



Deutsche Small Caps 2017

Die Spreu vom Weizen trennen

6. Dezember 2016



Bankhaus Lampe

INHALTSVERZEICHNIS

INHALTSVERZEICHNIS	2
EXECUTIVE SUMMARY: DIE SPREU VOM WEIZEN TRENNEN	3
AKTIEN IM BANN DER FINANZPOLITIK	8
UNTERNEHMENS PORTRÄTS	11
Adler Modemärkte AG	12
Ahlers AG	16
AlXTRON SE	20
Amadeus FiRe AG	24
Bastei Lübbe AG	28
BAUER Aktiengesellschaft	32
BayWa AG	36
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	40
Capital Stage AG	44
CEWE Stiftung & Co. KGaA	48
comdirect bank AG	52
DATRON AG	56
Delticom AG	60
Deutsche Beteiligungs AG	64
Deutz AG	68
DIC Asset AG	72
EDAG Engineering Group AG	76
ErlingKlinger AG	80
euromicron AG	84
Gesco AG	88
GfK SE	92
Hawesko Holding AG	96
HolidayCheck Group AG	100
Leifheit AG	104
LPKF Laser & Electronics AG	108
Manz AG	112
Masterflex SE	116
MLP AG	120
PUMA SE	124
QSC AG	128
R. STAHL AG	132
Schaltbau Holding AG	136
SGL CARBON SE	140
SHW AG	144
SÜSS MicroTec AG	148
technotrans AG	152
VIB Vermögen AG	156
Villeroy & Boch AG	160
VTG Aktiengesellschaft	164
Wacker Neuson SE	168
WashTec AG	172
windeln.de SE	176
Wüstenrot & Württembergische AG	180
SCREENING-TABELLEN	184
DIE AUTOREN	191
DISCLAIMER	192
KONTAKTE	203

Executive Summary

Die Spreu vom Weizen trennen

06.12.2016

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Für das Börsenjahr 2017 heben wir erneut sieben Small-Cap-Top-Kaufempfehlungen hervor. Bei diesen Werten gehen wir davon aus, dass sich durch die strategische Positionierung und die Stärke des Geschäftsmodells, aber auch die Managementqualitäten eine positive Entwicklung einstellen sollte – dies losgelöst von der Tatsache, dass das globale Wirtschaftswachstum deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt liegen dürfte. Dieses Portfolio ist nicht nur auf Renditechancen ausgerichtet sondern nimmt parallel auch eine Risikoeinschätzung vor und ist somit diversifiziert. Ergänzt wird unsere Zusammenstellung durch drei Verkaufsempfehlungen, bei denen wir Abwärtspotenzial sehen.

HAUPT-SMALL-CAP-EMPFEHLUNGEN

Bei folgenden Unternehmen erkennen wir signifikantes Up-/Downside mit klaren unternehmensspezifischen Katalysatoren:

Bevorzugte Kaufempfehlungen im Small-Cap-Sektor

Der Schwerpunkt unserer Top-Kaufempfehlungen liegt in Einklang mit unserer Strategie im defensiven Bereich. Hierzu zählen wir Capital Stage und Leifheit. DIC Asset repräsentiert den Immobilienbereich. Bei WashTec ist die Neubewertung für uns noch nicht abgeschlossen. In unserer Aktienstrategie sind innerhalb der Finanzwerte Versicherungen zu bevorzugen, die auf unserer Top-Liste durch W&W repräsentiert werden. SHW und VTG komplettieren das Feld.

Bevorzugte Verkaufsempfehlungen im Small-Cap-Sektor

Risiken sehen wir unverändert für Delticom, da das Kerngeschäft für uns mit strukturellen Schwächen versehen ist. Corporate-Governance- und Kommunikations-Themen untermauern unsere Empfehlung. Auch gegenüber Hawesko bleiben wir aufgrund der Bewertung und der anhaltenden Transformation negativ gestimmt. Bei windeln.de bezweifeln wir, dass die aktuellen Liquiditätspolster ausreichen, den Break-even im operativen Geschäft zu erreichen.

Spreu vom Weizen trennen

Insgesamt sind wir der Auffassung, dass es nach den starken Kursbewegungen einzelner Titel im abgelaufenen Jahr 2017 zunehmend wichtiger wird, die Spreu vom Weizen zu trennen.

Unternehmen	Bloomberg	Empfehlung	Bisherige Empfehlung	Kursziel	Bisheriges Kursziel	Schlusskurs 01.12.2016	Dividendenrendite 16e	Kurs-Gewinn-Verhältnis 16e
Capital Stage AG	CAP GY	Kaufen	Kaufen	9,00 EUR	9,00 EUR	6,15 EUR	3,3%	n.m.
DIC Asset AG	DIC GY	Kaufen	Kaufen	9,90 EUR	9,90 EUR	8,27 EUR	4,5%	22,2
Leifheit AG	LEI GY	Kaufen	Kaufen	60,00 EUR	60,00 EUR	55,60 EUR	5,3%	17,3
SHW AG	SW1 GY	Kaufen	Kaufen	37,00 EUR	37,00 EUR	31,91 EUR	3,1%	16,1
VTG Aktiengesellschaft	VT9 GY	Kaufen	Kaufen	34,00 EUR	34,00 EUR	28,40 EUR	1,9%	19,8
Wüstenrot & Württember-	WUW GY	Kaufen	Kaufen	23,00 EUR	23,00 EUR	17,98 EUR	3,6%	7,1
WashTec AG	WSU GR	Kaufen	Kaufen	51,00 EUR	51,00 EUR	48,80 EUR	3,8%	23,7
Delticom AG	DEX GY	Verkaufen	Verkaufen	16,00 EUR	16,00 EUR	16,51 EUR	1,8%	23,8
Hawesko Holding AG	HAW GY	Verkaufen	Verkaufen	37,00 EUR	37,00 EUR	40,95 EUR	3,2%	19,0
windeln.de SE	WDL GR	Halten	Halten	7,00 EUR	7,00 EUR	3,39 EUR	0,0%	n.m.

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

STOCK PICKING WIRD AUCH 2017 WICHTIG SEIN

Seit Beginn der Aktienhausse im Jahr 2009 haben – getrieben durch Kursgewinne am gesamten Aktienmarkt – die Nebenwerte hochkapitalisierte Aktien geschlagen. 2016 hat sich das Gesamtbild leicht gedreht. Seit unserer letzten Small-Cap-Veröffentlichung am 28.01.2016 haben zumindest DAX (+9,9%), MDAX (+8,5%) und SDAX (+9,0%) eine fast parallele Entwicklung aufzuweisen. Lediglich der TecDAX (+2,3%) blieb 2016 wiederum deutlich zurück. Dies alles lässt uns an unserer Kernaussage festhalten: Investoren müssen bei der Auswahl ihrer Nebenwerte selektiver werden.

EIN BLICK ZURÜCK AUF UNSERE EMPFEHLUNGEN FÜR 2016

Ein kurzer Blick auf unsere Empfehlungen vom 28.01.2016 für das Börsenjahr 2016 stimmt uns positiv, weil es uns gelungen ist, mit diesem Portfolio eine deutlich positive Entwicklung und Outperformance gegenüber den relevanten Indizes zu erreichen, auch wenn uns sicherlich nicht jeder Titel in seiner Wertentwicklung zufriedenstellt. Es bleibt aber darauf hinzuweisen, dass wir bereits im Laufe des Jahres einige Umstufungen vorgenommen haben, da die Kursziele früher als erwartet erreicht worden waren oder makro- bzw. mikroökonomische Entwicklungen eine Umstufung erforderlich gemacht hatten.

Überblick über unsere Top-Picks

Aktie	Kurs bei Empfehlung	Kursziel	Kurs aktuell	Perf. seit Empfehlung	Ds. Performance Kaufen	Outperformance ggü. SDAX	Ds. Outperformance ggü. SDAX
Kaufen							
CEWE Stiftung & Co. KGaA	48,51	60,00	85,70	+76,7%	+37,1%	67,7%	+28,1%
Capital Stage AG	7,56	10,60	6,07	-19,7%		-28,7%	
DIC Asset AG	8,70	10,50	8,43	-3,1%		-12,1%	
Evotec AG	3,47	4,60	6,06	+74,6%		65,6%	
Grammer AG	26,70	32,00	47,34	+77,3%		68,3%	
Leifheit AG	46,13	60,00	56,45	+22,4%		13,4%	
QSC AG	1,55	2,20	2,04	+31,4%		22,4%	
Verkaufen							
Delticom AG	18,20	16,00	16,25	-10,7%	+3,4%	-19,7%	-5,6%
Hawesko Holding AG	40,34	37,00	41,40	+2,6%		-6,4%	
SGL Carbon SE	8,81	8,00	10,43	+18,3%		9,3%	
Indizes							
Germany DAX (TR)	9.736,25		10.699,27	+9,9%			
Germany MDAX	19.280,10		20.911,80	+8,5%			
Germany SDAX	8.327,86		9.077,23	+9,0%			
Germany TECDAX (TR)	1.688,47		1.726,64	+2,3%			

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Immerhin ist es drei unserer sieben Kaufempfehlungen (CEWE, Evotec und Grammer) gelungen, mit einer über den Erwartungen liegenden Performance von mehr als +75% abzuschneiden. Aber auch QSC (+31%) und Leifheit (+22%) stellten sich als sehr solide Treiber des Portfolios dar. DIC Asset (-3%) hat sich dagegen eher seitwärts entwickelt, wohingegen Capital Stage uns mit -19% enttäuscht hat. Die

Übernahme von CHORUS und nicht neue Gedanken über ein mögliches Ende der Förderung für künftige Projekte haben sicherlich hierzu beigetragen.

Bei unseren Verkaufsempfehlungen hat sich Delticom mit -11% deutlich negativ entwickelt. Hawesko ist fast stehengeblieben (+3%), da wie erwartet keine Katalysatoren erkennbar waren. SGL hat sich auf Jahressicht (+18%) nicht als Verkauf entpuppt, wobei wir hier den Wert im Laufe des Jahres infolge einer veränderten Nachrichtenlage bereits heraufgestuft hatten.

UNSER AUSWAHLUNIVERSUM

Unser Universum umfasst unverändert deutsche Unternehmen mit einer Streubesitz-Marktkapitalisierung von weniger als 500 Mio. € (Stand: 01.11.2016), die wir in unserer Coverage haben.

TOP PICKS KAUFEN

Capital Stage (Kaufen, 9,00 €, Kurspotenzial 46%)

Das Geschäftsmodell erzeugt konjunkturunabhängig stabile und planbare Erlöse mit attraktiven Renditen. Die gut gefüllte Akquisitions-Pipeline verspricht einen anhaltend positiven Newsflow. Unser Kursziel basiert auf dem aktuellen Portfolio. Dies gilt auch für die Guidance des Unternehmens, die auf dem Bestand aufsetzt. Akquisitionen sollten zu einer systematischen Aufwärtsentwicklung der Geschäftsprognosen führen.

DIC Asset (Kaufen, 9,90 €, Kurspotenzial 20%)

DIC Asset ist ein Immobilienbestandhalter mit Fokus auf Büroimmobilien. Die Aktie notiert trotz des Schuldenabbaus und des weitgehenden Rückzugs aus dem Entwicklungsgeschäft nach wie vor mit einem hohen Abschlag zum NAV. Bei bereits starkem Wachstum im Fondsgeschäft bestehen Chancen zur Reduzierung des Leerstands.

Leifheit (Kaufen, 65,00 €, Kurspotenzial 17%)

Trotz auf den ersten Blick enttäuschender Q3-Zahlen stellen wir die Equity Story von Leifheit überhaupt nicht infrage, da das margenstarke Kerngeschäft Brand Business (>80% Umsatzanteil) in diesem Jahr mit 5% wachsen sollte und vielmehr das Volumengeschäft für den Dämpfer verantwortlich war. Hier gilt aber ganz deutlich Profitabilität vor Umsatz. Leifheit bleibt für uns eine klare Dividendenstory und lässt uns mit einer Dividendenrendite von rund 5% und der Aussicht auf steigende Ausschüttungen an unserer Kaufempfehlung festhalten.

SHW (Kaufen, 37,00 €, Kurspotenzial 16%)

Nachdem im Sommer die Umsatzvorgabe für 2016 und 2017 um jeweils 30 Mio. € zurückgenommen werden musste, konnte SHW im Herbst Positives berichten. Zum einen gelang mit der ersten Order für elektrische Achsgetriebepumpen der Einstieg in den wichtigen Zukunftsmarkt für Elektrofahrzeuge. Zum anderen zeigten die Unternehmenszahlen eine weitere Verbesserung der operativen Effizienz.

VTG (Kaufen, 34,00 €, Kurspotenzial 20%)

VTG ist mit Abstand der größte private Waggonvermieter in Europa. Mehrjährig laufende Mietverträge mit hohen Erneuerungsquoten und begrenzte Produktionskapazitäten bei Neuwaggons führen zu einer guten Visibilität und einer relativ geringen Ergebnisvolatilität. Unserer Ansicht nach spricht die geringe Zyklizität des Geschäftsmodells verbunden mit soliden Wachstumsaussichten und einer attraktiven Bewertung für ein Investment in die Aktie.

W&W (Kaufen, 23 €, Kurspotenzial 28%)

Wir bestätigen die Kaufempfehlung für die Aktie von Wüstenrot & Württembergische (W&W) mit einem unveränderten Kursziel von 23,00 €. Die Hauptargumente für unsere Kaufempfehlung bleiben die sehr günstige Bewertung, das hochprofitable Sachversicherungsgeschäft und die sehr ausgeprägte Kostenkontrolle. Darüber hinaus sehen wir W&W als einen der Hauptprofiteure des momentanen Zinsanstiegs.

WashTec (Kaufen, 55,00 €, Kurspotenzial 13%)

Starke Q3-Zahlen haben deutlich gezeigt, dass unsere optimistische Prognose für die WashTec AG sogar noch zu vorsichtig war. Dank der Aussicht auf zweistelliges Wachstum in Q4 und ein deutliches Plus auch in Q1 2017 haben wir unsere Schätzungen erhöht. Unser Kursziel steigt in der Folge von 51,00 € auf 55,00 €, sodass wir unsere Kaufempfehlung bestätigen.

TOP PICKS VERKAUFEN**Delticom (Verkaufen, 12,00 €, Kurspotenzial -27%)**

Strukturell wird Delticom vom Trend von offline zu online unterstützt. Das Wettbewerbsumfeld ist jedoch unverändert schwierig, da der europäische Reifenmarkt strukturell kaum wächst, die Eintrittsbarrieren für den Reifen-Online-Handel niedrig sind und der Kernvorteil eines E-Commerce-Geschäftsmodells, nämlich die Ausschaltung des stationären Handels, nur bedingt zum Tragen kommt (Kunde benötigt immer Werkstatt für Reifenwechsel). Hohe Logistikkosten können zudem dazu führen, dass Steigerungen des Absatzvolumens nicht gleichzusetzen sind mit einem höheren Ergebnis.

Hawesko (Verkaufen, 37,00 €, Kurspotenzial -10%)

Hawesko befindet sich u. E. weiterhin in einer Transformationsphase, da die fortschreitende Digitalisierung Kaufprozesse verändert und auch der Premium-Weinhandel zunehmend kanalübergreifend stattfindet. Bevor wir zuversichtlicher werden, erwarten wir stärkeres Wachstum, damit Hawesko auch die Skalierbarkeit des Geschäfts zeigen kann, mit der eine EBIT-Marge von 7% möglich ist.

windeln.de (Verkaufen, 3,00 €, Kurspotenzial -12%)

Auch auf dem ermäßigten Kursniveau sehen wir weiterhin Risiken für die Gesellschaft. Unsere Bilanzplanung zeigt, dass der Break-even nicht mit der aktuellen Liquidität erreicht werden kann. windeln.de hat im laufenden Jahr mehrfach die Investoren enttäuscht und muss das Vertrauen jetzt zurückgewinnen. Insgesamt überwiegen für uns die Risiken deutlich.

Unternehmen	Bloomberg	Empfehlung	Bisherige Empfehlung	Kursziel	Bisheriges Kursziel	Schlusskurs	Dividendenrendite 2016e	KGV 2016e
Adler Modemärkte AG	ADD GY	Halten	Halten	5,00 EUR	7,90 EUR	4,75 EUR	5,3%	n.m.
Ahlers AG	AAH3 GR	Halten	Halten	8,00 EUR	8,00 EUR	6,85 EUR	3,6%	35,3
AIXTRON SE	AIXA GY	Halten	Halten	3,60 EUR	3,60 EUR	3,86 EUR	0,00%	n.m.
Amadeus FiRe AG	AAD GY	Halten	Halten	75,00 EUR	68,00 EUR	72,60 EUR	5,00%	20,2
Bastei Lübbe AG	BST GR	Halten	Kaufen	6,00 EUR	8,50 EUR	5,57 EUR	5,4%	15,8
BAUER Aktiengesellschaft	B5A GY	Halten	Halten	13,00 EUR	13,00 EUR	9,98 EUR	1,5%	16,5
BayWa AG	BYW6 GY	Halten	Halten	33,00 EUR	33,00 EUR	29,96 EUR	2,9%	22,3
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	BVB GY	Kaufen	Kaufen	7,00 EUR	5,00 EUR	4,90 EUR	1,2%	15,0
Capital Stage AG	CAP GY	Kaufen	Kaufen	9,00 EUR	9,00 EUR	6,15 EUR	3,3%	n.m.
CEWE Stiftung & Co. KGaA	CWC GY	Halten	Halten	77,00 EUR	72,00 EUR	79,82 EUR	2,2%	16,7
comdirect bank AG	COM GR	Halten	Halten	9,00 EUR	9,00 EUR	9,61 EUR	3,1%	15,3
DATRON AG	DAR GY	Kaufen	Kaufen	12,00 EUR	12,50 EUR	9,00 EUR	2,2%	15,3
Delticom AG	DEX GY	Verkaufen	Verkaufen	12,00 EUR	16,00 EUR	16,51 EUR	0,0%	51,0
Deutsche Beteiligungs AG	DBAN GY	Kaufen	Kaufen	36,50 EUR	35,00 EUR	30,72 EUR	3,9%	8,6
Deutz AG	DEZ GY	Halten	Halten	4,40 EUR	4,40 EUR	5,21 EUR	1,3%	38,6
DIC Asset AG	DIC GY	Kaufen	Kaufen	9,90 EUR	9,90 EUR	8,27 EUR	4,5%	22,1
EDAG Engineering Group AG	ED4 GY	Halten	Halten	16,00 EUR	16,00 EUR	13,51 EUR	5,6%	18,8
ElringKlinger AG	ZIL2 GY	Halten	Halten	13,00 EUR	13,00 EUR	13,23 EUR	4,2%	10,5
euromicron AG	EUCA GY	Halten	Halten	7,00 EUR	7,00 EUR	5,95 EUR	0,0%	n.m.
Gesco AG	GSC1 GY	Halten	Halten	71,00 EUR	73,00 EUR	68,95 EUR	2,9%	19,3
GfK SE	GFK GY	Halten	Halten	26,00 EUR	27,00 EUR	29,89 EUR	2,2%	n.m.
Hawesko Holding AG	HAW GY	Verkaufen	Verkaufen	37,00 EUR	37,00 EUR	40,95 EUR	3,2%	13,0
HolidayCheck Group AG	HOC GY	Halten	Halten	2,50 EUR	3,20 EUR	2,20 EUR	0,0%	18,6
Leifheit AG	LEI GY	Kaufen	Kaufen	65,00 EUR	60,00 EUR	55,60 EUR	4,9%	18,4
LPKF Laser & Electronics AG	LPK GR	Halten	Halten	7,00 EUR	7,00 EUR	5,99 EUR	0,0%	n.m.
Manz AG	M5Z GY	Kaufen	Kaufen	40,00 EUR	40,00 EUR	32,83 EUR	0,0%	n.m.
Masterflex SE	MZX GR	Halten	Halten	7,00 EUR	5,50 EUR	6,60 EUR	0,0%	17,4
MLP AG	MLP GY	Halten	Halten	3,50 EUR	3,50 EUR	4,20 EUR	2,4%	29,0
PUMA SE	PUM GY	Verkaufen	Verkaufen	133,00 EUR	133,00 EUR	232,05 EUR	0,3%	57,0
QSC AG	QSC GR	Halten	Halten	2,00 EUR	2,00 EUR	2,03 EUR	1,5%	n.m.
R. STAHL AG	RSL2 GY	Halten	Halten	28,00 EUR	28,00 EUR	28,74 EUR	1,3%	72,6
Schaltbau Holding AG	SLT GR	Halten	Halten	26,00 EUR	26,00 EUR	30,51 EUR	0,0%	106,2
SGL CARBON SE	SGL GY	Halten	Halten	10,00 EUR	10,00 EUR	8,85 EUR	0,0%	n.m.
SHW AG	SW1 GY	Kaufen	Kaufen	37,00 EUR	37,00 EUR	33,10 EUR	3,0%	16,0
SÜSS MicroTec AG	SMHN GR	Halten	Halten	8,00 EUR	8,00 EUR	6,11 EUR	0,0%	19,5
technotrans AG	TTR1 GY	Kaufen	Kaufen	26,00 EUR	26,00 EUR	24,15 EUR	2,4%	22,1
VIB Vermögen AG	VIH GY	Kaufen	Kaufen	21,00 EUR	21,00 EUR	18,64 EUR	2,9%	13,4
Villero & Boch AG	VIB3 GR	Halten	Halten	13,00 EUR	13,00 EUR	13,81 EUR	4,0%	19,6
VTG Aktiengesellschaft	VT9 GY	Kaufen	Kaufen	34,00 EUR	34,00 EUR	28,47 EUR	1,9%	12,7
Wacker Neuson SE	WAC GR	Halten	Halten	13,00 EUR	13,00 EUR	13,59 EUR	2,9%	17,9
WashTec AG	WSU GR	Kaufen	Kaufen	51,00 EUR	51,00 EUR	48,25 EUR	3,8%	22,3
windeln.de SE	WDL GR	Halten	Halten	7,00 EUR	7,00 EUR	3,36 EUR	0,0%	n.m.
Wüstenrot & Württembergische AG	WUW GY	Kaufen	Kaufen	23,00 EUR	23,00 EUR	17,95 EUR	3,6%	7,0

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Aktien im Bann der Finanzpolitik

Dr. Ralf Zimmermann

+49 211 4952-841

ralf.zimmermann@bankhaus-lampe.de

Es gibt genügend Gründe für Aktienanleger, wachsam zu sein: Das globale Wachstum liegt deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt, entsprechend stagnieren seit geraumer Zeit die Unternehmensgewinne. Die Fähigkeit der Notenbanken, die Aktienmärkte *nachhaltig* zu beeinflussen, ist geringer geworden. Die (geo)politischen Risiken haben zugenommen – und die offene Frage ist dabei, welche Auswirkungen die Wahl eines (bislang zumindest) wenig berechenbaren Kandidaten zum US-Präsidenten hat. Der globale Aktienmarkt befindet sich in einem reifen Zyklus – US-Aktien sind im drittlängsten Bullenmarkt seit 1930. Zuletzt sind die Kapitalmarktzinsen sichtbar gestiegen – und es waren ja gerade die Niedrigstzinsen, die Aktien aufgrund der Jagd nach Rendite abgesichert haben. Ein deutlicher Zinsanstieg – auch infolge einer politikgetriebenen Reflationierungserwartung – könnte sich als Bumerang für Dividendenwerte erweisen.

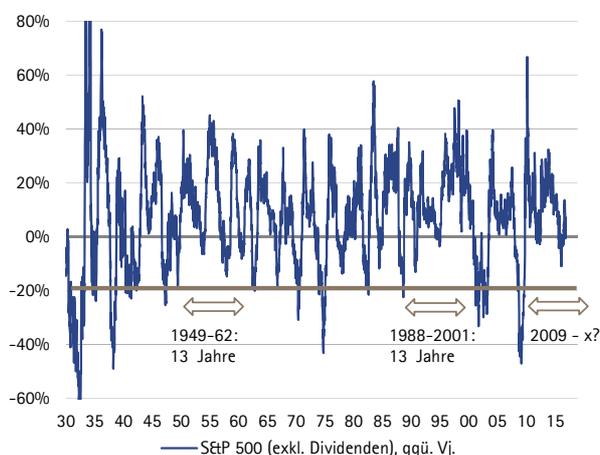
Hohe Volatilität, aber positive Aktienrenditen für 2017 zu erwarten

Das Mindeste, was daher für 2017 prognostiziert werden kann, ist: Die bestehenden Risiken und die hohe Politikunsicherheit dürfte zu höheren Kursschwankungen führen. Allerdings sollten über das Gesamtjahr doch mittlere einstellige Gesamtergebnisse mit Aktien zu erzielen sein. Die Hoffnungen der Aktieninvestoren dürften vor allem auch auf einem Fiskalpaket in den USA ruhen.

Die Kernpunkte unseres Aktienausblicks sind:

1. Die Notenbanken haben weltweit mit ihrer ultra-expansiven Geldpolitik Aktienkurse massiv begünstigt. Dies macht Aktienmärkte prinzipiell für Korrekturen anfällig, sollten die Zinsen nachhaltig und deutlich steigen und/oder sich die Notenbanken zurückziehen. Damit rechnen wir allerdings nicht. Der erwartete Zinskorridor hat sich nach oben geschoben, auch am Rentenmarkt sollten die Schwankungen hoch sein. Aber die Zinsen bleiben insgesamt immer noch relativ niedrig. Der Anlagenotstand, der prinzipiell Aktien begünstigt, bleibt – wenn auch vermindert – bestehen.

Reifer Zyklus: Drittlängster Bullenmarkt in US-Aktienhistorie ohne Verluste von 20%



Quelle: Thomson Reuters Datastream

DAX-Bewertung: erhöht, aber nicht angespannt angesichts der Niedrigzinsen



Quelle: Bloomberg

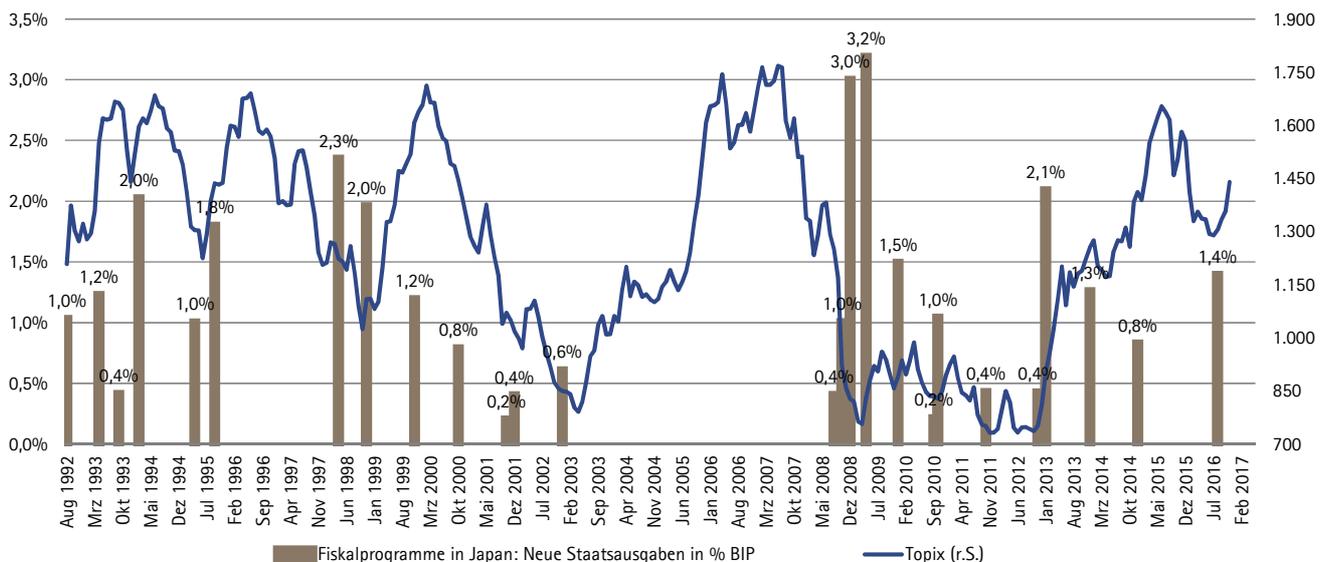
Leichtes Gewinnwachstum 2017 – Anleger hoffen auf US-stimulus-getriebene Unternehmensgewinne 2018

Aktieninvestoren werden unter dem Eindruck eines künftigen US-Fiskalpakets handeln

2. Das globale *reale* Wachstum dürfte auch 2017 deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben und nur geringfügig gegenüber 2016 zulegen (BHL 2017e: 3,1%, nach 2,9% für 2016). Jedweder US-Stimulus sollte nur geringe Auswirkungen auf 2017 haben, möglicherweise jedoch auf 2018. Die Inflationsraten ziehen etwas an. Insgesamt deckelt das verhaltene Wachstumsumfeld auch im Jahr 2017 die möglichen Gewinnzuwächse der Unternehmen. Die optimistischen Gewinnschätzungen des Analystenkonsensus (~10% für 2017 und 2018) sind damit zu hoch. Gleichwohl sollten 2017 nominale Gewinnzuwächse für den DAX von rund 3% möglich sein. Zudem könnte die Aussicht auf ein US-Konjunkturpaket die Revisionsrisiken für 2018 beschränken.

3. Der mögliche US-Stimulus wirft einen langen Schatten voraus und dürfte die Erwartungen der Anleger im nächsten Jahr entscheidend prägen. Die Analyse bisheriger Fiskalprogramme zeigt, dass Aktien sehr wohl kräftig auf staatliche Konjunkturprogramme reagieren – allerdings muss dies nicht nachhaltig sein, wie insbesondere die japanische Erfahrungen zeigen. Dies kann zu einem Minizyklus von Hoffnung und möglicher Enttäuschung führen, wenn zuvor hoch fliegende Erwartungen enttäuscht werden oder sich die Konjunkturwirkung später dann als Strohfeder herausstellt. Wird ein Paket in den USA verabschiedet, wäre eine gewisse Wirkung frühestens im vierten Quartal 2017 zu erwarten. Erst im Laufe des ersten Halbjahres 2017 wird hier mehr Klarheit herrschen. Es ist daher zu früh, sich deutlich für dieses Thema zu positionieren. Ein US-Stimulus könnte im weiteren Jahresverlauf – zumindest für eine gewisse Zeit – eine positivere Entwicklung bei Aktien ermöglichen. Wie lange diese anhält, hängt dann entscheidend von den Details des Programms ab.

Das Beispiel Japan: Finanzpolitik wirkt am Aktienmarkt – häufig allerdings nur kurzfristig



Quelle: Thomson Reuters Datastream, BHL Research

Voraussetzungen sind aber: Die neue US-Regierung ruft nicht zu viele Verwerfungen im internationalen Handel hervor. Die populistische Welle, die Donald Trump ins Amt getragen hat, spült in Europa keine euro-kritische Parteien an die Regierungsmacht (Risiken: Verfassungsreferendum in Italien im Dezember, Frankreich-Wahl im April).

DAX-Jahresendziel 2017 bei 11.400 Punkten – Schwankungen zwischen 9.200 und 12.200

Taktisch noch defensive Positionierung – im weiteren Verlauf Umschichtungen zugunsten Zyklischer und Reflationierungsgewinner

An der Bewertung hat sich u. E. wenig geändert: Die absolute Bewertung deutscher und europäischer Aktien ist überdurchschnittlich, aber nicht überhöht; die relative Bewertung von Aktien gegenüber Anleihen ist unverändert attraktiv. Unsere Kursziele beruhen auf einem quantitativen Regressionsmodell mit Frühindikatoren, Zinsen und Gewinnschätzungen. Das Modell signalisiert ein Jahresendziel beim DAX von 11.400 Punkten, das aber unter deutlichen Schwankungen erzielt werden sollte. Die erwartete Untergrenze liegt bei 9.200 (bei temporär rückläufigen Frühindikatoren und schlagenden politischen Ereignisrisiken im Euroraum), die Obergrenze bei 12.200 Punkten (v. a. bei überschießenden fiskalischen Erwartungen). Aufgrund des hohen Bewertungsabschlags sollte – jenseits der Schwankungen – der DAX geringfügige relative Stärke gegenüber dem hoch bewerteten S&P 500 haben.

Da sich der erwartete Zinskorridor nach oben verschoben hat und die Zinsen nicht mehr *nachhaltig* fallen sollten, ist eine starke Ausrichtung auf defensive Themen nicht mehr angemessen. Besteht mehr Klarheit über den künftigen Stimulus in den USA, könnten Umschichtungen in zyklischere Sektoren (Kandidaten: Chemie, Industrie, selektiv auch Banken) sinnvoll sein. Die jüngsten Sektorrotationen Richtung Reflationierungsgewinnern dürften aber auf kürzere Sicht zu weit gegangen sein. Angesichts der bestehenden Risiken sollte es daher günstigere Kurse für Umschichtungen geben, wenn sich die deutschen Zinsen erneut temporär 0% annähern. Daher sollten Anleger aktuell an den Gewinnern von Niedrigzinsen wie Haushaltsgüter, Nahrungsmittel, Pharma, Immobilien festhalten. Innerhalb der Finanzwerte sind Versicherungen zu bevorzugen.

