13,5%). Dagegen verbesserten sich die Umsätze innerhalb der Eurozone leicht um +0,8% und erreichten einen Umsatzanteil von 18,9% (2016: 18,6%). Insgesamt lagen die Exporte in fünf der sechs wichtigsten Destinationen im Minus: die Exporte nach Frankreich sanken 2017 um -1,4%, in die Schweiz um -2,6%, nach Österreich um -2,4%, Großbritannien um -6,7% und Belgien um -4,3%. Deutliche Zuwächse verzeichneten 2017 die Exporte in die USA mit +14% und China mit +19%.

ABBILDUNG 21: DEUTSCHE MÖBELHERSTELLUNG UND BIP, 2005-17



Die deutsche Möbelherstellung ist stark von der Konjunktur abhängig.

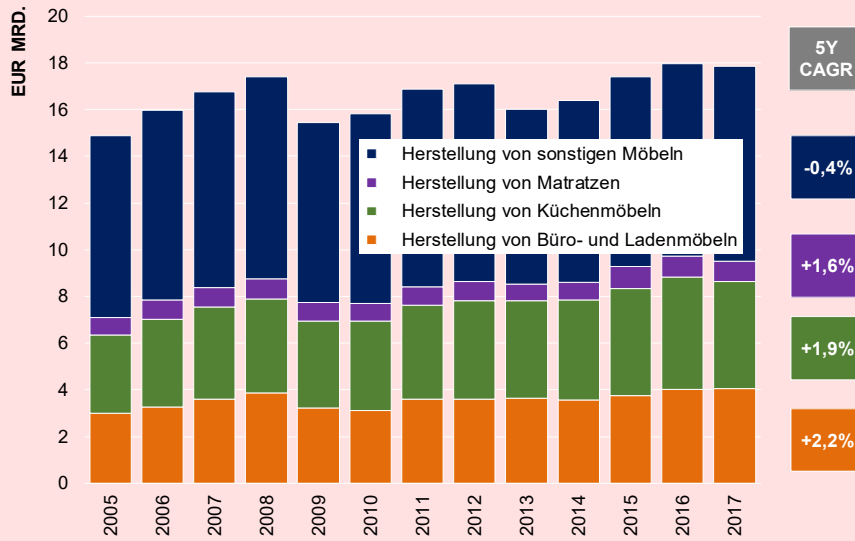
QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

... trotzdem ist die deutsche Außenhandelsbilanz bei Möbeln negativ

Im Inland bekommen die deutschen Möbelhersteller die Konkurrenz durch ausländische Hersteller aus Niedriglohnländern deutlich zu spüren. Laut VDM (Verband der Deutschen Möbelindustrie) kommen fast zwei Drittel der in Deutschland gehandelten Möbel inzwischen aus dem Ausland.

In der Außenhandelsstatistik überstiegen die Möbelimporte die -exporte im vergangenen Jahr um 18,9%, das Außenhandelsdefizit lag bei rund EUR 2,0 Mrd. Mehr als die Hälfte der Möbelimporte stammte aus Polen, China und Tschechien. Das größte Außenhandelsdefizit besteht bei Polstermöbeln, gefolgt von Wohn-, Ess- und Schlafzimmern, während Deutschland bei Küchenmöbeln einen deutlichen Exportüberschuss aufweist.

ABBILDUNG 22: DEUTSCHE MÖBELHERSTELLUNG SEGMENTE, 2005-17



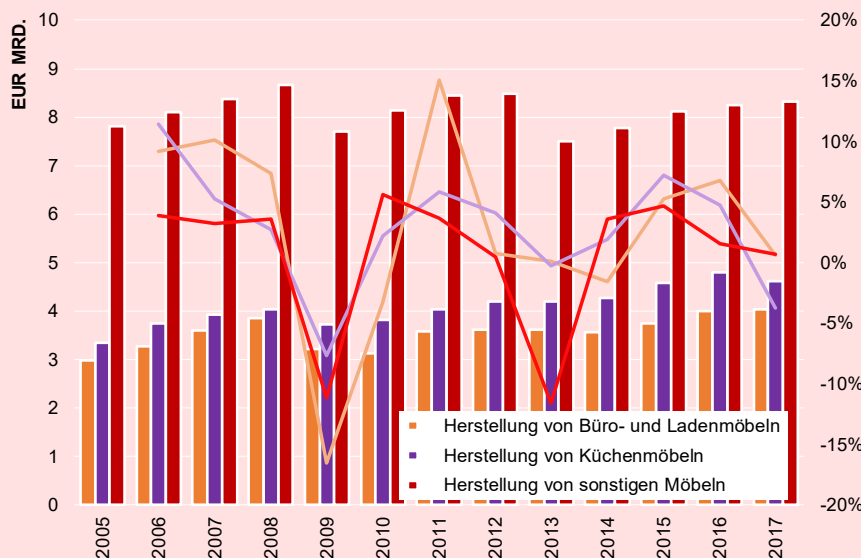
Im vergangenen Jahr entfielen 26% der Möbelherstellung in Deutschland auf Küchenmöbel, 23% auf Büro- und Ladenmöbel, 5% auf Matratzen und 47% auf sonstige Möbel, unter denen Wohn-, Ess- und Schlafzimmermöbel sowie Kleinmöbel, nicht gepolsterte Sitzmöbel und Möbelteile zusammengefasst sind.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Uneinheitliche Entwicklung der einzelnen Teilsegmente im Jahr 2017

Auf Segmentebene schlossen die Hersteller von Küchenmöbeln das Jahr 2017 mit -3,8%, Matratzen sanken um -4,0%, während Büro- und Ladenmöbel sowie sonstige Möbel jeweils ein leichtes Plus von 0,6% bzw. 0,7% verzeichneten. Dabei verlief die Entwicklung der Teilsegmente im In- und Ausland sehr unterschiedlich: während in den zurückliegenden Jahren fast alle Segmente zulegen konnten, überwogen 2017 im Inland und Ausland die Minuszeichen. Ein stärkerer Rückgang wurde nur durch ein Plus von +3,4% bei Büro- und Ladenmöbeln im Inland sowie einem Plus von +3,6% bei sonstigen Möbeln im Ausland verhindert. Gleichwohl zeigte sich der Verband der Deutschen Möbelindustrie (VDM) vor dem Hintergrund des starken Wachstums der Vorjahre zufrieden damit, dass das Umsatzniveau 2017 annähernd stabil gehalten werden konnte.

ABBILDUNG 23: DEUTSCHE MÖBELHERSTELLUNG SEGMENTE (YOY RHS), 2005-17



Während Büro- und Ladenmöbel sowie Küchenmöbel den Möbelgesamtmarkt in den vergangenen fünf Jahren deutlich outperformt haben, waren insbesondere sonstige Möbel underperformer.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Ausblick für die deutsche Möbelindustrie

Nach dem gemischten Verlauf 2017 starteten die Möbelhersteller mit +4,3% und +3,4% in den Monaten Januar und Februar 2018 zunächst positiv, im März verzeichneten die Umsätze allerdings einen Rückgang gegenüber dem Vorjahresmonat um -6,6%. Während im Januar 2017 ein Plus von +9,4% zu Buche stand, lieferte der Februar des Vorjahres mit -7,4% eine schwache, der März 2017 mit +9,1% erneut eine starke Vergleichsbasis.

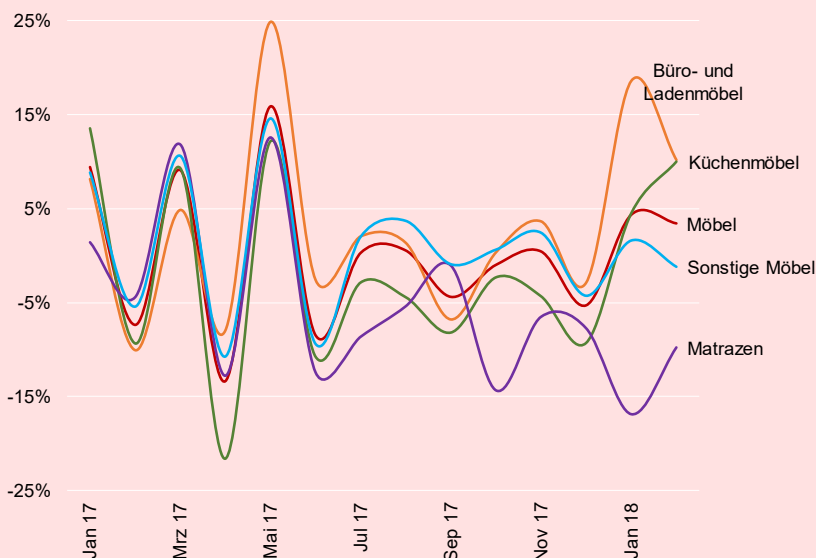
Büro- und Ladenmöbel sowie Küchenmöbel konnten sowohl im Inland als auch im Ausland 2018 bislang deutlich zulegen.

- ⊕ Das Plus in den ersten beiden Monaten 2018 war nach den Zahlen des Statistischen Bundesamtes vor allem auf die Segmente **Büro- und Ladenmöbel** (Januar +18,4%, Februar +10,2%) sowie **Küchenmöbel** (Januar +4,5%, Februar +10,0%) zurückzuführen. Während **Büro- und Ladenmöbel** im März erneut zulegten (+2,1%), gingen die Umsätze bei **Küchenmöbeln** im März dagegen um -6,6% zurück.
- ⊕ **Sonstige Möbel** büßten im Februar und März um -1,2% und -9,0% ein, nachdem sie im Januar noch um +1,6% vorne gelegen hatten.
- ⊕ Durchwegs schlecht war der Jahresstart für die **Matratzenhersteller** mit -16,9% im Januar, -9,8% im Februar und -18,1% im März.

Ein uneinheitliches Bild zeichnet auch das ifo-Geschäftsklima für die Möbelindustrie. Das Geschäftsklima bei Möbeln sank von Februar bis März 2018 von 16 auf 12 Punkte; allerdings stieg das Geschäftsklima bei Küchenmöbeln um 6 Punkte auf 31 Punkte, bei Polstermöbeln und Wohnmöbeln sank das Geschäftsklima dagegen um -9 bzw. -11 Punkte auf Werte von -9 bzw. -1 Punkte.

Mit Blick auf die kommenden Jahre erwarten Marktforschungsinstitute dennoch einen positiven Wachstumsverlauf. Das Marktforschungsinstitut PwC rechnet für die deutschen Möbelhersteller bis 2020e mit einer jährlichen Umsatzsteigerung von +2,0%. Aufgrund ihrer Exportstärke und weltweit steigenden Qualitätsansprüchen werten wir das internationale Möbelmarktumfeld ebenfalls als positiv.

ABBILDUNG 24: DEUTSCHE MÖBELHERSTELLUNG SEGMENTE, 2017-18



Im Januar und Februar 2018 zeigten vor allem Büro- und Ladenmöbel sowie Küchenmöbel sowohl im In- als auch im Ausland starke Zuwächse. Während Büro- und Ladenmöbel auch im März zulegten, gingen die Umsätze bei Küchenmöbeln zurück.