Mittlere einstellige Aktienrenditen einschließlich Dividende – DAX leichter Renditevorteil vs. S&P 500

Überblick: Kursziele und erwartetes Gewinnwachstum

Gewinne	DAX				MDAX				EURO STOXX 50				STOXX 50				S&P 500			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Konsensus-Erwartung zum Indexgewinn (IBES) (in Indexgewinnpunkten)	778	769	857	935	1116	1154	1295	1482	218	207	233	258	192	180	204	225	116	117	130	146
BHL-Erwartung zum Indexgewinn (in	770	790	820		1130	1160	1210		207	213	221		179	183	189		117	120	126	
Konsensus-Erwartung zum Gewinnwachstum	-1,2%	11,4%	9,2%		3,4%	12,2%	14,4%		-4,8%	12,2%	10,7%		-6,2%	13,2%	10,0%		0,8%	11,3%	11,8%	
BHL-Erwartung zum Gewinnwachstum	-1,0%	2,6%	3,8%		1,3%	2,7%	4,3%		-5,0%	2,9%	3,8%		-7,0%	2,2%	3,3%		0,7%	2,6%	5,0%	
Abweichung BHL vom Konsensus	0,1%	-7,8%	-12,3%		-2,1%	-10,4%	-18,4%		-0,2%	-8,4%	-14,2%		-0,8%	-10,4%	-15,9%		0,0%	-7,9%	-13,5%	

Indexgewinne für 2015 beziehen sich auf tatsächliche Gewinne wie sie Ende April 2016 von Datastream berichtet wurden

Kursziele und Bewertung	DAX				MDAX				Euro Stoxx 50				Stoxx 50				S&P 500		
	Ende 2017				Ende 2017				Ende 2017				Ende 2017				Ende 2017		
Aktuell (Kurse 24.11.2016)	10.689				20.780				3.041				2.828				2.205		
Kursziele	11.400				22.000				3.150				2.900				2.250		
Potenzial	6,7%				5,9%				3,6%				2,5%				2,0%		

aktuelle Dividendenrendite (bezogen auf nächste Auszahlung; ist bei den Preisindizes Euro Stoxx 50, Stoxx 50 und S&P 500 zu berücksichtigen)	2,9%				2,5%				4,5%				4,8%				2,2%		
aktuelles KGV (Gewinnschätzungen nächste 12 Monate)	12,5				16,2				13,2				14,1				17,0		
aktuelle Risikoprämie (Gewinnrendite minus 10-jährige Zinsen)	7,7%				5,9%				7,3%				6,8%				3,5%		

Quelle: Bankhaus Lampe, Datastream

Unternehmensporträts

Adler Modemärkte AG

Noch zu früh

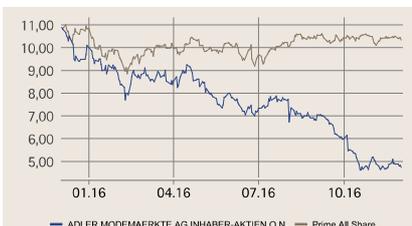
06.12.2016

Halten (Halten)
5,00 EUR (7,90 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 4,75 EUR
Bloomberg: ADD GY WKN: A1H8MU
Branche Handel

Kursperformance

52 Wochen Hoch	10,81 EUR
52 Wochen Tief	4,62 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-48,4%
1 Monat	-7,6%
12 Monate	-48,5%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	125,0
Marktkapital. (Mio. EUR)	87,9
Anzahl der Aktien (Mio.)	18,5
Streubesitz	42,2%

Nächster Termin

Jahreszahlen	16.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-2,5%	-98,1%	-166,8%
2017e	-2,5%	-26,8%	-38,2%
2018e	-2,5%	-23,5%	-31,2%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps - Die Spreu vom Weizen trennen

Auch Adler konnte sich der schwachen Entwicklung des deutschen Modemarktes in den zurückliegenden Monaten nicht entziehen, was wir in einer deutlichen Rücknahme unserer Schätzungen dokumentieren. Wir gehen unverändert davon aus, dass Adler in einer attraktiven Marktnische tätig ist. Für eine Heraufstufung müssten sich jedoch die Nachrichten aus dem textilen Einzelhandelsumfeld verbessern.

INVESTMENT CASE

Mit einer erneuten Prognosekorrektur Ende Oktober hat Adler die Investoren wieder einmal enttäuscht. Das Unternehmen muss in den kommenden Quartalen das Anlegervertrauen zurückzugewinnen. Ein Blick auf die Zahlen zeigt, dass die Gruppe aufgrund des aktuellen Konsumrückgangs und des damit einhergehenden Preisdrucks in der Textilbranche für Q4 einen Konzernumsatz leicht unter Vorjahresniveau plant. Entsprechend wird der Jahresumsatz 2016 wohl deutlich hinter dem des Vorjahres von 566 Mio. € (BHLe: 544 Mio. €) zurückbleiben. Das EBITDA soll innerhalb eines Ergebniskorridors von 14-17 Mio. € liegen (BHLe: 16,7 Mio. €), sodass mit einem negativen Nachsteuerergebnis gerechnet werden muss (BHLe: -3 Mio. € bzw. -0,18 € je Aktie). Wir rechnen in unseren Schätzungen unverändert mit einer Dividende von 0,25 €, die dann als Stütze dienen kann. Unsicherheiten ergeben sich aus der Aktionärsstruktur, denn die insolvente Steilmann Gruppe ist mit 52,8% Mehrheitsaktionär. Da wir aktuell keine strategischen Investoren als Interessenten für dieses Paket sehen, erwarten wir eine Platzierung bei Finanzinvestoren. Hier könnte ein Dividendenversprechen trotz der aktuellen Ertragsschwäche helfen.

KATALYSATOREN

Die Vorlage der Jahreszahlen am 16.03.2017 sollte die Ertragsschwäche in den Vordergrund treten lassen. Allerdings dürften Dividendenaussagen positiv wirken.

BEWERTUNG

Die Bewertung der Aktie mit einem KG_{2018e} von 12x erscheint auf den ersten Blick günstig, reflektiert jedoch auch die Enttäuschung der Anleger.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	535,3	566,1	541,0	543,7	554,6
EBIT	26,2	17,0	0,2	12,2	15,4
EBIT-Marge	4,9%	3,0%	0,0%	2,2%	2,8%
Nettofinanzverbind.	-8,8	11,7	31,0	25,7	24,8
Freier Cash-flow	24,9	2,9	-10,1	9,9	5,5
EPS (in EUR)	0,77	0,43	-0,18	0,27	0,40
DPS (in EUR)	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Dividendenrendite	3,7%	5,0%	5,3%	5,3%	5,3%
EV/Umsatz	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2
EV/EBIT	9,4	12,0	555,4	9,9	7,7
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,6	23,6	-26,5	17,4	12,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Hoher Bekanntheitsgrad in Deutschland
- Starke Kundenbindung durch Kundenkarte
- Wachstum in den Auslandsmärkten
- Adler profitiert von der demografischen Entwicklung

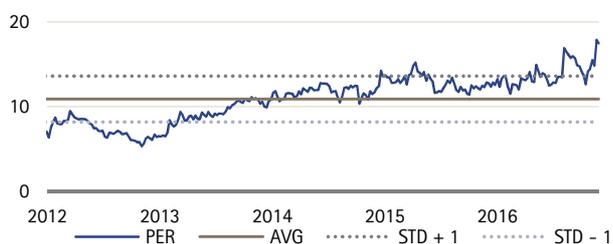
MANAGEMENT

- Lothar Schäfer (CEO)
- Karsten Odemann (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: deutlicher Umsatzrückgang
- 2016: EBITDA zwischen 14 und 17 Mio. €
- 2016: negatives Ergebnis nach Steuern

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 16.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	2,2%	2,3%	3,6%	3,3%	3,3%
Capex/Abschreibungen	0,8	0,8	1,2	1,0	1,0
ROCE	15,1%	9,7%	0,1%	7,5%	9,3%
Free Cash-flow-Rendite	27,6%	1,5%	-11,1%	10,9%	6,0%
Eigenkapitalquote	43,2%	43,1%	39,1%	39,0%	39,5%
Nettofinanzverbind./EK	-8%	11%	34%	28%	26%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,2	0,4	1,9	0,9	0,8
Zinsdeckung	5,2	3,5	0,0	2,4	3,1

Schwächen/Risiken

- Kompetitives Wettbewerbsumfeld
- Absatz der neuen Saisonware ist von den Witterungsbedingungen abhängig
- Veränderung im Konsumentenverhalten
- Intensivierung des Wettbewerbs

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Adler ist Textileinzelhändler mit Geschäften in Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz und blickt auf eine über sechzigjährige Firmengeschichte zurück. Das Angebot und die Geschäftsstrategie sind auf die Zielgruppe der über 45-Jährigen ausgerichtet.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2017: Einsparungen von rund 10 Mio. €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

S&E Kapital GmbH	52,8
Gerhard Woehrl	5,0
Hauck & Aufhäuser Investment	3,1

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	541,0	543,7	554,6
Konsensus	540,7	551,3	563,1
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	0,2	12,2	15,4
Konsensus	10,0	13,4	14,7
EPS (EUR)			
BHL	-0,18	0,27	0,40
Konsensus	-0,21	0,31	0,41

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Adler Modemärkte AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	535,3	566,1	541,0	543,7	554,6
Aktivierte Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	535,3	566,1	541,0	543,7	554,6
Materialaufwand	-243,2	-261,2	-257,0	-255,5	-257,9
Personalaufwand	-95,2	-102,5	-103,5	-105,0	-106,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-155,3	-169,1	-163,8	-154,0	-157,8
EBITDA	41,5	33,3	16,7	29,2	32,9
Abschreibungen	15,4	16,3	16,5	17,0	17,5
EBITA	26,2	17,0	0,2	12,2	15,4
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	26,2	17,0	0,2	12,2	15,4
Finanzergebnis	-5,0	-4,9	-5,0	-5,0	-5,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	21,2	12,1	-4,7	7,2	10,5
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	21,2	12,1	-4,7	7,2	10,5
Steuern	-7,1	-4,2	1,4	-2,2	-3,1
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	14,1	7,9	-3,3	5,0	7,3
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	14,1	7,9	-3,3	5,0	7,3
Anzahl der Aktien	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
EPS	0,77	0,43	-0,18	0,27	0,40

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	54,6%	53,9%	52,5%	53,0%	53,5%
EBITDA-Marge	7,8%	5,9%	3,1%	5,4%	5,9%
EBITA-Marge	4,9%	3,0%	0,0%	2,2%	2,8%
EBIT-Marge	4,9%	3,0%	0,0%	2,2%	2,8%
EBT-Marge	4,0%	2,1%	-0,9%	1,3%	1,9%
Nettoumsatzrendite	2,6%	1,4%	-0,6%	0,9%	1,3%
Steuerquote	33,3%	34,8%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1,3%	5,8%	-4,4%	0,5%	2,0%
EBITDA	-3,1%	-19,9%	-49,7%	74,4%	12,9%
EBIT	-9,3%	-35,1%	-98,7%	>100%	26,8%
EBT	-13,7%	-42,8%	---	---	45,2%
Nettogewinn (ber.)	-23,7%	-44,1%	---	---	45,2%
EPS	-27,4%	-44,1%	---	---	45,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Adler Modemärkte AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	93,1	99,7	102,6	103,3	104,1
Sachanlagen	72,5	81,6	79,6	80,4	81,2
Immaterielle Vermögenswerte	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5
Finanzielle Vermögenswerte	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4
sonstige langfristige Vermögenswerte	12,3	11,0	16,0	16,0	16,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	151,2	143,7	133,7	134,5	137,6
Vorräte	75,6	81,3	90,0	85,0	86,7
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,2	1,9	2,0	2,0	2,1
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	5,5	8,2	8,6	9,0	9,5
Wertpapiere	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Flüssige Mittel	69,7	52,1	32,8	38,1	39,0
Summe Aktiva	244,3	243,4	236,3	237,8	241,7
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	105,6	104,9	92,3	92,7	95,4
Eigenkapital (vor Dritten)	105,6	104,9	92,3	92,7	95,4
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	63,5	64,6	64,8	65,1	65,3
Rückstellungen für Pensionen	7,1	5,9	6,0	6,2	6,4
Sonstige Rückstellungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	50,9	52,4	52,4	52,4	52,4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	4,0	4,8	4,9	5,0	5,0
Kurzfristiges Fremdkapital	75,1	74,0	79,2	80,0	80,9
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	10,2	11,7	11,7	11,7	11,7
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	4,2	3,4	3,4	3,4	3,4
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	38,0	38,8	44,0	44,9	45,8
Sonstige Verbindlichkeiten	22,8	20,0	20,0	20,0	20,0
Summe Passiva	244,3	243,4	236,3	237,8	241,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Adler Modemärkte AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	38,1%	40,9%	43,4%	43,5%	43,1%
Sachanlagen	29,7%	33,5%	33,7%	33,8%	33,6%
Immaterielle Vermögenswerte	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	61,9%	59,1%	56,6%	56,5%	56,9%
Vorräte	30,9%	33,4%	38,1%	35,7%	35,9%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,1%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%
Flüssige Mittel	28,5%	21,4%	13,9%	16,0%	16,2%
Passiva					
Eigenkapital	43,2%	43,1%	39,1%	39,0%	39,5%
Langfristiges Fremdkapital	26,0%	26,5%	27,4%	27,4%	27,0%
Rückstellungen für Pensionen	2,9%	2,4%	2,6%	2,6%	2,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	20,9%	21,5%	22,2%	22,0%	21,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	30,7%	30,4%	33,5%	33,7%	33,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,2%	4,8%	5,0%	4,9%	4,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	15,6%	15,9%	18,6%	18,9%	18,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Ahlers AG

Marktumfeld bleibt herausfordernd

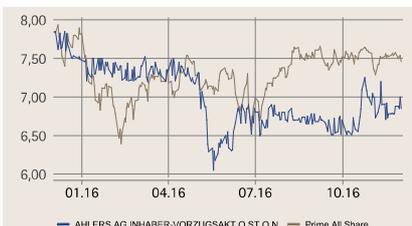
06.12.2016

Halten (Halten)
8,00 EUR (8,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 6,85 EUR
Bloomberg: AAH3 GR WKN: 500973
Branche Handel

Kursperformance

52 Wochen Hoch 7,85 EUR
52 Wochen Tief 6,05 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD -3,9%
1 Monat -3,4%
12 Monate -4,2%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 132,2
Marktkapital. (Mio. EUR) 95,8
Anzahl der Aktien (Mio.) 13,7
Streubesitz 48,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 14.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015/16e	-0,8%	-10,8%	-15,6%
2016/17e	-2,7%	-21,1%	-25,8%
2017/18e	-3,2%	-21,1%	-24,2%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps - Die Spreu vom Weizen trennen

Aufgrund des unverändert schwierigen Marktumfelds für Bekleidung bleiben wir bei der Empfehlung Halten für die Aktien der Ahlers AG.

INVESTMENT CASE

In Deutschland hat der stationäre Bekleidungshandel die guten Rahmenbedingungen bislang nicht für sich nutzen können, und das wird sich u. E. in den nächsten Monaten auch nicht ändern. Zudem war der europaweit warme September kein guter Einstieg in die Herbst-/Wintersaison 2016. Auch in den relevanten europäischen Märkten folgt der Textileinzelhandel der leicht nach oben gerichteten Entwicklung des privaten Verbrauchs nicht.

Vor diesem Hintergrund halten wir es für realistisch, dass Ahlers sein Geschäftsjahr mit einem leichten Umsatzminus abschließen wird. Dieser Prognose liegt die Annahme eines nahezu stabilen Q4 (Verschiebung Winterware) zugrunde. Auf der Ergebnisseite sollte Ahlers in Q4 besser abschneiden als im Vorjahr, weil der Umsatz von den nachgeholten Umsätzen profitiert und die betrieblichen Aufwendungen moderat zurückgehen sollten.

Eine Aussage zur Dividende ist zum jetzigen Zeitpunkt mit Unsicherheit verbunden. Wir gehen jedoch aufgrund historischer Erfahrungen, der Aktionärsstruktur und der Bilanz davon aus, dass die Ausschüttung wie im Vorjahr 0,25 € beträgt, was auf dem jetzigen Niveau zu einer Dividendenrendite von rund 4% führen würde.

KATALYSATOREN

Fortschritte in den Wachstumsfeldern: Stärkung und Ausbau der Premiummarken, Wachstum im Facheinzelhandel sowie Expansion von E-Commerce und Retail sollten der Aktie Unterstützung geben.

BEWERTUNG

Aktuell notiert die Aktie mit einer Dividendenrendite von knapp 4%. Diese ist einer der wesentlichen Bausteine für unsere Bewertung von Ahlers.

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	257,1	241,9	239,0	242,6	249,9
EBIT	9,2	2,4	4,8	6,9	8,8
EBIT-Marge	3,6%	1,0%	2,0%	2,8%	3,5%
Nettofinanzverbind.	26,8	25,8	28,9	29,7	28,9
Freier Cash-flow	7,2	6,9	0,8	2,6	4,3
EPS (in EUR)	0,42	0,08	0,20	0,30	0,42
DPS (in EUR)	0,45	0,25	0,25	0,25	0,30
Dividendenrendite	4,0%	3,2%	3,6%	3,6%	4,4%
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBIT	20,4	57,6	27,5	19,0	14,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis	26,5	92,7	35,4	22,7	16,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Attraktive Dividendenrendite
- Vertikalisierung des Geschäftsmodells führt zu Wachstumschancen
- Fortschreitende Internationalisierung
- Kontinuierliche Optimierung der Beschaffung und der logistischen Prozesse

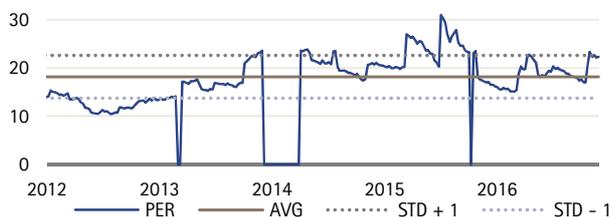
MANAGEMENT

- Dr. Stella Ahlers (CEO)
- Dr. Karsten Kölsch (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015/16: stabile Umsatzentwicklung, vielleicht leicht rückläufig
- 2015/16: Konzernergebnis deutlich über Vorjahr

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 14.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	13/14	14/15	15/16e	16/17e	17/18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	2,4%	2,9%	2,7%	2,2%	2,2%
Capex/Abschreibungen	1,1	1,1	1,2	1,0	1,0
ROCE	6,2%	1,7%	3,3%	4,7%	6,0%
Free Cash-flow-Rendite	4,7%	6,2%	0,8%	2,9%	4,6%
Eigenkapitalquote	57,9%	58,3%	56,8%	56,9%	57,5%
Nettofinanzverbind./EK	24%	25%	28%	28%	27%
Nettoverschuld./EBITDA	1,8	3,0	2,9	2,4	2,0
Zinsdeckung	9,2	2,9	6,0	8,6	0,0

Schwächen/Risiken

- Stärkere Profilierung der Marken notwendig
- Kapitalstruktur mit Stämmen und Vorzügen nicht zeitgemäß
- Geringe Börsenliquidität

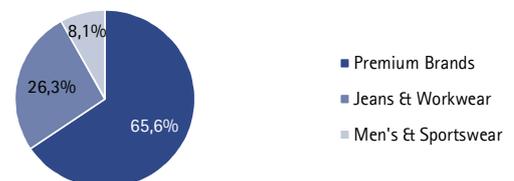
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Ahlers AG ist einer der größten börsennotierten Mode-Hersteller mit Schwerpunkt Männermode in Europa. Zu den Ahlers-Marken zählen Baldessarini, Otto Kern, Pierre Cardin (Lizenz), Pioneer Jeans, Pionier Workwear und Jupiter. Der Unternehmenssitz befindet sich in Herford.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Vz: Stella Ahlers	21,0
St: Stella Ahlers	76,7
Schmitz & Cie GmbH	0,7

BHL VS. KONSENSUS

	15/16e	16/17e	17/18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	239,0	242,6	249,9
Konsensus	238,5	241,8	249,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	4,8	6,9	8,8
Konsensus	4,3	6,7	9,8
EPS (EUR)			
BHL	0,20	0,30	0,42
Konsensus	0,20	0,31	0,48

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Ahlers AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	257,1	241,9	239,0	242,6	249,9
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	2,9	-3,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	260,0	238,4	239,0	242,6	249,9
Materialaufwand	-131,7	-119,5	-121,9	-122,5	-126,2
Personalaufwand	-55,2	-53,7	-52,0	-52,8	-54,4
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-58,5	-56,5	-55,0	-55,0	-55,0
EBITDA	14,6	8,7	10,1	12,3	14,3
Abschreibungen	5,4	6,3	5,3	5,4	5,5
EBITA	9,2	2,4	4,8	6,9	8,8
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	9,2	2,4	4,8	6,9	8,8
Finanzergebnis	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,4	1,9	4,4	6,4	8,3
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	8,4	1,9	4,4	6,4	8,3
Steuern	-2,4	-0,6	-1,4	-2,0	-2,6
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	6,0	1,4	3,0	4,4	5,8
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	0,0
Nettogewinn (ber.)	5,8	1,1	2,7	4,1	5,8
Anzahl der Aktien	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
EPS	0,42	0,08	0,20	0,30	0,42

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Bruttomarge	48,8%	50,6%	49,0%	49,5%	49,5%
EBITDA-Marge	5,7%	3,6%	4,2%	5,1%	5,7%
EBITA-Marge	3,6%	1,0%	2,0%	2,8%	3,5%
EBIT-Marge	3,6%	1,0%	2,0%	2,8%	3,5%
EBT-Marge	3,3%	0,8%	1,8%	2,6%	3,3%
Nettoumsatzrendite	2,2%	0,5%	1,1%	1,7%	2,3%
Steuerquote	28,3%	29,4%	31,0%	31,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	4,2%	-5,9%	-1,2%	1,5%	3,0%
EBITDA	15,5%	-40,5%	16,6%	21,5%	16,4%
EBIT	24,8%	-73,6%	98,8%	43,0%	27,9%
EBT	26,1%	-77,1%	>100%	47,5%	29,8%
Nettogewinn (ber.)	11,1%	-80,1%	>100%	52,8%	39,3%
EPS	11,1%	-80,1%	>100%	52,8%	39,3%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Ahlers AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	60,7	62,1	63,1	63,1	63,1
Sachanlagen	27,4	27,0	28,0	28,0	28,0
Immaterielle Vermögenswerte	12,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Finanzielle Vermögenswerte	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
sonstige langfristige Vermögenswerte	18,9	19,8	19,8	19,8	19,8
Kurzfristige Vermögensgegenstände	129,7	118,6	121,1	121,8	124,1
Vorräte	79,4	73,5	74,0	75,5	77,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	36,5	33,5	33,0	33,0	33,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	7,4	6,4	8,0	8,0	8,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	6,3	5,2	6,1	5,3	6,1
Summe Aktiva	190,4	180,6	184,2	184,9	187,2
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	110,3	105,3	104,6	105,3	107,6
Eigenkapital (vor Dritten)	107,9	102,9	102,1	102,9	105,2
Minderheitenanteile	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Langfristiges Fremdkapital	32,8	32,9	34,6	34,6	34,6
Rückstellungen für Pensionen	4,9	4,6	5,1	5,1	5,1
Sonstige Rückstellungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	24,2	25,2	26,0	26,0	26,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3,2	2,7	3,0	3,0	3,0
Kurzfristiges Fremdkapital	47,4	42,5	45,0	45,0	45,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,9	5,9	9,0	9,0	9,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	3,8	2,9	4,0	4,0	4,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	20,5	20,6	18,0	18,0	18,0
Sonstige Verbindlichkeiten	14,1	13,0	14,0	14,0	14,0
Summe Passiva	190,4	180,6	184,2	184,9	187,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Ahlers AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	31,9%	34,4%	34,3%	34,1%	33,7%
Sachanlagen	14,4%	14,9%	15,2%	15,1%	15,0%
Immaterielle Vermögenswerte	6,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	68,1%	65,6%	65,7%	65,9%	66,3%
Vorräte	41,7%	40,7%	40,2%	40,8%	41,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	19,2%	18,5%	17,9%	17,8%	17,6%
Flüssige Mittel	3,3%	2,9%	3,3%	2,9%	3,3%
Passiva					
Eigenkapital	57,9%	58,3%	56,8%	56,9%	57,5%
Langfristiges Fremdkapital	17,2%	18,2%	18,8%	18,7%	18,5%
Rückstellungen für Pensionen	2,6%	2,5%	2,8%	2,8%	2,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	12,7%	13,9%	14,1%	14,1%	13,9%
Kurzfristiges Fremdkapital	24,9%	23,5%	24,4%	24,3%	24,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,7%	3,3%	4,9%	4,9%	4,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	10,8%	11,4%	9,8%	9,7%	9,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

AIXTRON SE

Neubeginn geboten

06.12.2016

Halten (Halten)
3,60 EUR (3,60 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 3,86 EUR
Bloomberg: AIXA GY WKN: AOWMPJ
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	7,12 EUR
52 Wochen Tief	2,95 EUR
Relativ zu	TecDAX
YTD	0,9%
1 Monat	-15,6%
12 Monate	-38,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	271,2
Marktkapital. (Mio. EUR)	433,1
Anzahl der Aktien (Mio.)	112,2
Streubesitz	99,0%

Nächster Termin

-	-
---	---

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015	---	---	---
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---

Analyst

Dr. Karsten Iltgen, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-351
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps - Die Spreu vom Weizen trennen

Eine erfolgreiche Übernahme durch GCI erscheint uns zunehmend unwahrscheinlich. Sollte der Deal scheitern, wird das Unternehmen u. E. einen Neubeginn wagen müssen - in Bezug auf sowohl Investoren als auch auf Kunden. Ein solcher Prozess würde einige Zeit dauern.

INVESTMENT CASE

Dass sich amerikanische und deutsche Politiker jetzt in den Übernahmeprozess einbringen ist eine überraschende Entwicklung. Wir gehen inzwischen davon aus, dass der Deal scheitern wird und rechnen mit weiteren Restrukturierungsmaßnahmen. Den erwarteten Breakeven haben wir um ein weiteres Jahr verschoben. Unsere aktuellen Schätzungen deuten auf erneute Verluste im Jahr 2017. Mehr Gewicht hat jedoch unsere Befürchtung, dass die Reputation der Firma am Markt unter dem Übernahmeversuch gelitten haben könnte (z. B. bei wichtigen potenziellen OLED-Kunden in Korea).

KATALYSATOREN

- Wir rechnen mit einer offiziellen Bekanntgabe der gescheiterten Transaktion Anfang 2017 (spätestens bis Ende Februar).
- Wie das Management bereits in Aussicht gestellt hat, dürfte dies weitere Restrukturierungsmaßnahmen und eine Verschlanung des Produktportfolios nach sich ziehen.
- Osram dürfte Ende 2016/Anfang 2017 den Auftrag für die Expansion in Malaysia erteilen. Damit erhielt Aixtron den seit langem größten MOCVD-Auftrag von einem LED-Kunden. Zwar wird Mitbewerber Veeco wohl den größeren Teil für sich behaupten, der verbleibende Teil wäre für Aixtron aber dennoch attraktiv.

BEWERTUNG

Wir bewerten Aixtron mit einem DCF-basierten Kursziel von 3,60 € (davon Net Cash i. H. v. 1,40 € je Aktie). Dies entspricht einem cash-bereinigten KGV_{2018e} von nur 21x.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	193,8	197,8	190,0	218,0	254,0
EBIT	-58,3	-26,7	-24,8	-4,1	14,9
EBIT-Marge	-30,1%	-13,5%	-13,1%	-1,9%	5,9%
Nettofinanzverbind.	-268,1	-209,4	-162,0	-152,9	-152,5
Freier Cash-flow	-47,0	-65,4	-47,4	-9,1	-0,4
EPS (in EUR)	-0,56	-0,26	-0,15	-0,02	0,10
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	4,0	1,3	1,4	1,3	-0,6
EV/EBIT	-13,4	-9,5	-10,9	-69,0	-10,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-16,8	-15,9	-26,0	-202,2	38,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Weiteres Wachstum im LED-Beleuchtungsmarkt
- MOCVD als Querschnittstechnologie für viele Anwendungen
- Oligopolistische Wettbewerbsstruktur
- Kein nennenswerter MOCVD Wettbewerber in Asien
- Technologie skalierbar auf verschiedene Märkte

MANAGEMENT

- Martin Goetzler (CEO)
- Dr. Bernd Schulte (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz von 180-200 Mio. € in 2016
- Auftragseingang von 200-220 Mio. € in 2016

HISTORISCHES EV/UMSATZ-VERHÄLTNISS



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: - -

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	34,4%	28,0%	28,4%	23,9%	19,7%
Capex/Umsatz	6,8%	6,6%	23,7%	4,6%	4,7%
Capex/Abschreibungen	0,8	0,9	3,8	0,8	-
ROCE	-14,0%	-6,7%	-6,5%	-1,1%	3,8%
Free Cash-flow-Rendite	-6,0%	-14,9%	-10,8%	-2,1%	-
Eigenkapitalquote	77,9%	82,3%	79,7%	78,6%	77,7%
Nettofinanzverbind./EK	-64%	-53%	-43%	-40%	-39%
Nettoverschuld./EBITDA	6,5	17,9	12,7	-19,3	-10,2
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

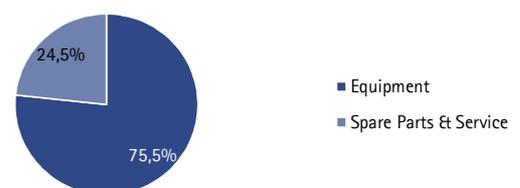
- Sehr zyklischer Endmarkt
- Geringer Marktanteil in China
- Länger anhaltender Downturn
- USD/EUR Währungsrisiko

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Aixtron produziert Anlagen zur Herstellung von Verbindungshalbleitern. Die Maschinen werden insbesondere bei der Produktion von LEDs, Leistungshalbleitern und Speicher-Chips verwendet. In den vergangenen Jahren belief sich das Stückwachstum im LED-Markt auf etwa 20% p. a. Die größten Kunden befinden sich in China, Taiwan und Korea. Größter Wettbewerber ist das US-Unternehmen Veeco. Aixtrons Marktanteil liegt bei etwa 40%. Das Management setzt den strategischen Fokus auf die Entwicklung neuer Endmärkte (u. a. OLED und Leistungshalbleiter).

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Argonaut Capital Partners LLP	7,7
Baillie Gifford & Co.	5,2
JUERGENSEN HOLGER	5,0

BHL VS. KONSENSUS

	15	16e	17e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	197,8	190,0	218,0
Konsensus	197,8	185,0	219,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-26,7	-24,8	-4,1
Konsensus	-26,7	-24,8	-6,6
EPS (EUR)			
BHL	-0,26	-0,15	-0,02
Konsensus	-0,26	-0,23	-0,05

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

AIXTRON SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	193,8	197,8	190,0	218,0	254,0
Umsatzkosten	-152,3	-147,9	-136,8	-146,1	-165,1
Bruttoergebnis vom Umsatz	41,5	49,9	53,2	71,9	88,9
Vertriebs- und Marketingkosten	-16,0	-11,5	-12,0	-12,0	-12,0
Allgemeines und Verwaltung	-19,3	-16,3	-16,0	-16,0	-16,0
Forschung und Entwicklung	-66,7	-55,4	-54,0	-52,0	-50,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	2,2	6,7	4,0	4,0	4,0
EBITDA	-41,3	-11,7	-12,8	7,9	14,9
Abschreibungen	17,0	15,0	12,0	12,0	0,0
EBITA	-58,3	-26,7	-24,8	-4,1	14,9
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-58,3	-26,7	-24,8	-4,1	14,9
Finanzergebnis	1,2	0,8	1,0	1,0	1,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-57,1	-25,9	-23,8	-3,1	15,9
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-57,1	-25,9	-23,8	-3,1	15,9
Steuern	-5,4	-3,2	7,1	0,9	-4,8
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-62,5	-29,1	-16,7	-2,1	11,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	-62,5	-29,1	-16,7	-2,1	11,1
Anzahl der Aktien	112,2	112,2	112,2	112,2	112,2
EPS (in EUR)	-0,56	-0,26	-0,15	-0,02	0,10

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	21,4%	25,2%	28,0%	33,0%	35,0%
EBITDA-Marge	-21,3%	-5,9%	-6,7%	3,6%	5,9%
EBITA-Marge	-30,1%	-13,5%	-13,1%	-1,9%	5,9%
EBIT-Marge	-30,1%	-13,5%	-13,1%	-1,9%	5,9%
EBT-Marge	-29,5%	-13,1%	-12,5%	-1,4%	6,3%
Nettoumsatzrendite	-32,3%	-14,7%	-8,8%	-1,0%	4,4%
Steuerquote	-9,4%	-12,3%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	6,0%	2,1%	-3,9%	14,7%	16,5%
EBITDA	-39,2%	-71,7%	9,6%	---	87,7%
EBIT	-39,1%	-54,2%	-7,1%	-83,6%	---
EBT	-40,0%	-54,6%	-8,2%	-87,1%	---
Nettogewinn (ber.)	-38,1%	-53,4%	-42,8%	-87,1%	---
EPS	-42,5%	-53,4%	-42,8%	-87,1%	---

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

AIXTRON SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	149,2	167,6	200,6	198,6	198,6
Sachanlagen	77,3	81,3	74,3	72,3	72,3
Immaterielle Vermögenswerte	67,3	82,3	122,3	122,3	122,3
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	4,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Kurzfristige Vermögensgegenstände	384,4	314,4	275,8	282,2	301,9
Vorräte	81,7	70,8	79,2	90,8	105,8
Forderungen aus Lieferung und Leistung	26,3	26,0	26,4	30,3	35,3
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	8,3	8,2	8,2	8,2	8,2
Wertpapiere	151,5	93,1	93,1	93,1	93,1
Flüssige Mittel	116,6	116,3	68,9	59,8	59,4
Summe Aktiva	533,5	482,0	476,3	480,8	500,4
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	415,7	396,5	379,8	377,7	388,8
Eigenkapital (vor Dritten)	415,7	396,5	379,8	377,7	388,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	1,3	3,6	3,6	3,6	3,6
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,3	3,6	3,6	3,6	3,6
Kurzfristiges Fremdkapital	116,5	81,9	92,9	99,5	108,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	28,1	20,2	20,2	20,2	20,2
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	16,4	9,8	13,2	15,1	17,6
Sonstige Verbindlichkeiten	72,1	51,9	59,5	64,2	70,2
Summe Passiva	533,5	482,0	476,3	480,8	500,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

AIXTRON SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	28,0%	34,8%	42,1%	41,3%	39,7%
Sachanlagen	14,5%	16,9%	15,6%	15,0%	14,5%
Immaterielle Vermögenswerte	12,6%	17,1%	25,7%	25,4%	24,4%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	72,0%	65,2%	57,9%	58,7%	60,3%
Vorräte	15,3%	14,7%	16,6%	18,9%	21,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	4,9%	5,4%	5,5%	6,3%	7,0%
Flüssige Mittel	21,8%	24,1%	14,5%	12,4%	11,9%
Passiva					
Eigenkapital	77,9%	82,3%	79,7%	78,6%	77,7%
Langfristiges Fremdkapital	0,2%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	21,8%	17,0%	19,5%	20,7%	21,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3,1%	2,0%	2,8%	3,1%	3,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Amadeus FiRe AG

Regulatorik ohne Ende

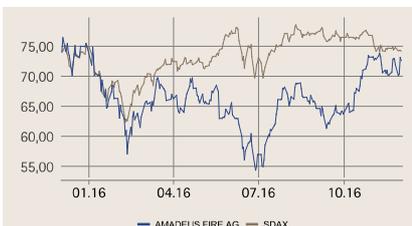
06.12.2016

Halten (Halten)
75,00 EUR (68,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 72,60 EUR
 Bloomberg: AAD GY WKN: 509310
 Branche Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	76,42 EUR
52 Wochen Tief	54,40 EUR
Relativ zu	SDAX
YTD	-2,2%
1 Monat	1,0%
12 Monate	-3,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	335,8
Marktkapital. (Mio. EUR)	377,4
Anzahl der Aktien (Mio.)	5,2
Streubesitz	100,0%

Nächster Termin

vorl. Zahlen	09.02.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-2,0%	6,8%	12,3%
2017e	-2,9%	5,8%	10,3%
2018e	-3,9%	4,8%	9,0%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir sind von der Qualität des Geschäftsmodells und den mittelfristigen Wachstumsperspektiven überzeugt, erwarten jedoch kurzfristig einen eher verhaltenen Newsflow. Nachdem wir unsere Schätzungen aktualisiert haben (Verschiebung von Aufwendungen von 2016 nach 2017, besseres Finanzergebnis), erhöhen wir unser Kursziel, bleiben aber bei der Empfehlung Halten.