QUELLE: DESTATIS, SPHENE CAPITAL

Der Weltmarkt für Oberflächenbeschichtungen

Der Weltmarkt für Oberflächenbeschichtungen hat ein Gesamtvolumen von etwa EUR 1,4 Mrd. Das geschätzte jährliche Wachstum liegt je nach Material zwischen 3% und 5% pro Jahr und damit um bis zu 200 Basispunkte über dem geschätzten Wachstum des Welt-Bruttoinlandsprodukts. Markttreiber sind unter anderem

- ⊕ kürzere modische Halbwertszeiten,

- ⑤ die Entwicklung des Wohnungsbaus sowie
- ⑤ soziale und demografische Entwicklungen.

Überdurchschnittliches Wachstumspotenzial weisen vor allem die Regionen Osteuropa, Nord- und Südamerika sowie Asien auf.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

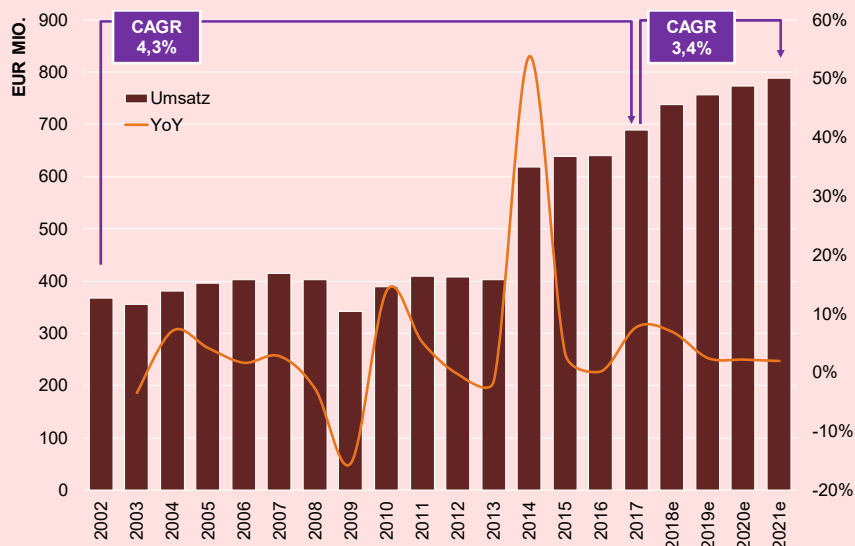
In den vergangenen 20 Jahren erzielte Surteco ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 7,3%. Damit konnten die Erlöse von EUR 167,2 Mio. auf EUR 689,7 Mio. mehr als vervierfacht werden. Bedingt durch erhebliche Integrationsaufwendungen konnte das operative Ergebnis mit dem Umsatz nicht mithalten: Hier stand im selben Zeitraum „nur“ ein Zuwachs um 63,6% zu Buche. Getrieben durch die ganzjährige Konsolidierung der portugiesischen Probos-Gruppe erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg der Umsätze auf EUR 737,5 Mio. (+6,9% YoY), das Ergebnis vor Zinsen und Steuern erwarten wir bei EUR 52,5 Mio. Für 2019e rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung von Umsatz und betrieblichem Ergebnis auf dann EUR 755,9 Mio. (+2,5% YoY, rein organisches Wachstum) bzw. EUR 61,3 Mio. (+16,6% YoY).

Erlöse im Überblick

In punkto Unternehmenswachstum weist Surteco Werte auf, die an frühere Prognosen von Internet-Werten erinnern. Im Zwanzigjahreszeitraum von 1998 bis 2017 konnte Surteco seinen Umsatz in einem in Deutschland stagnierenden Marktumfeld (Umsatz deutscher Möbelhersteller 10Y CAGR 0,6%) von EUR 167,2 Mio. auf EUR 689,7 Mio. mehr als vervierfachen; dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate von 7,3%.

Im laufenden Jahr wird Surteco nach unserer Einschätzung einen weiteren deutlichen Umsatzzuwachs von 6,9% realisieren: Dieser Umsatzzuwachs wird zum Teil konjunkturell bedingte Ursachen haben, zum überwiegenden Teil aber auf konsolidierungsbedingte Gründe zurückzuführen sein. So wurde die portugiesische Probos-Gruppe zum Halbjahr 2017 erstmals in den Konzernabschluss einbezogen, der volle Konsolidierungseffekt wird sich damit erst im laufenden Geschäftsjahr einstellen. Durch die erstmalig ganzjährige Konsolidierung dürfte der Umsatz 2018e um ca. EUR 37,0 Mio. ansteigen. Für das kommende Jahr erwarten wir ein organisches Umsatzwachstum von 2,5%, das in erster Linie von den Auslandsmärkten kommen wird.

ABBILDUNG 25: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2002-21E



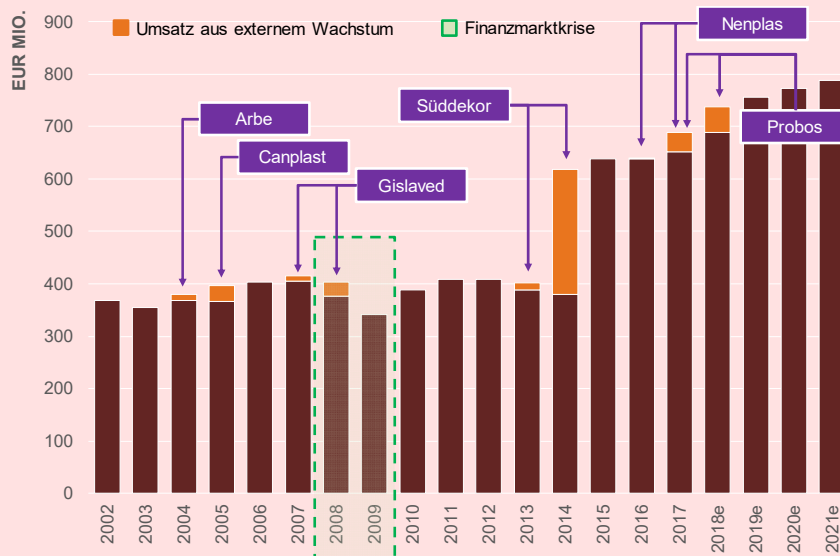
In den kommenden vier Jahren, die unsere Detailplanungsperiode darstellen, rechnen wir mit einem Anstieg der Erlöse auf EUR 788,4 Mio. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate von 3,4% - eine Rate, die in den vergangenen 16 Jahren (Zeitraum 2002-17) deutlich überschritten werden konnte.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Internes und externes Umsatzwachstum

In einem Möbelmarkt, der in den vergangenen zehn Jahren lediglich stagnierte (Deutschland CAGR 2007-2017 +0,6%), sind Wachstumsraten in diesen Größenordnungen nicht organisch, sondern nur durch externes Wachstum zu erzielen. Beginnend mit der Döllken-Übernahme 2002 wurden im Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre Unternehmen mit einem Umsatzvolumen von EUR 23,3 Mio. pro Jahr übernommen.

ABBILDUNG 26: INTERNES UND EXTERNES UMSATZWACHSTUM, 2002-21E



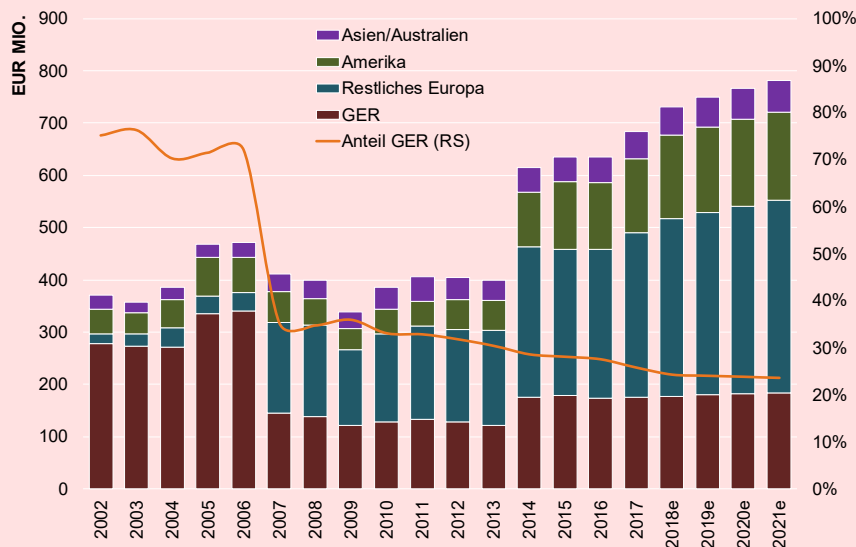
Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums entstand in den vergangenen 15 Jahren aus externem Wachstum: Nach unserer Einschätzung haben allein die vier größten Übernahmen der vergangenen 15 Jahre im Jahr vor ihrer Übernahme durch Surteco Umsätze von zusammen EUR 350 Mio. erwirtschaftet. Mehr als die Hälfte der 2017 erzielten Konzernumsätze sind damit erst in den vergangenen 15 Jahren in den Konsolidierungskreis aufgenommen worden.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen

Seit der Döllken-Übernahme im Jahr 2002 hat sich der Auslandsanteil am Konzernumsatz sukzessive ausgeweitet: Wurden 2002 noch 75,6% der Erlöse im Inland erwirtschaftet, waren es im vergangenen Jahr nur noch 25,5%. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend, der auch von den jüngsten Akquisitionen (Probos, Nenplas) unterstützt wird, in den kommenden Jahren fortsetzen wird.

ABBILDUNG 27: UMSATZ NACH REGIONEN, 2002-21E



Der Auslandsanteil am Umsatz hat sich seit 2002, dem Beginn unseres Analysezeitraums, von 24,4% auf zuletzt 74,5% mehr als verdreifacht. Insbesondere die im restlichen Europa erzielten Erlöse konnten ihren Anteil deutlich ausbauen: 2017 wurden hier 45,7% der Bruttoerlöse erwirtschaftet. Erlöse in Nord- und Südamerika waren im vergangenen Jahr mit einem Anteil von 20,4% fast so bedeutend wie die Erlöse in Deutschland.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Materialaufwandsquote von hoher Bedeutung

Materialaufwendungen entstehen aus dem Einkauf von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen. Im Papierbereich sind Zellstoff und Titandioxid wichtige preisgebende Vorprodukte für die eingekauften Rohpapiere, im Kunststoffbereich entstehen Materialaufwendungen aus dem Einkauf von ABS (Acrylnitril-Butadien-Styrol),

Als Produktionsunternehmen spielt der Einkauf von Rohstoffen eine maßgebliche Rolle für den Unternehmenserfolg von Surteco. Insbe-

PVC (Polyvinylchlorid), PP (Polypropylen) und PMMA (Polymethylmethacrylat). Ein Hedging dieser Abhängigkeiten ist laut Unternehmensangaben nicht möglich.

sondere im Kunststoffbereich ist eine Abhängigkeit vom Ölpreis gegeben.

Ebenfalls einen Einfluss auf die Einkaufspreise haben dabei die Vorprodukte Acrylnitril, Butadien, Styrol, Ethylen und Propylen. Für sämtliche eingekauften Materialien bestehen Spotmarktpreise; Abhängigkeiten von Zulieferern gibt es dementsprechend nach unserer Einschätzung nicht.

Mit der Übernahme von Süddekor war ein deutlicher Anstieg der Materialaufwandsquote festzustellen. Lag die Materialaufwandsquote von 2002 bis 2013 zwischen 40,7% (2002) und 46,6% (2011), war nach der Süddekor-Übernahme ein Anstieg auf 50,6% in 2014 zu beobachten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Materialaufwandsquote bei Papierproduktion tendenziell höher ist als bei Kunststoff. Durch den gestiegenen Anteil der Papiersparte nach der Süddekor-Übernahme stieg demgemäß auch die Materialaufwandsquote im Konzern an. Darüber hinaus stieg durch den Umzug von Maschinen und die Qualifizierung neuer Mitarbeiter im Gefolge der Verlagerung der Dekordruckaktivitäten die Makulatur-Quote deutlich an; schließlich konnten steigende Rohstoffpreise aufgrund der verlagerungsbedingten längeren Lieferzeiten nicht an die Kunden weitergegeben werden. Nachdem die Materialaufwandsquote 2017 um 160 Basispunkte auf 48,4% gesenkt werden konnte, rechnen wir in den kommenden vier Jahren mit einem weiteren Rückgang der Materialaufwandsquote auf dann 47,9%.

Personalaufwand und ...

Bei durchschnittlich 3.091 Mitarbeitern (gemessen in Köpfen) lagen die Personalaufwendungen im vergangenen Jahr bei EUR 174,5 Mio. Dies entspricht einer Personalaufwandsquote (bezogen auf die Gesamtleistung) von 25,2%. Im Gegensatz zur preisbedingt stark schwankenden Materialaufwandsquote blieb die Personalaufwandsquote in den vergangenen 16 Jahren weitgehend konstant zwischen 24,3% (2016) und 27,5% (2009).

Mit 1.792 Beschäftigten ist mehr als die Hälfte der Mitarbeiter in der Fertigung angesiedelt, etwa ein Sechstel (519 Mitarbeiter) in der Verwaltung und 414 im Vertrieb, während in Forschung und Entwicklung sowie Technik etwa 11,8% der Mitarbeiter beschäftigt sind. Der personalintensivste Standort ist Pfaffenhofen-Buttenwiesen (470 Mitarbeiter), da hier neben der Papierfertigung auch das Headquarter der Gesellschaft beheimatet ist.

Für die kommenden vier Jahre haben wir eine in Relation zum Umsatz leicht rückläufige Personalaufwandsquote modelliert, die sich in den Jahren 2018e-21e der 24%-Marke annähern sollte.

... sonstiger betrieblicher Aufwand von eher untergeordneter Bedeutung

Von vergleichsweise untergeordneter Bedeutung sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die in den vergangenen 16 Jahren zwischen 14,8% (2014) und 18,0% (2008) schwankten. In diesen sind Betriebs-, Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen enthalten.

Im vergangenen Geschäftsjahr lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit EUR 104,8 Mio. bei 15,1% der Gesamtleistung. Mit dem von uns erwarteten Anstieg des Geschäftsvolumens gehen wir in den folgenden Jahren von einer zum Umsatz proportionalen Entwicklung aus; bis 2021e rechnen wir dementsprechend mit einem Anstieg der Aufwandsposition auf EUR 115,7 Mio. bzw. 14,6% der Gesamtleistung.

Anhaltende Verbesserung von EBITDA und EBIT erwartet

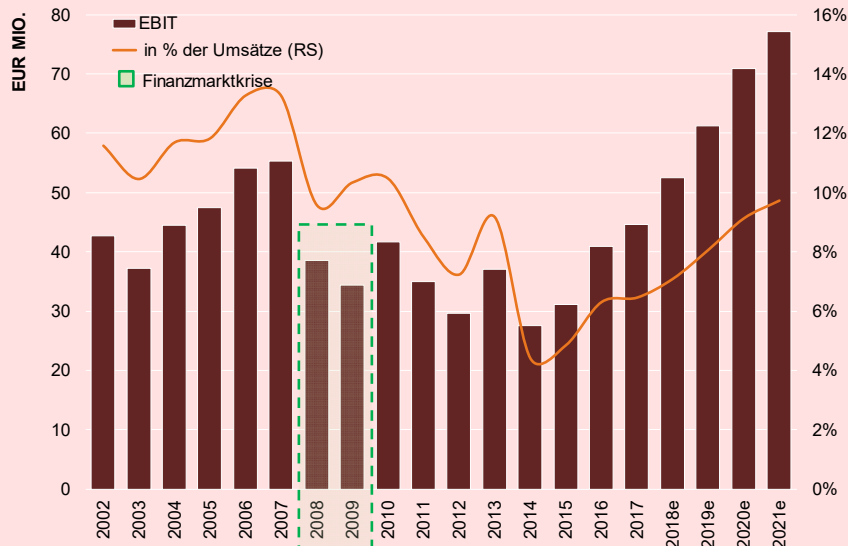
Nach der Übernahme von Süddekor im Jahr 2013 kam es zu einem deutlichen Rückgang der operativen Margen, von dem sich Surteco bislang noch nicht vollständig erholt hat. So gingen die EBIT-Margen bezogen auf die Gesamtleistung zwischen 2013 und 2017 um 280 Basispunkte auf 6,4% zurück. Auch wenn der Tiefpunkt bereits 2014 mit einer EBIT-Marge von 4,4% erreicht wurde und sich seither die Margen deutlich verbessert haben, bleibt die Profitabilität von Surteco deutlich unter den Niveaus der Jahre 2002-07, als EBIT-Margen im zweistelligen Prozentbereich erzielt worden waren.

Das langfristige Ziel des Vorstands ist die Erreichung einer EBIT-Marge von 10%, so wie sie Surteco bereits bis 2010 realisiert hatte.

Bedingt durch einen weiteren Rückgang der relevanten Aufwandsquoten und der Nutzung von Synergieeffekten aus der Integration von Probos und Nenplas rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem weiteren Anstieg des EBIT auf EUR 52,5 Mio. (+17,6% YoY). Für die folgenden drei Jahre erwarten wir einen Anstieg des EBIT auf schließlich EUR 77,1 Mio. (2021e). Bezogen auf die Ge-

samtleistung entspricht dies einem erwarteten Anstieg der EBIT-Marge auf 9,7% (2021e) von 6,4% in 2017.

ABBILDUNG 28: EBIT UND EBIT-MARGE (RS), 2002-21E



Im vergangenen Jahr konnte das EBIT auf rund EUR 44,7 Mio. (2016 EUR 40,9 Mio.) verbessert werden. Die EBIT-Marge bezogen auf die Gesamtleistung belief sich dementsprechend auf 6,4% nach 6,3% im Jahr 2016. Der in den folgenden Jahren von uns erwartete Ergebnisanstieg ist insbesondere auf die Umsatzausweitung und die damit verbundenen Skaleneffekte zurückzuführen.

Besonders hervorzuheben ist die Stabilität des Geschäftsmodells auch in konjunkturellem Abschwung: So hat Surteco seit dem Börsengang in jedem Jahr operative Gewinne erzielt und eine Dividende ausgeschüttet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In der Vergangenheit auf allen Ertragsebenen stets profitabel

In Verbindung mit einer rückläufigen Nettoverschuldung rechnen wir beim Ergebnis vor Steuern damit, dass sich dieses im Vergleich zum operativen Ergebnis überproportional entwickeln wird. Hinzu kommt eine deutlich günstigere Refinanzierung des Unternehmens: So konnte im vergangenen Jahr ein Schuldscheindarlehen im Volumen von EUR 200 Mio. begeben werden, dessen Verzinsung bei vier Tranchen mit Laufzeiten von fünf, sieben und zehn Jahren mit 1,4% deutlich unter den bisherigen Kreditzinsen lag. Dementsprechend erwarten wir ab 2019e ein deutlich verbessertes Finanzergebnis.

Infolge einer von uns erwarteten rückläufigen Nettoverschuldung ergeben sich zwischen EBIT und Ergebnis vor Steuern nur geringfügige Abzugspositionen.

Für das laufende Jahr erwarten wir einen Anstieg des Vorsteuerergebnisses auf EUR 42,6 Mio. (2017: EUR 33,5 Mio., +27,1% YoY). Bis 2021e sollte sich das Ergebnis vor Steuern auf bis zu EUR 68,3 Mio. verbessern. Dies entspricht einer von uns erwarteten Vorsteuerrendite von 8,6%, eine Größenordnung, die in den Jahren 2004 bis 2007 (von einer damals wesentlich kleineren und international schlechter ausgerichteten Surteco) bereits erreicht bzw. sogar deutlich überschritten worden war.

Rückläufige Steuerquote infolge von ausländischen Beteiligungserträgen

Da das Unternehmen in der Vergangenheit stets profitabel war, sind auch keine steuerlichen Verlustvorträge aufgelaufen. Gleichzeitig waren hohe Schwankungen der Steuerquote zu beobachten, die zwischen 2002 und 2017 zwischen 16,9% (2014) und 57,3% (2008) pendelte. Für das laufende Jahr wurde auf der diesjährigen Analystenveranstaltung zum Jahresabschluss 2017 eine Steuerquote von unter 30% in Aussicht gestellt.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Ohne Ausnahme war Surteco seit der vollständigen Döllken-Übernahme im Jahr 2002 profitabel. So schwankte das Ergebnis vor Steuern in diesem Zeitraum zwischen EUR 6,7 Mio. (2008) und EUR 31,8 Mio. (2007). Seit den Tiefstständen während der Finanz- und Wirtschaftskrise konnte das Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter deutlich gesteigert werden, auf zuletzt EUR 26,2 Mio. (2017).

In den kommenden vier Jahren sollte sich das Nettoergebnis nach Anteilen Dritter auf bis zu EUR 43,7 Mio. (2021e) verbessern.

Für die Folgejahre rechnen wir mit einem kontinuierlichen Anstieg des Nachsteuerergebnisses nach Berücksichtigung von Minderheitsanteilen auf dann bis zu EUR 43,7 Mio. (2021e). Bezogen auf 15,5 Mio. Aktien entspricht dies einem Anstieg des EPS auf dann EUR 2,82 von zuletzt EUR 1,69 je Aktie.

Capex von hoher Bedeutung, insbesondere für Übernahmen

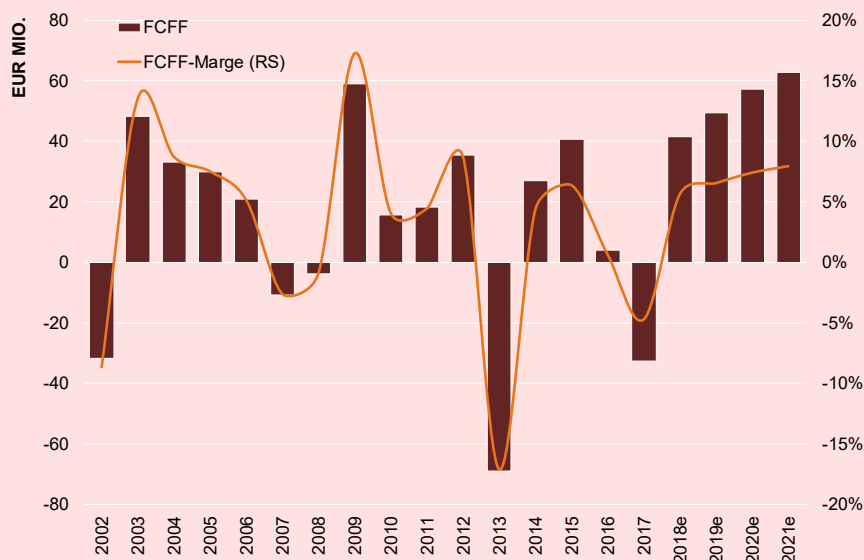
Surteco betreibt ein kapitalintensives Geschäftsmodell. Der investive Cashflow floss in den vergangenen 16 Jahren mit kumulierten EUR 215,5 Mio. in die Finanzierung von Übernahmen; Investitionen in Sachanlagevermögen, vor allem Erhaltungsinvestitionen waren in diesem Zeitraum für insgesamt EUR 487,1 Mio. verantwortlich.