INVESTMENT CASE

Der Geschäftsverlauf 2017 ist mit Blick auf den Referentenentwurf zur Reform des Arbeitnehmerüberlassungsgesetzes in mancher Hinsicht ungewiss. Mit dem neuen Gesetz, das zum 1. Januar 2017 in Kraft treten soll, wird eine arbeitnehmerbezogene Überlassungshöchstdauer von 18 Monaten pro Kundenunternehmen sowie ein Anspruch auf Lohngleichheit für Leiharbeiter (Equal Pay) nach neun Monaten im Entleihbetrieb eingeführt. Allerdings hat der Gesetzgeber bis heute noch nicht definiert, welche Gehaltsbestandteile das Equal-Pay-Prinzip umschließen soll. Insofern ist der Markt von Unsicherheiten geprägt, und auch etwaige Umsetzungen sind schwer zu quantifizieren. Ein wettbewerbsintensiver Arbeitsmarkt und die positive Konjunkturentwicklung erschweren es der Branche weiterhin, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden. Auch für Personalvermittler ist es eine Herausforderung, freie Stellen mit qualifizierten Fachkräften zu besetzen, da sie gleichermaßen von der angespannten Lage am Arbeitsmarkt betroffen sind. Die Fort- und Weiterbildung sollte sich im zweiten Halbjahr saisonal bedingt besser entwickeln als in den ersten sechs Monaten. Eine gesonderte Themenkonjunktur ist aber nicht zu erwarten.

KATALYSATOREN

Die Vorlage der Zahlen für 2016 sollte positiv wirken. Aufgrund der Unsicherheiten könnte der Ausblick zu Jahresbeginn allerdings verhalten ausfallen.

BEWERTUNG

Unser Kursziel basiert auf einem DCF-Modell. Eine attraktive Dividendenrendite von rund 5% sollte den Kurs nach unten absichern.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	161,1	169,7	173,0	178,2	183,5
EBIT	26,8	28,7	29,2	30,1	31,0
EBIT-Marge	16,6%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Nettofinanzverbind.	-41,7	-42,0	-41,8	-42,5	-43,1
Freier Cash-flow	19,6	19,0	17,8	19,3	19,7
EPS (in EUR)	3,37	3,53	3,62	3,72	3,84
DPS (in EUR)	3,37	3,53	3,62	3,72	3,84
Dividendenrendite	5,4%	4,7%	5,0%	5,1%	5,3%
EV/Umsatz	1,8	2,1	1,9	1,9	1,8
EV/EBIT	10,6	12,1	11,5	11,1	10,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis	18,5	21,2	20,1	19,5	18,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Spezialisierter Personaldienstleister mit Fokus auf dem kaufmännischen Bereich
- Herausforderung stetig qualifizierte Fachkräfte zu rekrutieren
- Hohe operative Margen
- Marktführer im Bereich Finance und Accounting in Deutschland

MANAGEMENT

- Peter Haas (CEO)
- Robert von Wülfig (CFO)

Schwächen/Risiken

- Arbeitnehmerüberlassung korreliert eng mit konjunktureller Entwicklung
- Hohe Abhängigkeit vom deutschen Markt
- Negativer "Ruf" von Zeitarbeit
- Generelle Abhängigkeit von Änderungen/Regulierungen

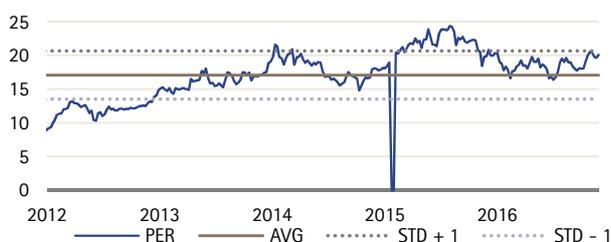
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Amadeus FiRe AG ist einer der führenden Personaldienstleister in Deutschland. An 19 Standorten werden im kaufmännischen und im IT-Bereich flexible Personallösungen durch die Überlassung und die Vermittlung von Fach- und Führungskräften in den Bereichen Accounting, Office, Banking und IT-Services angeboten. Durch die Konzernanbindung der Tochtergesellschaften Steuer-Fachschule Dr. Endriss und Akademie für Internationale Rechnungslegung unterstützt man Unternehmen mit einem breiten Spektrum komplementärer Dienstleistungen, die individuell auf die Bedürfnisse zugeschnitten werden.

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: EBITA auf Vorjahresniveau

HISTORISCHES KGV



MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- bis 2018–2020: Umsatz von 200 Mio. € und EBITA von 30 Mio. €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 09.02.2017 vorl. Zahlen

HAUPTAKTIONÄRE (%)

Deutsche Asset Et Wealth Management	10,2
MainFirst Bank AG	10,0
BNP Paribas	4,9

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex/Umsatz	0,9%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
Capex/Abschreibungen	1,7	2,9	2,8	2,8	2,8
ROCE	61,2%	64,3%	64,8%	66,0%	67,1%
Free Cash-flow-Rendite	6,0%	4,9%	4,7%	5,1%	5,2%
Eigenkapitalquote	64,3%	62,1%	61,7%	61,2%	60,9%
Nettofinanzverbind./EK	-95%	-94%	-93%	-93%	-93%
Nettoverschuld./EBITDA	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	173,0	178,2	183,5
Konsensus	0,0	0,0	0,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	29,2	30,1	31,0
Konsensus	0,0	0,0	0,0
EPS (EUR)			
BHL	3,62	3,72	3,84
Konsensus	0,00	0,00	0,00

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Amadeus FiRe AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	161,1	169,7	173,0	178,2	183,5
Umsatzkosten	-93,2	-97,0	-97,6	-100,5	-103,5
Bruttoergebnis vom Umsatz	67,8	72,8	75,4	77,7	80,0
Vertriebs- und Marketingkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Allgemeines und Verwaltung	-41,1	-44,3	-46,4	-47,8	-49,2
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITDA	27,6	29,5	30,0	30,9	31,8
Abschreibungen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EBITA	26,8	28,7	29,2	30,1	31,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	26,8	28,7	29,2	30,1	31,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	26,7	28,2	29,2	30,0	30,9
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	26,7	28,2	29,2	30,0	30,9
Steuern	-8,1	-8,6	-9,0	-9,3	-9,6
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	18,5	19,6	20,1	20,7	21,3
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
Nettogewinn (ber.)	17,5	18,4	18,8	19,3	19,9
Anzahl der Aktien	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
EPS (in EUR)	3,37	3,53	3,62	3,72	3,84

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	42,1%	42,9%	43,6%	43,6%	43,6%
EBITDA-Marge	17,1%	17,4%	17,3%	17,3%	17,3%
EBITA-Marge	16,6%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
EBIT-Marge	16,6%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
EBT-Marge	16,6%	16,6%	16,9%	16,9%	16,9%
Nettoumsatzrendite	11,5%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%
Steuerquote	30,5%	30,5%	31,0%	31,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	13,4%	5,4%	1,9%	3,0%	3,0%
EBITDA	14,5%	6,8%	1,8%	2,9%	2,9%
EBIT	15,1%	7,1%	1,9%	3,0%	3,0%
EBT	17,4%	5,6%	3,5%	3,0%	3,0%
Nettogewinn (ber.)	19,0%	4,9%	2,5%	2,7%	3,2%
EPS	19,0%	4,9%	2,5%	2,7%	3,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Amadeus FiRe AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	10,0	11,5	12,8	13,0	13,2
Sachanlagen	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Immaterielle Vermögenswerte	7,8	9,0	10,0	10,0	10,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Kurzfristige Vermögensgegenstände	58,1	60,4	60,3	61,5	62,7
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	15,9	17,9	18,0	18,6	19,1
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	41,7	42,0	41,8	42,5	43,1
Summe Aktiva	68,1	71,9	73,1	74,5	75,9
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	43,8	44,6	45,1	45,6	46,2
Eigenkapital (vor Dritten)	43,5	44,4	44,8	45,3	46,0
Minderheitenanteile	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristiges Fremdkapital	6,0	5,9	6,2	6,4	6,6
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6,0	5,9	6,2	6,4	6,6
Kurzfristiges Fremdkapital	18,4	21,4	21,8	22,5	23,2
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	17,1	20,0	20,4	21,0	21,7
Summe Passiva	68,1	71,9	73,1	74,5	75,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Amadeus FiRe AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	14,6%	16,0%	17,4%	17,4%	17,4%
Sachanlagen	1,9%	2,2%	2,5%	2,7%	2,9%
Immaterielle Vermögenswerte	11,5%	12,5%	13,7%	13,4%	13,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	85,4%	84,0%	82,5%	82,6%	82,6%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	23,4%	24,9%	24,6%	24,9%	25,2%
Flüssige Mittel	61,2%	58,5%	57,2%	57,0%	56,7%
Passiva					
Eigenkapital	64,3%	62,1%	61,7%	61,2%	60,9%
Langfristiges Fremdkapital	8,8%	8,2%	8,5%	8,6%	8,7%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
Kurzfristiges Fremdkapital	26,9%	29,7%	29,9%	30,2%	30,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	-	-	-	-
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Bastei Lübbe AG

Übergang mit Unsicherheiten

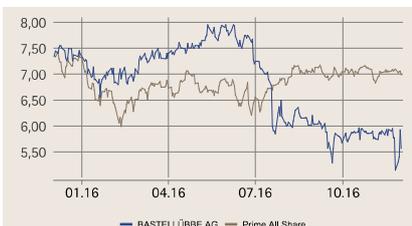
06.12.2016

Halten (Kaufen)
6,00 EUR (8,50 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 5,57 EUR
Bloomberg: BST GR WKN: A1X3YY
Branche Medien

Kursperformance

52 Wochen Hoch	7,95 EUR
52 Wochen Tief	5,15 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-20,1%
1 Monat	-4,6%
12 Monate	-16,1%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	129
Marktkapital. (Mio. EUR)	74
Anzahl der Aktien (Mio.)	13
Streubesitz	44,9%

Nächster Termin

Quartalszahlen 24.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016/17e	-8,3%	-25,8%	-34,7%
2017/18e	-10,1%	-18,2%	-26,0%
2018/19e	---	---	---

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Strategisch entwickelt sich Bastei Lübbe in ein digitales, internationales Medienhaus. Der Weg scheint jedoch steiniger als von uns erwartet: Der Launch von Oolipo lässt länger auf sich warten als gedacht, und Bilanzierungsthemen verunsichern die Investoren offensichtlich weiter. Zwar scheinen höhere Kurse fundamental möglich, aber die aktuellen Nachrichten lassen nur eine Seitwärtsbewegung erwarten, bis für Daedalic und Oolipo eine bessere Visibilität gegeben ist.

INVESTMENT CASE

Der digitale Umsatz dürfte mit der erheblichen Ausweitung des Geschäftsfelds der Daedalic Entertainment und dem Launch der Streaming-Plattform Oolipo steigen. Der Launch von Oolipo lässt weiter auf sich warten und soll jetzt Anfang 2017 erfolgen. Positiv sehen wir aber, dass Gespräche mit ausländischen Verlagen geführt werden, die Interesse an einer Übernahme der Geschäftsidee Oolipo außerhalb der Regionen DACH, UK und USA haben. Bastei Lübbe hat dies bestätigt.

Bei der Analyse ist zu beachten, dass der deutliche Umsatzsprung in 2016/17 auf die Vollkonsolidierung von BuchPartner ab dem 1. April 2016 zurückzuführen ist. Allerdings müssen noch einige Investitionen vorgenommen werden, um die Verwertung von Taschenbüchern zu verbessern und neue Kunden anzusprechen, sodass sich die Früchte der Akquisition erst später wirklich im Zahlenwerk widerspiegeln dürften.

KATALYSATOREN

Positive Nachrichten zu Oolipo und Daedalic und das Aufzeigen neuer Geschäftspartner wären u. E. die wichtigsten Katalysatoren für die Aktie.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung stützt sich auf ein DCF-Modell. Unter Berücksichtigung eines Risikoabschlags von 30% ergibt sich daraus ein Kursziel von 8,50 €.

in Mio. EUR	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	110	105	150	170	190
EBIT	7	3	9	18	24
EBIT-Marge	6,6%	2,7%	6,1%	10,6%	12,7%
Nettofinanzverbind.	20	34	52	51	49
Freier Cash-flow	-4	-11	-17	5	7
EPS (in EUR)	0,25	-0,04	0,35	0,59	0,89
DPS (in EUR)	0,30	0,10	0,30	0,35	0,40
Dividendenrendite	3,8%	1,4%	5,4%	6,3%	7,2%
EV/Umsatz	1,2	1,3	0,9	0,8	0,7
EV/EBIT	17,6	46,6	14,0	7,1	5,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	31,2	-204,3	16,0	9,5	6,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Digitalisierung eröffnet Wachstumschancen
- Chancen durch Internationalisierung
- Digitalisierung verbessert Kostenstruktur und eröffnet Margenpotentiale
- Langfristige Zusammenarbeit mit Bestsellerautor Ken Follet
- Neuer Konsortialkredit im Oktober 2015 abgeschlossen

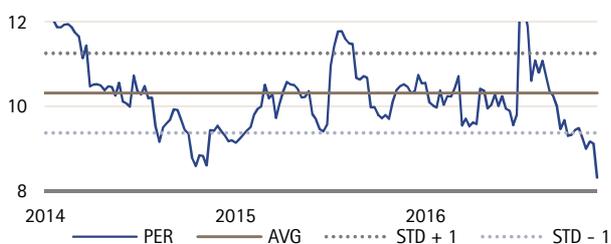
MANAGEMENT

- Thomas Schierack (CEO & CFO)
- Klaus Kluge-

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016/17: Umsatz rund 150 Mio. €
- 2016/17: EBITDA zwischen 13-15 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 24.02.2017 Quartalszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14/15	15/16	16/17e	17/18e	18/19e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	5,5%	8,6%	-11,4%	1,7%	3,7%
Capex/Abschreibungen	1,9	2,3	-4,1	0,9	2,2
ROCE	8,3%	3,4%	8,5%	16,6%	21,4%
Free Cash-flow-Rendite	-4,0%	-11,1%	-22,1%	6,5%	9,2%
Eigenkapitalquote	45,6%	44,4%	37,0%	38,9%	42,0%
Nettofinanzverbind./EK	38%	69%	98%	90%	76%
Nettoverschuld./EBITDA	1,9	5,1	3,9	2,4	1,8
Zinsdeckung	3,1	1,2	4,6	8,2	0,0

Schwächen/Risiken

- Abhängigkeit der Geschäftsentwicklung von Bestseller-Autoren
- Marktakzeptanz digitaler Produkte
- Internationalisierung kein Selbstläufer
- Self-Publishing kann Position der Verlage schwächen

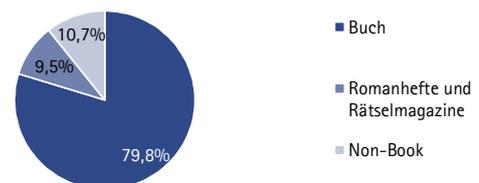
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Bastei Lübbe ist mit 335 Mitarbeitern das größte mittelständische Familienunternehmen im dt. Verlagswesen. Das Angebot der zwölf Verlage und Imprints umfasst rd. 3.600 Titel aus den Bereichen Belletristik, Sach-, Kinder- und Jugendbuch. Top-Autoren wie Ken Follett, Dan Brown, Jeff Kinney, Rebecca Gablé und Andreas Eschbach sowie Bestseller wie „Die Säulen der Erde“, „Sakri-leg“ und „Das Jesus-Video“ haben Bastei Lübbe zum unangefochtenen Marktführer deutschsprachiger Publikumsverlagen gemacht. Das Geschäft umfasst die drei Segmente: Buch, Romanhefte/Rätselmagazine und Non-Book.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Anstieg des Umsatzes in den nächsten beiden Jahren auf 190 – 200 Mio. €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Birgit Lübbe	33,1
Allianz	9,8
Lazard Freres Gestion SAS	3,1

BHL VS. KONSENSUS

	16/17e	17/18e	18/19e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	150	170	190
Konsensus	152	171	184
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	9	18	24
Konsensus	11	15	15
EPS (EUR)			
BHL	0,35	0,59	0,89
Konsensus	0,45	0,66	0,64

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Bastei Lübbe AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	110	105	150	170	190
Aktivierte Eigenleistungen/Bestandsänderung	0	1	0	0	0
Gesamtumsatz	111	105	150	170	190
Materialaufwand	-53	-47	-78	-90	-105
Personalaufwand	-22	-24	-33	-35	-36
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-25	-28	-26	-24	-22
EBITDA	10	7	13	21	27
Abschreibungen	3	4	4	3	3
EBITA	7	3	9	18	24
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	7	3	9	18	24
Finanzergebnis	-2	-2	-3	-2	-2
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5	1	6	16	22
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	5	1	6	16	22
Steuern	-2	-1	-2	-5	-7
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	3	0	4	11	15
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	-3	-3
Nettogewinn (ber.)	3	0	5	8	12
Anzahl der Aktien	13	13	13	13	13
EPS	0,25	-0,04	0,35	0,59	0,89

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Bruttomarge	51,8%	55,2%	48,0%	47,1%	44,8%
EBITDA-Marge	9,5%	6,4%	8,9%	12,4%	14,4%
EBITA-Marge	6,6%	2,7%	6,1%	10,6%	12,7%
EBIT-Marge	6,6%	2,7%	6,1%	10,6%	12,7%
EBT-Marge	4,6%	0,5%	4,1%	9,3%	11,4%
Nettoumsatzrendite	3,0%	-0,5%	3,1%	4,6%	6,2%
Steuerquote	40,6%	150,4%	32,0%	32,0%	32,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	2,5%	-4,8%	43,0%	13,3%	11,9%
EBITDA	-35,6%	-35,3%	98,8%	56,7%	30,0%
EBIT	-49,8%	-60,4%	>100%	95,7%	33,9%
EBT	-58,3%	-88,9%	>100%	>100%	37,3%
Nettogewinn (ber.)	-61,1%	---	---	67,8%	51,8%
EPS	-66,0%	---	---	67,8%	51,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Bastei Lübbe AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Langfristige Vermögensgegenstände	61	67	68	69	74
Sachanlagen	3	3	3	3	3
Immaterielle Vermögenswerte	27	32	11	14	17
Finanzielle Vermögenswerte	4	1	24	25	26
sonstige langfristige Vermögenswerte	27	30	30	27	28
Kurzfristige Vermögensgegenstände	57	45	75	77	78
Vorräte	20	20	30	32	33
Forderungen aus Lieferung und Leistung	17	18	25	26	26
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6	6	17	18	19
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	14	1	3	1	0
Summe Aktiva	117	112	143	146	152
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	53	50	53	57	64
Eigenkapital (vor Dritten)	51	47	50	54	61
Minderheitenanteile	3	3	3	3	3
Langfristiges Fremdkapital	35	5	55	50	45
Rückstellungen für Pensionen	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	0	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	30	0	50	45	40
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5	5	5	5	5
Kurzfristiges Fremdkapital	29	57	35	39	43
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4	35	5	7	9
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	6	7	8	9	10
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	12	12	18	19	20
Sonstige Verbindlichkeiten	6	4	4	4	4
Summe Passiva	117	112	143	146	152

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Bastei Lübbe AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Langfristige Vermögensgegenstände	51,8%	59,6%	47,5%	47,2%	48,4%
Sachanlagen	2,9%	2,9%	2,1%	1,9%	1,7%
Immaterielle Vermögenswerte	22,7%	28,7%	7,7%	9,6%	11,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	48,2%	40,4%	52,5%	52,8%	51,6%
Vorräte	16,8%	18,2%	21,0%	21,9%	21,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	14,4%	16,3%	17,5%	17,8%	17,1%
Flüssige Mittel	11,7%	0,5%	2,2%	0,7%	0,3%
Passiva					
Eigenkapital	45,6%	44,4%	37,0%	38,9%	42,0%
Langfristiges Fremdkapital	29,9%	4,3%	38,5%	34,4%	29,7%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	25,3%	0,0%	34,9%	30,9%	26,3%
Kurzfristiges Fremdkapital	24,5%	51,3%	24,4%	26,7%	28,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,6%	31,1%	3,5%	4,8%	5,9%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	10,5%	10,7%	12,6%	13,0%	13,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BAUER Aktiengesellschaft

Erwartungen reduziert

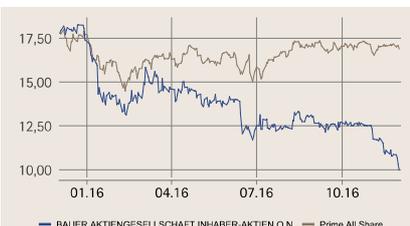
06.12.2016

Halten (Halten)
13,00 EUR (13,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 9,98 EUR
 Bloomberg: B5A GY WKN: 516810
 Branche Bauindustrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	18,25 EUR
52 Wochen Tief	9,98 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-38,1%
1 Monat	-20,2%
12 Monate	-37,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	961,9
Marktkapital. (Mio. EUR)	171,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	17,1
Streubesitz	51,8%

Nächster Termin

Jahreszahlen	13.04.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	-27,5%
2017e	---	---	-18,7%
2018e	---	---	-15,7%

Analyst

Marc Gabriel, CIA, CEFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-313
 marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres lag die BAUER Gruppe hinter den Erwartungen zurück und musste ihre Prognose korrigieren. Bis zur Vorlage der Bilanz für 2016 fehlt uns ein entscheidender Katalysator für eine deutlichere Aufwärtsbewegung der Aktie.

INVESTMENT CASE

Mit seinen drei Segmenten Bau, Maschinen und Resources und dem breit diversifizierten Geschäftsmodell ist der Konzern mit über 110 Tochterunternehmen in rund 70 Ländern der Welt tätig. Die Gesamtkonzernleistung lag Ende September um 4,1% (1.146,3 Mio. €) unter dem Vorjahr (1.194,9 Mio. €). Das EBIT verbesserte sich um 4,4 % von 36,4 Mio. € auf 38,0 Mio. €; für 2016 werden jetzt 65 Mio. € erwartet. Die schwächeren Geschäftszahlen sind im Wesentlichen auf das Segment Bau (9M/16 Leistung: -8,5% auf 516 Mio. €, EBIT +1,7% auf 12,6 Mio. €) zurückzuführen. Zum einen waren bei Tochterfirmen im Ausland finanzielle Belastungen durch Auftragslücken entstanden. Zum anderen verzögerten sich einige Großprojekte, was die erwartete Leistung negativ beeinflusste. Im Segment Maschinen reduzierte sich die Gesamtkonzernleistung um 6,2 % von 496,6 Mio. € auf 465,7 Mio. €. Das EBIT lag mit 22,8 Mio. € um 7,3 % unter dem Vorjahr (24,6 Mio. €), wobei das Vorjahresquartal einen Sondereffekt durch den Verkauf von 50% der Anteile und die Neubewertung der verbliebenen 40% der Anteile an der SPANTEC Spann- & Ankertechnik GmbH enthielt. Das Segment Resources wies ein EBIT von 3,4 Mio. € aus, jedoch dürfte das GJ-EBIT bestenfalls den Break-even erreichen.

KATALYSATOREN

- Bis zur Bilanzvorlage am 13.04.2017 erwarten wir keine wesentlichen Treiber
- Der Auftragsbestand blieb stabil bei knapp über 1 Mrd. € - nahe des Rekordwertes

BEWERTUNG

Unser Kursziel von 13 € resultiert aus einem Mix aus DCF- und Peer-Group-Modell.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.376	1.379	1.395	1.437	1.480
EBIT	76,4	90,7	64,6	70,0	75,0
EBIT-Marge	5,6%	6,6%	4,6%	4,9%	5,1%
Nettofinanzverbind.	642,7	648,5	666,2	648,7	643,0
Freier Cash-flow	67,9	-5,0	-15,2	20,1	10,0
EPS (in EUR)	0,85	1,73	0,57	0,94	1,17
DPS (in EUR)	0,15	0,15	0,15	0,25	0,30
Dividendenrendite	1,1%	0,9%	1,5%	2,5%	3,0%
EV/Umsatz	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBIT	13,2	11,8	14,9	13,5	12,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	15,8	10,0	17,4	10,6	8,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Geschäftsmodell mit drei zukunftsorientierten Segmenten und gutem Synergiepotenzial
- Weltmarktführer bei der Gründung von Bauwerken und Staudammuntergrundabdichtung
- Weltweit hoher Bedarf an Infrastrukturbaumaßnahmen (Neubau und Sanierung)
- Breite Diversifizierung durch weltweit jährlich rund 600 Bauprojekte (0,1 bis 70 Mio. € Volumen)

MANAGEMENT

- Thomas Bauer (CEO)
- Hartmut Beutler (CFO)
- Heinz Kaltenecker (until end of 2016)
- Peter Hingott

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- EBIT 2016: rund 65 Mio. € - Nettogewinn vor Dritten: 10-15 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 13.04.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	5,0%	5,9%	6,9%	6,8%	6,6%
Capex/Abschreibungen	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0
ROCE	6,3%	7,2%	5,1%	5,5%	5,9%
Free Cash-flow-Rendite	29,7%	-1,7%	-7,2%	9,5%	4,7%
Eigenkapitalquote	26,6%	27,2%	27,2%	27,6%	28,2%
Nettofinanzverbind./EK	153%	144%	145%	137%	132%
Nettoverschuld./EBITDA	3,8	3,5	4,1	3,9	3,7
Zinsdeckung	1,7	2,2	1,4	1,7	1,9

Schwächen/Risiken

- Ausgebaute Produktionskapazitäten im Maschinenbau noch nicht voll ausgelastet
- Im Maschinenbausegment führt steigender Wettbewerb zu erhöhtem Margendruck
- BAUER verfehlte in den letzten Jahren oftmals seine Ergebnisprognosen
- Projektverzögerungen und Restrukturierungskosten belasteten die Vorjahre.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Bauer AG erzielt ihre Umsätze derzeit im Wesentlichen im Tiefbau sowie in der Konstruktion und Herstellung von Maschinen und Geräten für den Spezialtiefbau und die Exploration von Bodenschätzen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Familie Bauer	48,2
Norges Bank Investment Management	2,9
Dimensional Fund Advisors L	2,3

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.395	1.437	1.480
Konsensus	1.395	1.456	1.509
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	64,6	70,0	75,0
Konsensus	64,3	76,3	87,0
EPS (EUR)			
BHL	0,57	0,94	1,17
Konsensus	0,87	1,40	1,68

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

BAUER Aktiengesellschaft – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.376	1.379	1.395	1.437	1.480
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	41,3	51,7	51,7	44,7	46,7
Gesamtumsatz	1.417	1.431	1.446	1.481	1.526
Materialaufwand	-749,2	-752,5	-754,8	-768,5	-799,0
Personalaufwand	-355,3	-376,1	-387,4	-399,0	-411,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-141,5	-117,0	-143,5	-145,5	-143,2
EBITDA	171,0	185,1	160,8	168,2	173,2
Abschreibungen	94,6	94,3	96,2	98,1	98,1
EBITA	76,4	90,7	64,6	70,0	75,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	76,4	90,7	64,6	70,0	75,0
Finanzergebnis	-38,6	-34,3	-41,7	-39,2	-38,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	37,8	56,4	22,9	30,9	37,1
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	37,8	56,4	22,9	30,9	37,1
Steuern	-22,1	-27,4	-10,1	-11,7	-14,1
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	15,7	29,0	12,8	19,1	23,0
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-1,2	0,7	-3,0	-3,0	-3,0
Nettogewinn (ber.)	14,5	29,7	9,8	16,1	20,0
Anzahl der Aktien	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
EPS	0,85	1,73	0,57	0,94	1,17

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	45,5%	45,4%	45,9%	46,5%	46,0%
EBITDA-Marge	12,4%	13,4%	11,5%	11,7%	11,7%
EBITA-Marge	5,6%	6,6%	4,6%	4,9%	5,1%
EBIT-Marge	5,6%	6,6%	4,6%	4,9%	5,1%
EBT-Marge	2,7%	4,1%	1,6%	2,1%	2,5%
Nettoumsatzrendite	1,1%	2,2%	0,7%	1,1%	1,3%
Steuerquote	58,4%	48,6%	44,0%	38,0%	38,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-1,9%	0,2%	1,1%	3,0%	3,0%
EBITDA	37,9%	8,2%	-13,1%	4,6%	3,0%
EBIT	>100%	18,7%	-28,8%	8,5%	7,1%
EBT	---	49,2%	-59,4%	34,8%	20,0%
Nettogewinn (ber.)	---	>100%	-66,9%	64,3%	23,7%
EPS	---	>100%	-66,9%	64,3%	23,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BAUER Aktiengesellschaft – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	594,8	618,2	618,2	618,2	618,2
Sachanlagen	446,9	404,4	404,4	404,4	404,4
Immaterielle Vermögenswerte	34,4	27,5	27,5	27,5	27,5
Finanzielle Vermögenswerte	74,9	136,2	136,2	136,2	136,2
sonstige langfristige Vermögenswerte	38,5	50,3	50,3	50,3	50,3
Kurzfristige Vermögensgegenstände	980,3	1.039	1.066	1.093	1.109
Vorräte	439,2	444,6	474,6	489,6	504,6
Forderungen aus Lieferung und Leistung	443,6	473,4	498,4	493,4	508,4
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	55,7	73,2	73,2	73,2	73,2
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	41,8	47,4	19,7	37,2	22,9
Summe Aktiva	1.575	1.657	1.684	1.712	1.727
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	418,9	451,2	458,5	472,0	487,7
Eigenkapital (vor Dritten)	399,3	438,8	446,1	459,7	475,4
Minderheitenanteile	19,6	12,4	12,4	12,4	12,4
Langfristiges Fremdkapital	523,3	533,9	523,9	523,9	523,9
Rückstellungen für Pensionen	116,4	112,3	112,3	112,3	112,3
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	390,9	389,3	379,3	379,3	379,3
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	16,0	32,3	32,3	32,3	32,3
Kurzfristiges Fremdkapital	632,9	671,8	701,8	715,8	715,8
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	293,6	306,6	306,6	306,6	286,6
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	27,3	35,3	35,3	35,3	35,3
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	217,7	185,0	215,0	229,0	249,0
Sonstige Verbindlichkeiten	94,3	144,9	144,9	144,9	144,9
Summe Passiva	1.575	1.657	1.684	1.712	1.727

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BAUER Aktiengesellschaft – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	37,8%	37,3%	36,7%	36,1%	35,8%
Sachanlagen	28,4%	24,4%	24,0%	23,6%	23,4%
Immaterielle Vermögenswerte	2,2%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	62,2%	62,7%	63,3%	63,9%	64,2%
Vorräte	27,9%	26,8%	28,2%	28,6%	29,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	28,2%	28,6%	29,6%	28,8%	29,4%
Flüssige Mittel	2,7%	2,9%	1,2%	2,2%	1,3%
Passiva					
Eigenkapital	26,6%	27,2%	27,2%	27,6%	28,2%
Langfristiges Fremdkapital	33,2%	32,2%	31,1%	30,6%	30,3%
Rückstellungen für Pensionen	7,4%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	24,8%	23,5%	22,5%	22,2%	22,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	40,2%	40,5%	41,7%	41,8%	41,4%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	18,6%	18,5%	18,2%	17,9%	16,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	13,8%	11,2%	12,8%	13,4%	14,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BayWa AG

Schwieriges Agrargeschäft

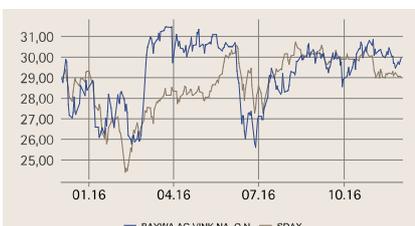
02.12.2016

Halten (Halten)
33,00 EUR (33,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 29,96 EUR
 Bloomberg: BYW6 GY WKN: 519406
 Branche Nahrungsmittel

Kursperformance

52 Wochen Hoch	31,46 EUR
52 Wochen Tief	25,62 EUR
Relativ zu SDAX	
YTD	6,5%
1 Monat	0,7%
12 Monate	2,6%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	4.287
Marktkapital. (Mio. EUR)	1.034
Anzahl der Aktien (Mio.)	34,5
Streubesitz	38,7%

Nächster Termin

Jahreszahlen	30.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Marc Gabriel, CIA, CEFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-313
 marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach Vorlage der Zahlen zum Dreivierteljahr 2016 bestätigen wir unsere Halten-Empfehlung für die BayWa AG und das Kursziel von 33 €. Obwohl auch in diesem Jahr das Schlussquartal wieder das stärkste sein dürfte, erwarten wir ein EBIT im Gesamtjahr von nur 150 Mio. €.

INVESTMENT CASE

BayWa ist in den letzten Jahren durch Akquisitionen im Agrarbereich in die Liga der fünf größten Agrarhändler der Welt aufgestiegen. Allerdings belasten rückläufige Getreidepreise seit drei Jahren die Agrarmärkte, und die Einkommenssituation der Landwirte verschlechtert sich zunehmend. Vor diesem Hintergrund dürfte das Agrar-EBIT im laufenden Geschäftsjahr deutlich hinter den Erwartungen zurückbleiben (9M 2016: Rückgang um 30% auf 45 Mio. €). In diesem Segment konnte bis dato nur der Obsthandel überzeugen (9M EBIT 35,4 Mio. €, +66%), begünstigt durch einen Einmalertrag.

Die Entwicklung im Bereich Energie dagegen ist sehr erfreulich. Zum Dreivierteljahr 2016 konnte der Energiebereich mit einem operativen Ergebnis von 57,7 Mio. € den Löwenanteil zum Konzern-EBIT beisteuern (67,5% von 85,4 Mio. €).

Der Baustoffhandel konnte an die positive Entwicklung der Vorquartale anknüpfen.

KATALYSATOREN

- Bis zur Bilanzvorlage für 2016 am 30.03.2017 in München erwarten wir keine wesentlichen Treiber.
- Ein Anstieg der Getreidepreise dürfte sich tendenziell positiv auf den Aktienkurs auswirken.

BEWERTUNG

Unser Kursziel von 33 € ermitteln wir anhand der Summe der Einzelteile. Dabei veranschlagen wir einen Konglomerats-Abschlag von 5% (nach zuvor 15%).

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	15.202	14.928	15.192	15.444	15.599
EBIT	117,3	150,6	150,0	183,1	199,4
EBIT-Marge	0,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%
Nettofinanzverbind.	1.985	2.288	2.351	2.365	2.331
Freier Cash-flow	-318,2	-124,4	-25,8	22,6	72,6
EPS (in EUR)	1,78	1,39	1,34	2,04	2,22
DPS (in EUR)	0,80	0,85	0,88	0,93	0,95
Dividendenrendite	2,6%	3,0%	2,9%	3,1%	3,2%
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBIT	33,9	27,9	28,6	23,5	21,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,2	20,4	22,4	14,7	13,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Expansion des internationalen Agrargeschäfts mit dem Ziel, bis 2020 40 Mio. t Getreide (CAGR 5%) zu handeln
- Agrartechnik mit starkem Servicegeschäft
- EBIT im erneuerbaren Energiebereich seit 2010 verdreifacht.
- Erneuerbarer Energiebereich war zuletzt der Ergebnistreiber.