In den kommenden vier Jahren unserer Detailplanungsperiode haben wir modellimmanent keine weiteren Übernahmen modelliert. Daher wird sich der investive Cashflow fast ausschließlich aus Erhaltungsinvestitionen zusammensetzen.

Freier Cashflow wird zunächst zur Schuldentilgung verwendet

Bei steigenden operativen Cashflows und tendenziell rückläufigen investiven Cashflows ergibt sich eine dynamische Entwicklung der freien Cashflows, die Surteco nach unserer Einschätzung zunächst zum Abbau des zinstragenden Fremdkapitals einsetzen wird. Nach unserer Einschätzung wird Surteco in den kommenden vier Jahren freie Cashflows im Volumen von zusammen EUR 211,0 Mio. erwirtschaften.

ABBILDUNG 29: ENTWICKLUNG DER FREIEN CASHFLOWS, 2002-21E



Im Durchschnitt der vergangenen 16 Jahre konnte Surteco operative Cashflows in Höhe von EUR 55,8 Mio. pro Jahr erwirtschaften. Die Mittelabflüsse des investiven Cashflows beliefen sich in diesem Zeitraum auf durchschnittlich EUR 44,3 Mio. pro Jahr. Der Finanzierungsüberschuss wurde vornehmlich zur Tilgung von Bankverbindlichkeiten verwendet. In den kommenden vier Jahren rechnen wir mit durchschnittlichen Freien Cashflows von EUR 52,8 Mio. pro Jahr.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Deutlich rückläufige Nettoverschuldung erwartet

Zum Jahresende 2017 lag die Nettoverschuldung von Surteco bei EUR 189,9 Mio. Diese setzte sich aus kurz- und langfristigen Zins tragenden Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 323,3 Mio. und einer Liquiditätsposition in Höhe von knapp EUR 133,4 Mio. zusammen. Dass gleichzeitig zinstragende Verbindlichkeiten und frei verfügbare Liquidität in der Bilanz zu finden sind liegt daran, dass Surteco im Vorjahr ein zinsattraktives Schuldscheindarlehen aufgenommen hat, das auch zur Rückführung der letzten Tranche eines hochverzinslichen US-Private Placements in Höhe von EUR 60 Mio. genutzt werden soll; dieses wird aber erst im August des kommenden Jahres fällig werden.

TABELLE 7: NETTOVERSCHULDUNG 2017

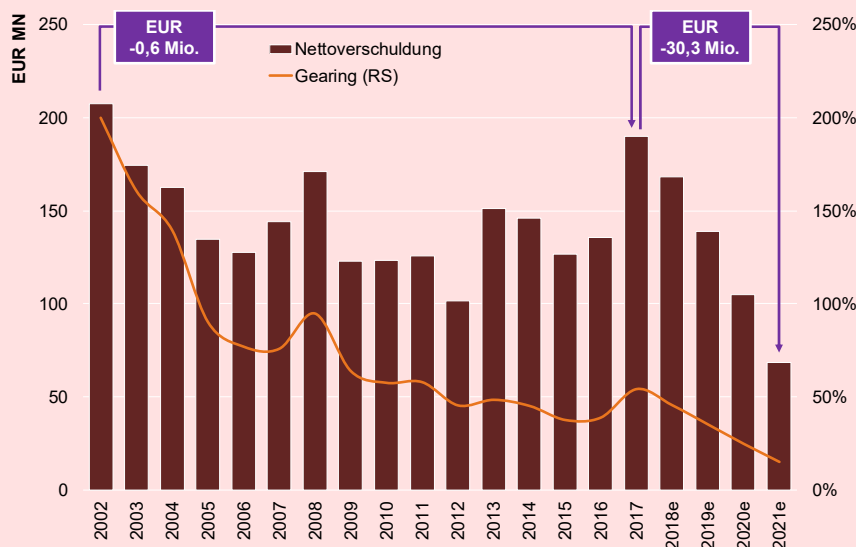
		2017
Nettoverschuldung	EUR Mio.	189,9
Liquide Mittel	EUR Mio.	133,4
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	323,3
davon kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	5,7
davon langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	317,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Die Zinsaufwendungen lagen im vergangenen Jahr bei rund EUR -8,4 Mio. Aktuell stehen laut Aussagen des Vorstands auf der Bilanzpressekonferenz keine Übernahmen bevor. Modellimmanent sind in unseren Schätzungen auch in den kommenden Jahren keine Zukäufe enthalten, so dass wir im Prognosezeitraum einen deutlichen Rückgang der Nettoverschuldung auf dann EUR 68,6 Mio. (2021e) modellieren. Basis unserer Erwartung eines deutlichen Schuldenabbaus ist der freie Cashflow, den wir im Prognosezeitraum bei durchschnittlich EUR 52,8 Mio. pro Jahr erwarten.

Aufgrund dieser nachhaltigen Verbesserung des Gearing dürfte sich auch das Zinsergebnis im Zeitablauf deutlich verbessern. Wir rechnen 2021e mit einem Zinsaufwand von EUR -5,7 Mio. Die EBIT-Interest Coverage Ratio wird sich demnach im Prognosezeitraum auf 13,6x (2017: 5,3x) mehr als verdoppeln, woraus wir ein synthetisches Rating von A ableiten.

ABBILDUNG 30: NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING (RS), 2002-21E



Zum Jahresende 2017 lag die Nettoverschuldung bei EUR 189,9 Mio. In unseren Schätzungen sind keine weiteren Übernahmen enthalten. Die freien Cashflows stehen damit zur Schuldentilgung zur Verfügung. Bis Ende 2021e rechnen wir daher mit einem Abbau der Nettoverschuldung auf EUR 68,6 Mio.

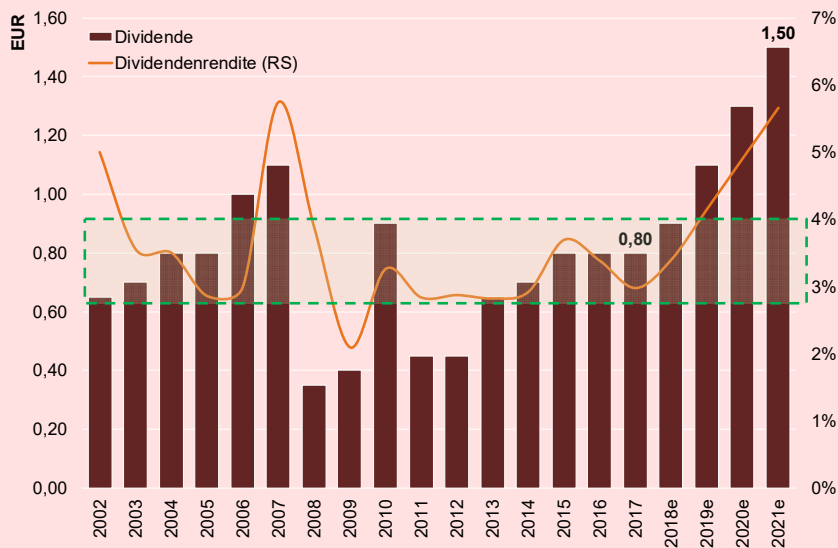
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen bis 2021e mit deutlich steigenden Dividendenzahlungen

In den vergangenen 16 Jahren hat Surteco durchgängig – also auch während der Finanzmarktkrise 2008/09 – an seine Aktionäre Dividenden ausgeschüttet. Die Ausschüttungsquote lag im Durchschnitt bei 46,1% des Nachsteuerergebnisses. Das Unternehmen nennt eine Zielmarke der Ausschüttungsquote von rund 50%. Schreiben wir diese fort, ergibt sich bis 2021e auf Basis unserer Schätzungen eine Dividendenanhebung auf bis zu EUR 1,50. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs von EUR 23,95 entspricht dies einer Dividendenrendite von bis zu 6,3%.

Surteco dürfte bis 2021e seine Dividende deutlich erhöhen.

ABBILDUNG 31: DIVIDENDEN UND DIVIDENDENRENDITE (RS), 2002-21E



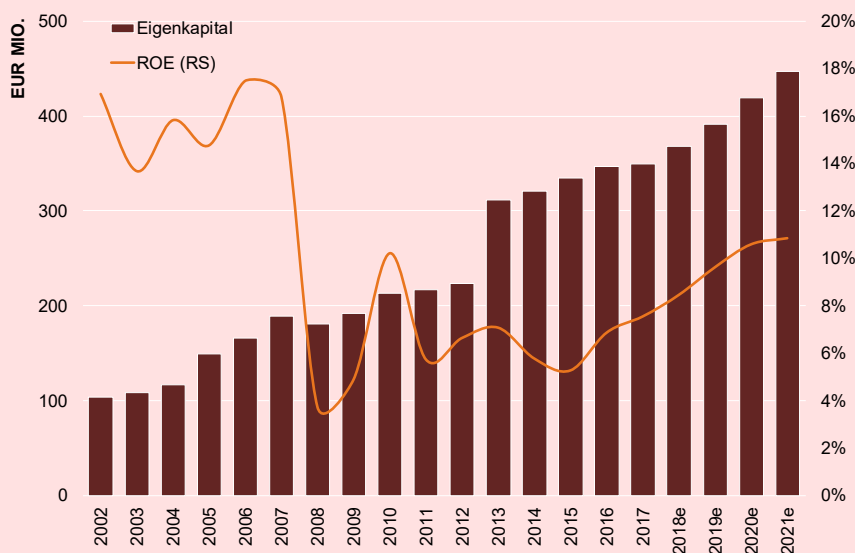
Die Dividendenrendite der vergangenen 16 Jahre lag zumeist zwischen 2,5% und 4,0%. Bis 2021e prognostizieren wir einen Anstieg der Dividende auf EUR 1,50.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Verbesserung der Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite lag im Betrachtungszeitraum 2002-17 durchweg im positiven Bereich, in den Jahren 2002 bis 2007 sogar im zweistelligen Bereich. Dies zeigt aus unserer Sicht, dass Surteco ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Aus nachstehender Abbildung 32 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden vier Jahre trotz eines sinkenden Leverage mit einem Anstieg der Eigenkapitalrendite auf dann 10,8% rechnen:

ABBILDUNG 32: EIGENKAPITAL UND ROE (RS), 2002-21E



Surteco ist ein für Eigenkapitalgeber wertschöpfendes Unternehmen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Management Guidance

Zur Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2017 Ende April wurde vom Management eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr ausgesprochen.

TABELLE 8: MANAGEMENT GUIDANCE

		2017	2018e Untergrenze	2018e Obergrenze
Umsätze	EUR Mio.	689,7	725,0	750,0
EBIT	EUR Mio.	44,7	49,0	53,0
EBIT-Marge	%	6,4	6,8%	7,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bruttoerlöse	EUR Mio.	403,0	341,1	388,8	408,8	407,7	402,1	618,5
YoY	%	-2,8%	-15,3%	14,0%	5,1%	-0,3%	-1,4%	53,8%
YoY	EUR Mio.	-11,5	-61,8	47,6	20,0	-1,1	-5,6	216,4
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-0,3	-8,6	8,0	2,5	0,5	-1,6	3,8
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	1,1	0,9	0,9	1,4	2,4	3,8	5,2
Gesamtleistung	EUR Mio.	403,8	333,4	397,7	412,7	410,6	404,4	627,5
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Materialaufwand	EUR Mio.	-175,5	-138,4	-175,3	-192,4	-190,2	-184,3	-317,2
in % der Gesamtleistung	%	-43,5%	-41,5%	-44,1%	-46,6%	-46,3%	-45,6%	-50,6%
Rohertrag	EUR Mio.	228,3	195,0	222,4	220,3	220,4	220,1	310,3
YoY	%	-4,8%	-14,6%	14,0%	-0,9%	0,0%	-0,1%	41,0%
YoY	EUR Mio.	-11,6	-33,3	27,4	-2,1	0,1	-0,3	90,2
in % der Gesamtleistung	%	56,5%	58,5%	55,9%	53,4%	53,7%	54,4%	49,4%
Personalaufwand	EUR Mio.	-104,2	-91,7	-100,1	-102,8	-107,7	-108,1	-159,8
in % der Gesamtleistung	%	-25,8%	-27,5%	-25,2%	-24,9%	-26,2%	-26,7%	-25,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-72,6	-55,1	-63,5	-65,9	-65,5	-69,4	-92,9
in % der Gesamtleistung	%	-18,0%	-16,5%	-16,0%	-16,0%	-15,9%	-17,2%	-14,8%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	6,9	6,1	3,7	4,4	4,5	17,0	5,3
in % der Gesamtleistung	%	1,7%	1,8%	0,9%	1,1%	1,1%	4,2%	0,8%
EBITDA	EUR Mio.	58,3	54,3	62,5	56,1	51,7	59,7	62,8
YoY	%	-21,6%	-6,9%	15,2%	-10,3%	-7,9%	15,4%	5,3%
in % der Gesamtleistung	%	14,4%	16,3%	15,7%	13,6%	12,6%	14,8%	10,0%
Abschreibungen	EUR Mio.	-19,7	-19,9	-20,9	-21,1	-22,0	-22,6	-35,2
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	38,6	34,4	41,6	35,0	29,7	37,0	27,6
YoY	%	-30,2%	-10,8%	20,9%	-15,9%	-15,3%	24,9%	-25,5%
in % der Gesamtleistung	%	9,6%	10,3%	10,5%	8,5%	7,2%	9,2%	4,4%
Zinsergebnis	EUR Mio.	-10,9	-8,6	-9,5	-8,9	-8,4	-8,6	-9,7
Übrige finanzielle Aufwendungen und Erträge	EUR Mio.	-12,4	-6,1	-0,3	-3,6	-0,2	-0,1	0,0
EBT	EUR Mio.	15,8	17,6	32,0	22,9	21,2	28,0	22,3
in % der Gesamtleistung	%	3,9%	5,3%	8,1%	5,6%	5,2%	6,9%	3,5%
Steuern	EUR Mio.	-9,0	-8,2	-10,2	-10,5	-6,4	-6,0	-3,8
in % des EBT	%	-57,3%	-46,7%	-32,0%	-46,0%	-30,1%	-21,5%	-16,9%
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,7	9,4	21,8	12,4	14,8	22,0	18,5
in % der Gesamtleistung	%	1,7%	2,8%	5,5%	3,0%	3,6%	5,4%	2,9%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0
Anzahl der Aktien	Mio.	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	11,8	15,5
EPS	EUR	0,61	0,83	1,96	1,13	1,36	1,86	1,19
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Gewinn- und Verlustrechnung, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bruttoerlöse	EUR Mio.	638,4	639,8	689,7	737,5	755,9	772,9	788,4
YoY	%	3,2%	0,2%	7,8%	6,9%	2,5%	2,2%	2,0%
YoY	EUR Mio.	19,9	1,4	49,8	47,8	18,4	17,0	15,5
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-1,0	5,4	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	EUR Mio.	5,0	3,9	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9
Gesamtleistung	EUR Mio.	642,4	649,1	692,9	742,6	760,9	777,9	793,3
YoY	%	n/a	1,1%	6,7%	7,2%	2,5%	2,2%	2,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-322,7	-324,6	-335,0	-362,5	-368,6	-373,1	-380,1
in % der Gesamtleistung	%	-50,2%	-50,0%	-48,4%	-48,8%	-48,4%	-48,0%	-47,9%
Rohhertrag	EUR Mio.	319,7	324,6	357,9	380,1	392,3	404,8	413,2
YoY	%	3,0%	1,5%	10,3%	6,2%	3,2%	3,2%	2,1%
YoY	EUR Mio.	9,4	4,9	33,3	22,2	12,2	12,5	8,4
in % der Gesamtleistung	%	49,8%	50,0%	51,6%	51,2%	51,6%	52,0%	52,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-161,9	-158,0	-174,5	-182,4	-185,1	-187,0	-188,6
in % der Gesamtleistung	%	-25,2%	-24,3%	-25,2%	-24,6%	-24,3%	-24,0%	-23,8%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-100,2	-98,7	-104,8	-112,0	-113,2	-114,6	-115,7
in % der Gesamtleistung	%	-15,6%	-15,2%	-15,1%	-15,1%	-14,9%	-14,7%	-14,6%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	7,5	6,5	4,5	4,8	4,9	5,1	5,2
in % der Gesamtleistung	%	1,2%	1,0%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBITDA	EUR Mio.	65,0	74,3	83,1	90,6	98,9	108,2	114,0
YoY	%	3,4%	14,4%	11,8%	9,0%	9,2%	9,4%	5,4%
in % der Gesamtleistung	%	10,1%	11,5%	12,0%	12,2%	13,0%	13,9%	14,4%
Abschreibungen	EUR Mio.	-33,8	-33,5	-38,4	-38,0	-37,7	-37,3	-36,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	31,1	40,9	44,7	52,5	61,3	70,9	77,1
YoY	%	12,7%	31,4%	9,3%	17,6%	16,6%	15,7%	8,7%
in % der Gesamtleistung	%	4,8%	6,3%	6,4%	7,1%	8,1%	9,1%	9,7%
Zinsergebnis	EUR Mio.	-8,3	-8,1	-7,7	-6,1	-5,2	-5,1	-5,1
Übrige finanzielle Aufwendungen und Erträge	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
EBT	EUR Mio.	26,8	35,0	33,5	42,6	52,3	62,0	68,3
in % der Gesamtleistung	%	4,2%	5,4%	4,8%	5,7%	6,9%	8,0%	8,6%
Steuern	EUR Mio.	-9,2	-11,3	-7,2	-11,5	-14,6	-17,7	-19,8
in % des EBT	%	-34,5%	-32,1%	-21,4%	-27,0%	-28,0%	-28,5%	-29,0%
Nettoergebnis	EUR Mio.	17,6	23,8	26,3	31,1	37,7	44,3	48,5
in % der Gesamtleistung	%	2,7%	3,7%	3,8%	4,2%	5,0%	5,7%	6,1%
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,1	0,1	-0,1	-2,8	-3,6	-4,3	-4,8
Anzahl der Aktien	Mio.	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
EPS	EUR	1,14	1,54	1,69	1,83	2,20	2,58	2,82
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	318,4	303,8	305,3	295,0	291,9	398,1	394,3
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	175,8	167,2	164,1	160,2	158,5	244,8	237,2
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	8,5	8,6	14,2	12,1	12,7	29,7	26,3
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	108,2	109,7	112,0	112,4	112,7	110,7	110,8
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	1,7	1,6	1,8	1,8	1,7	3,3	3,5
Finanzanlagen	EUR Mio.	10,8	10,1	4,1	0,6	0,6	0,0	0,0
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Assets	EUR Mio.	1,2	2,0	2,0	1,0	0,9	0,4	0,3
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,8	0,0	1,9	3,9	2,2	1,5	8,2
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	5,4	4,5	5,2	2,9	2,8	7,6	8,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	170,3	176,8	175,3	185,9	174,3	226,3	240,9
Vorräte	EUR Mio.	59,8	43,7	58,9	61,3	61,1	102,9	110,6
DIO	d	123	114	121	115	116	201	126
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	34,5	35,0	41,3	40,8	41,7	54,8	61,7
DSO	d	31	37	38	36	37	49	36
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	6,9	6,3	4,5	5,6	2,7	6,5	8,0
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	6,9	6,7	7,7	10,8	7,1	8,5	7,7
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	1,9	0,3	0,5	0,6	0,3	2,5	9,9
Liquide Mittel	EUR Mio.	60,5	84,8	62,4	66,7	61,4	51,1	43,1
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,3	1,1	1,0	1,2	1,1	1,8	1,5
Bilanzsumme	EUR Mio.	490,1	481,7	481,5	482,1	467,3	626,1	636,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	180,5	191,8	213,4	216,5	223,2	311,0	321,1
EK-Quote	%	36,8%	39,8%	44,3%	44,9%	47,8%	49,7%	50,4%
Grundkapital	EUR Mio.	11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	15,5	15,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4	122,8	122,8
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	112,3	120,7	129,6	141,9	146,4	150,5	164,1
Konzerngewinn	EUR Mio.	6,8	9,2	21,7	12,5	15,0	21,9	18,5
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,4	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	9,6	10,4	10,4	9,9	11,1	11,0	12,7
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	80,0	74,1	63,5	71,1	51,8	127,3	91,5
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	35,2	26,2	12,7	29,6	2,0	55,6	5,6
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	18,3	26,4	22,9	20,1	26,5	37,3	45,4
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	3,1	3,8	4,0	2,9	1,3	1,2	3,0
DPO	d	16	28	21	18	23	33	26
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	8,9	3,4	1,7	2,2	2,3	3,3	12,1
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	12,6	12,4	18,5	10,8	13,0	4,4	3,2
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,9	1,9	3,7	5,5	6,8	25,5	22,4
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	219,9	205,3	194,2	184,6	181,1	176,8	211,3
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	196,5	181,4	172,9	162,9	161,2	146,7	183,3
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	23,4	21,1	21,3	21,7	19,9	29,5	27,9
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	490,1	481,7	481,5	482,1	467,3	626,1	636,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Aktiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	404,5	412,6	516,4	514,7	513,5	512,7	512,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	244,9	245,6	258,2	253,1	248,1	243,1	238,3
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	22,2	34,1	66,7	69,4	72,2	75,1	78,2
Geschäfts- oder Firmenwerte	EUR Mio.	111,4	118,8	163,3	163,0	163,0	163,0	163,0
At Equity bewertete Anteile	EUR Mio.	3,3	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Assets	EUR Mio.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	14,3	5,8	6,3	6,6	6,9	7,1	7,4
Aktive latente Ertragssteuern	EUR Mio.	8,2	6,5	19,0	19,8	20,6	21,4	22,3
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	249,8	259,6	326,2	287,7	275,8	276,8	286,9
Vorräte	EUR Mio.	113,3	119,6	119,7	124,9	128,0	130,9	133,5
DIO	d	126	133	129	124	125	126	126
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	56,4	52,1	57,8	60,3	61,8	63,2	64,5
DSO	d	32	29	30	29	29	29	29
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	EUR Mio.	6,2	2,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	4,2	4,9	9,5	9,8	10,2	10,7	11,1
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	3,6	19,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	65,7	60,4	133,4	86,7	69,5	65,6	71,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	1,4	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	655,7	673,9	842,6	802,4	789,3	789,5	798,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Passiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	EUR Mio.	334,4	346,6	349,2	367,9	391,6	418,9	447,2
EK-Quote	%	51,0%	51,4%	41,4%	45,9%	49,6%	53,1%	56,0%
Grundkapital	EUR Mio.	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Kapitalrücklage	EUR Mio.	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8	122,8
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	178,2	181,4	181,9	195,6	210,0	227,0	246,9
Konzerngewinn	EUR Mio.	17,7	23,9	26,2	28,3	34,1	40,0	43,7
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,2	3,0	2,9	5,7	9,3	13,6	18,4
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	EUR Mio.	12,8	13,0	12,8	12,3	11,8	11,4	10,9
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	92,5	151,8	106,4	110,0	112,7	115,6	118,7
Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	5,0	72,4	5,7	5,4	5,2	5,0	4,8
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	48,7	48,9	63,2	66,5	68,9	71,1	73,3
Ertragssteuerschulden	EUR Mio.	27	28	33	32	33	33	33
DPO	d	3,5	2,6	3,2	3,5	4,0	4,5	5,1
Kurzfristige Rückstellungen	EUR Mio.	8,2	3,6	4,0	4,5	5,0	5,7	6,4
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,5	2,7	4,2	4,8	5,4	6,1	6,8
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	24,6	21,7	26,2	25,2	24,2	23,3	22,3
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	216,1	162,5	374,1	312,2	273,2	243,6	222,0
Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	187,3	123,6	317,7	249,4	203,2	165,5	134,8
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	4,3	4,4	4,2	4,0	3,9	3,7
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	28,8	34,6	52,0	58,6	65,9	74,2	83,5
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	655,7	673,9	842,6	802,4	789,3	789,5	798,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert, Aktiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	65,0%	63,1%	63,4%	61,2%	62,5%	63,6%	61,9%
Sachanlagevermögen	%	35,9%	34,7%	34,1%	33,2%	33,9%	39,1%	37,3%
Immaterielles Vermögen	%	1,7%	1,8%	2,9%	2,5%	2,7%	4,7%	4,1%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	22,1%	22,8%	23,3%	23,3%	24,1%	17,7%	17,4%
At Equity bewertete Anteile	%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Finanzanlagen	%	2,2%	2,1%	0,9%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Assets	%	0,3%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	1,4%	0,0%	0,4%	0,8%	0,5%	0,2%	1,3%
Aktive latente Ertragssteuern	%	1,1%	0,9%	1,1%	0,6%	0,6%	1,2%	1,2%
Kurzfristiges Vermögen	%	34,8%	36,7%	36,4%	38,6%	37,3%	36,1%	37,8%