MANAGEMENT

- Prof. Klaus-Josef Lutz (CEO)
- Andreas Helber (CFO)
- Matthias Taft
- Roland Schuler
- Reinhard Wolf

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: operatives EBIT des Vorjahres nur schwer erreichbar (9M Report)

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 30.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	1,1%	1,2%	1,0%	0,8%	0,8%
Capex/Abschreibungen	1,3	1,3	1,1	1,0	1,0
ROCE	3,1%	3,7%	3,6%	4,3%	4,6%
Free Cash-flow-Rendite	-30,1%	-12,5%	-2,5%	2,2%	7,0%
Eigenkapitalquote	18,6%	17,8%	18,0%	18,4%	19,0%
Nettofinanzverbind./EK	189%	213%	215%	209%	198%
Nettoverschuld./EBITDA	8,1	8,2	8,4	7,8	7,3
Zinsdeckung	1,5	2,0	1,8	2,5	2,7

Schwächen/Risiken

- Ergebnisentwicklung im Agrarbereich geprägt von volatilen Märkten
- Seit Jahren schrumpfender Heizölabsatz
- Baustoffbereich bleibt im Portfolio
- Untersuchungen der Kartellbehörden bezüglich Preisabsprachen u.a. bei Agrartechnik und Pflanzenschutz.

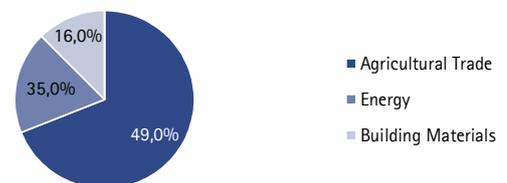
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die BayWa AG ist ein internationales Handels- und Dienstleistungsunternehmen mit Aktivitäten in drei Kernsegmenten: Agrar, Bau und Energie. Als größtes Segment des Unternehmens vertreibt der Agrarbereich Agrarprodukte und Rohstoffe. Die Energiesparte vermarktet fossile Brennstoffe und baut und betreibt zudem Anlagen zur Nutzung erneuerbarer Energien. Im Baugsegment werden vorwiegend Baustoffe vertrieben. Das Unternehmen wurde 1923 gegründet und hat seinen Hauptsitz in München.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Bayerische Raiffeisen-Beteiligungs-AG	36,5
Leipnik-Lundenburger Invest Beteiligungs AG	25,6
Dimensional Fund Advisors LP	1,4

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	15.192	15.444	15.599
Konsensus	15.390	15.777	16.128
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	150,0	183,1	199,4
Konsensus	168,3	211,2	198,0
EPS (EUR)			
BHL	1,34	2,04	2,22
Konsensus	1,54	2,42	2,31

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

BayWa AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	15.202	14.928	15.192	15.444	15.599
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	-37,8	90,5	42,0	45,0	45,0
Gesamtumsatz	15.164	15.019	15.234	15.489	15.644
Materialaufwand	-13.817	-13.575	-13.868	-14.094	-14.223
Personalaufwand	-793,1	-825,2	-839,2	-853,2	-861,7
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-309,1	-337,5	-246,2	-239,2	-239,9
EBITDA	245,0	280,7	280,1	303,1	319,4
Abschreibungen	127,7	130,2	130,1	120,0	120,0
EBITA	117,3	150,6	150,0	183,1	199,4
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	117,3	150,6	150,0	183,1	199,4
Finanzergebnis	-36,8	-62,5	-62,0	-51,1	-51,5
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	80,4	88,1	88,0	132,0	147,9
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	80,4	88,1	88,0	132,0	147,9
Steuern	0,3	-26,5	-22,0	-38,3	-45,9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	80,7	61,6	66,0	93,7	102,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-19,3	-13,4	-19,8	-23,4	-25,5
Nettogewinn (ber.)	61,4	48,2	46,2	70,3	76,6
Anzahl der Aktien	34,5	34,7	34,5	34,5	34,5
EPS	1,78	1,39	1,34	2,04	2,22

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	9,1%	9,1%	8,7%	8,7%	8,8%
EBITDA-Marge	1,6%	1,9%	1,8%	2,0%	2,0%
EBITA-Marge	0,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%
EBIT-Marge	0,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%
EBT-Marge	0,5%	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%
Nettoumsatzrendite	0,4%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%
Steuerquote	-0,3%	30,0%	25,0%	29,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-4,7%	-1,8%	1,8%	1,7%	1,0%
EBITDA	-13,0%	14,6%	-0,2%	8,2%	5,4%
EBIT	-14,7%	28,4%	-0,4%	22,1%	8,9%
EBT	7,1%	9,5%	0,0%	50,0%	12,1%
Nettogewinn (ber.)	96,6%	-21,5%	-4,1%	52,1%	8,9%
EPS	96,6%	-21,9%	-3,7%	52,1%	8,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BayWa AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	2.262	2.287	2.302	2.300	2.298
Sachanlagen	1.397	1.420	1.435	1.435	1.435
Immaterielle Vermögenswerte	148,1	166,8	168,1	168,1	168,1
Finanzielle Vermögenswerte	450,8	428,0	428,0	428,0	428,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	266,2	272,6	270,8	269,1	267,4
Kurzfristige Vermögensgegenstände	3.390	3.749	3.767	3.861	3.910
Vorräte	1.986	2.142	2.163	2.206	2.206
Forderungen aus Lieferung und Leistung	1.084	1.255	1.267	1.275	1.283
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	190,6	258,9	258,9	258,9	258,9
Wertpapiere	20,6	9,8	9,8	9,8	9,8
Flüssige Mittel	108,4	84,5	68,5	111,3	152,2
Summe Aktiva	5.652	6.037	6.069	6.161	6.208
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	1.050	1.076	1.093	1.133	1.177
Eigenkapital (vor Dritten)	786,5	809,7	826,4	866,6	911,2
Minderheitenanteile	263,9	266,2	266,2	266,2	266,2
Langfristiges Fremdkapital	2.147	2.221	2.205	2.212	2.219
Rückstellungen für Pensionen	666,9	655,3	635,6	638,6	641,6
Sonstige Rückstellungen	83,1	82,6	82,6	82,6	82,6
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	946,5	1.068	1.079	1.090	1.101
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	450,8	415,1	408,0	401,1	394,3
Kurzfristiges Fremdkapital	2.454	2.739	2.771	2.816	2.811
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1.167	1.314	1.350	1.397	1.393
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	171,2	175,9	176,8	177,7	178,6
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	745,0	792,2	800,1	810,1	820,3
Sonstige Verbindlichkeiten	370,9	457,0	444,3	432,0	420,0
Summe Passiva	5.652	6.037	6.069	6.161	6.208

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

BayWa AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	40,0%	37,9%	37,9%	37,3%	37,0%
Sachanlagen	24,7%	23,5%	23,6%	23,3%	23,1%
Immaterielle Vermögenswerte	2,6%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	60,0%	62,1%	62,1%	62,7%	63,0%
Vorräte	35,1%	35,5%	35,6%	35,8%	35,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	19,2%	20,8%	20,9%	20,7%	20,7%
Flüssige Mittel	1,9%	1,4%	1,1%	1,8%	2,5%
Passiva					
Eigenkapital	18,6%	17,8%	18,0%	18,4%	19,0%
Langfristiges Fremdkapital	38,0%	36,8%	36,3%	35,9%	35,7%
Rückstellungen für Pensionen	11,8%	10,9%	10,5%	10,4%	10,3%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	16,7%	17,7%	17,8%	17,7%	17,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	43,4%	45,4%	45,7%	45,7%	45,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	20,7%	21,8%	22,2%	22,7%	22,4%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	13,2%	13,1%	13,2%	13,1%	13,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA

Strukturelle Verbesserungen

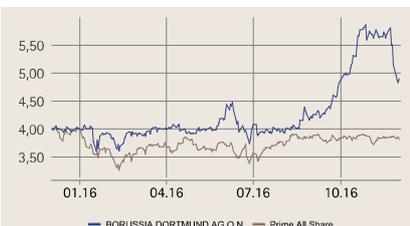
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
7,00 EUR (5,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 4,90 EUR
Bloomberg: BVB GY WKN: 549309
Branche Medien

Kursperformance

52 Wochen Hoch 5,86 EUR
52 Wochen Tief 3,61 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 26,7%
1 Monat -15,1%
12 Monate 30,0%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 418,1
Marktkapital. (Mio. EUR) 450,8
Anzahl der Aktien (Mio.) 92,0
Streubesitz 60,8%

Nächster Termin

- -

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015/16	---	---	---
2016/17e	22,2%	15,7%	12,2%
2017/18e	18,1%	21,3%	21,2%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Die BVB-Aktie hat sich in den letzten Wochen deutlich aufwärts entwickelt und reflektiert damit die anhaltenden strukturellen Verbesserungen. Bislang hatten wir in unserem Kursziel einen Risikoabschlag von 25% auf den fairen Wert berücksichtigt, der uns heute nicht mehr gerechtfertigt scheint. Wir erhöhen unser Kursziel von 5,00 € auf 7,00 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

INVESTMENT CASE

Aufwärtspotenzial erkennen wir in einem nachhaltigen sportlichen Erfolg und den daraus resultierenden zusätzlichen Vermarktungserlösen. Hier ist insbesondere die zu erwartende massive Steigerung aus der Vermarktung der nationalen und internationalen Fernsehrechte zu nennen. Allein damit rechnen wir in diesem Jahr mit einer Steigerung der Erlöse von 83 Mio. € auf 108 Mio. €.

Zusätzliche Chancen für die Erlösentwicklung sehen wir auch in der Transferpolitik, junge talentierte Spieler zu verpflichten und/oder zu entwickeln. Daraus ergibt sich u. E. erhebliches Upside-Potenzial für die Spielerwerte. Zu nennen sind hier z. B. Felix Passlack (18), Christian Pulisic (18), Ousmane Dembélé (19) etc.

Aus Investorensicht ist auch zu beachten, dass das Risikomanagement, d. h. wirtschaftliche Risiken zu vermeiden bzw. überschaubar zu halten, im Unternehmen weiterhin höchste Priorität genießt.

KATALYSATOREN

Mit dem Erreichen der dritten Runde im DFB-Pokal und auch der aktuellen Platzierung in der Meisterschaft sind u. E. die besten Voraussetzungen für den Verbleib in der Champions League im kommenden Jahr gegeben. Und auch in der laufenden Champions League wird der BVB überwintern.

BEWERTUNG

Mit unserem Kursziel von 7,00 € berücksichtigen wir den adjustierten Wert des Spielerkaders sowie den Markenwert.

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Umsatz	260,7	276,0	376,3	340,0	345,0
EBIT	18,5	13,2	36,4	19,1	22,5
EBIT-Marge	7,1%	4,8%	9,7%	5,6%	6,5%
Nettofinanzverbind.	43,3	-32,1	-32,7	6,8	-0,6
Freier Cash-flow	17,6	-55,5	6,1	-36,8	12,9
EPS (in EUR)	0,19	0,06	0,32	0,13	0,16
DPS (in EUR)	0,10	0,05	0,06	0,06	0,06
Dividendenrendite	3,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EV/Umsatz	1,4	1,2	1,1	1,3	1,3
EV/EBIT	19,2	25,7	11,5	23,9	20,0
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,8	66,9	15,3	36,8	30,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Sportlicher Erfolg hat Hebelwirkung auf die Erlösstruktur
- Kontinuität in sportlicher und betriebswirtschaftlicher Leitung
- Verbesserung der Infrastruktur

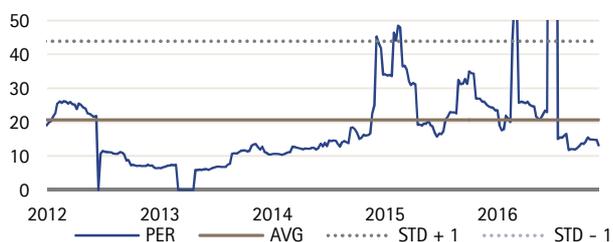
MANAGEMENT

- Hans-Joachim Watzke (CEO)
- Thomas Tress (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016/17: Umsätze von 285 Mio. €
- 2016/17: EBIT im unteren einstelligen Millionenbereich
- 2016/17: Abschreibungen in Höhe von 61 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: - -

WICHTIGE KENNZAHLEN

	13/14	14/15	15/16	16/17e	17/18e
FtE/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	4,2%	3,8%	2,6%	34,5%	18,6%
Capex/Abschreibungen	0,4	0,2	0,2	1,9	1,0
ROCE	8,9%	4,3%	11,1%	5,7%	6,5%
Free Cash-flow-Rendite	6,0%	-17,9%	1,6%	-	-
Eigenkapitalquote	49,7%	74,0%	72,9%	70,9%	71,5%
Nettofinanzverbind./EK	30%	-11%	-11%	2%	0%
Nettoverschuld./EBITDA	0,9	-0,6	-0,4	0,1	0,0
Zinsdeckung	4,5	1,8	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Herausforderung, sportliche und finanzielle Ziele zu vereinbaren
- Vermarktung vor allem in Asien noch zu verbessern
- Fehlende Planbarkeit des sportlichen Erfolgs
- Verletzungen und Formschwächen nicht kalkulierbar

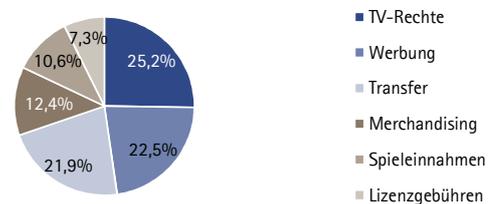
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die 1909 gegründete Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt einen Profifußballclub. Den Hauptteil seiner Umsätze erzielt Borussia Dortmund mit dem Spielbetrieb, der Vermarktung von Fernsehrechten, Werbung, Merchandising sowie Transfers.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2018: Umsatz von 300 Mio. €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Evonik	14,8
Bernd Geske	8,8
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,5

BHL VS. KONSENSUS

	15/16	16/17e	17/18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	376,3	340,0	345,0
Konsensus	341,6	354,7	412,3
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	36,4	19,1	22,5
Konsensus	36,4	18,1	40,0
EPS (EUR)			
BHL	0,32	0,13	0,16
Konsensus	0,17	0,13	0,32

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Umsatz	260,7	276,0	376,3	340,0	345,0
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	260,7	276,0	376,3	340,0	345,0
Materialaufwand	-20,3	-20,7	-25,7	-23,4	-24,0
Personalaufwand	-107,8	-117,9	-140,2	-140,0	-140,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-83,5	-81,8	-123,7	-96,5	-96,5
EBITDA	49,1	55,6	86,7	80,1	84,5
Abschreibungen	30,7	42,4	50,2	61,0	62,0
EBITA	18,5	13,2	36,4	19,1	22,5
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	18,5	13,2	36,4	19,1	22,5
Finanzergebnis	-3,9	-7,2	-2,1	-1,4	-0,9
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	14,6	6,0	34,3	17,7	21,6
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,6	6,0	34,3	17,7	21,6
Steuern	-2,6	-0,5	-4,9	-5,5	-6,7
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	12,0	5,5	29,4	12,2	14,9
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	11,7	5,5	29,4	12,2	14,9
Anzahl der Aktien	61,4	92,0	92,0	92,0	92,0
EPS	0,19	0,06	0,32	0,13	0,16

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Bruttomarge	92,2%	92,5%	93,2%	93,1%	93,0%
EBITDA-Marge	18,8%	20,1%	23,0%	23,6%	24,5%
EBITA-Marge	7,1%	4,8%	9,7%	5,6%	6,5%
EBIT-Marge	7,1%	4,8%	9,7%	5,6%	6,5%
EBT-Marge	5,6%	2,2%	9,1%	5,2%	6,3%
Nettoumsatzrendite	4,5%	2,0%	7,8%	3,6%	4,3%
Steuerquote	18,0%	7,8%	14,3%	31,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Umsatz	-14,5%	5,9%	36,3%	-9,6%	1,5%
EBITDA	-43,9%	13,2%	55,9%	-7,6%	5,5%
EBIT	-71,7%	-28,7%	>100%	-47,5%	17,8%
EBT	-75,7%	-58,9%	>100%	-48,3%	22,0%
Nettogewinn (ber.)	-77,1%	-52,6%	>100%	-58,4%	22,0%
EPS	-77,1%	-68,3%	>100%	-58,4%	22,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	249,5	289,5	302,8	359,1	361,1
Sachanlagen	184,5	189,5	188,4	190,0	192,0
Immaterielle Vermögenswerte	61,6	96,3	65,3	120,0	120,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1
sonstige langfristige Vermögenswerte	3,3	3,2	49,0	49,0	49,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	42,8	97,0	121,8	87,2	94,6
Vorräte	5,9	9,4	10,2	12,0	12,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	14,9	29,7	51,1	50,0	50,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	4,1	4,2	8,8	12,0	12,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	17,9	53,7	51,7	13,2	20,6
Summe Aktiva	292,3	386,5	424,5	446,3	455,7
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	145,2	286,1	309,5	316,3	325,7
Eigenkapital (vor Dritten)	144,9	285,8	309,5	316,3	325,7
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	76,0	38,8	36,2	40,0	40,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	52,3	21,6	19,0	20,0	20,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	23,8	17,2	17,2	20,0	20,0
Kurzfristiges Fremdkapital	71,0	61,6	78,8	90,0	90,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	18,1	22,8	14,6	25,0	25,0
Sonstige Verbindlichkeiten	44,0	38,8	62,8	65,0	65,0
Summe Passiva	292,3	386,5	424,5	446,3	455,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – Bilanzstruktur

Aktiva	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	85,4%	74,9%	71,3%	80,5%	79,2%
Sachanlagen	63,1%	49,0%	44,4%	42,6%	42,1%
Immaterielle Vermögenswerte	21,1%	24,9%	15,4%	26,9%	26,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	14,6%	25,1%	28,7%	19,5%	20,8%
Vorräte	2,0%	2,4%	2,4%	2,7%	2,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	5,1%	7,7%	12,0%	11,2%	11,0%
Flüssige Mittel	6,1%	13,9%	12,2%	3,0%	4,5%
Passiva					
Eigenkapital	49,7%	74,0%	72,9%	70,9%	71,5%
Langfristiges Fremdkapital	26,0%	10,0%	8,5%	9,0%	8,8%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	17,9%	5,6%	4,5%	4,5%	4,4%
Kurzfristiges Fremdkapital	24,3%	15,9%	18,6%	20,2%	19,8%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6,2%	5,9%	3,4%	5,6%	5,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Capital Stage AG

Größer und verbessert

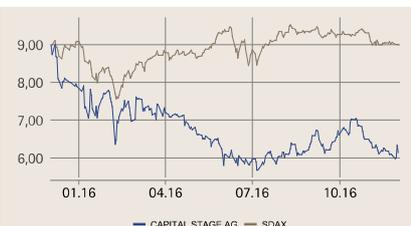
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
9,00 EUR (9,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 6,15 EUR
Bloomberg: CAP GY WKN: 609500
Branche Finanz-DL

Kursperformance

52 Wochen Hoch	9,00 EUR
52 Wochen Tief	5,68 EUR
Relativ zu	SDAX
YTD	-21,1%
1 Monat	-3,0%
12 Monate	-30,8%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	1.986
Marktkapital. (Mio. EUR)	777
Anzahl der Aktien (Mio.)	126
Streubesitz	70,1%

Nächster Termin

Jahreszahlen	31.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Die Übernahme von Chorus Clean Energy war u. E. trotz der Verwässerung wertschaffend für die Aktionäre. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für Capital Stage mit einem Kursziel von 9,00 €. Die Aktie ist im Zuge der US-Wahlen unter Druck geraten, weil der künftige Präsident Donald Trump angekündigt hat, nicht mehr oder weniger auf erneuerbare Energien zu setzen. Allerdings hat Capital Stage kein US-Exposure, sodass die Verallgemeinerung u. E. nicht gerechtfertigt ist.

INVESTMENT CASE

Das Geschäftsmodell der Capital Stage sorgt für stabile und gut kalkulierbare Cash-flows. Zudem halten wir die Übernahme von Chorus aus den folgenden Gründen für wertschaffend:

- Komplementäres Profil von Energiequellen
- Durch die neue Größe sollte es mehr M&A-Möglichkeiten geben
- Synergien auf der Kostenseite und bei der Finanzierung

Darüber hinaus dürfte sich auch das Kapitalmarktpprofil der neuen Capital Stage verbessern, denn die Gruppe ist nun einer der größten gelisteten Solar- und Windparkbetreiber in Europa. Zudem sollte sich die Börsenliquidität spürbar verbessern und so auch neue Investoren anziehen.

KATALYSATOREN

Wir erwarten, dass die Gesellschaft in den nächsten Wochen die Synergieeffekte aus der Übernahme von Chorus quantifizieren wird. Da diese u. E. im aktuellen Konsens noch nicht enthalten sind, erkennen wir Aufwärtspotenzial bei den Schätzungen.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung von Capital Stage basiert auf einem modifizierten DCF-Modell. In unseren Annahmen unterstellen wir keine weiteren Akquisitionen, sodass unser Zielkurs den Wert der Cash-flows des aktuellen Portfolios reflektiert. Gleichwohl sehen wir eine gut gefüllte M&A-Pipeline, sodass Akquisitionen zu einer systematischen Anhebung des Kursziels führen sollten.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	72	113	147	255	257
EBIT	51	53	43	92	94
EBIT-Marge	71,4%	46,6%	29,0%	36,2%	36,7%
Nettofinanzverbind.	509	821	1.189	1.080	966
Freier Cash-flow	-38	-12	-362	127	143
EPS (in EUR)	0,35	0,25	0,00	0,25	0,28
DPS (in EUR)	0,15	0,18	0,20	0,23	0,26
Dividendenrendite	3,1%	2,3%	3,3%	3,7%	4,2%
EV/Umsatz	12,0	12,6	13,5	7,4	6,9
EV/EBIT	16,8	27,0	46,5	20,3	18,7
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,6	31,4	5.776,4	25,1	21,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Risikoarmes Geschäftsmodell
- Neue Projekte z. B. in UK verbessern die regionale Diversifikation
- Konzentration auf Investitionen in "sicheren" Ländern
- Chancen durch neue Finanzierungsalternativen
- Gut gefüllte Akquisitions-Pipeline

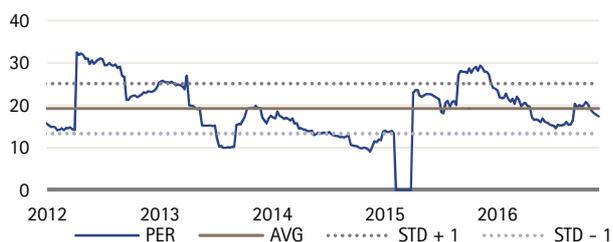
MANAGEMENT

- Prof. Dr. Klaus-Dieter Maubach (CEO) bis 31.12.2016
- Dr. Christoph Husmann (CFO)
- Holger Götze (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatzzuwachs auf mehr als 140 Mio. €
- 2016: Anstieg des operativen EBITDA auf mehr als 104 Mio. €
- 2016: Anstieg des operativen Cash-flows auf mehr als 98 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 31.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
FtE/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	49,6%	21,9%	312,3%	0,0%	0,0%
Capex/Abschreibungen	1,0	0,5	6,6	0,0	0,0
ROCE	5,9%	4,4%	2,2%	4,9%	5,3%
Free Cash-flow-Rendite	-11,0%	-2,0%	-60,3%	14,9%	16,8%
Eigenkapitalquote	24,7%	19,8%	24,7%	26,2%	27,8%
Nettofinanzverbind./EK	209%	314%	228%	202%	178%
Nettoverschuld./EBITDA	5,9	8,2	10,6	5,4	4,8
Zinsdeckung	2,2	1,5	1,1	1,7	1,9

Schwächen/Risiken

- Abhängigkeit von nationalen Programmen zur Förderung Erneuerbarer Energien
- Risiko der Kapitalbeschaffung bei der Projektfinanzierung
- Technische Risiken und Leistungsminderungen

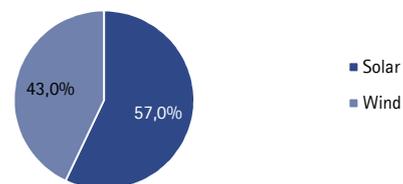
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Capital Stage AG investiert in Solar- und Windparks und ist Deutschlands größter Solarparkbetreiber.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

AMCO Service GmbH (Fam. Büll)	13,1
Dr. Liedtke WV	6,8
Peter Heidecker	5,5

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	147	255	257
Konsensus	146	171	222
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	43	92	94
Konsensus	71	80	86
EPS (EUR)			
BHL	0,00	0,25	0,28
Konsensus	0,37	0,42	0,50

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Capital Stage AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	72	113	147	255	257
Aktivierete Eigenleistungen/Bestandsänderung	0	0	0	0	0
Gesamtumsatz	72	113	147	255	257
Materialaufwand	-1	-1	-1	-2	-2
Personalaufwand	-4	-6	-8	-11	-11
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	19	-6	-27	-42	-43
EBITDA	86	100	112	200	202
Abschreibungen	35	48	69	107	107
EBITA	51	53	43	92	94
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	51	53	43	92	94
Finanzergebnis	-22	-33	-38	-52	-48
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	29	19	5	40	46
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	29	19	5	40	46
Steuern	2	0	-4	-8	-9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	31	19	1	33	38
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	-5	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	-1	-1	-1	-2	-2
Nettogewinn (ber.)	26	19	0	31	36
Anzahl der Aktien	72	75	89	126	126
EPS	0,35	0,25	0,00	0,25	0,28

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%
EBITDA-Marge	119,5%	89,0%	75,9%	78,3%	78,4%
EBITA-Marge	71,4%	46,6%	29,0%	36,2%	36,7%
EBIT-Marge	71,4%	46,6%	29,0%	36,2%	36,7%
EBT-Marge	40,4%	17,2%	3,4%	15,9%	18,0%
Nettoumsatzrendite	35,4%	16,6%	0,1%	12,2%	14,0%
Steuerquote	-6,9%	0,3%	87,4%	19,6%	19,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	26,6%	56,4%	30,7%	73,0%	1,0%
EBITDA	71,0%	16,6%	11,5%	78,3%	1,1%
EBIT	62,6%	2,1%	-18,8%	>100%	2,3%
EBT	83,9%	-33,4%	-74,3%	>100%	14,5%
Nettogewinn (ber.)	81,8%	-26,6%	-99,5%	>100%	15,8%
EPS	41,1%	-29,1%	-99,6%	>100%	15,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Capital Stage AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	843	1.173	1.807	1.702	1.595
Sachanlagen	676	958	1.397	1.311	1.226
Immaterielle Vermögenswerte	148	184	352	330	309
Finanzielle Vermögenswerte	0	0	6	9	9
sonstige langfristige Vermögenswerte	20	32	52	52	52
Kurzfristige Vermögensgegenstände	143	145	307	338	360
Vorräte	2	1	2	2	2
Forderungen aus Lieferung und Leistung	9	19	31	38	38
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	13	25	36	44	45
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	119	99	239	255	275
Summe Aktiva	986	1.319	2.114	2.040	1.955
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	243	262	521	535	543
Eigenkapital (vor Dritten)	236	254	501	515	521
Minderheitenanteile	8	8	20	21	21
Langfristiges Fremdkapital	676	965	1.436	1.349	1.263
Rückstellungen für Pensionen	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	6	10	15	15	15
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	585	864	1.324	1.237	1.151
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	85	91	97	97	97
Kurzfristiges Fremdkapital	66	92	157	156	149
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	42	57	104	97	91
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	1	3	5	6	6
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	13	11	18	23	23
Sonstige Verbindlichkeiten	9	21	29	29	29
Summe Passiva	986	1.319	2.114	2.040	1.955

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Capital Stage AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	85,5%	89,0%	85,5%	83,4%	81,6%
Sachanlagen	68,5%	72,7%	66,1%	64,3%	62,7%
Immaterielle Vermögenswerte	15,0%	13,9%	16,7%	16,2%	15,8%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	14,5%	11,0%	14,5%	16,6%	18,4%
Vorräte	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,9%	1,5%	1,4%	1,8%	1,9%
Flüssige Mittel	12,0%	7,5%	11,3%	12,5%	14,1%
Passiva					
Eigenkapital	24,7%	19,8%	24,7%	26,2%	27,8%
Langfristiges Fremdkapital	68,6%	73,2%	67,9%	66,1%	64,6%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	59,4%	65,5%	62,6%	60,6%	58,9%
Kurzfristiges Fremdkapital	6,7%	7,0%	7,4%	7,6%	7,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,3%	4,3%	4,9%	4,8%	4,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,3%	0,8%	0,9%	1,1%	1,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA

CEO-Wechsel mit Rekordergebnis

06.12.2016

Halten (Halten)
77,00 EUR (72,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 79,82 EUR
Bloomberg: CWC GY WKN: 540390
Branche Konsumgüter

Kursperformance

52 Wochen Hoch 90,55 EUR
52 Wochen Tief 47,11 EUR
Relativ zu SDAX
YTD 47,2%
1 Monat -3,8%
12 Monate 45,4%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 557,0
Marktkapital. (Mio. EUR) 568,3
Anzahl der Aktien (Mio.) 7,1
Streubesitz 70,5%

Nächster Termin

Analystenkonferenz 23.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	1,7%	0,0%	0,0%
2017e	1,7%	1,2%	1,5%
2018e	1,7%	5,3%	5,6%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach guten und über unsere bereits optimistischen Erwartungen hinausgehenden Zahlen heben wir unser Kursziel von 72,00 € auf 77,00 €. Aufgrund der aktuellen Bewertung bleiben wir jedoch bei der Anlageempfehlung Halten.

INVESTMENT CASE

CEWE hatte im November mit der Vorlage der 9M-Zahlen wie erwartet die Ergebnis-Guidance nach oben geschraubt. Die Gesellschaft will nun ein EBIT und zwischen 40 und 46 Mio. € erreichen (zuvor: 38-44 Mio. €). Wir fühlen uns angesichts der aktuellen Geschäftsdynamik mit unserer Schätzung von 47 Mio. € unverändert wohl, auch wenn man aufgrund der Skalierbarkeit rechnerisch höhere EBIT-Zahlen rechtfertigen könnte. CEWE betonte zuletzt deutlich, man wolle in Q4 die Marketingausgaben um zusätzlich 3-4 Mio. € steigern, um die Markenbekanntheit weiter zu verbessern. Zudem schloss das Management nicht aus, kleinere Firmenwertabschreibungen vorzunehmen, um der konservativen Bilanzierung Rechnung zu tragen. Gleichwohl glauben wir, dass ein Ergebnis oberhalb der aktuellen Guidance möglich ist, da der langjährige CEO Dr. Rolf Hollander zur Jahresmitte 2017 ausscheiden und sich vermutlich mit erfreulichen 2016er Zahlen verabschieden will. Sein Nachfolger Dr. Christian Friege, der bereits heute den nationalen und internationalen Vertrieb verantwortet, erklärte zuletzt auch, dass die Stärken Marke und Innovation auch in den kommenden Jahren das Geschäft von CEWE bestimmen werden. Den eingeschlagenen Pfad wird man daher vermutlich nicht verlassen.

KATALYSATOREN

90% des Jahresertrags werden in Q4 erwirtschaftet. Kleinere Abweichungen von den hochgesteckten Erwartungen sind als Risikofaktor zu sehen.