Vorräte	%	12,2%	9,1%	12,2%	12,7%	13,1%	16,4%	17,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	7,0%	7,3%	8,6%	8,5%	8,9%	8,7%	9,7%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	1,4%	1,3%	0,9%	1,2%	0,6%	1,0%	1,3%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	1,4%	1,4%	1,6%	2,2%	1,5%	1,4%	1,2%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	1,5%
Liquide Mittel	%	12,3%	17,6%	13,0%	13,8%	13,1%	8,2%	6,8%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (normalisiert, Passiva), 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASSIVA								
Eigenkapital	%	36,8%	39,8%	44,3%	44,9%	47,8%	49,7%	50,4%
Grundkapital	%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,5%	2,4%
Kapitalrücklage	%	10,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,8%	19,6%	19,3%
Gewinnrücklagen	%	22,9%	25,1%	26,9%	29,4%	31,3%	24,0%	25,8%
Konzerngewinn	%	1,4%	1,9%	4,5%	2,6%	3,2%	3,5%	2,9%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	2,0%	2,2%	2,2%	2,0%	2,4%	1,8%	2,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	16,3%	15,4%	13,2%	14,8%	11,1%	20,3%	14,4%
Kurzfristige Finanzschulden	%	7,2%	5,4%	2,6%	6,1%	0,4%	8,9%	0,9%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	3,7%	5,5%	4,8%	4,2%	5,7%	6,0%	7,1%
Ertragssteuerschulden	%	0,6%	0,8%	0,8%	0,6%	0,3%	0,2%	0,5%
Kurzfristige Rückstellungen	%	1,8%	0,7%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	1,9%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	2,6%	2,6%	3,8%	2,3%	2,8%	0,7%	0,5%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,4%	0,4%	0,8%	1,1%	1,4%	4,1%	3,5%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	44,9%	42,6%	40,3%	38,3%	38,8%	28,2%	33,2%
Langfristige Finanzschulden	%	40,1%	37,7%	35,9%	33,8%	34,5%	23,4%	28,8%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	4,8%	4,4%	4,4%	4,5%	4,3%	4,7%	4,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (normalisiert, Aktiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
AKTIVA								
Langfristiges Vermögen	%	61,7%	61,2%	61,3%	64,1%	65,1%	64,9%	64,1%
Sachanlagevermögen	%	37,4%	36,5%	30,6%	31,5%	31,4%	30,8%	29,8%
Immaterielles Vermögen	%	3,4%	5,1%	7,9%	8,6%	9,1%	9,5%	9,8%
Geschäfts- oder Firmenwerte	%	17,0%	17,6%	19,4%	20,3%	20,7%	20,6%	20,4%
At Equity bewertete Anteile	%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%
Finanzanlagen	%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Steuerforderungen und sonstige Assets	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	2,2%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%
Aktive latente Ertragssteuern	%	1,3%	1,0%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
Kurzfristiges Vermögen	%	38,1%	38,5%	38,7%	35,9%	34,9%	35,1%	35,9%
Vorräte	%	17,3%	17,7%	14,2%	15,6%	16,2%	16,6%	16,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	8,6%	7,7%	6,9%	7,5%	7,8%	8,0%	8,1%
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	%	1,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,6%	0,7%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%
Sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,6%	2,9%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Liquide Mittel	%	10,0%	9,0%	15,8%	10,8%	8,8%	8,3%	8,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (normalisiert, Passiva), 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
PASSIVA								
Eigenkapital	%	51,0%	51,4%	41,4%	45,9%	49,6%	53,1%	56,0%
Grundkapital	%	2,4%	2,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%
Kapitalrücklage	%	18,7%	18,2%	14,6%	15,3%	15,6%	15,5%	15,4%
Gewinnrücklagen	%	27,2%	26,9%	21,6%	24,4%	26,6%	28,8%	30,9%
Konzerngewinn	%	2,7%	3,5%	3,1%	3,5%	4,3%	5,1%	5,5%
Bilanzverlust/-gewinn	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,4%	0,3%	0,7%	1,2%	1,7%	2,3%
Pensionen und weitere Personalverpflichtungen	%	1,9%	1,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	14,1%	22,5%	12,6%	13,7%	14,3%	14,6%	14,9%
Kurzfristige Finanzschulden	%	0,8%	10,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	7,4%	7,3%	7,5%	8,3%	8,7%	9,0%	9,2%
Ertragssteuerschulden	%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
Kurzfristige Rückstellungen	%	1,3%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%
Sonstige kurzfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%
Sonstige kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	3,8%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	2,9%	2,8%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	32,9%	24,1%	44,4%	38,9%	34,6%	30,9%	27,8%
Langfristige Finanzschulden	%	28,6%	18,3%	37,7%	31,1%	25,7%	21,0%	16,9%
Sonstige langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Sonstige langfristige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	4,4%	5,1%	6,2%	7,3%	8,4%	9,4%	10,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Cashflow-Statement, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,7	9,4	21,8	12,4	14,8	22,0	18,5
Abschreibungen	EUR Mio.	29,9	19,9	20,9	21,1	22,0	22,6	35,2
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	10,9	8,6	9,5	8,9	8,4	8,6	9,7
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,2	-1,1	-0,2	-0,1	-0,6
Δ Vorräte	EUR Mio.	7,9	16,1	-15,3	-2,3	0,7	3,1	-7,7
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-2,8	-0,6	-6,3	0,5	-0,4	11,3	-6,9
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-7,8	8,4	-1,3	-5,4	8,9	-6,3	-14,6
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-1,4	1,1	-0,5	2,0	0,3	-5,5	-0,1
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	5,8	-4,7	-1,7	0,0	1,4	0,8	10,5
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-4,3	8,1	-3,5	-2,8	6,2	3,6	8,1
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-8,2	0,5	6,4	-1,8	0,5	-8,6	0,6
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,8	-2,3	0,2	0,4	-1,9	9,6	-1,5
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,8	5,6	0,2	5,7	-5,5	-6,3	3,2
Operativer Cashflow	EUR Mio.	38,2	70,0	30,2	37,6	55,3	54,8	54,3
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-10,5	0,8	5,8	3,5	0,2	-1,1	-0,2
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	2,5	-1,7	-7,9	1,7	-0,9	-15,1	3,4
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-18,3	-11,3	-17,8	-17,2	-20,4	-108,9	-27,7
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-15,6	1,0	5,4	-7,4	1,1	1,4	-2,9
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-41,9	-11,1	-14,5	-19,5	-20,0	-123,6	-27,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,7	58,9	15,8	18,2	35,4	-68,8	26,9
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,4	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	-10,0	-24,1	-22,1	7,0	-29,3	39,1	-13,4
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-1,8	2,8	-1,0	1,8	1,3	19,3	-3,7
Zinsergebnis	EUR Mio.	-10,9	-8,6	-9,5	-8,9	-8,4	-8,6	-9,7
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-12,2	-3,9	-4,4	-10,0	-5,0	-5,0	-10,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	1,5	-1,1	-2,8	-3,9	0,6	-61,0	1,4
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-33,5	-34,8	-39,9	-14,1	-40,8	60,7	-35,5
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-37,2	24,1	-24,2	4,1	-5,4	-8,2	-8,7
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,1	0,3	1,7	0,3	0,1	-1,3	0,6
Erwerb von Zahlungsmitteln und -äquivalenten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	97,8	60,5	84,8	62,4	66,7	61,4	51,1
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	60,5	84,8	62,4	66,7	61,4	51,1	43,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Nettoergebnis	EUR Mio.	17,6	23,8	26,3	31,1	37,7	44,3	48,5
Abschreibungen	EUR Mio.	33,8	33,5	38,4	38,0	37,7	37,3	36,9
Zins- und Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	8,3	8,1	7,7	6,1	5,2	5,1	5,1
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von AV	EUR Mio.	-3,0	-0,2	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorräte	EUR Mio.	-5,4	-5,1	-0,1	-5,1	-3,1	-2,9	-2,6
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	3,6	7,7	-5,8	-2,5	-1,5	-1,4	-1,3
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	10,6	-4,3	11,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,2	1,5	-10,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	-3,8	-4,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	6,9	-1,2	14,3	3,4	2,3	2,3	2,2
Δ Übrige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,2	-0,7	2,1	0,9	1,0	1,2	1,3
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,8	5,8	17,5	6,5	7,4	8,3	9,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-6,0	-14,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	69,2	58,4	82,9	76,9	85,0	92,6	97,8
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,3	1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	3,5	-19,4	-77,0	-2,4	-2,8	-2,9	-3,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-41,6	-34,2	-51,0	-32,9	-32,6	-32,4	-32,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	9,4	-2,4	13,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-28,5	-54,3	-115,5	-35,3	-35,5	-35,3	-35,1
Free Cashflow	EUR Mio.	40,7	4,0	-32,6	41,6	49,5	57,3	62,6
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Finanzschulden	EUR Mio.	3,3	10,7	127,3	-68,5	-46,5	-37,9	-30,9
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	2,2	1,3	4,7	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	-8,3	-6,9	-7,7	-6,1	-5,2	-5,1	-5,1
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-10,9	-12,4	-12,4	-12,4	-14,0	-17,1	-20,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-4,1	-1,3	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-17,7	-8,6	106,5	-88,2	-66,8	-61,2	-57,2
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	23,0	-4,6	73,9	-46,6	-17,3	-3,9	5,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Zahlungsmitteln und -äquivalenten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	43,1	65,7	60,4	133,4	86,7	69,5	65,6
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	65,7	60,4	133,4	86,7	69,5	65,6	71,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Umsatz mit Dritten	EUR Mio.	403,0	341,1	388,8	408,8	407,7	402,1	618,5
SGE Papier	EUR Mio.	148,3	131,2	162,9	174,3	170,1	174,7	391,2
SGE Kunststoff	EUR Mio.	254,6	210,0	225,9	234,5	237,6	227,4	227,2
Überleitung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	-2,8%	-15,3%	14,0%	5,1%	-0,3%	-1,4%	53,8%
SGE Papier	%	-10,8%	-11,6%	24,2%	7,0%	-2,4%	2,7%	124,0%
SGE Kunststoff	%	2,6%	-17,5%	7,6%	3,8%	1,3%	-4,3%	-0,1%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SGE Papier	%	36,8%	38,5%	41,9%	42,6%	41,7%	43,4%	63,3%
SGE Kunststoff	%	63,2%	61,5%	58,1%	57,4%	58,3%	56,6%	36,7%
Überleitung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT (bis 2014)	EUR Mio.	15,8	17,6	32,0	22,9	21,2	28,0	22,3
SGE Papier	EUR Mio.	6,1	11,0	22,2	18,2	14,3	25,1	15,8
SGE Kunststoff	EUR Mio.	28,0	22,4	21,9	19,5	17,2	14,9	15,1
Überleitung	EUR Mio.	-18,3	-15,8	-12,1	-14,8	-10,3	-12,0	-8,6
EBT-Marge	%	3,9%	5,1%	8,2%	5,6%	5,2%	7,0%	3,6%
SGE Papier	%	4,1%	8,4%	13,6%	10,4%	8,4%	14,4%	4,0%
SGE Kunststoff	%	11,0%	10,7%	9,7%	8,3%	7,2%	6,6%	6,6%
Mitarbeiter		2.194	1.678	1.990	2.050	1.994	2.114	2.682
SGE Papier		768	358	657	678	684	851	1.425
SGE Kunststoff		1.411	1.305	1.317	1.354	1.293	1.247	1.244
Überleitung		15	15	16	18	17	16	13
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Segmente, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz mit Dritten	EUR Mio.	638,4	639,8	689,7	737,5	755,9	772,9	788,4
SGE Papier	EUR Mio.	394,7	385,4	368,0	378,5	386,2	392,1	396,1
SGE Kunststoff	EUR Mio.	243,7	254,4	321,7	359,0	369,7	380,8	392,3
Überleitung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	3,2%	0,2%	7,8%	6,9%	2,5%	2,2%	2,0%
SGE Papier	%	0,9%	-2,3%	-4,5%	2,9%	2,0%	1,5%	1,0%
SGE Kunststoff	%	7,2%	4,4%	26,5%	11,6%	3,0%	3,0%	3,0%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Anteil	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SGE Papier	%	61,8%	60,2%	53,4%	51,3%	51,1%	50,7%	50,2%
SGE Kunststoff	%	38,2%	39,8%	46,6%	48,7%	48,9%	49,3%	49,8%
Überleitung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	EUR Mio.	31,1	40,9	44,7	52,5	61,3	70,9	77,1
SGE Papier	EUR Mio.	17,1	25,3	26,9	31,2	35,6	42,5	45,9
SGE Kunststoff	EUR Mio.	18,5	22,1	24,6	28,4	33,0	36,0	38,9
Überleitung	EUR Mio.	-4,5	-6,4	-6,8	-7,1	-7,3	-7,6	-7,8
EBIT-Marge	%	4,9%	6,4%	6,5%	7,1%	8,1%	9,2%	9,8%
SGE Papier	%	4,3%	6,6%	7,3%	8,2%	9,2%	10,8%	11,6%
SGE Kunststoff	%	7,6%	8,7%	7,6%	7,9%	8,9%	9,5%	9,9%
Mitarbeiter		2.727	2.736	3.091	3.495	3.587	3.679	3.771
SGE Papier		1.412	1.366	1.347	1.525	1.559	1.590	1.620
SGE Kunststoff		1.299	1.353	1.724	1.950	2.009	2.069	2.131
Überleitung		16	17	20	20	20	20	20
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick I, 2008-14

IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	403,0	341,1	388,8	408,8	407,7	402,1	618,5
Rohhertrag	EUR Mio.	228,3	195,0	222,4	220,3	220,4	220,1	310,3
EBITDA	EUR Mio.	58,3	54,3	62,5	56,1	51,7	59,7	62,8
EBIT	EUR Mio.	38,6	34,4	41,6	35,0	29,7	37,0	27,6
EBT	EUR Mio.	15,8	17,6	32,0	22,9	21,2	28,0	22,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	6,7	9,4	21,8	12,4	14,8	22,0	18,5
Anzahl Mitarbeiter		2.194	1.678	1.990	2.050	1.994	2.114	2.682
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	27,87	20,93	27,63	29,70	22,43	24,00	31,45
Kurs Tief	EUR	8,04	5,89	14,53	15,27	15,23	15,32	22,27
Kurs Durchschnitt	EUR	18,06	11,71	17,77	22,83	18,07	17,77	26,69
Kurs Schlusskurs	EUR	9,00	19,13	27,63	15,88	15,69	23,05	24,00
EPS	EUR	0,61	0,83	1,96	1,13	1,36	1,86	1,19
BVPS	EUR	16,30	17,28	19,21	19,49	20,12	26,40	20,69
CFPS	EUR	3,45	6,32	2,73	3,40	5,00	4,66	3,50
Dividende	EUR	0,35	0,40	0,90	0,45	0,45	0,65	0,70
Kursziel	EUR							
Performance bis Kursziel	%							
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	14,5%	15,9%	16,1%	13,7%	12,7%	14,8%	10,2%
EBIT-Marge	%	9,6%	10,1%	10,7%	8,6%	7,3%	9,2%	4,5%
EBT-Marge	%	3,9%	5,1%	8,2%	5,6%	5,2%	7,0%	3,6%
Netto-Marge	%	1,7%	2,7%	5,6%	3,0%	3,6%	5,5%	3,0%
FCF-Marge	%	-0,9%	17,3%	4,1%	4,4%	8,7%	-17,1%	4,3%
ROE	%	3,7%	4,9%	10,2%	5,7%	6,6%	7,1%	5,8%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	184	203	195	199	204	190	231
Pro-Kopf-EBIT	EURk	17,6	20,5	20,9	17,1	14,9	17,5	10,3
Capex/Umsatz	%	4,5%	3,3%	4,6%	4,2%	5,0%	27,1%	4,5%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	-2,8%	-15,3%	14,0%	5,1%	-0,3%	-1,4%	53,8%
Rohhertrag	%	-4,8%	-14,6%	14,0%	-0,9%	0,0%	-0,1%	41,0%
EBITDA	%	-21,6%	-6,9%	15,2%	-10,3%	-7,9%	15,4%	5,3%
EBIT	%	-30,2%	-10,8%	20,9%	-15,9%	-15,3%	24,9%	-25,5%
EBT	%	-66,4%	11,3%	82,3%	-28,4%	-7,6%	32,1%	-20,5%
Nettoergebnis	%	-78,9%	39,1%	132,7%	-43,1%	19,5%	48,5%	-15,8%
EPS	%	-78,8%	36,8%	134,9%	-42,5%	20,4%	37,0%	-35,9%
CFPS	%	-18,7%	83,1%	-56,8%	24,5%	47,2%	-6,8%	-24,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	638,4	639,8	689,7	737,5	755,9	772,9	788,4
Rohhertrag	EUR Mio.	319,7	324,6	357,9	380,1	392,3	404,8	413,2
EBITDA	EUR Mio.	65,0	74,3	83,1	90,6	98,9	108,2	114,0
EBIT	EUR Mio.	31,1	40,9	44,7	52,5	61,3	70,9	77,1
EBT	EUR Mio.	26,8	35,0	33,5	42,6	52,3	62,0	68,3
Nettoergebnis	EUR Mio.	17,6	23,8	26,3	31,1	37,7	44,3	48,5
Anzahl Mitarbeiter (FTE)		2.727	2.736	3.091	3.495	3.587	3.679	3.771
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	27,77	24,29	27,75	28,55			
Kurs Tief	EUR	17,04	17,60	22,40	24,25			
Kurs Durchschnitt	EUR	22,58	21,59	24,55	26,42			
Kurs Schlusskurs	EUR	21,67	23,67	26,90	23,95	23,95	23,95	23,95
EPS	EUR	1,14	1,54	1,69	1,83	2,20	2,58	2,82
BVPS	EUR	21,55	22,16	22,33	23,36	24,66	26,14	27,66
CFPS	EUR	4,46	3,76	5,35	4,96	5,48	5,97	6,31
Dividende	EUR	0,80	0,80	0,80	0,90	1,10	1,30	1,50
Kursziel	EUR							41,00
Performance bis Kursziel	%							52,4%
Profitabilitätskennzahlen								
EBITDA-Marge	%	10,2%	11,6%	12,0%	12,3%	13,1%	14,0%	14,5%
EBIT-Marge	%	4,9%	6,4%	6,5%	7,1%	8,1%	9,2%	9,8%
EBT-Marge	%	4,2%	5,5%	4,9%	5,8%	6,9%	8,0%	8,7%
Netto-Marge	%	2,8%	3,7%	3,8%	4,2%	5,0%	5,7%	6,1%
FCF-Marge	%	6,4%	0,6%	-4,7%	5,6%	6,6%	7,4%	7,9%
ROE	%	5,3%	6,9%	7,5%	8,4%	9,6%	10,6%	10,8%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Pro-Kopf-Umsatz	EUR	234	234	223	211	211	210	209
Pro-Kopf-EBIT	EUR	11,4	14,9	14,5	15,0	17,1	19,3	20,4
Capex/Umsatz	%	6,5%	5,3%	7,4%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	3,2%	0,2%	7,8%	6,9%	2,5%	2,2%	2,0%
Rohhertrag	%	3,0%	1,5%	10,3%	6,2%	3,2%	3,2%	2,1%
EBITDA	%	3,4%	14,4%	11,8%	9,0%	9,2%	9,4%	5,4%
EBIT	%	12,7%	31,4%	9,3%	17,6%	16,6%	15,7%	8,7%
EBT	%	20,6%	30,5%	-4,3%	27,1%	22,8%	18,6%	10,1%
Nettoergebnis	%	-4,9%	35,1%	10,7%	18,1%	21,2%	17,7%	9,3%
EPS	%	-4,0%	34,7%	9,7%	8,1%	20,3%	17,5%	9,2%
CFPS	%	27,5%	-15,6%	42,0%	-7,2%	10,5%	8,9%	5,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2008-14