BEWERTUNG

Mit einem KGV von 17x liegt die Bewertung oberhalb des langjährigen Mittels von 13,8x, und auch das KBV liegt mit 2,9 über dem langjährigen Durchschnitt von 1,8x.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	523,8	554,2	592,0	609,8	628,1
EBIT	32,6	36,8	47,0	50,5	54,6
EBIT-Marge	6,2%	6,6%	7,9%	8,3%	8,7%
Nettofinanzverbind.	-23,5	-15,0	-33,8	-53,5	-75,7
Freier Cash-flow	28,1	4,4	27,8	32,1	34,9
EPS (in EUR)	3,08	3,24	4,74	4,79	5,19
DPS (in EUR)	1,55	1,60	1,75	1,80	1,85
Dividendenrendite	3,0%	2,9%	2,2%	2,3%	2,3%
EV/Umsatz	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8
EV/EBIT	11,0	10,8	11,9	10,6	9,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,7	16,8	16,9	16,6	15,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Trend zu Mehrwertprodukten
- Vielzahl an Produktvarianten, um Preispotenziale zu heben
- Wachstumschancen im Online-Druck

MANAGEMENT

- Dr. Rolf Hollander (CEO)
- Dr. Olaf Holzkämper (CFO)
- Dr. Christian Friege (Member of the Board)
- Frank Zweigle (Member of the Board)
- Dr. Reiner Fageth (Member of the Board)
- Carsten Heitkamp (Member of the Board)
- Thomas Mehls (Member of the Board)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz zwischen 555 Mio. € und 575 Mio. €
- 2016: EBIT zwischen 40 Mio. € und 46 Mio. €
- 2016: Gewinn je Aktie zwischen 4,00 € und 4,57 €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 23.03.2017 Analystenkonferenz

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,8%	6,9%	7,2%	6,1%	6,1%
Capex/Abschreibungen	1,1	1,0	1,2	1,0	1,0
ROCE	16,3%	17,0%	19,6%	19,3%	19,1%
Free Cash-flow-Rendite	7,8%	1,1%	4,3%	5,0%	5,4%
Eigenkapitalquote	51,1%	52,7%	55,2%	57,7%	60,1%
Nettofinanzverbind./EK	-14%	-8%	-16%	-23%	-30%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Starke Abhängigkeit vom Weihnachtsgeschäft
- Struktur der GuV ändert sich durch Mehrwertprodukte
- Auch der Markt für digitale Bilder schrumpft aktuell

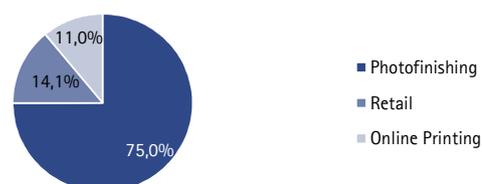
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Cewe Stiftung & Co. KGaA ist Europas Markt- und Technologieführer im Fotofinishing und bietet neben dem klassischen Fotodruck Produkte wie Fotobücher, Geschenkartikel, Kameras und Accessoires an. Das Unternehmen vermarktet seine Produkte sowohl im Einzelhandel als auch via Internet und pflegt mehr als 30.000 Handelspartnerschaften in 24 europäischen Ländern. Zusammen mit dem Unternehmensbereich Cewe Fotowelt, der die Geschäftsfelder Foto-Einzelhandel und Foto-Dienstleistungen umfasst, bilden Cewe-Print.de, Saxoprint und Viaprinto, die Onlinedruckereien von Cewe, den Kern der Dachmarke Cewe best in print.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Erbengemeinschaft Neumüller	27,4
Acadian Asset Management LLC	3,0
Sparinvest	2,4

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	592,0	609,8	628,1
Konsensus	584,9	603,5	621,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	47,0	50,5	54,6
Konsensus	44,5	47,1	51,0
EPS (EUR)			
BHL	4,74	4,79	5,19
Konsensus	4,40	4,53	4,92

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	523,8	554,2	592,0	609,8	628,1
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	1,1	1,3	0,0	1,3	1,3
Gesamtumsatz	524,9	555,4	592,0	611,1	629,4
Materialaufwand	-162,7	-162,2	-173,2	-178,4	-183,8
Personalaufwand	-135,9	-143,7	-153,6	-158,2	-162,9
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-160,3	-174,4	-182,2	-187,0	-190,0
EBITDA	66,0	75,1	83,0	87,5	92,6
Abschreibungen	33,5	38,4	36,0	37,0	38,0
EBITA	32,6	36,8	47,0	50,5	54,6
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	32,6	36,8	47,0	50,5	54,6
Finanzergebnis	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	31,5	36,3	46,6	50,1	54,2
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	31,5	36,3	46,6	50,1	54,2
Steuern	-10,1	-13,6	-13,4	-16,5	-17,9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	21,4	22,7	33,2	33,5	36,3
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,5	0,6	0,6
Nettogewinn (ber.)	21,4	23,1	33,7	34,1	36,9
Anzahl der Aktien	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1
EPS	3,08	3,24	4,74	4,79	5,19

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	68,9%	70,7%	70,7%	70,7%	70,7%
EBITDA-Marge	12,6%	13,6%	14,0%	14,3%	14,8%
EBITA-Marge	6,2%	6,6%	7,9%	8,3%	8,7%
EBIT-Marge	6,2%	6,6%	7,9%	8,3%	8,7%
EBT-Marge	6,0%	6,6%	7,9%	8,2%	8,6%
Nettoumsatzrendite	4,1%	4,2%	5,7%	5,6%	5,9%
Steuerquote	32,0%	37,4%	28,7%	33,0%	33,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-2,3%	5,8%	6,8%	3,0%	3,0%
EBITDA	-1,2%	13,8%	10,5%	5,4%	5,9%
EBIT	12,5%	13,0%	27,8%	7,4%	8,3%
EBT	15,9%	15,2%	28,3%	7,4%	8,4%
Nettogewinn (ber.)	-4,3%	7,8%	46,0%	1,2%	8,2%
EPS	-9,6%	5,4%	46,0%	1,2%	8,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	167,8	182,3	188,8	188,8	188,8
Sachanlagen	102,5	108,6	115,0	115,0	115,0
Immaterielle Vermögenswerte	44,7	54,7	54,7	54,7	54,7
Finanzielle Vermögenswerte	8,2	9,4	9,4	9,4	9,4
sonstige langfristige Vermögenswerte	12,4	9,7	9,7	9,7	9,7
Kurzfristige Vermögensgegenstände	171,9	173,3	190,5	212,2	236,4
Vorräte	48,9	50,7	53,0	55,0	57,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	84,3	90,4	85,0	85,0	85,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	11,0	10,5	11,0	11,0	11,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	27,7	21,7	41,5	61,2	83,4
Summe Aktiva	339,7	355,6	379,3	401,0	425,1
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	173,6	187,2	209,6	231,2	255,4
Eigenkapital (vor Dritten)	173,6	187,6	209,9	231,6	255,7
Minderheitenanteile	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Langfristiges Fremdkapital	27,8	27,5	30,8	30,8	30,8
Rückstellungen für Pensionen	21,9	22,9	22,9	22,9	22,9
Sonstige Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,7	1,8	2,7	2,7	2,7
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3,0	2,6	5,0	5,0	5,0
Kurzfristiges Fremdkapital	138,2	140,9	139,0	139,0	139,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,6	4,9	5,0	5,0	5,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	7,7	10,0	8,0	8,0	8,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	96,1	90,9	91,0	91,0	91,0
Sonstige Verbindlichkeiten	32,8	35,0	35,0	35,0	35,0
Summe Passiva	339,7	355,6	379,3	401,0	425,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	49,4%	51,3%	49,8%	47,1%	44,4%
Sachanlagen	30,2%	30,5%	30,3%	28,7%	27,1%
Immaterielle Vermögenswerte	13,2%	15,4%	14,4%	13,6%	12,9%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	50,6%	48,7%	50,2%	52,9%	55,6%
Vorräte	14,4%	14,3%	14,0%	13,7%	13,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	24,8%	25,4%	22,4%	21,2%	20,0%
Flüssige Mittel	8,1%	6,1%	11,0%	15,3%	19,6%
Passiva					
Eigenkapital	51,1%	52,7%	55,2%	57,7%	60,1%
Langfristiges Fremdkapital	8,2%	7,7%	8,1%	7,7%	7,2%
Rückstellungen für Pensionen	6,5%	6,5%	6,0%	5,7%	5,4%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,8%	0,5%	0,7%	0,7%	0,6%
Kurzfristiges Fremdkapital	40,7%	39,6%	36,6%	34,7%	32,7%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	28,3%	25,6%	24,0%	22,7%	21,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

comdirect bank AG

Überdurchschnittliches Wachstum und Rendite eingepreist

06.12.2016

Halten (Halten)
9,00 EUR (9,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 9,61 EUR
Bloomberg: COM GR WKN: 542800
Branche Banken

Kursperformance

52 Wochen Hoch 10,92 EUR
52 Wochen Tief 8,75 EUR
Relativ zu SDAX
YTD -10,9%
1 Monat 6,1%
12 Monate -12,4%



Daten zur Aktie

Marktkapital. (Mio. EUR) 1.356
Anzahl der Aktien (Mio.) 141,2
Streubesitz 18,7%

Nächster Termin

Jahreszahlen 31.01.2017

Änderungen im Modell

	PBT	EPS	DPS
2016e	20,8%	23,9%	---
2017e	9,4%	11,6%	---
2018e	-9,0%	-7,8%	---

Analyst

Neil Smith, ACA
Telefon: +49 (0)211 4952-478
neil.smith@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps - Die Spreu vom Weizen trennen

Trotz der steigenden Konkurrenz im Online-Banking von Seiten der traditionellen Banken dürfte die Comdirect (COM) mittelfristig stetige Vermögenszuwächse von 5-10% aufrechterhalten können. In der Bewertung wird dies u. E. jedoch bereits mehr als angemessen berücksichtigt.

INVESTMENT CASE

Stärken

- Geringe Kosten je Kunde (~50% weniger als bei Niederlassungsbanken)
- Potenzieller Anstieg der Aktienliquidität (wenn die CBK den Anteil (81%) verringert)
- Stetiges Wachstum (~10% p.a.) und eine überdurchschnittliche ROTE (~10%) im Vergleich zum Sektor (~8%)

Schwächen

- CET1 und Leverage Ratio (CRD IV, für die COM allein) werden nicht offengelegt
- Hohes Exposure ggü. CBK-Anleihen (11 Mrd. €) (hohes Exposure-Risiko)
- Intensiver Wettbewerb (die meisten Niederlassungsbanken besitzen inzwischen auf Online-Kapazitäten)

KATALYSATOREN

Q4-Ergebnisse könnten von steigenden Handelsvolumen profitieren (post US-Wahl).

BEWERTUNG

Basierend auf dem FactSet-Konsens (+2J) ergeben sich folgende Rückschlüsse:

- Bei Rückkehr des KGV (23,4x) zum Langfristdurchschnitt (17,6x) => 7,36 € (-25%)
- Bei Rückkehr des P/TB (2,20x) zum Langfristdurchschnitt (2,19x) => 9,76 € (+0%)
- ROTE (9,4%) weist auf ein P/TB von 1,00x bzw. 4,44 € (-55%) (Sektor-Regression)

Unser Kursziel 9 € (-8%) impliziert ein P/TB von 2,0x und damit eine Prämie zum europäischen Bankensektor (STOXX Europe 600) von ~125% (entspricht dem langfristigen Durchschnitt). Damit werden überdurchschnittliches Wachstum und ROTE u. E. mehr als angemessen berücksichtigt.

in EUR Mio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gesamterträge	338,8	365,8	340,2	355,2	370,7
Gewinn vor Steuern	82,5	90,6	118,6	79,5	80,1
CET1 ratio %	7,9%	7,4%	6,4%	6,5%	6,5%
EPS	0,47	0,46	0,63	0,42	0,42
TNAV je Aktie	4,00	4,22	4,00	4,12	4,23
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,30	0,30	0,30
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,68	23,70	15,28	22,92	22,89
Kurs/TNAV	2,08	2,58	2,40	2,33	2,27
Dividendenrendite	4,8%	3,7%	3,1%	3,1%	3,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Niedrige Kosten je Kunde (ca.50% der Kosten einer Filialbank)
- Liquidität der Aktie könnte steigen, wenn die Commerzbank ihre 81%-Beteiligung senkt
- Stetig wachsende Kundenbasis (2011-2015 ca.5% p.a.)

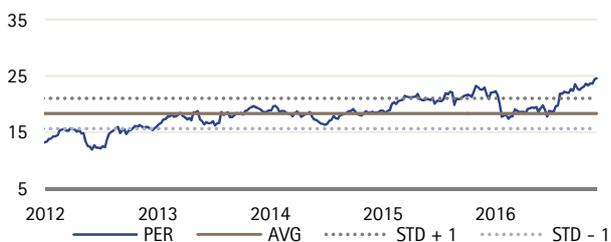
MANAGEMENT

- Arno Walter (CEO)
- Dietmar von Blücher (CFO)
- Martina Palte (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Spürbarer Rückgang beim Zinsergebnis (2016)
- Provisionsüberschuss nahezu unverändert (2016)
- Verwaltungskosten nahezu unverändert (2016)

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 31.01.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

in EUR Mio.	14	15	16e	17e	18e
Gesamterträge	338,8	365,8	340,2	355,2	370,7
Gewinn vor Steuern	82,5	90,6	118,6	79,5	80,1
CET1 ratio %	7,9%	7,4%	6,4%	6,5%	6,5%
EPS	0,47	0,46	0,63	0,42	0,42
TNAV je Aktie	4,00	4,22	4,00	4,12	4,23
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,30	0,30	0,30
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,68	23,70	15,28	22,92	22,89
Kurs/TNAV	2,08	2,58	2,40	2,33	2,27
Dividendenrendite	4,8%	3,7%	3,1%	3,1%	3,1%

Schwächen/Risiken

- CET1-Quote und Leverage Ratio (CRD IV, für die COM allein) werden nicht offengelegt
- Sehr stark in CBK-Anleihen investiert (11 Mrd. €)
- Intensiver Wettbewerb (die meisten Banken bieten inzwischen Online-Leistungen)

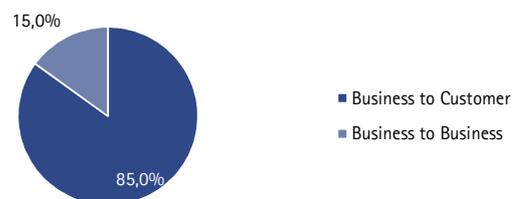
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die comdirect umfasst zwei Geschäftsfelder. Im Geschäftsfeld B2C bietet die Bank (comdirect) Onlinebanking-Leistungen für Privatkunden in Deutschland. Zu den Produkten und Dienstleistungen des Unternehmens zählen Wertpapierhandel, Giro- und Sparkonten sowie Darlehen (Verbraucher- und Immobilienkredite). Das Geschäftsfeld B2B (ebase) bietet Onlinebanking-Services für institutionelle Kunden (z. B. Versicherungsunternehmen, Vermögensverwalter, IFAs) in Deutschland.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Strategie 2020 wurde 2016 bekannt gegeben, aber ohne messbare Ziele

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Commerzbank AG	81,3
Shareholder Value Management AG	0,9
ACATIS Investment GmbH	0,7

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
PBT (Mio.)			
BHL	118,6	79,5	80,1
Konsensus	112,2	71,9	74,0
DPS (EUR)			
BHL	0,30	0,30	0,30
Konsensus	0,40	0,30	0,30
EPS (EUR)			
BHL	0,63	0,42	0,42
Konsensus	0,59	0,38	0,38

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

comdirect bank AG – Gewinn- und Verlustrechnung

EURMio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Zinsüberschuss	145,8	137,4	128,2	132,5	136,8
Sonst. Erträge	193,0	228,4	212,0	222,7	233,9
Gesamterträge	338,8	365,8	340,2	355,2	370,7
Risikovorsorge	-0,3	-2,9	-0,9	-2,0	-3,2
Kosten	-270,9	-280,0	-268,1	-281,6	-295,8
Sonstige Erträge / Aufwendungen	14,8	7,7	47,4	8,0	8,4
Gewinn vor Steuern	82,5	90,6	118,6	79,5	80,1
Steuern	-16,3	-25,6	-29,8	-19,7	-19,5
Gewinn nach Steuern	66,1	65,0	88,8	59,9	60,7
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn	66,1	65,0	88,8	59,9	60,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

comdirect bank AG – Bilanz

EURMio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kundenkredite	235,4	341,8	387,3	406,9	427,4
Immaterielle Vermögenswerte	24,8	23,1	23,0	23,6	24,2
Sonstige Vermögenswerte	14.910	16.399	17.790	18.688	19.631
Summe Aktiva	15.170	16.764	18.201	19.119	20.083
Kundeneinlagen	14.455	16.045	17.436	18.316	19.240
Sonstige Verbindlichkeiten	124,4	99,5	176,2	197,9	221,6
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	590,2	619,5	588,1	605,0	621,8
Bilanzsumme	15.170	16.764	18.201	19.119	20.083

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

comdirect bank AG – Bilanzstruktur

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kundenkredite	1,6%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Immaterielle Vermögenswerte	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Vermögenswerte	98,3%	97,8%	97,7%	97,7%	97,8%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kundeneinlagen	95,3%	95,7%	95,8%	95,8%	95,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,8%	0,6%	1,0%	1,0%	1,1%
Minderheiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	3,9%	3,7%	3,2%	3,2%	3,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

comdirect bank AG – Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Ergebniskennzahlen					
Anzahl der Aktien (Mio.)	141,2	141,2	141,2	141,2	141,2
Anzahl der Aktien (Mittelwert) (Mio.)	141,2	141,2	141,2	141,2	141,2
EPS	0,47	0,46	0,63	0,42	0,42
TNAV je Aktie	4,00	4,22	4,00	4,12	4,23
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,30	0,30	0,30
Gewinn- und Verlustdaten					
CIR	79,9%	76,5%	78,8%	79,3%	79,8%
Steuerquote	19,8%	28,2%	25,1%	24,7%	24,3%
PBT Wachstum	-	9,9%	30,9%	-32,9%	0,8%
EPS Wachstum	-	-2,1%	36,7%	-33,3%	0,1%
ROTE	11,7%	10,9%	15,7%	10,2%	9,9%
Bilanzdaten					
RWA (Mio.)	66,1	65,0	88,8	59,9	60,7
CET1 ratio %	7,9%	7,4%	6,4%	6,5%	6,5%
Tier 1 ratio %	7,9%	7,4%	6,4%	6,8%	7,1%
Leverage ratio %	2,7%	2,6%	2,2%	2,3%	2,4%
LCR %	-	-	-	-	-
NSFR %	-	-	-	-	-
Bewertungskennzahlen					
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,7	23,7	15,3	22,9	22,9
Kurs/TNAV	2,1	2,6	2,4	2,3	2,3
Dividendenrendite	4,8%	3,7%	3,1%	3,1%	3,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DATRON AG

Erfolgreich in der Nische

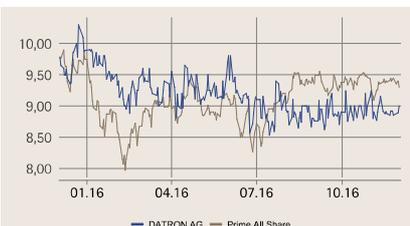
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
12,00 EUR (12,50 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 9,00 EUR
Bloomberg: DAR GY WKN: A0V9LA
Branche Maschinenbau

Kursperformance

52 Wochen Hoch 10,30 EUR
52 Wochen Tief 8,53 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD -4,4%
1 Monat -2,3%
12 Monate 1,5%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 30,3
Marktkapital. (Mio. EUR) 36,0
Anzahl der Aktien (Mio.) 4,0
Streubesitz 27,5%

Nächster Termin

Jahreszahlen 02.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-4,2%	-15,3%	-15,5%
2017e	-2,1%	-1,5%	-1,5%
2018e	-2,1%	-1,6%	-1,6%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach unseren jüngsten Gesprächen mit dem Management sind wir unverändert der Auffassung, dass die Gesellschaft über gute Wachstumsperspektiven verfügt und in den nächsten Jahren organisch um 10% wachsen kann. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von 12,00 €.

INVESTMENT CASE

Datron hat zuletzt gute Q3-Zahlen vorgelegt. In diesem Zeitraum verzeichnete die Gesellschaft einen Umsatz von 12,4 Mio. €, einen Auftragseingang von 11,8 Mio. € und ein EBIT von 1,4 Mio. €, was einer Marge von 11,5% entspricht. An diesen Zahlen wird auch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells deutlich: Bei einem Quartalsumsatz von mehr als 10 Mio. € sind zweistellige Margen erreichbar. Innerhalb der einzelnen Bereiche lief das Geschäft jedoch unterschiedlich. Während das Geschäft mit Dental-CAM Fräs-/Schleifmaschinen in den letzten drei Monaten weiter abgeflaut ist, zeigte sich vor allem beim größten Geschäftsbereich CNC-Fräsmaschinen eine anhaltende Wachstumsdynamik. Hierzu trug auch die im zweiten Halbjahr 2016 neu eingeführte kompakte CNC-Fräsmaschine DATRON neo bei. Insgesamt haben wir unsere EBIT-Schätzungen für 2016 aber um 0,2 Mio. € zurückgenommen. Wir erwarten in den nächsten Jahren eine organische Umsatzsteigerung von 10%. Das Wachstum könnte durch Akquisitionen unterstützt werden. Die Produktionskapazitäten erfordern u. E. kurzfristig keine sprungfixen Investitionen.

KATALYSATOREN

Anfang März will Datron den Ausblick für 2017 präzisieren. Dann sollte deutlich werden, dass sich das Unternehmen deutlich besser entwickelt als die Branche global.

BEWERTUNG

Unsere Vergleichsgruppe notiert mit einem KGV_{2017e} von 18x (Datron: 12x). Daraus ergibt sich Aufwärtspotenzial für die Aktie. Unser DCF-Modell bestätigt das Kursziel von 12,00 €.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	38,2	42,6	46,0	51,7	56,9
EBIT	3,0	3,3	3,3	4,3	4,7
EBIT-Marge	7,9%	7,7%	7,2%	8,3%	8,2%
Nettofinanzverbind.	-5,7	-5,3	-5,7	-5,8	-6,2
Freier Cash-flow	1,1	0,6	1,0	0,9	1,4
EPS (in EUR)	0,52	0,56	0,57	0,75	0,83
DPS (in EUR)	0,15	0,15	0,20	0,25	0,30
Dividendenrendite	1,7%	1,5%	2,2%	2,8%	3,3%
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBIT	9,7	10,5	9,2	7,0	6,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,7	17,6	15,7	12,0	10,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Technologisch anspruchsvolle Produkte für Wachstumsmärkte
- Hohe Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber in Datrons Märkten
- Innovationsstärke
- Hohe weltweit installierte Maschinenbasis (>3.400)
- Nutzung von Synergiepotenzialen bei der Internationalisierung

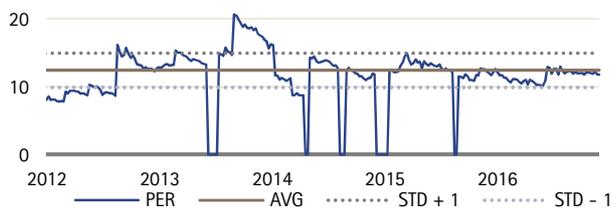
MANAGEMENT

- Dr. rer. pol. Arne Brüsich (CEO)
- Michael Daniel (CFO)
- Thorsten Müller
- Thomas Frank

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz von 46 Mio. €
- 2016: EBIT 3 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 02.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	0,5%	2,9%	2,2%	2,2%	2,1%
Capex/Abschreibungen	0,3	1,7	1,4	1,4	1,3
ROCE	14,8%	14,8%	13,9%	16,6%	16,6%
Free Cash-flow-Rendite	3,1%	1,5%	3,0%	2,4%	4,1%
Eigenkapitalquote	82,1%	82,4%	82,9%	83,6%	84,0%
Nettofinanzverbind./EK	-28%	-24%	-24%	-22%	-22%
Nettoverschuld./EBITDA	-1,5	-1,3	-1,4	-1,1	-1,1
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Als Mittelständler Abhängigkeit von qualifizierten Mitarbeitern
- Als Maschinenbauer ist Datron abhängig von der Investitionstätigkeit der Wirtschaft
- Ständige Anpassung der Unternehmensstruktur an das Wachstum notwendig

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Datron entwickelt, produziert und vertreibt innovative CNC-Fräsmaschinen für die Bearbeitung von zukunftsorientierten Werkstoffen wie Aluminium und Verbundmaterialien, Dentalfräsmaschinen für die effiziente Bearbeitung aller gängigen Zahnersatzmaterialien in Dentallaboren, High-Speed Fräswerkzeuge sowie Hochleistungs-Dosiermaschinen für industrielle Dicht- und Klebanwendungen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2017: 10% organischer Umsatzzuwachs

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Dr. Arne Brüsich (CEO)	64,6
restl. Management	2,0
Manfred Becker	4,9

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	46,0	51,7	56,9
Konsensus	48,0	52,8	58,1
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	3,3	4,3	4,7
Konsensus	3,9	4,4	4,8
EPS (EUR)			
BHL	0,57	0,75	0,83
Konsensus	0,68	0,76	0,84

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

DATRON AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	38,2	42,6	46,0	51,7	56,9
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Gesamtumsatz	39,5	43,7	47,2	52,9	58,0
Materialaufwand	-17,3	-19,3	-20,7	-23,3	-25,6
Personalaufwand	-12,6	-14,0	-14,8	-16,3	-17,7
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-5,9	-6,5	-7,6	-8,1	-9,1
EBITDA	3,7	4,0	4,0	5,1	5,6
Abschreibungen	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9
EBITA	3,0	3,3	3,3	4,3	4,7
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,0	3,3	3,3	4,3	4,7
Finanzergebnis	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,0	3,3	3,3	4,3	4,8
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,0	3,3	3,3	4,3	4,8
Steuern	-0,9	-1,1	-1,0	-1,3	-1,4
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	2,1	2,3	2,3	3,0	3,3
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	2,1	2,3	2,3	3,0	3,3
Anzahl der Aktien	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	0,52	0,56	0,57	0,75	0,83

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	54,6%	54,7%	54,9%	54,9%	54,9%
EBITDA-Marge	9,7%	9,3%	8,8%	9,9%	9,8%
EBITA-Marge	7,9%	7,7%	7,2%	8,3%	8,2%
EBIT-Marge	7,9%	7,7%	7,2%	8,3%	8,2%
EBT-Marge	7,9%	7,8%	7,1%	8,3%	8,4%
Nettoumsatzrendite	5,5%	5,3%	5,0%	5,8%	5,8%
Steuerquote	30,1%	32,2%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	13,9%	11,5%	8,0%	12,4%	10,0%
EBITDA	52,0%	7,7%	1,7%	26,2%	9,3%
EBIT	63,4%	8,6%	1,1%	30,1%	9,2%
EBT	66,1%	10,6%	-1,5%	31,1%	10,7%
Nettogewinn (ber.)	67,0%	7,4%	1,7%	31,1%	10,7%
EPS	67,0%	7,4%	1,7%	31,1%	10,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DATRON AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	4,0	5,1	5,4	5,7	6,0
Sachanlagen	3,4	3,9	4,2	4,5	4,8
Immaterielle Vermögenswerte	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzielle Vermögenswerte	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	20,8	21,6	23,2	25,3	27,6
Vorräte	8,6	9,5	10,3	11,5	12,7
Forderungen aus Lieferung und Leistung	5,2	5,6	6,1	6,8	7,5
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	5,7	5,3	5,7	5,8	6,2
Summe Aktiva	24,8	26,7	28,6	31,0	33,6
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	20,4	22,0	23,7	25,9	28,2
Eigenkapital (vor Dritten)	20,4	22,0	23,7	25,9	28,2
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Fremdkapital	2,0	2,5	2,7	2,9	3,2
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,5	2,0	2,2	2,4	2,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Summe Passiva	24,8	26,7	28,6	31,0	33,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DATRON AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	16,2%	19,2%	18,9%	18,4%	17,9%
Sachanlagen	13,7%	14,8%	14,7%	14,5%	14,3%
Immaterielle Vermögenswerte	0,5%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	83,7%	80,9%	81,1%	81,7%	82,1%
Vorräte	34,6%	35,5%	35,8%	37,2%	37,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	20,8%	21,0%	21,2%	21,9%	22,3%
Flüssige Mittel	23,1%	19,9%	19,9%	18,7%	18,6%
Passiva					
Eigenkapital	82,1%	82,4%	82,9%	83,6%	84,0%
Langfristiges Fremdkapital	9,6%	8,4%	7,7%	7,1%	6,5%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	8,1%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6,2%	7,5%	7,6%	7,9%	8,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Delticom AG

Hier wird gewechselt

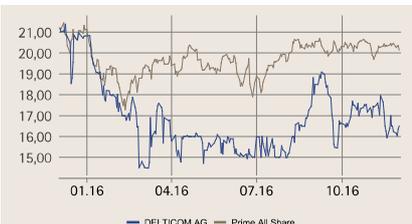
06.12.2016

Verkaufen (Verkaufen)
12,00 EUR (16,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 16,51 EUR
Bloomberg: DEX GY WKN: 514680
Branche Handel

Kursperformance

52 Wochen Hoch	21,39 EUR
52 Wochen Tief	14,49 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-16,1%
1 Monat	-3,7%
12 Monate	-15,2%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	205,3
Marktkapital. (Mio. EUR)	195,8
Anzahl der Aktien (Mio.)	11,9
Streubesitz	52,0%

Nächster Termin

- -

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	13,9%	-50,9%	-53,5%
2017e	15,6%	-43,7%	-44,7%
2018e	15,6%	-14,7%	-15,1%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Delticom hat die Zahlen zum Dreivierteljahr nur rudimentär am Kapitalmarkt kommuniziert und das eigene Kommunikationsbild damit nicht verbessert. Die zunehmende Preistransparenz im Markt führt trotz steigender Absatzzahlen zu Preisdruck, sodass die Profitabilitätsentwicklung in unseren Augen unzureichend bleibt. Wir bekräftigen unsere Verkaufsempfehlung. Mit weiter verringerten Schätzungen reduzieren wir das Kursziel von 16,00 € auf 12,00 €.

INVESTMENT CASE

Delticom hatte Mitte November 2016 die Quartalsmitteilung zum Dreivierteljahr vorgelegt und das Ergebnisziel von 16 Mio. € für 2016 bestätigt. Unbefriedigenderweise nennt der 9M-Bericht jedoch keine EBITDA-Zahl für den Zeitraum; es ist lediglich von einem unter Vorjahr liegenden Ergebnis die Rede. Wenn wir diese Aussage extrapolieren, dann muss Delticom in Q4 ggü. Vj. ein EBITDA-Plus von 30% generieren, um das Ziel zu erreichen. Dies ist ehrgeizig, sodass wir unsere Schätzung mit 15,3 Mio. € unterhalb der Guidance angesiedelt haben.

Ein Risikofaktor für unsere Einschätzung ist die mögliche Übernahme durch einen Reifenhersteller, wobei wir Continental hier ausschließen. Auf dem aktuellen Kursniveau notiert die Aktie mit einem EV/Umsatz von 0,4x – deutlich niedriger als zooplus (0,7x) oder Zalando (1,7x), die über strukturell bessere Wachstumsmuster verfügen.

KATALYSATOREN

- Mit unseren Erwartungen liegen wir unterhalb des FactSet-Konsens (16 Mio. €), sodass wir Korrekturbedarf sehen.
- Je milder der Winteranfang ausfällt, desto schlechter dürfte das Winterreifen-geschäft laufen. Bis dato sieht es nicht nach starkem Schneefall aus.

BEWERTUNG

Auch wenn die Bewertung von Delticom mit einem EV/Umsatz-Multiplikator von 0,3x günstig erscheint, scheint es u. E. angesichts des Umfelds und der strukturellen Herausforderungen nicht angeraten, sich als Käufer zu positionieren.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	501,7	559,8	625,0	656,3	679,2
EBIT	7,1	5,6	6,3	12,3	19,3
EBIT-Marge	1,4%	1,0%	1,0%	1,9%	2,8%
Nettofinanzverbind.	-10,2	3,7	8,1	-0,9	-14,6
Freier Cash-flow	35,0	-11,3	2,2	9,0	13,7
EPS (in EUR)	0,24	0,28	0,32	0,68	1,08
DPS (in EUR)	0,25	0,50	0,00	0,00	0,50
Dividendenrendite	1,3%	2,4%	0,0%	0,0%	3,0%
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBIT	30,2	45,0	32,8	15,9	9,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	77,6	73,6	51,1	24,3	15,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Größter Reifen-Online-Händler in Europa mit entsprechender Einkaufsmacht
- Eigene Lagerkapazitäten
- Mehrmarkenstrategie z. B. mit Tirendo und reifendirekt

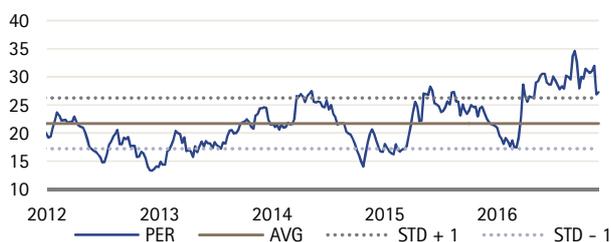
MANAGEMENT

- Andreas Prüfer (Co-CEO, CFO)
- Philip von Grolman (Co-CEO)
- Susan Dörsel-Müller (Großhandel, Operation-Center, B2B)
- Thierry Delesalle (B2C, Marketing)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz zwischen 620 und 630 Mio. €
- 2016: EBITDA 16 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: - -

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	0,3%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%
Capex/Abschreibungen	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
ROCE	10,2%	8,4%	9,2%	17,3%	24,1%
Free Cash-flow-Rendite	15,6%	-4,6%	1,1%	4,3%	6,6%
Eigenkapitalquote	30,7%	32,0%	29,6%	33,2%	38,1%
Nettofinanzverbind./EK	-20%	7%	17%	-2%	-21%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,7	0,3	0,5	0,0	-0,5
Zinsdeckung	8,9	0,0	9,6	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Geringe Markteintrittsbarrieren
- Preise im Markt strukturell stark unter Druck
- Winterreifengeschäft sehr wetterabhängig
- Wetterbedingte Verschiebungseffekte zwischen den Quartalen und Basiseffekte im Vergleich zum Vorjahr sind unvermeidlich

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Delticom ist Europas führender Internet-Reifenhändler mit rund 300 Online-Shops in 45 Ländern. Neben Pkw- und Motorradreifen vertreibt Delticom auch Automobilzubehör sowie Verbrauchsstoffe wie Öle und Kühlflüssigkeiten online.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Andreas Prüfer	34,5
Rainer Binder	17,5
Acatis	10,5

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	625,0	656,3	679,2
Konsensus	622,0	662,5	740,1
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	6,3	12,3	19,3
Konsensus	8,4	11,7	15,5
EPS (EUR)			
BHL	0,32	0,68	1,08
Konsensus	0,40	0,61	0,78

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Delticom AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	501,7	559,8	625,0	656,3	679,2
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	501,7	559,8	625,0	656,3	679,2
Materialaufwand	-378,8	-427,6	-468,8	-492,2	-502,6
Personalaufwand	-15,6	-9,5	-14,5	-15,2	-15,8
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-92,0	-108,5	-126,5	-127,5	-132,6
EBITDA	15,4	14,3	15,3	21,3	28,3
Abschreibungen	8,3	8,7	9,0	9,0	9,0
EBITA	7,1	5,6	6,3	12,3	19,3
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,1	5,6	6,3	12,3	19,3
Finanzergebnis	-0,8	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	6,3	5,2	5,6	11,9	18,8
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	6,3	5,2	5,6	11,9	18,8
Steuern	-3,4	-1,8	-1,8	-3,8	-6,0
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	2,9	3,4	3,8	8,1	12,8
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	2,9	3,4	3,8	8,1	12,8
Anzahl der Aktien	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
EPS	0,24	0,28	0,32	0,68	1,08

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	24,5%	23,6%	25,0%	25,0%	26,0%
EBITDA-Marge	3,1%	2,6%	2,4%	3,3%	4,2%
EBITA-Marge	1,4%	1,0%	1,0%	1,9%	2,8%
EBIT-Marge	1,4%	1,0%	1,0%	1,9%	2,8%
EBT-Marge	1,3%	0,9%	0,9%	1,8%	2,8%
Nettoumsatzrendite	0,6%	0,6%	0,6%	1,2%	1,9%
Steuerquote	53,7%	35,1%	32,0%	32,0%	32,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-0,8%	11,6%	11,6%	5,0%	3,5%
EBITDA	-30,7%	-7,1%	6,8%	39,9%	32,5%
EBIT	-60,1%	-21,4%	11,7%	97,4%	56,1%
EBT	-64,2%	-18,3%	8,4%	>100%	58,4%
Nettogewinn (ber.)	-75,0%	16,0%	14,2%	>100%	58,4%
EPS	-75,0%	16,0%	14,2%	>100%	58,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Delticom AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	58,1	52,0	47,0	42,0	37,2
Sachanlagen	9,0	6,5	5,7	5,2	4,7
Immaterielle Vermögenswerte	47,9	43,6	39,1	34,6	30,1
Finanzielle Vermögenswerte	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,5	1,5	1,7	1,8	1,8
Kurzfristige Vermögensgegenstände	105,9	108,0	119,4	130,3	146,4
Vorräte	56,2	61,8	72,0	75,0	80,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	14,5	18,6	18,6	21,6	22,3
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	5,3	16,1	17,9	18,8	19,5
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	30,0	11,5	10,9	14,9	24,6
Summe Aktiva	164,0	160,0	166,4	172,3	183,6
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	50,3	51,3	49,2	57,2	70,0
Eigenkapital (vor Dritten)	49,3	49,9	47,8	55,9	68,7
Minderheitenanteile	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Langfristiges Fremdkapital	16,7	12,1	15,4	10,4	5,4
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	15,4	10,9	15,0	10,0	5,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Fremdkapital	97,1	96,6	101,9	104,7	108,3
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,4	4,2	4,0	4,0	5,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	1,5	2,3	2,6	2,7	2,8
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	75,9	78,2	82,0	84,0	86,0
Sonstige Verbindlichkeiten	15,2	11,9	13,3	14,0	14,4
Summe Passiva	164,0	160,0	166,4	172,3	183,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Delticom AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	35,4%	32,5%	28,2%	24,4%	20,2%
Sachanlagen	5,5%	4,0%	3,4%	3,0%	2,6%
Immaterielle Vermögenswerte	29,2%	27,3%	23,5%	20,1%	16,4%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	64,6%	67,5%	71,8%	75,6%	79,7%
Vorräte	34,2%	38,7%	43,3%	43,5%	43,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	8,8%	11,6%	11,2%	12,5%	12,1%
Flüssige Mittel	18,3%	7,2%	6,5%	8,6%	13,4%
Passiva					
Eigenkapital	30,7%	32,0%	29,6%	33,2%	38,1%
Langfristiges Fremdkapital	10,2%	7,6%	9,2%	6,0%	2,9%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,4%	6,8%	9,0%	5,8%	2,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	59,2%	60,4%	61,2%	60,7%	59,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	46,3%	48,9%	49,3%	48,8%	46,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutsche Beteiligungs AG

Vielversprechendes Wachstumspotenzial

06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
36,50 EUR (35,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 30,72 EUR
 Bloomberg: DBAN GY WKN: A1TNUT
 Branche Finanz-DL

Kursperformance

52 Wochen Hoch 31,49 EUR
 52 Wochen Tief 23,53 EUR
 Relativ zu SDAX
 YTD 4,2%
 1 Monat 4,5%
 12 Monate 5,3%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 306,7
 Marktkapital. (Mio. EUR) 410,6
 Anzahl der Aktien (Mio.) 13,9
 Streubesitz 77,3%

Nächster Termin

Jahreszahlen 15.12.2016

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015/16e	---	20,5%	18,6%
2016/17e	3,4%	5,4%	-4,2%
2017/18e	5,0%	7,5%	-2,3%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir sehen die Deutsche Beteiligungs AG (DBAG) auch weiterhin positiv. Mit einer Eigenkapitalrendite deutlich oberhalb der Eigenkapitalkosten und einer attraktiven Dividendenrendite ist das Geschäftsmodell des Unternehmens u. E. für den langfristigen orientierten Investor attraktiv. Wir haben die jüngsten Meldungen einschließlich der Verwässerung durch die Kapitalerhöhung in unser Modell integriert und bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von 36,50 €.

INVESTMENT CASE

Mit der Aktie partizipiert der Anleger vor allem von den Überrenditen, die Private Equity erzielen kann. Dies basiert vor allem auf dem unternehmerischen Ansatz der DBAG, nicht nur als Finanzinvestor aufzutreten, sondern die Unternehmen auch weiterzuentwickeln. Die Investmentmanager sind hoch „incentiviert“ und haben damit klare Eigeninteressen, den Investment Case voranzutreiben. Insgesamt führt diese Vorgehensweise zu Überrenditen im Vergleich zu klassischen Investments, die sich für den Aktionär positiv im Aktienkurs widerspiegeln sollten.

Wir haben in unserem Modell die erwarteten Erlöse aus den Gebühren des Fondsfonds DBAG Fund VII berücksichtigt sowie die 10%ige Kapitalerhöhung mit einem Mittelzufluss von 37 Mio. €. Das Konzernergebnis der DBAG für 2015/16 dürfte nach den jüngsten Transaktionen zwischen 48 und 52 Mio. € liegen und damit unsere bisherige Schätzung (41,3 Mio. €) deutlich übertreffen.

KATALYSATOREN

Katalysatoren für die Aktie sind u. E. etwa potenzielle Verkäufe, die deutlich machen, dass der vorherige Bewertungsansatz häufig zu vorsichtig war, wenn der Verkauf an Strategen erfolgte.

BEWERTUNG

Insgesamt verwenden wir zur Ermittlung des Kursziels einen zweistufigen Ansatz: Wir bestimmen den Net Asset Value, um das Beteiligungsgeschäft zu reflektieren, und bilden den Wert der Fondsberatung in einem DCF-Modell ab.

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	72,9	48,4	65,4	70,7	84,0
EBIT	48,2	26,8	50,0	45,3	57,1
EBIT-Marge	66,1%	55,3%	76,4%	64,1%	68,0%
Nettofinanzverbind.	-59,8	-32,0	-112,7	-110,1	-119,0
Freier Cash-flow	33,5	27,2	55,8	15,5	26,9
EPS (in EUR)	3,51	1,98	3,58	3,00	3,78
DPS (in EUR)	2,00	1,00	1,20	1,20	1,20
Dividendenrendite	9,3%	4,0%	4,1%	3,9%	3,9%
EV/Umsatz	3,3	6,6	4,7	5,1	4,2
EV/EBIT	5,0	11,7	6,1	7,9	6,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	6,1	12,6	8,3	10,2	8,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Breit diversifiziertes Portfolio im deutschen Mittelstand
- Beteiligungen mit vielversprechenden Wachstumspotenzialen
- Hohe Investitionskraft und stabile Basis durch hohe Eigenkapitalquote (>90%)

MANAGEMENT

- Torsten Grede (Sprecher des Vorstands)
- Dr. Rolf Scheffels
- Susanne Zeidler

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015/16: Konzernergebnis zwischen 48 und 52 Mio. €
- 2015/16: Rendite auf das EK je Aktie "deutlich über EK-Kosten"

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 15.12.2016 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	13/14	14/15	15/16e	16/17e	17/18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	0,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex/Abschreibungen	-	-	-	-	-
ROCE	15,4%	8,6%	12,9%	10,9%	12,6%
Free Cash-flow-Rendite	11,2%	8,0%	13,6%	3,4%	5,9%
Eigenkapitalquote	91,1%	92,6%	93,8%	93,7%	93,8%
Nettofinanzverbind./EK	-20%	-11%	-30%	-27%	-27%
Nettoverschuld./EBITDA	-1,2	-1,2	-2,3	-2,4	-2,1
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Konjunkturelle Zyklen können zu bedeutsamen finanziellen Auswirkungen führen
- Anhaltende Niedrigzinsphase verschärft Wettbewerbssituation und beeinflusst potenzielle Anzahl der Transaktionsmöglichkeiten

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Deutsche Beteiligungs AG legt geschlossene Private-Equity-Fonds auf und investiert an der Seite der DBAG-Fonds in gut positionierte mittelständische Unternehmen mit Entwicklungspotenzial. Ein Schwerpunkt liegt auf Industriesektoren, in denen der deutsche Mittelstand im internationalen Vergleich besonders stark ist. Mit Erfahrung, Know-how und Eigenkapital stärkt sie ihre Portfoliounternehmen darin, eine langfristige und wertsteigernde Strategie umzusetzen. Ihr unternehmerischer Investitionsansatz macht sie zu einem begehrten Beteiligungspartner im deutschsprachigen Raum.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2016/17 und 2017/18: deutlich besseres Ergebnis aus Fondsberatung

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Rossmann Beteiligungs GmbH	18,1
Portabella Peralta Ricardo	4,6
JP Morgan AM	2,7

BHL VS. KONSENSUS

	15/16e	16/17e	17/18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	65,4	70,7	84,0
Konsensus	65,4	71,4	80,7
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	50,0	45,3	57,1
Konsensus	40,3	45,4	49,9
EPS (EUR)			
BHL	3,58	3,00	3,78
Konsensus	2,84	3,07	3,12

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Deutsche Beteiligungs AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	72,9	48,4	65,4	70,7	84,0
Aktivierete Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	72,9	48,4	65,4	70,7	84,0
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalaufwand	-16,6	-14,8	-16,0	-17,0	-18,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-8,1	-6,8	0,6	-8,4	-8,9
EBITDA	48,2	26,8	50,0	45,3	57,1
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	48,2	26,8	50,0	45,3	57,1
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	48,2	26,8	50,0	45,3	57,1
Finanzergebnis	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	48,4	27,1	50,2	45,5	57,4
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	48,4	27,1	50,2	45,5	57,4
Steuern	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,6
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	48,0	27,1	49,7	45,1	56,8
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	48,0	27,0	49,7	45,1	56,8
Anzahl der Aktien	13,7	13,7	13,9	15,0	15,0
EPS	3,51	1,98	3,58	3,00	3,78

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Bruttomarge	-	-	-	-	-
EBITDA-Marge	66,1%	55,3%	76,4%	64,1%	68,0%
EBITA-Marge	66,1%	55,3%	76,4%	64,1%	68,0%
EBIT-Marge	66,1%	55,3%	76,4%	64,1%	68,0%
EBT-Marge	66,4%	55,9%	76,8%	64,4%	68,3%
Nettoumsatzrendite	65,8%	55,8%	76,1%	63,8%	67,6%
Steuerquote	0,8%	0,1%	1,0%	1,0%	1,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	21,7%	-33,6%	35,0%	8,2%	18,9%
EBITDA	43,3%	-44,5%	86,5%	-9,3%	26,1%
EBIT	43,3%	-44,5%	86,5%	-9,3%	26,1%
EBT	43,4%	-44,1%	85,4%	-9,3%	26,0%
Nettogewinn (ber.)	48,5%	-43,7%	84,0%	-9,3%	26,0%
EPS	48,5%	-43,7%	81,2%	-16,3%	26,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutsche Beteiligungs AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	246,3	278,6	273,6	303,6	333,6
Sachanlagen	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Immaterielle Vermögenswerte	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Finanzielle Vermögenswerte	244,4	276,6	271,6	301,6	331,6
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögensgegenstände	86,3	48,6	129,3	128,4	139,3
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	26,5	16,6	16,6	18,3	20,3
Wertpapiere	31,3	3,7	3,7	3,7	3,7
Flüssige Mittel	28,4	28,2	108,9	106,3	115,2
Summe Aktiva	332,6	327,2	402,9	432,0	472,8
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	303,0	303,1	377,8	404,9	443,6
Eigenkapital (vor Dritten)	303,0	303,1	377,7	404,8	443,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Langfristiges Fremdkapital	9,7	8,9	8,9	9,9	10,9
Rückstellungen für Pensionen	9,4	8,7	8,7	9,7	10,7
Sonstige Rückstellungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kurzfristiges Fremdkapital	19,8	15,1	16,1	17,2	18,3
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	18,9	14,0	15,0	16,0	17,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	1,1	1,1	1,2	1,3
Summe Passiva	332,6	327,2	402,9	432,0	472,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutsche Beteiligungs AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Langfristige Vermögensgegenstände	74,1%	85,1%	67,9%	70,3%	70,5%
Sachanlagen	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Immaterielle Vermögenswerte	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	25,9%	14,9%	32,1%	29,7%	29,5%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Flüssige Mittel	8,5%	8,6%	27,0%	24,6%	24,4%
Passiva					
Eigenkapital	91,1%	92,6%	93,8%	93,7%	93,8%
Langfristiges Fremdkapital	2,9%	2,7%	2,2%	2,3%	2,3%
Rückstellungen für Pensionen	2,8%	2,7%	2,2%	2,2%	2,3%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	6,0%	4,6%	4,0%	4,0%	3,9%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	-	-	-	-	-
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	-	-	-	-	-

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutz AG

Schwache Endmärkte zeigen Bodenbildung

06.12.2016

Halten (Halten)
4,40 EUR (4,40 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 5,21 EUR
Bloomberg: DEZ GY WKN: 630500
Branche Maschinenbau

Kursperformance

52 Wochen Hoch 5,21 EUR
52 Wochen Tief 2,65 EUR
Relativ zu SDAX
YTD 42,1%
1 Monat 21,4%
12 Monate 44,8%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 741
Marktkapital. (Mio. EUR) 630
Anzahl der Aktien (Mio.) 121
Streubesitz 75,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 16.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Gordon Schönell, CIA, CEFA
Telefon: +49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Ein Großteil der Endmärkte von Deutz zeigt sich in einer schwachen Verfassung. Wir sehen derzeit allenfalls Zeichen einer Bodenbildung. Da die Aktie bereits positiv auf die US-Wahl reagiert hat, ohne dass irgendwelche Maßnahmen verkündet wurden, bestätigen wir unsere Halten-Empfehlung.

INVESTMENT CASE

Die Nachfrage im Bereich Bau- und Landmaschinen und bei den Maschinen für die Öl-, Gas- und Mienenindustrie bewegt sich derzeit auf einem schwachen Niveau. Entsprechend schwach sind auch die Ergebnisse von Deutz. Zudem belasteten 2016 noch Vorzieheffekte die Absatzzahlen. Kunden hatten sich 2014 massiv Motoren auf Vorrat gekauft. Die Absatzzahlen im chinesischen JV (im Wesentlichen lokaler LKW-Markt) dürften 2016 rückläufig sein.

Die auslaufenden Vorzieheffekte sollten 2017 zu einem deutlichen Absatzanstieg führen. Die Absatzzahlen sollten dann wieder dem aktuellen Bedarf der Kunden entsprechen. Eine marktseitige Belebung der Nachfrage erwarten wir aber im ersten Halbjahr noch nicht. Wir sehen hier aktuell allenfalls eine Bodenbildung.

Die US-Wahl hat der Aktie zuletzt Rückenwind verliehen. Das US-Exposure schätzen wir auf rund 15-20%. Da derzeit noch nicht abzusehen ist, welche Konjunkturmaßnahmen die Regierung Trump beschließen wird, sind die potenziell positiven Effekte für Deutz kaum zu beziffern.

KATALYSATOREN

- Ein Grund für die Absatzschwäche sind niedrige Rohstoffkosten (Getreide, Öl/Gas etc.). Steigende Preise würden auch die Nachfrage beleben.
- Belebung am US-/chinesischen Markt für Baumaschinen.

BEWERTUNG

Unsere Schätzungen würden wir zum jetzigen Zeitpunkt tendenziell als konservativ einschätzen, lassen sie aber aufgrund der Unsicherheiten unverändert. Wir bewerten die Aktie anhand eines DCF-Modells.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.530	1.247	1.246	1.379	1.432
EBIT	13	5	22	40	47
EBIT-Marge	0,8%	0,4%	1,8%	2,9%	3,3%
Nettofinanzverbind.	-14	-39	-80	-105	-160
Freier Cash-flow	58	39	50	31	63
EPS (in EUR)	0,18	0,04	0,13	0,25	0,29
DPS (in EUR)	0,07	0,07	0,07	0,07	0,12
Dividendenrendite	1,8%	1,9%	1,3%	1,3%	2,3%
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
EV/EBIT	54,4	122,2	33,4	17,7	14,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis	22,8	82,6	39,1	20,8	17,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Starke Marke in Europa
- Investitionen für neue Emissionsstufen getätigt => hohes FCF-Potenzial
- Erfolgreiche Neukundenakquisition
- Starke Bilanz

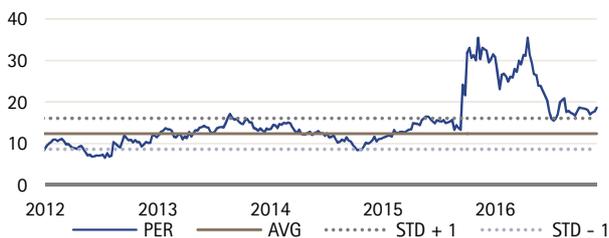
MANAGEMENT

- Dr. Helmut Leube (CEO)
- Dr. Magarete Haase (CFO)
- Michael Wellenzohn (CSO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2016: stabil bis leicht steigend
- EBIT-Marge 2016: moderater Anstieg

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 16.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	4,9%	6,1%	6,3%	5,7%	5,5%
Capex/Umsatz	4,0%	5,5%	4,8%	4,6%	4,2%
Capex/Abschreibungen	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3
ROCE	1,6%	0,6%	2,9%	5,2%	5,9%
Free Cash-flow-Rendite	12,0%	8,7%	10,0%	6,3%	12,6%
Eigenkapitalquote	44,5%	45,5%	46,1%	45,8%	46,9%
Nettofinanzverbind./EK	-3%	-8%	-16%	-20%	-29%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-1,2
Zinsdeckung	1,9	1,0	4,6	8,4	9,7

Schwächen/Risiken

- Oftmals Erwartungen des Kapitalmarktes enttäuscht
- Sehr volatiles Geschäft
- Größter Kunde (Volvo) auch Ankeraktionär
- Stets niedrige EBIT-Marge im Vergleich zum Capital-Goods-Sektor

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Deutz AG ist einer der größten unabhängigen Hersteller von Dieselmotoren im Leistungsbereich bis 500 KW. Die Motoren werden vorwiegend in der Landtechnik, in stationären Anlagen (Generatoren) sowie in mobilen Arbeitsmaschinen (Bau, Logistik) eingesetzt. Die Deutz AG wurde 1864 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Köln.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Volvo	25,0
Norges Bank	4,0
Acadian Asset Management	3,1

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.246	1.379	1.432
Konsensus	1.255	1.382	1.442
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	22	40	47
Konsensus	21	44	54
EPS (EUR)			
BHL	0,13	0,25	0,29
Konsensus	0,16	0,28	0,36

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Deutz AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.530	1.247	1.246	1.379	1.432
Umsatzkosten	-1.328	-1.055	-1.033	-1.139	-1.181
Bruttoergebnis vom Umsatz	203	193	212	240	251
Vertriebs- und Marketingkosten	-66	-68	-69	-73	-76
Allgemeines und Verwaltung	-34	-37	-35	-39	-40
Forschung und Entwicklung	-74	-76	-79	-79	-79
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-16	-7	-7	-9	-9
EBITDA	120	112	114	132	139
Abschreibungen	52	54	46	46	46
EBITA	69	58	68	86	93
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	9	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	47	53	46	46	46
EBIT	13	5	22	40	47
Finanzergebnis	-6	-4	-4	-4	-4
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7	1	18	36	43
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	7	1	18	36	43
Steuern	13	3	-3	-6	-7
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	20	4	15	30	36
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	2	2	1	0	0
Nettogewinn (ber.)	21	5	16	30	36
Anzahl der Aktien	121	121	121	121	121
EPS (in EUR)	0,18	0,04	0,13	0,25	0,29

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	13,2%	15,4%	17,0%	17,4%	17,5%
EBITDA-Marge	7,9%	9,0%	9,2%	9,6%	9,7%
EBITA-Marge	4,5%	4,7%	5,5%	6,3%	6,5%
EBIT-Marge	0,8%	0,4%	1,8%	2,9%	3,3%
EBT-Marge	0,4%	0,1%	1,5%	2,6%	3,0%
Nettoumsatzrendite	1,3%	0,3%	1,2%	2,2%	2,5%
Steuerquote	-191,0%	-288,9%	17,0%	17,0%	17,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	5,3%	-18,5%	-0,1%	10,7%	3,8%
EBITDA	-15,3%	-6,7%	1,8%	15,9%	4,8%
EBIT	-73,1%	-61,7%	>100%	82,0%	15,8%
EBT	-83,9%	-86,6%	>100%	>100%	17,5%
Nettogewinn (ber.)	-41,1%	-74,5%	>100%	87,6%	17,5%
EPS	-41,1%	-74,5%	>100%	87,6%	17,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutz AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	626	590	558	536	504
Sachanlagen	292	289	279	271	261
Immaterielle Vermögenswerte	212	177	155	134	112
Finanzielle Vermögenswerte	60	55	55	55	55
sonstige langfristige Vermögenswerte	62	69	69	76	76
Kurzfristige Vermögensgegenstände	523	499	534	610	673
Vorräte	245	252	250	290	301
Forderungen aus Lieferung und Leistung	122	101	101	117	122
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	55	33	33	36	38
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	102	113	150	167	212
Summe Aktiva	1.149	1.088	1.092	1.146	1.177
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	511	496	503	525	552
Eigenkapital (vor Dritten)	486	490	498	520	547
Minderheitenanteile	25	5	5	5	5
Langfristiges Fremdkapital	337	295	291	283	274
Rückstellungen für Pensionen	202	187	187	187	187
Sonstige Rückstellungen	58	47	47	47	47
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	73	59	55	45	35
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	4	3	3	5	6
Kurzfristiges Fremdkapital	301	297	297	338	351
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	15	15	15	16	17
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	71	67	67	74	77
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	171	170	169	196	204
Sonstige Verbindlichkeiten	44	46	46	51	53
Summe Passiva	1.149	1.088	1.092	1.146	1.177

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Deutz AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	54,5%	54,2%	51,1%	46,8%	42,8%
Sachanlagen	25,4%	26,6%	25,6%	23,6%	22,2%
Immaterielle Vermögenswerte	18,4%	16,2%	14,2%	11,7%	9,5%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	45,5%	45,8%	48,9%	53,2%	57,2%
Vorräte	21,3%	23,2%	22,9%	25,3%	25,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	10,6%	9,3%	9,3%	10,2%	10,3%
Flüssige Mittel	8,8%	10,3%	13,8%	14,5%	18,0%
Passiva					
Eigenkapital	44,5%	45,5%	46,1%	45,8%	46,9%
Langfristiges Fremdkapital	29,4%	27,1%	26,7%	24,7%	23,3%
Rückstellungen für Pensionen	17,6%	17,1%	17,1%	16,3%	15,9%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	6,4%	5,4%	5,0%	3,9%	3,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	26,2%	27,3%	27,2%	29,5%	29,8%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	14,9%	15,6%	15,5%	17,1%	17,3%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DIC Asset AG

Chancen zur Verbesserung

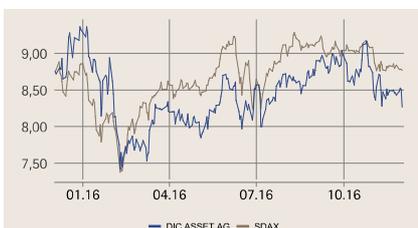
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
9,90 EUR (9,90 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 8,27 EUR
Bloomberg: DIC GY WKN: A1X3XX
Branche Immobilien

Kursperformance

52 Wochen Hoch	9,36 EUR
52 Wochen Tief	7,43 EUR
Relativ zu	SDAX
YTD	-10,3%
1 Monat	-0,5%
12 Monate	-5,3%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	1.676
Marktkapital. (Mio. EUR)	567,1
Anzahl der Aktien (Mio.)	68,6
Streubesitz	67,9%

Nächster Termin

- -

Änderungen im Modell

	Umsatz	FFO	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Dr. Georg Kanders, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-718
georg.kanders@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

DIC Asset ist ein Immobilienbestandhalter mit Fokus auf Büroimmobilien. Die Aktie notiert trotz des Schuldenabbaus und des weitgehenden Rückzugs aus dem Entwicklungsgeschäfts nach wie vor mit einem hohen Abschlag zum NAV. Bei bereits starkem Wachstum im Fondsgeschäft bestehen auch Chancen zur Reduzierung des Leerstands.

INVESTMENT CASE

Trotz des im Zuge des Verschuldungsabbaus reduzierten Portfolios weist das Unternehmen dank Kompensation durch hohe Gebühreneinnahmen im FFO des Fondsgeschäfts keinen dramatischen Einbruch aus. Dabei besteht noch deutliches Potenzial in der Refinanzierung. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Verbindlichkeiten ist mit 3,2 Jahren recht kurz.

Wir gehen davon aus, dass die Portfolioreduzierung 2017 zum Stillstand kommt und sich dann auch die Vermietungsleistung im Abbau von Leerstand (11,9% zum 30.9.2016) und in höheren Mieteinnahmen widerspiegelt. Im Fondsgeschäft weist das Unternehmen bereits ein starkes Wachstum auf (zum Jahresende 2016 sollten die AuM auf rund 1,6 Mrd. € gestiegen sein (2015: 830 Mio. €)), und wir gehen davon aus, dass hier auch künftig hohes Wachstum erzielt wird.

KATALYSATOREN

- Nachrichten zur potenziellen Kooperation mit WCM
- Vorzeitige Refinanzierung könnte sich stark auf den FFO auswirken
- Verbessertes Reporting zum Immobilienportfolio könnte sich positiv auswirken

BEWERTUNG

DIC Asset notiert mit einem sehr hohen Abschlag zum NAV. Zudem ist die Dividendenrendite überdurchschnittlich, und gemessen am Kurs/FFO ist die Aktie auch günstiger als der Durchschnitt der von uns beobachteten Immobilienwerte.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	147,5	136,7	110,1	103,5	105,5
FFO	47,9	49,0	46,7	43,5	46,5
FFO-Marge	32,5%	35,9%	42,4%	42,0%	44,1%
Nettofinanzverbind.	1.569	1.131	1.104	1.069	991,7
Net Asset Value je Aktie (in EUR)	12,61	12,89	12,61	12,66	12,97
FFOPS (in EUR)	0,70	0,72	0,68	0,63	0,68
DPS (in EUR)	0,35	0,37	0,37	0,37	0,37
Dividendenrendite	4,7%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%
EV/EBITDA	17,1	14,9	15,2	19,5	17,8
P/NAV	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
P/FFO	10,6	13,0	12,1	13,0	12,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Abschlag zum NAV, niedriges Kurs/FFO-Verhältnis
- Starker Cash-flow
- Abbau von Verschuldung und Zinslast
- Chancen auf Leerstandabbau
- Exzellente Entwicklung des MainTor-Projektes

MANAGEMENT

- Aydin Karaduman (CEO)
- Sonja Wärtges (CFO)
- Johannes von Mutius (CIO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- FFO soll 2016 43-45 Mio. € betragen, Mieteinnahmen rund 100 Mio. €
- Fondsvolumen soll 2016 um rund 500 Mio. € wachsen

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: - -

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
ROCE	3,2%	3,6%	3,9%	2,7%	3,0%
Gross Yield	6,9%	8,0%	6,9%	6,6%	6,8%
EBITDA-Marge	82,5%	87,0%	100,4%	81,5%	83,5%
FFO-Marge	32,5%	35,9%	42,4%	42,0%	44,1%
FFO-Yield	5,5%	5,5%	5,4%	5,0%	5,2%
Eigenkapitalquote	30,5%	32,3%	39,3%	39,3%	40,9%
Verschuldungsgrad	2,0	1,4	1,4	1,4	1,3
Net debt/EBITDA	12,9	9,5	10,0	12,7	11,3
Zinsdeckung	1,0	1,1	1,3	1,0	1,1

Schwächen/Risiken

- Vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote
- Eigentümerstruktur
- Verwässernde Kapitalerhöhungen
- Weiterhin relativ kurzfristige Refinanzierung (3,2 Jahre)
- 2016 wohl niedrigere Mieteinnahmen aufgrund der Portfolioreduzierung

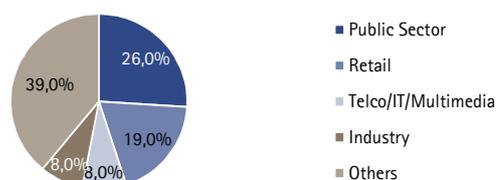
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

DIC Asset ist ein Gewerbeimmobilienunternehmen mit einem Immobilienvermögen von rund 1,9 Mrd. €. Das gesamte betreute Immobilienvermögen beläuft sich auf über 3 Mrd. €. Schwerpunkt liegt mit rund 70% bei Büroimmobilien. 90% des eigenen Immobilienvermögens befinden sich im Bestandsportfolio und rund 10% werden in Co-Investments (Fondsgeschäft und Developments) gehalten. Das Unternehmen zeichnet sich durch ein eigenes Immobilienmanagement (DIC Onsite) aus, das mit Niederlassungen in Frankfurt, Mannheim, Düsseldorf, Hamburg, Berlin und München vertreten ist.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

MIETERSTRUKTUR (30.9.2016 IN %)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Dt. Imm. Chancen-Gruppe	31,8
British Empire Trust/AVI	5,3
solvia Vermögensverwaltung	5,1

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	110,1	103,5	105,5
Konsensus	110,1	101,3	103,5
EBITDA (in Mio. EUR)			
BHL	110,5	84,3	88,1
Konsensus	113,5	89,5	93,0
EPS (EUR)			
BHL	0,37	0,21	0,33
Konsensus	0,40	0,24	0,27

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

DIC Asset AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	147,5	136,7	110,1	103,5	105,5
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	38,2	33,7	42,9	33,8	36,3
Gesamtumsatz	185,7	170,4	153,0	137,3	141,8
Materialaufwand	-48,3	-42,7	-37,5	-33,8	-34,3
Personalaufwand	-23,4	-23,7	-25,2	-25,1	-25,4
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	7,7	15,0	20,3	6,0	6,0
EBITDA	121,7	119,0	110,5	84,3	88,1
Abschreibungen	43,0	42,7	34,4	32,3	33,0
EBITA	78,6	76,3	76,1	52,0	55,1
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	78,6	76,3	76,1	52,0	55,1
Finanzergebnis	-62,9	-52,1	-45,4	-35,4	-29,6
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	15,7	24,1	30,7	16,7	25,6
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	15,7	24,1	30,7	16,7	25,6
Steuern	-1,7	-3,4	-5,0	-1,9	-2,5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	14,0	20,7	25,8	14,8	23,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,8	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Nettogewinn (ber.)	14,8	20,4	25,6	14,5	22,9
Anzahl der Aktien	68,6	68,6	68,6	68,6	68,6
EPS	0,22	0,30	0,37	0,21	0,33

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	67,2%	68,8%	65,9%	67,3%	67,5%
EBITDA-Marge	82,5%	87,0%	100,4%	81,5%	83,5%
EBITA-Marge	53,3%	55,8%	69,1%	50,3%	52,3%
EBIT-Marge	53,3%	55,8%	69,1%	50,3%	52,3%
EBT-Marge	10,6%	17,7%	27,9%	16,1%	24,2%
Nettoumsatzrendite	10,0%	14,9%	23,2%	14,0%	21,7%
Steuerquote	10,5%	14,2%	16,2%	11,3%	9,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	17,8%	-7,4%	-19,5%	-5,9%	1,9%
EBITDA	16,1%	-2,2%	-7,1%	-23,6%	4,5%
EBIT	13,3%	-3,0%	-0,2%	-0,2%	6,0%
EBT	-12,8%	53,9%	27,3%	-45,8%	53,6%
Nettogewinn (ber.)	-7,0%	37,7%	25,3%	-43,2%	57,4%
EPS	-33,6%	37,7%	25,3%	-43,2%	57,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DIC Asset AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	2.276	1.851	1.827	1.821	1.821
Sachanlagen	2.145	1.701	1.596	1.580	1.562
Immaterielle Vermögenswerte	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Finanzielle Vermögenswerte	101,6	126,1	205,9	217,0	234,8
sonstige langfristige Vermögenswerte	28,3	23,5	23,5	23,5	23,5
Kurzfristige Vermögensgegenstände	261,2	604,7	192,1	167,1	84,5
Vorräte	1,7	249,9	9,9	9,9	9,9
Forderungen aus Lieferung und Leistung	13,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	148,8	142,0	142,0	102,0	22,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	97,4	204,6	31,9	47,0	44,3
Summe Aktiva	2.537	2.456	2.019	1.988	1.906
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	774,8	792,1	792,5	781,9	779,6
Eigenkapital (vor Dritten)	770,1	787,1	787,5	776,9	774,6
Minderheitenanteile	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Langfristiges Fremdkapital	1.324	1.342	1.145	1.125	1.045
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1.260	1.300	1.100	1.080	1.000
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	63,7	41,7	44,0	44,0	44,0
Kurzfristiges Fremdkapital	438,1	321,8	81,8	81,8	81,8
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	405,8	35,5	35,5	35,5	35,5
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	30,0	285,0	45,0	45,0	45,0
Summe Passiva	2.537	2.456	2.019	1.988	1.906

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

DIC Asset AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	89,7%	75,4%	90,5%	91,6%	95,6%
Sachanlagen	84,5%	69,2%	79,1%	79,4%	82,0%
Immaterielle Vermögenswerte	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	10,3%	24,6%	9,5%	8,4%	4,4%
Vorräte	0,1%	10,2%	0,5%	0,5%	0,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
Flüssige Mittel	3,8%	8,3%	1,6%	2,4%	2,3%
Passiva					
Eigenkapital	30,5%	32,3%	39,3%	39,3%	40,9%
Langfristiges Fremdkapital	52,2%	54,6%	56,7%	56,6%	54,8%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	49,7%	52,9%	54,5%	54,3%	52,5%
Kurzfristiges Fremdkapital	17,3%	13,1%	4,1%	4,1%	4,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	16,0%	1,4%	1,8%	1,8%	1,9%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

EDAG Engineering Group AG

Volkswagen bleibt das Zünglein an der Waage

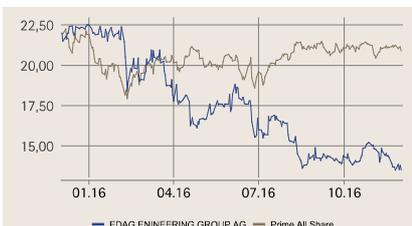
06.12.2016

Halten (Halten)
16,00 EUR (16,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 13,51 EUR
Bloomberg: ED4 GY WKN: A143NB
Branche Automobile

Kursperformance

52 Wochen Hoch	22,50 EUR
52 Wochen Tief	13,50 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-35,4%
1 Monat	-10,0%
12 Monate	-28,3%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	453,0
Marktkapital. (Mio. EUR)	337,8
Anzahl der Aktien (Mio.)	25,0
Streubesitz	40,3%

Nächster Termin

Jahreszahlen	05.04.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	-0,2%	-0,2%
2018e	---	-0,2%	-0,2%

Analyst

Malte Janek Schmidt
Telefon: +49 (0)211 4952-186
malte.schmidt@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Die schwache Auftragsvergabe des Volkswagen-Konzerns im Jahr 2016 hat bei EDAG zu strukturellen Problemen und Überkapazitäten geführt, denen das Unternehmen mit Kostensenkungsmaßnahmen begegnet. Ziel sind Einsparungen i. H. v. 11 Mio. €. Wir bestätigen unsere Halten-Empfehlung und das Kursziel von 16 €.

INVESTMENT CASE

Nach der schwierigen Entwicklung im Jahr 2016 aufgrund der schwachen Auftragsvergabe des VW-Konzerns dürfte Volkswagen auch 2017 das Zünglein an der Waage bleiben. Die bisher bekannten Kostensenkungsmaßnahmen des Konzerns deuten auf einen Rückgang des F&E-Budgets um ca. 7,6%. Gleichzeitig geben die wenigen Details zur Modellstrategie bei VW kaum Aufschluss darüber, wie die Auswirkungen für die EDAG AG ausfallen könnten. Wir nehmen positiv auf, dass EDAG sich dank weiterer Aufträge von unabhängigen Elektrofahrzeugherstellern in China und deutlich steigender Aufträge von Daimler weiter vom VW-Konzern entbindet. Die strukturellen Probleme in Form des erhöhten Personalbestands bleiben jedoch auch im ersten Halbjahr 2017 bestehen. Das in H1 2016 initiierte Kostensenkungsprogramm (Einsparungen i. H. v. 11 Mio. € in 2016) dürfte auch in den Folgejahren zu Einsparungen von ca. 7 Mio. € p.a. führen und dabei helfen, langfristig eine adj. EBIT-Marge von 10,0% zu erzielen.

KATALYSATOREN

Kurzfristig bleibt die Veröffentlichung der Modellstrategie des Volkswagen-Konzerns, mit der wir im Dezember rechnen, der stärkste Trigger. Der Jahresbericht im April 2017 sollte einen positiven Cashflow zeigen.