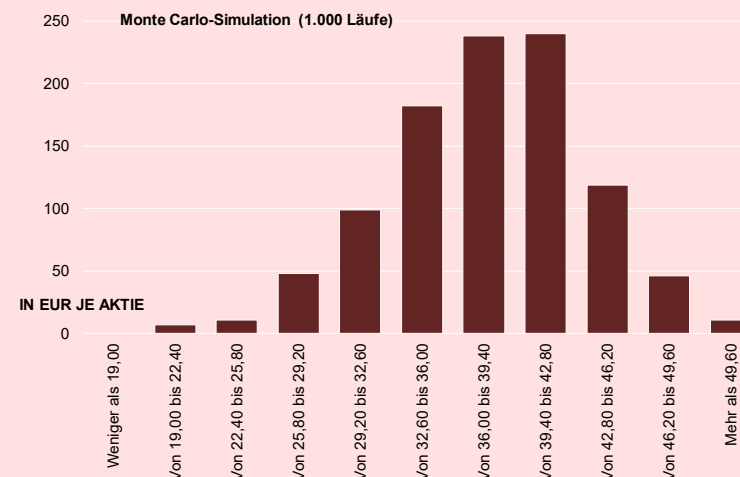
IFRS (31.12.)		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	318,4	303,8	305,3	295,0	291,9	398,1	394,3
Umlaufvermögen	EUR Mio.	171,7	177,9	176,3	187,1	175,3	228,0	242,4
Eigenkapital	EUR Mio.	180,5	191,8	213,4	216,5	223,2	311,0	321,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	309,6	289,9	268,1	265,6	244,1	315,1	315,6
EK-Quote	%	36,8%	39,8%	44,3%	44,9%	47,8%	49,7%	50,4%
Gearing	%	94,9%	64,0%	57,7%	58,1%	45,6%	48,6%	45,4%
Working Capital	EUR Mio.	75,9	52,3	77,3	82,0	76,3	120,4	126,9
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	11.076	11.076	11.076	11.076	11.076	11.767	15.506
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	308,7	231,8	306,0	328,9	248,4	282,4	487,7
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	89,0	65,2	160,9	169,1	168,7	180,3	345,3
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	200,0	129,7	196,8	252,9	200,1	209,1	413,8
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	99,7	211,9	306,0	175,9	173,8	271,2	372,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	171,3	122,8	123,2	125,8	101,8	151,2	145,8
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	9,6	10,4	10,4	9,9	11,1	11,0	12,7
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,4	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	489,5	365,5	440,3	465,2	361,7	444,9	646,6
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	269,9	198,9	295,2	305,4	282,0	342,8	504,2
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	380,9	263,3	331,1	389,1	313,4	371,6	572,8
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	280,5	345,5	440,3	312,1	287,0	433,8	531,0
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	1,21	1,07	1,13	1,14	0,89	1,11	1,05
EV/Umsatz Tief	x	0,67	0,58	0,76	0,75	0,69	0,85	0,82
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,95	0,77	0,85	0,95	0,77	0,92	0,93
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,70	1,01	1,13	0,76	0,70	1,08	0,86
EV/EBITDA Hoch	x	8,4	6,7	7,0	8,3	7,0	7,5	10,3
EV/EBITDA Tief	x	4,6	3,7	4,7	5,4	5,5	5,7	8,0
EV/EBITDA Durchschnitt	x	6,5	4,8	5,3	6,9	6,1	6,2	9,1
EV/EBITDA Schlusskurs	x	4,8	6,4	7,0	5,6	5,6	7,3	8,5
EV/EBIT Schlusskurs	x	7,3	10,0	10,6	8,9	9,7	11,7	19,2
KGV Hoch	x	45,7	25,1	14,1	26,3	16,5	12,9	26,4
KGV Tief	x	13,2	7,1	7,4	13,5	11,2	8,2	18,7
KGV Durchschnitt	x	29,6	14,0	9,1	20,3	13,3	9,6	22,4
KGV Schlusskurs	x	14,8	22,9	14,1	14,1	11,6	12,4	20,2
KBV Schlusskurs	x	0,6	1,1	1,4	0,8	0,8	0,9	1,2
KCF Durchschnitt	x	5,2	1,9	6,5	6,7	3,6	3,8	7,6
FCF-Yield	%	-3,7%	27,8%	5,2%	10,3%	20,4%	-25,4%	7,2%
Dividendenrendite	%	3,9%	2,1%	3,3%	2,8%	2,9%	2,8%	2,9%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	38,2	70,0	30,2	37,6	55,3	54,8	54,3
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-41,9	-11,1	-14,5	-19,5	-20,0	-123,6	-27,4
Free Cashflow	EUR Mio.	-3,7	58,9	15,8	18,2	35,4	-68,8	26,9
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-33,5	-34,8	-39,9	-14,1	-40,8	60,7	-35,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick II, 2015-21e

IFRS (31.12.)		2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	404,5	412,6	516,4	514,7	513,5	512,7	512,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	251,2	261,3	326,2	287,7	275,8	276,8	286,9
Eigenkapital	EUR Mio.	334,4	346,6	349,2	367,9	391,6	418,9	447,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	321,3	327,3	493,4	434,5	397,7	370,6	351,7
EK-Quote	%	51,0%	51,4%	41,4%	45,9%	49,6%	53,1%	56,0%
Gearing	%	37,9%	39,1%	54,4%	45,7%	35,5%	25,0%	15,3%
Working Capital	EUR Mio.	120,9	122,8	114,4	118,6	120,9	122,9	124,7
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	1.000	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506	15.506
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	430,6	376,6	430,3	442,7			
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	264,2	272,9	347,3	376,0			
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	350,1	334,8	380,7	409,7			
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	336,0	367,0	417,1	371,4	371,4	371,4	371,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	126,6	135,6	189,9	168,1	138,9	104,9	68,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	12,8	13,0	12,8	12,3	11,8	11,4	10,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,2	3,0	2,9	5,7	9,3	13,6	18,4
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	570,2	528,2	636,0	628,8			
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	403,8	424,5	553,0	562,1			
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	489,7	486,4	586,3	595,8			
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	475,6	518,6	622,8	557,5	531,3	501,2	469,3
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,89	0,83	0,92	0,85	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,63	0,66	0,80	0,76	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,77	0,76	0,85	0,81	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,74	0,81	0,90	0,76	0,70	0,65	0,60
EV/EBITDA Hoch	x	8,8	7,1	7,7	6,9	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	6,2	5,7	6,7	6,2	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	7,5	6,5	7,1	6,6	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	7,3	7,0	7,5	6,2	5,4	4,6	4,1
EV/EBIT Schlusskurs	x	15,3	12,7	13,9	10,6	8,7	7,1	6,1
KGV Hoch	x	24,3	15,8	16,4	15,6	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	14,9	11,4	13,3	13,3	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	19,8	14,0	14,5	14,5	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	19,0	15,4	15,9	13,1	10,9	9,3	8,5
KBV Schlusskurs	x	1,0	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
KCF Durchschnitt	x	5,1	5,7	4,6	5,3	n/a	n/a	n/a
FCF-Yield	%	12,1%	1,1%	-7,8%	11,2%	13,3%	15,4%	16,9%
Dividendenrendite	%	3,7%	3,4%	3,0%	3,8%	4,6%	5,4%	6,3%
Cashflow								
Operativer Cashflow	EUR Mio.	69,2	58,4	82,9	76,9	85,0	92,6	97,8
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-28,5	-54,3	-115,5	-35,3	-35,5	-35,3	-35,1
Free Cashflow	EUR Mio.	40,7	4,0	-32,6	41,6	49,5	57,3	62,6
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-17,7	-8,6	106,5	-88,2	-66,8	-61,2	-57,2
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

DCF-Modell

		2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TV
Umsatz	EUR Mio.	737,5	755,9	772,9	788,4	803,4	817,3	829,6	840,1	848,9	856,2	862,6	868,3	873,8	879,1	884,4	889,7
YoY	%	6,9%	2,5%	2,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,0%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
EBIT	EUR Mio.	52,5	61,3	70,9	77,1	78,8	80,4	81,9	83,2	84,3	85,3	86,2	87,0	87,8	88,6	89,4	89,0
EBIT-Marge	%	7,1%	8,1%	9,2%	9,8%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%
Steuern	EUR Mio.	-11,5	-14,6	-17,7	-19,8	-20,3	-20,9	-21,3	-21,8	-22,2	-22,6	-22,9	-23,3	-23,6	-23,9	-24,3	-24,9
Steuerquote (τ)	%	21,9%	23,9%	24,9%	25,7%	25,8%	25,9%	26,1%	26,2%	26,3%	26,5%	26,6%	26,7%	26,9%	27,0%	27,1%	28,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	41,0	46,6	53,2	57,3	58,5	59,5	60,5	61,4	62,1	62,7	63,2	63,7	64,2	64,7	65,1	64,1
Reinvestitionen	EUR Mio.	-39,5	-37,7	-37,3	-36,9	-30,8	-25,2	-20,4	-16,4	-13,3	-10,9	-9,4	-8,5	-8,0	-7,8	-7,8	-6,9
FCFF	EUR Mio.	1,5	8,9	15,9	20,4	27,7	34,4	40,1	45,0	48,8	51,8	53,9	55,3	56,2	56,9	57,4	57,2
WACC	%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,6%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	96,4%	93,0%	89,6%	86,2%	82,8%	79,4%	76,0%	72,7%	69,3%	66,0%	62,7%	59,5%	56,3%	53,3%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	1,5	8,6	14,8	18,3	23,9	28,5	31,9	34,2	35,5	35,9	35,5	34,7	33,4	32,0	30,6	
TV-Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,0%															
Terminal Cost of capital	EUR Mio.	5,6%															
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	427,1															
in % des Enterprise Value	%	51,7%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	43,1															
in % des Enterprise Value	%	5,2%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	356,0															
in % des Enterprise Value	%	43,1%															
Enterprise Value	EUR Mio.	826,2															
Finanzschulden	EUR Mio.	-323,3															
Excess Cash	EUR Mio.	133,4															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	636,2															
Anzahl Aktien	Mio.	15,5															
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	41,00															



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen und Finanzportale sowie per Email an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Zuständige Behörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin)

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem Veröffentlichungstag der jeweiligen Studie vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ☹ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ☹ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ☹ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ☹ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ☹ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ☹ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln, oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenkonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.07.2018/13:00 Uhr	EUR 41,00/EUR 23,85	Buy, Gültigkeit 12 Monate	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958: Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Erklärung der Ersteller der Studien

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.

Diese Studie wurde am 10.07.2018 um 12:50 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung EUR 23,85.