BEWERTUNG

Unser DCF-basiertes Kursziel bewertet EDAG mit einem KGV_{2017e} von 13,3x. Dies entspricht einem Abschlag von ca. 20% zu Bertrandt. Bei fehlender Kapitalmarkthistorie und stark schwankender Profitabilität halten wir dies für gerechtfertigt.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	697,5	722,1	730,0	762,0	817,3
EBIT	87,6	60,2	35,5	52,3	67,0
EBIT-Marge	12,6%	8,3%	4,9%	6,9%	8,2%
Nettofinanzverbind.	126,6	92,8	84,4	77,1	55,5
Freier Cash-flow	24,1	41,2	27,5	25,6	39,5
EPS (in EUR)	2,33	1,45	0,71	1,20	1,62
DPS (in EUR)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Dividendenrendite	-	3,3%	5,6%	5,6%	5,6%
EV/Umsatz	-	0,9	0,6	0,6	0,5
EV/EBIT	-	11,3	12,8	8,5	6,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-	15,5	19,0	11,2	8,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Größter unabhängiger, globaler Anbieter von Ingenieursdienstleistungen
- Alleinstellungsmerkmal durch umfassendes Know-how im Bereich der Konzeptionierung von Produktionsanlagen
- Internationale Präsenz und Kundenbeziehungen zu asiatischen OEMs eröffnen große Wachstumschance

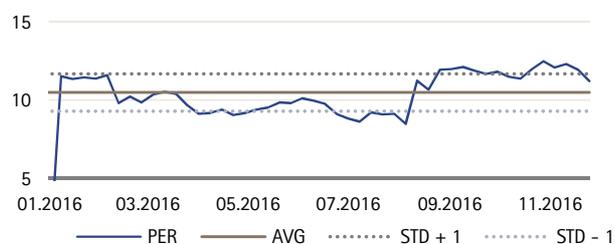
MANAGEMENT

- Thomas Eichelmann (Vorsitzender des Verwaltungsrates)
- Jörg Ohlsen (CEO)
- Jürgen Vogt (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatzwachstum im kleinen, einstelligen Prozentbereich
- Bereinigte EBIT-Marge: 6-8%
- Capex: 4% des Umsatzes

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 05.04.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	3,6%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
Capex/Abschreibungen	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
ROCE	28,6%	17,6%	11,0%	16,6%	21,1%
Free Cash-flow-Rendite	-	11,1%	7,4%	6,9%	10,7%
Eigenkapitalquote	24,2%	32,6%	34,1%	36,7%	40,8%
Nettofinanzverbind./EK	108%	60%	55%	47%	30%
Nettoverschuld./EBITDA	1,1	1,1	1,3	1,0	0,6
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- 37% Umsatzanteil des Volkswagen-Konzerns (VW, Audi, Porsche)
- Wachstum war in der Vergangenheit stark durch M&A-Aktivitäten getrieben
- Geringe eigene Testing-Aktivitäten

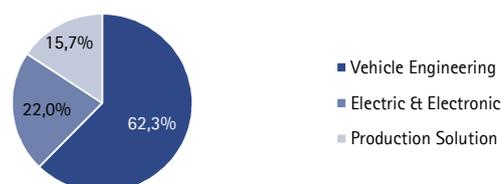
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die EDAG Engineering Group AG ist einer der global führenden, unabhängigen Ingenieursdienstleister für die internationale Automobilindustrie. In den Segmenten Fahrzeugentwicklung, Elektrik/Elektronik und Produktionslösungen bietet EDAG Dienstleistungen entlang des gesamten Entwicklungszyklus an – vom Design bis hin zur vollständigen Fahrzeugentwicklung. Die Expertise in der Entwicklung und Optimierung von Produktionsanlagen und Produktionsprozessen ist ein Alleinstellungsmerkmal am Markt.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

ATON GmbH	59,8
Shareholder Value Management AG	4,8
Deutsche Asset Management Investment GmbH	4,6

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	730,0	762,0	817,3
Konsensus	726,8	761,0	809,7
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	35,5	52,3	67,0
Konsensus	38,0	54,0	66,5
EPS (EUR)			
BHL	0,71	1,20	1,62
Konsensus	0,75	1,10	1,55

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

EDAG Engineering Group AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	697,5	722,1	730,0	762,0	817,3
Aktivierete Eigenleistungen/Bestandsänderung	-7,7	-0,2	-6,1	0,5	0,5
Gesamtumsatz	689,7	722,0	723,9	762,5	817,8
Materialaufwand	-115,8	-100,0	-93,4	-94,9	-99,9
Personalaufwand	-417,3	-447,0	-472,5	-491,9	-523,3
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-43,4	-89,1	-94,8	-95,1	-97,1
EBITDA	113,3	85,8	63,2	80,7	97,5
Abschreibungen	25,6	25,6	27,7	28,4	30,5
EBITA	87,6	60,2	35,5	52,3	67,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	87,6	60,2	35,5	52,3	67,0
Finanzergebnis	-10,7	-6,8	-8,6	-7,0	-6,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	76,9	53,4	26,8	45,3	61,0
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	76,9	53,4	26,8	45,3	61,0
Steuern	-18,7	-17,0	-9,0	-15,2	-20,5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	58,2	36,3	17,8	30,1	40,5
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	58,2	36,3	17,8	30,1	40,5
Anzahl der Aktien	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
EPS	2,33	1,45	0,71	1,20	1,62

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	83,4%	86,1%	87,2%	87,6%	87,8%
EBITDA-Marge	16,2%	11,9%	8,7%	10,6%	11,9%
EBITA-Marge	12,6%	8,3%	4,9%	6,9%	8,2%
EBIT-Marge	12,6%	8,3%	4,9%	6,9%	8,2%
EBT-Marge	11,0%	7,4%	3,7%	5,9%	7,5%
Nettoumsatzrendite	8,4%	5,0%	2,4%	3,9%	5,0%
Steuerquote	24,3%	31,9%	33,6%	33,6%	33,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	12,5%	3,5%	1,1%	4,4%	7,3%
EBITDA	78,3%	-24,3%	-26,3%	27,7%	20,8%
EBIT	>100%	-31,3%	-41,1%	47,4%	28,2%
EBT	>100%	-30,6%	-49,8%	68,8%	34,7%
Nettogewinn (ber.)	>100%	-37,6%	-51,0%	68,8%	34,7%
EPS	>100%	-37,6%	-51,0%	68,8%	34,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

EDAG Engineering Group AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	183,2	192,6	194,0	196,0	198,1
Sachanlagen	55,6	67,9	69,4	71,4	73,6
Immaterielle Vermögenswerte	109,9	105,6	105,6	105,5	105,5
Finanzielle Vermögenswerte	15,7	16,9	16,9	16,9	16,9
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
Kurzfristige Vermögensgegenstände	301,4	283,0	258,7	254,7	260,8
Vorräte	6,9	1,6	0,0	0,0	0,4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	247,5	205,0	200,0	208,8	212,9
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6,8	5,0	5,0	4,9	4,9
Wertpapiere	0,8	0,6	0,2	0,2	0,2
Flüssige Mittel	39,5	70,7	53,5	40,8	42,4
Summe Aktiva	484,6	475,5	452,6	450,7	458,9
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	117,4	155,2	154,3	165,6	187,4
Eigenkapital (vor Dritten)	117,3	155,2	154,2	165,5	187,3
Minderheitenanteile	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Langfristiges Fremdkapital	201,1	171,1	134,0	115,5	97,5
Rückstellungen für Pensionen	22,4	22,0	30,8	31,7	32,6
Sonstige Rückstellungen	5,0	3,2	3,3	3,4	3,7
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	162,0	135,2	89,2	69,2	49,2
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	11,8	10,7	10,8	11,3	12,1
Kurzfristiges Fremdkapital	166,0	149,2	164,3	169,5	174,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,9	28,9	48,9	48,9	48,9
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	12,8	12,5	12,6	13,2	14,1
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	134,7	103,1	98,0	102,3	105,4
Sonstige Verbindlichkeiten	13,7	4,7	4,7	5,1	5,5
Summe Passiva	484,6	475,5	452,6	450,7	458,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

EDAG Engineering Group AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	37,8%	40,5%	42,9%	43,5%	43,2%
Sachanlagen	11,5%	14,3%	15,3%	15,8%	16,0%
Immaterielle Vermögenswerte	22,7%	22,2%	23,3%	23,4%	23,0%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	62,2%	59,5%	57,1%	56,5%	56,8%
Vorräte	1,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	51,1%	43,1%	44,2%	46,3%	46,4%
Flüssige Mittel	8,2%	14,9%	11,8%	9,1%	9,2%
Passiva					
Eigenkapital	24,2%	32,6%	34,1%	36,7%	40,8%
Langfristiges Fremdkapital	41,5%	36,0%	29,6%	25,6%	21,3%
Rückstellungen für Pensionen	4,6%	4,6%	6,8%	7,0%	7,1%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	33,4%	28,4%	19,7%	15,3%	10,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	34,3%	31,4%	36,3%	37,6%	37,9%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,0%	6,1%	10,8%	10,9%	10,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	27,8%	21,7%	21,7%	22,7%	23,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

ElringKlinger AG

Die Zeiten bleiben vorerst stürmisch

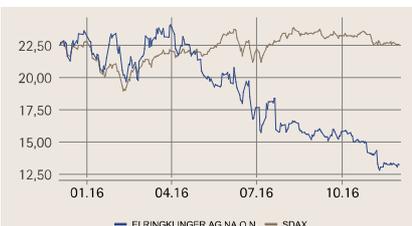
06.12.2016

Halten (Halten)
13,00 EUR (13,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 13,23 EUR
Bloomberg: ZIL2 GY WKN: 785602
Branche Automobile

Kursperformance

52 Wochen Hoch 24,09 EUR
52 Wochen Tief 12,82 EUR
Relativ zu SDAX
YTD -42,7%
1 Monat -4,5%
12 Monate -42,6%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 1.531
Marktkapital. (Mio. EUR) 838
Anzahl der Aktien (Mio.) 63
Streubesitz 48,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 30.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Christian Ludwig, CFA
Telefon: +49 (0)211 4952-126
christian.ludwig@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach einer Gewinnwarnung im Juli hat ElringKlinger mit schwachen Q3 Zahlen die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Senkung der Ergebnisermwartung (aktuell: 140 - 150 Mio. €) deutlich erhöht. Damit rückt auch ein positiver Free Cashflow wieder in weite Ferne. Bis erkennbar wird, wie das Unternehmen wieder zu profitabilem Wachstum zurückkehren kann, bleibt die Aktie für uns eine Halteposition.

INVESTMENT CASE

Die hausgemachten Probleme in der Abschirmtechnik (BHLe ~400 Mio. € Umsatz) belasten auch weiterhin die Konzernergebnisse. Wir erwarten einen Verlust i. H. v. 20 Mio. € im Jahr 2016. Neues Management und der Aufbau von weiteren Kapazitäten in Frankreich und Ungarn haben die Lage bis dato nicht verbessert.

Ein Erreichen der mittelfristig ins Auge gefassten EBIT-Margenspanne von 13-15% erscheint uns unter diesen Umständen nicht möglich. Zudem belasten hohe Investitionen in neue Kapazitäten und Technologien (Hybridprodukte, Leichtbaukomponenten) weiterhin den Cashflow.

Das Produktportfolio ist sehr stark auf den Verbrennungsmotor ausgerichtet (~ 80% der Umsätze). Zwar hat ElringKlinger schon erste Produkte im Chassis- und Leichtbaubereich im Angebot, aber der Trend zur E-Mobilität stellt weiterhin ein Risiko für das bestehende Geschäftsmodell dar.

KATALYSATOREN

- Anpassung der Erwartungen dürfte zu weiterem Druck auf die Aktie führen.
- Neue Aufträge für Leichtbaukomponenten würden für mehr Zuversicht sorgen, dass die Transformation des Geschäftsmodells gelingt.

BEWERTUNG

Unser Kursziel basiert auf einem DCF-Modell. Die aktuellen Multiples bewegen sich auf dem Niveau der Vergleichsgruppe (EV/Sales_{2017e} 0,8x; EBIT_{2017e} 9,9x). Wir bestätigen unserer Halten-Empfehlung.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.326	1.507	1.555	1.608	1.668
EBIT	154	135	129	145	163
EBIT-Marge	11,6%	9,0%	8,3%	9,1%	9,8%
Nettofinanzverbind.	348	487	537	571	587
Freier Cash-flow	-18	-89	-16	0	19
EPS (in EUR)	1,67	1,45	1,25	1,44	1,64
DPS (in EUR)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Dividendenrendite	1,9%	2,3%	4,2%	4,2%	4,2%
EV/Umsatz	1,8	1,4	1,0	1,0	1,0
EV/EBIT	15,1	15,7	11,9	10,8	9,7
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,3	16,3	10,6	9,2	8,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Oligopol im Zylinderkopf- und Spezialdichtungsbereich
- Eigene Werkzeugfertigung für Metallbearbeitung sichert Technologievorsprung
- Hohes Industrialisierungs-Know-how sichert Margen ab
- Neue Produkte mit Hydroform-Hybridtechnologie eröffnen Zugang zu Chassismarkt

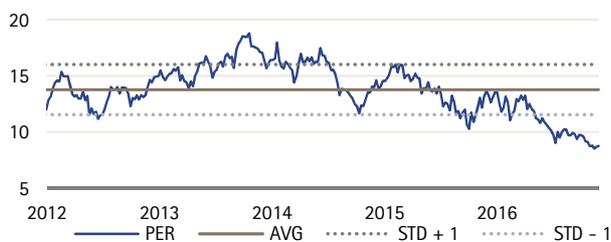
MANAGEMENT

- Dr. Stefan Wolf (CEO)
- Thomas Jessulat (CFO)
- Theo Becker

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2016: +5-7% organisch
- adj. EBIT 2016: 140-150 Mio. € (unteres Ende)
- Capex: ~190 Mio. € (11,8% vom Umsatz)

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 30.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	4,3%	4,1%	4,2%	4,1%	4,0%
Capex/Umsatz	12,3%	12,6%	12,2%	11,0%	10,0%
Capex/Abschreibungen	2,2	2,3	2,1	1,8	1,6
ROCE	11,7%	9,0%	8,0%	8,6%	9,2%
Free Cash-flow-Rendite	-1,0%	-6,0%	-1,9%	0,0%	2,3%
Eigenkapitalquote	49,7%	48,5%	48,3%	49,3%	50,5%
Nettofinanzverbind./EK	45%	57%	60%	60%	57%
Nettoverschuld./EBITDA	1,5	2,2	2,4	2,3	2,2
Zinsdeckung	7,9	4,2	7,2	9,1	0,0

Schwächen/Risiken

- 80% des Umsatzes hängt an der Automobilindustrie
- Starkes Wachstum der letzten Jahre ging auf Kosten der Profitabilität
- Produkt-Fokus auf Verbrennungsmotoren (begrenzt Wachstumspotential). Eigenes E-Mobilitätsgeschäft dürfte auf Jahre Verluste bringen (BHL 6 Mio. € p. a.).
- Hoher Capex-Bedarf des Geschäftsmodells limitiert Free Cash-flow Generierung

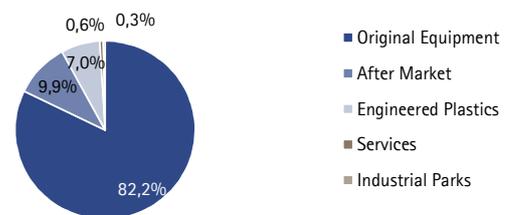
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die EiringKlinger AG produziert und vertreibt Zylinderkopfdichtungen, Spezialdichtungen, Hitzeschilde sowie Kunststoffspritzgusskomponenten für Automobile und Nutzfahrzeuge. Neben einem Dichtungs-Ersatzteilgeschäft produziert das Unternehmen auch flexible, Teflon-basierte Kunststoffprodukte für industrielle Anwendungen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- adj. EBIT-Marge 13-15%
- Capex-Quote 7-9% vom Umsatz

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Familien Lechler	51,0
Hkl Holding Stiftung	4,9
Capital Guardian Trust Co.	4,7

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.555	1.608	1.668
Konsensus	1.555	1.630	1.709
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	129	145	163
Konsensus	133	155	182
EPS (EUR)			
BHL	1,25	1,44	1,64
Konsensus	1,30	1,56	1,78

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

ElringKlinger AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.326	1.507	1.555	1.608	1.668
Umsatzkosten	-967	-1.133	-1.171	-1.204	-1.242
Bruttoergebnis vom Umsatz	358	374	384	403	426
Vertriebs- und Marketingkosten	-93	-116	-119	-121	-125
Allgemeines und Verwaltung	-61	-69	-77	-78	-79
Forschung und Entwicklung	-57	-61	-66	-67	-67
Sonstiges betriebliches Ergebnis	8	8	7	8	8
EBITDA	233	223	223	246	271
Abschreibungen	76	82	89	96	104
EBITA	157	140	134	150	167
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	3	5	5	5	4
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	154	135	129	145	163
Finanzergebnis	-1	-6	-14	-13	-13
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	153	129	115	132	150
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	153	129	115	132	150
Steuern	-42	-33	-32	-36	-41
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	111	96	83	96	109
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	-5	-4	-4	-5	-5
Nettogewinn (ber.)	106	92	79	91	104
Anzahl der Aktien	63	63	63	63	63
EPS (in EUR)	1,67	1,45	1,25	1,44	1,64

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	27,0%	24,8%	24,7%	25,1%	25,6%
EBITDA-Marge	17,6%	14,8%	14,3%	15,3%	16,2%
EBITA-Marge	11,9%	9,3%	8,6%	9,3%	10,0%
EBIT-Marge	11,6%	9,0%	8,3%	9,1%	9,8%
EBT-Marge	11,5%	8,5%	7,4%	8,2%	9,0%
Nettoumsatzrendite	8,3%	6,4%	5,4%	6,0%	6,5%
Steuerquote	27,8%	25,6%	27,5%	27,5%	27,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	15,3%	13,7%	3,1%	3,4%	3,8%
EBITDA	-2,9%	-4,5%	0,1%	10,4%	10,1%
EBIT	-6,2%	-12,2%	-4,6%	12,8%	12,2%
EBT	2,8%	-15,9%	-10,7%	15,2%	13,4%
Nettogewinn (ber.)	0,3%	-13,4%	-13,7%	15,5%	14,1%
EPS	0,3%	-13,4%	-13,7%	15,5%	14,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

ElringKlinger AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	924	1.074	1.174	1.254	1.316
Sachanlagen	708	827	928	1.009	1.072
Immaterielle Vermögenswerte	185	214	213	212	211
Finanzielle Vermögenswerte	13	15	15	15	15
sonstige langfristige Vermögenswerte	17	18	18	18	18
Kurzfristige Vermögensgegenstände	635	691	689	687	715
Vorräte	290	322	315	326	338
Forderungen aus Lieferung und Leistung	245	287	277	286	297
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	31	33	34	35	37
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	69	49	63	39	43
Summe Aktiva	1.559	1.766	1.864	1.941	2.031
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	775	856	900	956	1.026
Eigenkapital (vor Dritten)	744	822	866	922	991
Minderheitenanteile	32	34	34	34	34
Langfristiges Fremdkapital	439	486	514	519	520
Rückstellungen für Pensionen	124	119	122	125	126
Sonstige Rückstellungen	17	12	13	13	13
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	269	326	350	350	350
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	30	29	30	31	30
Kurzfristiges Fremdkapital	344	424	450	466	486
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	149	210	250	260	280
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	17	16	17	18	17
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	69	86	67	69	71
Sonstige Verbindlichkeiten	110	112	116	119	117
Summe Passiva	1.559	1.766	1.864	1.941	2.031

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

ElringKlinger AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	59,3%	60,9%	63,0%	64,6%	64,8%
Sachanlagen	45,4%	46,8%	49,8%	52,0%	52,8%
Immaterielle Vermögenswerte	11,9%	12,1%	11,4%	10,9%	10,4%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	40,7%	39,1%	37,0%	35,4%	35,2%
Vorräte	18,6%	18,2%	16,9%	16,8%	16,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	15,7%	16,3%	14,9%	14,7%	14,6%
Flüssige Mittel	4,4%	2,8%	3,4%	2,0%	2,1%
Passiva					
Eigenkapital	49,7%	48,5%	48,3%	49,3%	50,5%
Langfristiges Fremdkapital	28,2%	27,5%	27,6%	26,7%	25,6%
Rückstellungen für Pensionen	8,0%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	17,2%	18,5%	18,8%	18,0%	17,2%
Kurzfristiges Fremdkapital	22,1%	24,0%	24,1%	24,0%	23,9%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,5%	11,9%	13,4%	13,4%	13,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	4,4%	4,9%	3,6%	3,6%	3,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG

Erste Anzeichen für eine Stabilisierung

06.12.2016

Halten (Halten)
7,00 EUR (7,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 5,95 EUR
Bloomberg: EUCA GY WKN: A1K030
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 10,44 EUR
52 Wochen Tief 5,70 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD -16,8%
1 Monat -17,6%
12 Monate -20,2%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 112,1
Marktkapital. (Mio. EUR) 42,7
Anzahl der Aktien (Mio.) 7,2
Streubesitz 100,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 29.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBITDA	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Wolfgang Specht, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-637
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Seit 2012 befindet sich euromicron in einer Restrukturierungsphase, die Auftragsbuch, Umsätze, Margen und die Entwicklung des Free Cash-flow belastet. Die am Markt verbreitete Hoffnung auf einen Turn-around im Jahr 2017 halten wir aus heutiger Sicht für zu ambitioniert.

INVESTMENT CASE

Das dritte Quartal 2016 zeigte mit einem im Jahresvergleich stabilen Umsatz und deutlich positiven EBITDA erstmals Anzeichen für eine Stabilisierung des Geschäfts. Die am Markt verbreitete Hoffnung auf einen Turn-around im Jahr 2017 halten wir dennoch für zu ambitioniert. Während die zum Halbjahr reduzierte Guidance für GJ 2016 einen breiten EBITDA-Korridor von 2,6-11,1 Mio. € zulässt (Median: 7,0 Mio. €), steht der Konsens für 2017 bei 17 Mio. €. Mit Blick auf eine veränderte Pitch-Strategie im Projektmarketing (z.B. bewusster Verzicht auf das Geschäft als Subunternehmer) und das rückläufige Auftragsbuch (-6% vs. 9M 2015) schätzen wir das Potenzial für EBITDA-Wachstum geringer ein. Die Rückkehr zu einem positiven Free Cash-flow erwarten wir erst in 2018. Ein hoher Leverage (Nettoverschuldung 9M 2016: 100,9 Mio. €) schränkt den Handlungsspielraum für Projektvorfinanzierung und arrondierende Akquisitionen ein.

KATALYSATOREN

- Abschluss des Restrukturierungsprogramms Ende 2016/Anfang 2017
- Entwicklung des Auftragsbestands (BHLe: 103 Mio. € Ende 2016, stabil ggü. Vj.)
- Guidance für 2017 (BHLe: Umsatz 340-350 Mio. €; EBITDA-Marge 3-5%)

BEWERTUNG

Unsere negativen Schätzungen für den FCF und das EPS in 2016 lassen eine Gegenüberstellung mit Vergleichsunternehmen auf Multiple-Basis nur eingeschränkt zu. Wir bewerten die Aktie daher ausschließlich auf Basis eines DCF-Modells, welches einen Wert von 7,00 € liefert.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	346,3	344,9	338,7	354,5	369,3
EBITDA	21,1	6,9	6,5	14,6	17,8
EBITDA-Marge	6,1%	2,0%	1,9%	4,1%	4,8%
Nettofinanzverbind.	54,4	59,2	67,8	67,9	65,8
Freier Cash-flow	-16,2	-5,2	-8,6	-0,3	1,9
EPS (in EUR)	0,36	-1,85	-0,93	-0,03	0,36
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,5	16,6	17,2	7,7	6,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	32,1	-4,1	-6,4	-187,7	16,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Positionierung in strukturellen Wachstumsmärkten
- Optionen für arrondierende Akquisitionen
- Möglicher Akquisitionskandidat
- Auflösung des Investitionsstaus bei wichtigen Kunden
- Eintritt in neue Regionalmärkte

MANAGEMENT

- Bettina Meyer (CFO)
- Jürgen Hansjosten (CEO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz 330-350 Mio. €; operative EBITDA-Marge 2-4%; Restrukturierungskosten 3-4 Mio. €

HISTORISCHES EV/EBITDA



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 29.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	1,8%	2,1%	2,7%	2,8%	2,7%
Capex/Abschreibungen	0,7	0,5	0,9	1,0	1,1
ROCE	6,3%	-5,1%	-2,1%	3,0%	5,2%
Free Cash-flow-Rendite	-19,8%	-9,6%	-16,3%	-0,6%	3,6%
Eigenkapitalquote	38,4%	35,8%	35,6%	35,0%	35,0%
Nettofinanzverbind./EK	49%	61%	75%	75%	71%
Nettoverschuld./EBITDA	2,6	8,5	10,4	4,7	3,7
Zinsdeckung	3,1	-2,1	-0,8	1,0	1,8

Schwächen/Risiken

- Vertrauensverlust nach Gewinnwarnungen 2014/15/16
- Stagnierender Auftragsbestand
- Preisdruck im margenstarken Herstellergeschäft
- Ggf. erforderliche Stärkung des Eigenkapitals
- Rückkehr zu Dividendenzahlungen noch offen

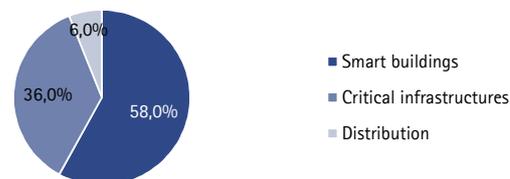
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die in Frankfurt ansässige euromicron AG ist ein Anbieter kompletter Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datennetze. Die Kompetenz des Unternehmens liegt sowohl in der Herstellung von Komponenten als auch in der Integration und Distribution von Netzwerken. euromicron unterstützt seine Kunden bei Planung, Installation und Wartung und entwickelt, produziert und vermarktet zudem Netzwerkkomponenten für die optische Übertragungstechnik.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- EBITDA-Marge 8-11%

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Lazard Freres Gestion SAS	3,5
Bischoff Christian	3,0
Universal-Investment-Gesellschaft mbH (Invst Mgmt)	3,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	338,7	354,5	369,3
Konsensus	346,9	361,9	375,7
EBITDA (in Mio. EUR)			
BHL	6,5	14,6	17,8
Konsensus	0,0	0,0	0,0
EPS (EUR)			
BHL	-0,93	-0,03	0,36
Konsensus	0,07	1,07	1,75

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

euromicron AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	346,3	344,9	338,7	354,5	369,3
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	5,4	6,8	4,5	5,0	5,2
Gesamtumsatz	351,7	351,7	343,2	359,5	374,5
Materialaufwand	-182,5	-189,8	-177,8	-184,4	-190,5
Personalaufwand	-103,2	-107,9	-111,1	-112,4	-116,3
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-44,9	-47,1	-47,8	-48,2	-49,9
EBITDA	21,1	6,9	6,5	14,6	17,8
Abschreibungen	9,7	15,6	10,0	9,8	9,3
EBITA	11,4	-8,6	-3,5	4,8	8,5
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,4	-8,6	-3,5	4,8	8,5
Finanzergebnis	-3,7	-4,1	-4,6	-4,8	-4,8
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7,8	-12,7	-8,1	0,0	3,7
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	7,8	-12,7	-8,1	0,0	3,7
Steuern	-4,9	-0,4	1,5	0,0	-0,9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	2,9	-13,1	-6,6	0,0	2,8
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Nettogewinn (ber.)	2,6	-13,2	-6,7	-0,2	2,6
Anzahl der Aktien	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
EPS	0,36	-1,85	-0,93	-0,03	0,36

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	47,3%	45,0%	47,5%	48,0%	48,4%
EBITDA-Marge	6,1%	2,0%	1,9%	4,1%	4,8%
EBITA-Marge	3,3%	-2,5%	-1,0%	1,3%	2,3%
EBIT-Marge	3,3%	-2,5%	-1,0%	1,3%	2,3%
EBT-Marge	2,2%	-3,7%	-2,4%	0,0%	1,0%
Nettoumsatzrendite	0,7%	-3,8%	-2,0%	-0,1%	0,7%
Steuerquote	63,2%	-3,3%	18,6%	0,0%	24,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	5,1%	-0,4%	-1,8%	4,7%	4,2%
EBITDA	46,7%	-67,2%	-5,6%	>100%	21,8%
EBIT	>100%	---	-59,9%	---	77,2%
EBT	>100%	---	-36,5%	-99,7%	---
Nettogewinn (ber.)	---	---	-49,7%	-96,6%	---
EPS	---	---	-49,7%	-96,6%	---

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	150,7	142,0	141,1	141,2	141,9
Sachanlagen	14,1	15,3	14,5	14,5	15,2
Immaterielle Vermögenswerte	134,3	125,7	125,7	125,7	125,7
Finanzielle Vermögenswerte	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8
sonstige langfristige Vermögenswerte	1,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögensgegenstände	136,7	128,9	112,6	116,7	122,6
Vorräte	29,0	30,8	27,8	29,1	30,4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	85,8	80,7	76,1	78,7	80,9
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6,3	6,7	6,6	6,9	7,2
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	15,6	10,7	2,1	2,0	4,1
Summe Aktiva	287,4	270,8	253,7	257,9	264,5
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	110,4	97,0	90,4	90,1	92,7
Eigenkapital (vor Dritten)	110,0	96,6	90,0	89,7	92,3
Minderheitenanteile	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Langfristiges Fremdkapital	57,6	31,0	30,8	31,2	31,6
Rückstellungen für Pensionen	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3
Sonstige Rückstellungen	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	47,1	22,3	22,3	22,3	22,3
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	7,4	5,6	5,5	5,8	6,0
Kurzfristiges Fremdkapital	119,4	142,8	132,5	136,5	140,2
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	22,9	47,5	47,5	47,5	47,5
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	1,7	2,1	2,0	2,1	2,2
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	44,2	48,4	39,0	40,8	42,5
Sonstige Verbindlichkeiten	50,6	44,7	43,9	46,0	47,9
Summe Passiva	287,4	270,8	253,7	257,9	264,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	52,4%	52,4%	55,6%	54,8%	53,7%
Sachanlagen	4,9%	5,7%	5,7%	5,6%	5,7%
Immaterielle Vermögenswerte	46,7%	46,4%	49,6%	48,8%	47,5%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	47,6%	47,6%	44,4%	45,2%	46,3%
Vorräte	10,1%	11,4%	11,0%	11,3%	11,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	29,9%	29,8%	30,0%	30,5%	30,6%
Flüssige Mittel	5,4%	4,0%	0,8%	0,8%	1,6%
Passiva					
Eigenkapital	38,4%	35,8%	35,6%	35,0%	35,0%
Langfristiges Fremdkapital	20,0%	11,4%	12,2%	12,1%	12,0%
Rückstellungen für Pensionen	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	16,4%	8,2%	8,8%	8,7%	8,4%
Kurzfristiges Fremdkapital	41,6%	52,7%	52,2%	52,9%	53,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,0%	17,6%	18,7%	18,4%	18,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	15,4%	17,9%	15,4%	15,8%	16,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Gesco AG

Gegenwind hält an

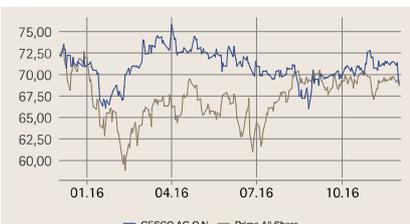
06.12.2016

Halten (Halten)
71,00 EUR (73,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 68,95 EUR
Bloomberg: GSC1 GY WKN: A1K020
Branche Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 75,77 EUR
52 Wochen Tief 66,03 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 1,8%
1 Monat -5,5%
12 Monate 6,3%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 330,4
Marktkapital. (Mio. EUR) 229,2
Anzahl der Aktien (Mio.) 3,3
Streubesitz 71,3%

Nächster Termin

Quartalszahlen 14.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016/17e	-2,8%	-16,0%	-20,2%
2017/18e	-2,8%	-9,6%	-12,8%
2018/19e	-2,8%	-9,2%	-12,1%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

Gesco spürt auch im laufenden Geschäftsjahr noch Gegenwind, sodass die Gesellschaft mit der Vorlage der Halbjahreszahlen ihre Ergebnisprognose zurücknehmen musste. Nach Anpassung unserer Schätzungen senken wir unser Kursziel von 73 € auf 71 €. Wir bestätigen die Empfehlung Halten.

INVESTMENT CASE

Die für Gesco bedeutende Investitionsgüterindustrie entwickelt sich weiterhin verhalten, da anhaltende Probleme in der Eurozone, niedrige Ölpreise und politische Unsicherheiten die Investitionsneigung bremsen. Insgesamt verzeichnen viele Anbieter eine niedrige Auslastung, was den Preisdruck erhöht. Davon ist etwa der Markt für Großwerkzeugbau betroffen, und auch der Markt für Werkzeugstahl unterliegt einem hohen Konsolidierungs- und Preisdruck. Zudem war Q2 zusätzlich belastet, weil einige Kunden die Auslieferung von Großaufträgen in das dritte Quartal verschoben hatten. Vorläufigen Zahlen zufolge lag der Umsatz in Q3 aber noch 3% unter Vorjahr. In diesem Umfeld reagiert Gesco weiterhin mit Maßnahmen zur Kostensenkung und stellt Investitionen, die nicht zwingend erforderlich sind, auf den Prüfstand. Zudem hat die Gruppe im Rahmen der Umsetzung ihrer Portfoliostrategie bei einzelnen Tochtergesellschaften Optimierungsprojekte aufgelegt, die auf Kosten- wie auf Chancenseite ansetzen und mittelfristig die Margen verbessern sollen.

KATALYSATOREN

Die Gesellschaft hatte einen Aktiensplit von 3:1 angekündigt, der Ende Dezember wirksam werden sollte. Die Rückkehr auf einen Wachstumspfad wäre für uns die Voraussetzung für eine Kaufempfehlung.

BEWERTUNG

Insgesamt dürfte Gesco u. E. mittelfristig in der Lage sein, zur alten Profitabilität und damit zu einer EBIT-Marge von 8-10% zurückzukehren (BHLe 2016/17: 4,8%). Unser Kursziel von 71 € basiert auf einem DCF-Modell.

in Mio. EUR	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	451,4	494,0	478,0	487,6	497,3
EBIT	27,3	31,5	22,8	29,2	31,3
EBIT-Marge	6,0%	6,4%	4,8%	6,0%	6,3%
Nettofinanzverbind.	79,2	80,6	69,2	56,4	56,5
Freier Cash-flow	-14,1	6,2	18,1	15,8	18,2
EPS (in EUR)	3,72	4,85	3,46	4,77	5,18
DPS (in EUR)	1,75	2,00	2,00	2,20	2,40
Dividendenrendite	2,3%	2,7%	2,9%	3,2%	3,5%
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBIT	13,4	11,4	14,5	10,9	10,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	20,5	15,3	19,9	14,4	13,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Fokus auf marktführende Nischenunternehmen
- Besonnene Akquisitionsstrategie; guter Track Record
- Solide Bilanz mit geringem Goodwill
- Diversifiziertes Portfolio mindert Ergebnisvolatilität
- Nachhaltige, attraktive Dividendenpolitik

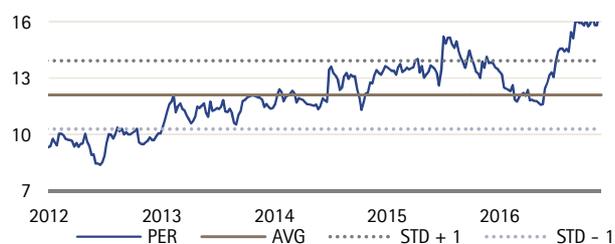
MANAGEMENT

- Dr. Eric Bernhard (CEO)
- Robert Spartmann
- Dr. Hans-Gert Mayrose bis 31.12.2016

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016/17: Umsatz im besten Fall 480 Mio. €
- 2016/17: Jahresüberschuss nach Minderheiten zwischen 11,5 und 12,5 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 14.02.2017 Quartalszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14/15	15/16	16/17e	17/18e	18/19e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,9%	5,0%	3,8%	3,8%	3,8%
Capex/Abschreibungen	1,6	1,1	0,9	0,9	0,9
ROCE	8,7%	9,6%	6,8%	8,5%	8,9%
Free Cash-flow-Rendite	-5,6%	2,5%	7,7%	6,7%	7,7%
Eigenkapitalquote	45,3%	47,7%	48,3%	48,9%	51,2%
Nettofinanzverbind./EK	43%	41%	34%	27%	26%
Nettoverschuld./EBITDA	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
Zinsdeckung	8,7	0,0	7,4	9,5	0,0

Schwächen/Risiken

- Regelmäßige Kapitalerhöhungen
- Umsatzanteil der Gesellschaft Dörrenberg liegt bei mehr als einem Fünftel
- Bei institutionellen Investoren unbeliebte Holding-Konstruktion

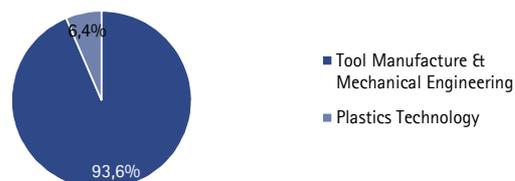
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die GESCO AG erwirbt als Beteiligungsgesellschaft ertragsstarke, strategisch interessante mittelständische Industrieunternehmen in Deutschland, um sie langfristig zu halten und weiterzuentwickeln. Derzeit umfasst das Portfolio 17 Gesellschaften. Die Übernahmen erfolgen im Wesentlichen durch den Verkauf der Alteigentümer mangels Nachfolger. Der von Gesco neu eingesetzte Geschäftsführer beteiligt sich meist selbst mit 10%-20% am Grundkapital, trägt also auch unternehmerisches Risiko.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Stefan Heimöller	14,7
Investmentges. langfristige Investoren	13,9
Dimensional Fund Advisors LP	1,5

BHL VS. KONSENSUS

	16/17e	17/18e	18/19e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	478,0	487,6	497,3
Konsensus	479,1	493,0	507,5
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	22,8	29,2	31,3
Konsensus	21,5	27,7	34,2
EPS (EUR)			
BHL	3,46	4,77	5,18
Konsensus	3,75	4,77	5,82

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Gesco AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	451,4	494,0	478,0	487,6	497,3
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	16,3	-6,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	467,8	487,5	478,0	487,6	497,3
Materialaufwand	-236,1	-242,9	-238,2	-242,9	-247,8
Personalaufwand	-131,5	-139,7	-135,8	-138,5	-141,2
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-54,0	-51,6	-60,3	-56,0	-56,0
EBITDA	46,2	53,3	43,8	50,2	52,3
Abschreibungen	18,9	21,8	21,0	21,0	21,0
EBITA	27,3	31,5	22,8	29,2	31,3
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	27,3	31,5	22,8	29,2	31,3
Finanzergebnis	-2,7	-2,6	-2,9	-2,9	-2,9
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	24,6	28,8	19,8	26,2	28,3
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	24,6	28,8	19,8	26,2	28,3
Steuern	-10,4	-10,3	-6,5	-8,3	-8,9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	14,2	18,5	13,3	18,0	19,4
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-1,8	-2,4	-1,8	-2,1	-2,2
Nettogewinn (ber.)	12,4	16,1	11,5	15,9	17,2
Anzahl der Aktien	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
EPS	3,72	4,85	3,46	4,77	5,18

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Bruttomarge	47,7%	50,8%	50,2%	50,2%	50,2%
EBITDA-Marge	10,2%	10,8%	9,2%	10,3%	10,5%
EBITA-Marge	6,0%	6,4%	4,8%	6,0%	6,3%
EBIT-Marge	6,0%	6,4%	4,8%	6,0%	6,3%
EBT-Marge	5,4%	5,8%	4,2%	5,4%	5,7%
Nettoumsatzrendite	2,7%	3,3%	2,4%	3,3%	3,5%
Steuerquote	42,4%	35,8%	33,0%	31,5%	31,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Umsatz	-0,4%	9,4%	-3,2%	2,0%	2,0%
EBITDA	-5,2%	15,4%	-17,8%	14,6%	4,2%
EBIT	-14,7%	15,2%	-27,6%	28,0%	7,3%
EBT	-15,4%	17,4%	-31,2%	32,2%	8,1%
Nettogewinn (ber.)	-31,8%	30,6%	-28,7%	38,0%	8,5%
EPS	-31,7%	30,4%	-28,7%	38,0%	8,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Gesco AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Langfristige Vermögensgegenstände	165,9	167,8	165,0	162,5	160,4
Sachanlagen	128,8	134,1	131,3	128,8	126,7
Immaterielle Vermögenswerte	29,9	26,8	26,8	26,8	26,8
Finanzielle Vermögenswerte	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2
sonstige langfristige Vermögenswerte	5,3	4,7	4,7	4,7	4,7
Kurzfristige Vermögensgegenstände	237,8	242,4	250,0	266,6	268,9
Vorräte	135,1	132,6	130,0	132,6	135,3
Forderungen aus Lieferung und Leistung	55,1	61,6	60,4	61,6	61,4
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	12,3	11,5	11,5	11,5	11,5
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	35,3	36,6	48,0	60,8	60,7
Summe Aktiva	403,7	410,2	415,0	429,1	429,3
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	182,8	195,8	200,6	209,8	219,7
Eigenkapital (vor Dritten)	168,3	180,1	184,9	194,1	204,0
Minderheitenanteile	14,5	15,7	15,7	15,7	15,7
Langfristiges Fremdkapital	103,7	100,7	100,7	104,4	93,4
Rückstellungen für Pensionen	17,1	16,3	16,3	16,3	16,3
Sonstige Rückstellungen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	79,0	76,5	76,5	76,5	76,5
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	7,0	7,4	7,4	11,0	0,0
Kurzfristiges Fremdkapital	117,2	113,7	113,6	114,9	116,2
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	35,5	40,8	40,8	40,8	40,8
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	13,6	8,8	10,0	10,0	10,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	41,2	35,5	34,8	35,5	36,2
Sonstige Verbindlichkeiten	27,0	28,6	28,0	28,6	29,2
Summe Passiva	403,7	410,2	415,0	429,1	429,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Gesco AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Langfristige Vermögensgegenstände	41,1%	40,9%	39,8%	37,9%	37,4%
Sachanlagen	31,9%	32,7%	31,6%	30,0%	29,5%
Immaterielle Vermögenswerte	7,4%	6,5%	6,5%	6,2%	6,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	58,9%	59,1%	60,2%	62,1%	62,6%
Vorräte	33,5%	32,3%	31,3%	30,9%	31,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	13,7%	15,0%	14,6%	14,4%	14,3%
Flüssige Mittel	8,7%	8,9%	11,6%	14,2%	14,1%
Passiva					
Eigenkapital	45,3%	47,7%	48,3%	48,9%	51,2%
Langfristiges Fremdkapital	25,7%	24,6%	24,3%	24,3%	21,7%
Rückstellungen für Pensionen	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	19,6%	18,6%	18,4%	17,8%	17,8%
Kurzfristiges Fremdkapital	29,0%	27,7%	27,4%	26,8%	27,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,8%	9,9%	9,8%	9,5%	9,5%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	10,2%	8,7%	8,4%	8,3%	8,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

GfK SE

Unsicherheiten bleiben bestehen

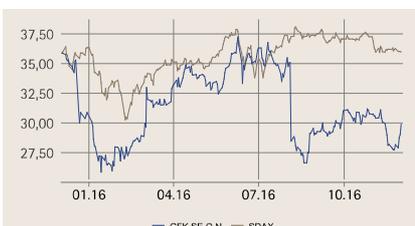
06.12.2016

Halten (Halten)
26,00 EUR (27,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 29,89 EUR
 Bloomberg: GfK GY WKN: 587530
 Branche Medien

Kursperformance

52 Wochen Hoch	37,23 EUR
52 Wochen Tief	25,87 EUR
Relativ zu SDAX	
YTD	-2,3%
1 Monat	-1,2%
12 Monate	-14,4%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	1.424
Marktkapital. (Mio. EUR)	1.088
Anzahl der Aktien (Mio.)	36,4
Streubesitz	43,5%

Nächster Termin

vorl. Zahlen 31.01.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-1,5%	n.a.	n.a.
2017e	-1,5%	-1,9%	-2,3%
2018e	-1,5%	-1,9%	-2,2%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

Nach einem bislang enttäuschenden Geschäftsverlauf im aktuellen Jahr erwarten wir auch im Schlussquartal 2016 keine nennenswerten Verbesserungen. Nicht zuletzt das Marktumfeld dürfte herausfordernd bleiben. Wir haben unsere Schätzungen angepasst und senken unser Kursziel von 27 € auf 26 €.

INVESTMENT CASE

Neue, digitale Angebote lösen auch weiterhin klassische, personalintensive Angebote der Ad-hoc-Forschung ab. Dieser Entwicklung begegnet GfK mit einer Reduktion derjenigen Geschäfte, die sich in dieser Konkurrenzsituation nicht behaupten können oder die den Margenzielen des Unternehmens nicht gerecht werden. Gleichzeitig bleibt 2016 das Innovationstempo bei Investitionen in die Entwicklung und Fertigstellung neuer zukunftsweisender Produkte hoch, um die Gruppe für die Zukunft schlagkräftiger aufzustellen.

Vor dem Hintergrund eines unverändert herausfordernden Marktumfelds im Ad-hoc-Geschäft war 2016 u. E. kein einfaches Jahr für Consumer Experiences. GfK rechnet daher mit einem deutlichen Umsatzrückgang im Gesamtjahr. Auf der operativen Seite muss die Effizienz u. E. weiter erhöht werden. Das Segment Consumer Choices verfügt mit einem soliden Point of Sales Measurement unverändert über ein Stammgeschäft, das durch neue Produktkategorien, Industrien und Services ausgebaut und durch Online-Auswertungsmöglichkeiten ergänzt wird. Dadurch werden neue Wachstums- und Margenpotenziale konsequent genutzt. Belastend wirken unverändert die Verzögerungen bei den Fernsehforschungsaufträgen.

KATALYSATOREN

Positiver Newsflow bei den Fernsehforschungsaufträgen und strategische Gedanken eines noch zu ernennenden neuen CEO sind mögliche Katalysatoren.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung basiert auf einem DCF-Ansatz.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.453	1.543	1.497	1.542	1.588
EBIT	71,9	106,2	-27,1	150,0	167,2
EBIT-Marge	5,0%	6,9%	-1,8%	9,7%	10,5%
Nettofinanzverbind.	328,8	333,6	319,6	310,8	291,6
Freier Cash-flow	98,0	94,6	62,5	38,9	48,9
EPS (in EUR)	0,16	1,01	-2,94	2,39	2,72
DPS (in EUR)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Dividendenrendite	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%
EV/Umsatz	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBIT	22,5	13,9	-52,6	9,4	8,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	211,2	30,6	-10,2	12,5	11,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Wichtige Teile der Marktforschung wachsen stärker als die Gesamtwirtschaft
- Leuchtturmverträge im Audience Measurement
- Consumer Choice mit Margen über 20% als Ertragsstandbein

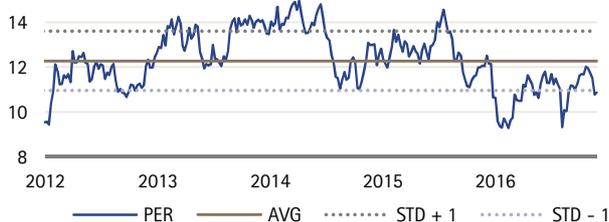
MANAGEMENT

- Gerhard Hausruckinger (CEO)
- Christian Diedrich (CFO)
- Matthias Hartmann bis 31.12.2016
- David Krajicek
- Alessandra Cama

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Marge unter Vorjahr

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 31.01.2017 vorl. Zahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex/Umsatz	6,4%	6,2%	8,2%	6,2%	6,2%
Capex/Abschreibungen	3,6	3,5	0,5	1,4	1,4
ROCE	6,4%	9,0%	-2,6%	13,7%	14,5%
Free Cash-flow-Rendite	7,9%	8,4%	5,6%	3,5%	4,4%
Eigenkapitalquote	39,9%	39,1%	34,8%	36,9%	39,4%
Nettofinanzverbind./EK	47%	46%	55%	48%	41%
Nettoverschuld./EBITDA	1,6	1,4	1,4	1,4	1,2
Zinsdeckung	2,1	2,2	-0,6	4,1	4,6

Schwächen/Risiken

- Transformation noch nicht vollständig abgeschlossen
- Anzahl der Legal Entities noch zu hoch
- Consumer Experiences muss an Fahrt gewinnen

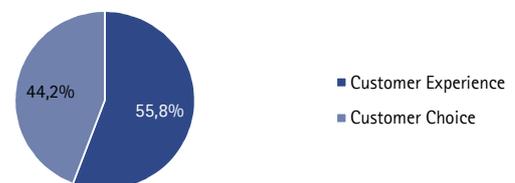
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die GfK SE ist eines der weltweit größten Marktforschungsunternehmen mit etwa 13.000 Mitarbeitern, das Märkte in mehr als 100 Ländern analysiert. Der Bereich Consumer Choices konzentriert sich auf Marktbewertung und Währungen, Medienkonvergenz und Vertriebskanäle. Der Bereich Consumer Experiences erforscht Verhalten, Wahrnehmung und Einstellung von Verbrauchern. Das Unternehmen wurde 1984 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Nürnberg.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

GfK Nürnberg e.V.	56,4
Parvus Asset	4,9
RWC Focus	3,3

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.497	1.542	1.588
Konsensus	1.496	1.518	1.551
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-27,1	150,0	167,2
Konsensus	-23,2	149,0	161,0
EPS (EUR)			
BHL	-2,94	2,39	2,72
Konsensus	-2,91	2,20	2,45

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

GfK SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.453	1.543	1.497	1.542	1.588
Umsatzkosten	-990,6	-1.062	-1.033	-1.050	-1.072
Bruttoergebnis vom Umsatz	462,3	481,5	464,1	491,9	516,2
Vertriebs- und Marketingkosten	-301,0	-302,2	-293,2	-302,0	-311,0
Allgemeines und Verwaltung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-89,4	-73,1	-198,0	-40,0	-38,0
EBITDA	202,2	231,2	223,9	218,0	237,2
Abschreibungen	26,1	27,3	251,0	68,0	70,0
EBITA	176,1	203,9	-27,1	150,0	167,2
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	104,2	97,7	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	71,9	106,2	-27,1	150,0	167,2
Finanzergebnis	-24,4	-18,3	-11,0	-16,5	-16,5
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	47,6	87,9	-38,1	133,5	150,7
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	47,6	87,9	-38,1	133,5	150,7
Steuern	-28,2	-47,2	-64,0	-41,4	-46,7
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	19,4	40,7	-102,1	92,1	104,0
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-13,5	-4,0	-5,0	-5,0	-5,0
Nettogewinn (ber.)	5,9	36,8	-107,1	87,1	99,0
Anzahl der Aktien	36,4	36,4	36,4	36,4	36,4
EPS (in EUR)	0,16	1,01	-2,94	2,39	2,72

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	31,8%	31,2%	31,0%	31,9%	32,5%
EBITDA-Marge	13,9%	15,0%	15,0%	14,1%	14,9%
EBITA-Marge	12,1%	13,2%	-1,8%	9,7%	10,5%
EBIT-Marge	5,0%	6,9%	-1,8%	9,7%	10,5%
EBT-Marge	3,3%	5,7%	-2,5%	8,7%	9,5%
Nettoumsatzrendite	1,3%	2,6%	-6,8%	6,0%	6,5%
Steuerquote	59,3%	53,7%	-168,2%	31,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-2,8%	6,2%	-3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	-10,3%	14,4%	-3,1%	-2,7%	8,8%
EBIT	>100%	47,5%	---	---	11,5%
EBT	>100%	84,7%	---	---	12,9%
Nettogewinn (ber.)	---	>100%	---	---	13,7%
EPS	---	>100%	---	---	13,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

GfK SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	1.231	1.222	1.094	1.122	1.150
Sachanlagen	115,9	105,2	123,0	121,0	119,0
Immaterielle Vermögenswerte	1.039	1.046	900,0	930,0	960,0
Finanzielle Vermögenswerte	9,0	5,6	5,6	5,6	5,6
sonstige langfristige Vermögenswerte	67,1	65,1	65,1	65,1	65,1
Kurzfristige Vermögensgegenstände	536,1	620,6	581,7	614,1	653,4
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	384,7	396,3	394,3	417,9	443,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	57,3	93,4	57,0	57,0	57,0
Wertpapiere	0,9	1,5	1,5	1,0	1,0
Flüssige Mittel	93,2	129,5	129,0	138,2	152,4
Summe Aktiva	1.767	1.842	1.675	1.736	1.803
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	705,3	720,5	583,8	641,2	710,5
Eigenkapital (vor Dritten)	651,7	704,6	567,9	625,3	694,6
Minderheitenanteile	53,6	15,9	15,9	15,9	15,9
Langfristiges Fremdkapital	523,8	440,7	555,6	555,6	555,6
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	79,3	80,6	80,6	80,6	80,6
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	359,2	256,4	390,0	390,0	390,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	85,3	103,8	85,0	85,0	85,0
Kurzfristiges Fremdkapital	538,3	681,1	536,0	539,0	537,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	63,7	208,2	60,0	60,0	55,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	36,6	17,3	18,0	18,0	18,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	95,5	90,9	93,0	96,0	99,0
Sonstige Verbindlichkeiten	342,4	364,8	365,0	365,0	365,0
Summe Passiva	1.767	1.842	1.675	1.736	1.803

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

GfK SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	69,7%	66,3%	65,3%	64,6%	63,8%
Sachanlagen	6,6%	5,7%	7,3%	7,0%	6,6%
Immaterielle Vermögenswerte	58,8%	56,8%	53,7%	53,6%	53,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	30,3%	33,7%	34,7%	35,4%	36,2%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	21,8%	21,5%	23,5%	24,1%	24,6%
Flüssige Mittel	5,3%	7,0%	7,7%	8,0%	8,5%
Passiva					
Eigenkapital	39,9%	39,1%	34,8%	36,9%	39,4%
Langfristiges Fremdkapital	29,6%	23,9%	33,2%	32,0%	30,8%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	20,3%	13,9%	23,3%	22,5%	21,6%
Kurzfristiges Fremdkapital	30,5%	37,0%	32,0%	31,1%	29,8%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,6%	11,3%	3,6%	3,5%	3,1%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	5,4%	4,9%	5,6%	5,5%	5,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Hawesko Holding AG

Transformation dauert an

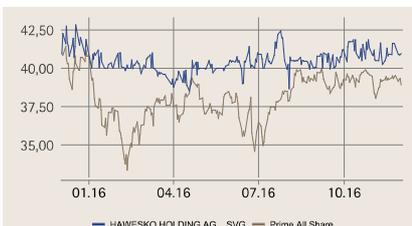
06.12.2016

Verkaufen (Verkaufen)
37,00 EUR (37,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 40,95 EUR
Bloomberg: HAW GY WKN: 604270
Branche Handel

Kursperformance

52 Wochen Hoch	42,82 EUR
52 Wochen Tief	38,52 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	3,3%
1 Monat	-1,8%
12 Monate	6,9%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	374,0
Marktkapital. (Mio. EUR)	367,7
Anzahl der Aktien (Mio.)	9,0
Streubesitz	27,4%

Nächster Termin

vorl. Zahlen 02.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-0,4%	0,8%	1,9%
2017e	-0,4%	-2,7%	-2,8%
2018e	-0,4%	-2,6%	-2,7%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Hawesko befindet sich u. E. weiter in einer Transformationsphase, da die fortschreitende Digitalisierung Kaufprozesse verändert und auch der Premium-Weinhandel zunehmend kanalübergreifend stattfindet. Bevor wir zuversichtlicher werden, erwarten wir stärkeres Wachstum, damit Hawesko auch die Skalierbarkeit des Geschäfts zeigen kann, mit der eine EBIT-Marge von 7% möglich ist.

INVESTMENT CASE

Den Schwerpunkt der Aktivitäten wird Hawesko auch künftig auf die Preisklassen über 4,00 € pro Flasche im deutschen Markt legen. Allerdings bildet das Markenangebot der Discounter sowohl im stationären als auch im Online-Handel u. E. unverändert starke Gegenpole. Diese sind in der Lage – auch mit entsprechender Marketingunterstützung – gezielt Kunden anzusprechen. Insofern muss sich Hawesko über fachkundige Beratung und hohe Servicebereitschaft positiv von den Wettbewerbern differenzieren. Das angestrebte mittelfristige Umsatzwachstum von rund 5% (CAGR) ist u. E. noch nicht zu erkennen. In unserem Modell unterstellen wir zunächst ein organisches Wachstum von 2% in 2017 und 2,5% in 2018, sodass Hawesko auf externes Wachstum durch M&A-Aktivitäten angewiesen ist, um die eigenen Ziele zu erreichen. Zugegebenermaßen hatte das alte Management keinen positiven Track Record bei der stärkeren Internationalisierung des Geschäfts.

KATALYSATOREN

Die Präsentation der vorläufigen Zahlen für 2016 Anfang Februar werten wir neutral. Zwar dürfte Hawesko u. E. eine deutlich verbesserte EBIT-Marge (BHL: von 4,2% auf 6,4%) zeigen. Davon sind aber 60 Bp auf Rückstellungen zurückzuführen.

BEWERTUNG

Die Peer-Group-Analyse mit den Bewertungsbausteinen EV/Umsatz, EV/EBIT, KGV und KBV führt uns zu dem Kursziel von 37 €. Unser Cash-flow-Yield-Modell stützt dieses Ergebnis.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	472,8	476,8	478,5	488,1	500,3
EBIT	20,1	20,1	30,6	28,5	30,0
EBIT-Marge	4,2%	4,2%	6,4%	5,8%	6,0%
Nettofinanzverbind.	12,7	6,5	-0,9	-5,3	-9,9
Freier Cash-flow	14,2	20,3	20,3	16,3	16,5
EPS (in EUR)	1,65	1,36	2,20	2,07	2,19
DPS (in EUR)	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Dividendenrendite	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBIT	19,6	19,2	12,2	13,0	12,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	25,1	30,5	18,6	19,8	18,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Weiterentwicklung der traditionellen Vertriebswege ermöglicht Wachstum
- Konsequente Multichannel-Strategie
- Akquisitionen sollten künftig früher wertsteigernd sein
- Ausbau der Unternehmensentwicklung verbessert Position
- Trend zu höherwertigen Weinen als Säule des Geschäftsmodells

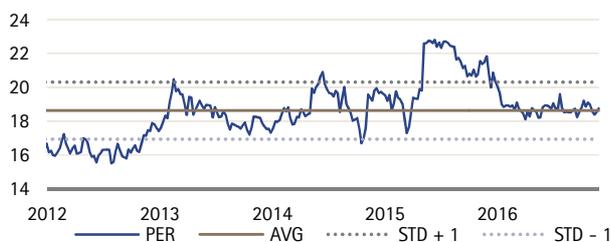
MANAGEMENT

- Thorsten Hermelink (CEO)
- Nikolas von Haugwitz (Member of the Board)
- Alexander Borwitzky (Member of the Board)
- Bernd G. Siebdrat (Member of the Board)
- Raimund Hackenberger (CFO) ab 01.03.2017

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Stabile Umsatzentwicklung
- 2016: EBIT 30,2-31,2 Mio. € (operational: 28-29 Mio. €)

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 02.02.2017 vorl. Zahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	1,1%	1,4%	1,6%	1,5%	1,5%
Capex/Abschreibungen	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
ROCE	17,3%	17,8%	25,6%	22,9%	23,0%
Free Cash-flow-Rendite	3,8%	5,4%	5,6%	4,5%	4,5%
Eigenkapitalquote	41,9%	41,6%	44,4%	46,8%	49,2%
Nettofinanzverbind./EK	14%	7%	-1%	-5%	-9%
Nettoverschuld./EBITDA	0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,3
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Starke Abhängigkeit vom Weihnachtsgeschäft
- Wiederkehrende Investitionen in Servicequalität notwendig
- Fragmentierter Markt mit Preisdruck

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Hawesko Holding AG ist Deutschlands größtes integriertes Handelshaus für hochwertige Weine und Champagner. Das Unternehmen umfasst die Segmente Hanseatisches Wein- und Sekt-Kontor, einen Weinversand- und -Internethandel, Jacques' Wein-Depot, einen Weinfacheinzelhändler sowie die Weingroßhändler Wein Wolf und CWD Champagner- und Wein-Distributionsgesellschaft. Die Hawesko Holding wurde 1964 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Hamburg.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz-CAGR 5%
- EBIT-Marge von 7%
- ROCE von 16%

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Detlev Meyer	72,6
Augendum VV	5,6
March Asset Management SGIC SAU	1,3

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	478,5	488,1	500,3
Konsensus	477,9	494,5	524,3
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	30,6	28,5	30,0
Konsensus	30,8	31,5	34,2
EPS (EUR)			
BHL	2,20	2,07	2,19
Konsensus	2,19	2,26	2,45

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Hawesko Holding AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	472,8	476,8	478,5	488,1	500,3
Aktivierte Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,7	0,9	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	473,5	477,7	478,5	488,1	500,3
Materialaufwand	-274,8	-278,3	-278,0	-283,1	-289,7
Personalaufwand	-52,4	-59,4	-54,0	-55,0	-56,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-119,5	-112,5	-108,5	-114,0	-117,0
EBITDA	26,9	27,4	38,0	36,0	37,6
Abschreibungen	6,8	7,3	7,4	7,5	7,6
EBITA	20,1	20,1	30,6	28,5	30,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	20,1	20,1	30,6	28,5	30,0
Finanzergebnis	1,3	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	21,4	19,0	29,8	27,7	29,2
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	21,4	19,0	29,8	27,7	29,2
Steuern	-6,5	-6,6	-9,2	-8,6	-9,1
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	14,8	12,5	20,6	19,1	20,2
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	-0,2	-0,8	-0,5	-0,5
Nettogewinn (ber.)	14,8	12,2	19,8	18,6	19,7
Anzahl der Aktien	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
EPS	1,65	1,36	2,20	2,07	2,19

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	41,9%	41,6%	41,9%	42,0%	42,1%
EBITDA-Marge	5,7%	5,7%	7,9%	7,4%	7,5%
EBITA-Marge	4,2%	4,2%	6,4%	5,8%	6,0%
EBIT-Marge	4,2%	4,2%	6,4%	5,8%	6,0%
EBT-Marge	4,5%	4,0%	6,2%	5,7%	5,8%
Nettoumsatzrendite	3,1%	2,6%	4,1%	3,8%	3,9%
Steuerquote	30,6%	34,6%	31,0%	31,0%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1,6%	0,8%	0,4%	2,0%	2,5%
EBITDA	-8,5%	1,9%	38,6%	-5,3%	4,5%
EBIT	-11,1%	0,4%	52,0%	-6,9%	5,4%
EBT	-15,5%	-10,8%	56,6%	-7,1%	5,5%
Nettogewinn (ber.)	-8,5%	-17,7%	61,9%	-5,8%	5,7%
EPS	-8,5%	-17,7%	61,9%	-5,8%	5,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Hawesko Holding AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	60,3	60,3	60,4	60,4	60,4
Sachanlagen	21,3	20,9	20,7	20,7	20,7
Immaterielle Vermögenswerte	33,0	32,1	32,4	32,4	32,4
Finanzielle Vermögenswerte	2,4	3,5	3,5	3,5	3,5
sonstige langfristige Vermögenswerte	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8
Kurzfristige Vermögensgegenstände	156,9	159,5	163,4	167,1	171,9
Vorräte	95,4	91,9	92,0	93,8	96,2
Forderungen aus Lieferung und Leistung	44,5	45,8	44,5	44,0	43,8
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6,1	7,3	7,0	7,0	7,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	10,9	14,5	19,9	22,3	24,9
Summe Aktiva	217,2	219,8	223,9	227,5	232,3
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	91,1	91,3	99,4	106,4	114,4
Eigenkapital (vor Dritten)	84,7	85,2	93,3	100,2	108,2
Minderheitenanteile	6,5	6,2	6,2	6,2	6,2
Langfristiges Fremdkapital	17,1	22,5	21,4	21,1	20,9
Rückstellungen für Pensionen	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstige Rückstellungen	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	10,9	15,6	14,5	14,2	14,0
Kurzfristiges Fremdkapital	109,0	105,9	103,0	100,0	97,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	19,9	17,0	15,0	13,0	11,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	65,8	62,9	62,0	61,0	60,0
Sonstige Verbindlichkeiten	23,3	26,0	26,0	26,0	26,0
Summe Passiva	217,2	219,8	223,9	227,5	232,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Hawesko Holding AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	27,8%	27,4%	27,0%	26,6%	26,0%
Sachanlagen	9,8%	9,5%	9,2%	9,1%	8,9%
Immaterielle Vermögenswerte	15,2%	14,6%	14,5%	14,2%	13,9%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	72,2%	72,6%	73,0%	73,4%	74,0%
Vorräte	43,9%	41,8%	41,1%	41,2%	41,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	20,5%	20,8%	19,9%	19,3%	18,9%
Flüssige Mittel	5,0%	6,6%	8,9%	9,8%	10,7%
Passiva					
Eigenkapital	41,9%	41,6%	44,4%	46,8%	49,2%
Langfristiges Fremdkapital	7,9%	10,2%	9,6%	9,3%	9,0%
Rückstellungen für Pensionen	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	50,2%	48,2%	46,0%	44,0%	41,8%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,2%	7,8%	6,7%	5,7%	4,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	30,3%	28,6%	27,7%	26,8%	25,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

HolidayCheck Group AG

Kundenorientierung im Vordergrund

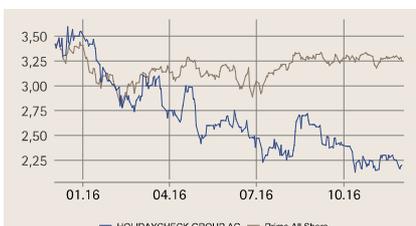
06.12.2016

Halten (Halten)
2,50 EUR (3,20 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 2,20 EUR
Bloomberg: HOC GY WKN: 549532
Branche Medien

Kursperformance

52 Wochen Hoch 3,59 EUR
52 Wochen Tief 2,13 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD -33,4%
1 Monat -0,8%
12 Monate -27,6%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 83
Marktkapital. (Mio. EUR) 128
Anzahl der Aktien (Mio.) 58
Streubesitz 41,2%

Nächster Termin

Jahreszahlen 24.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-7,2%	31,7%	14,9%
2017e	-14,6%	-95,7%	-92,8%
2018e	-19,3%	-70,2%	-68,8%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

HolidayCheck befindet sich weiter in einer Transformationsphase. Für das heutige Management steht die Kundenzufriedenheit als zentrale Steuerungskennzahl im Vordergrund. Aufgrund des aktuell schwierigen Branchenumfelds lautet unsere Anlageempfehlung Halten.

INVESTMENT CASE

Das Management legt 2016 das Hauptaugenmerk auf das Fundament für eine nachhaltig erfolgreiche Entwicklung der Gruppe und ihrer Marken. Wir gehen davon aus, dass sich die organischen Investitionen in bestehende und neue Produkte und Dienstleistungen ab Q4 2016 im organischen Umsatzwachstum der Gruppe zeigen. Inwiefern jedoch die im September angemeldete Insolvenz der Unister Travel mittel- bis langfristig den bestehenden Wettbewerbsdruck verändert, lässt sich heute kaum abschätzen. Wir sehen zunächst hohe Marketingausgaben, um die Wettbewerbsposition auszubauen. Dennoch sollte es der Gruppe gelingen, 2016 ein mindestens ausgeglichenes EBITDA auszuweisen. Bilanzseitig ist der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von 80% und einer Liquidität von mehr als 40 Mio. € u. E. gut aufgestellt, um sich den Herausforderungen des Strukturwandels zu stellen. Das Management bekräftigte zuletzt, dass Akquisitionen das Portfolio sinnvoll ergänzen können, allerdings nur, wenn das Geschäftsfeld komplementär wäre.

KATALYSATOREN

Die Anpassung unserer Schätzungen beruht maßgeblich auf der Veränderung des Konsolidierungskreises seit unserem letzten Update. Ein etwas optimistischerer Ausblick auf 2017, den wir bei der Vorlage der 2016er Zahlen am 24. März 2017 erwarten, könnte der Aktie Rückenwind verleihen.

BEWERTUNG

In einem wachsenden Markt, der nicht von Unsicherheiten geprägt ist, halten wir EV/EBITDA-Multiplikatoren von bis zu 15x für realistisch. Dazu bedarf es jedoch einer Aufhellung des Umfelds.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	100	103	107	111	115
EBIT	13	-16	-3	0	7
EBIT-Marge	12,9%	-15,4%	-3,1%	0,4%	6,5%
Nettofinanzverbind.	29	-48	-45	-49	-54
Freier Cash-flow	4	83	-4	5	5
EPS (in EUR)	-0,06	0,71	-0,07	0,01	0,10
DPS (in EUR)	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,5	1,5	0,8	0,7	0,6
EV/EBIT	19,4	-10,0	-25,3	164,9	9,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-60,1	5,0	-33,8	220,2	21,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Nach Verkäufen konzentriert sich TFA heute auf Travel
- Strukturelle Verschiebung auch bei Reisen von Offline zu Online
- HolidayCheck wächst und soll durch weitere Akquisitionen gestärkt werden

MANAGEMENT

- Georg Hesse (CEO)
- Dr. Dirk Schmelzer (CFO)
- Timo Salzieder (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Anstieg der Umsatzerlöse im mittleren einstelligen Prozentbetrag
- 2016: mindestens ausgeglichenes operatives Konzern-EBITDA

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 24.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	17,1%	9,6%	-0,9%	1,4%	4,8%
Capex/Abschreibungen	2,8	0,6	-0,2	0,3	1,0
ROCE	6,7%	0,0%	0,0%	0,3%	5,3%
Free Cash-flow-Rendite	1,7%	40,0%	-	-	-
Eigenkapitalquote	53,7%	76,3%	81,5%	81,6%	82,5%
Nettofinanzverbind./EK	23%	-29%	-27%	-30%	-31%
Nettoverschuld./EBITDA	1,5	-200,4	-20,2	-8,2	-4,2
Zinsdeckung	3,5	-7,4	-8,2	2,4	0,0

Schwächen/Risiken

- Bei wirtschaftlicher Schwäche geringere Buchungen bei Reisen
- Marketingmaßnahmen müssen in Abhängigkeit vom Wettbewerb flexibel gestaltet werden
- Notwendigkeit, technisch stets up-to-date zu sein

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die HolidayCheck Group AG ist im Bereich Online-Travel aktiv.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Burda	58,8
Deutsche Asset & Wealth Management	8,3
LBBW	3,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	107	111	115
Konsensus	108	116	124
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-3	0	7
Konsensus	-2	2	5
EPS (EUR)			
BHL	-0,07	0,01	0,10
Konsensus	-0,02	0,01	0,07

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

HolidayCheck Group AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	100	103	107	111	115
Aktivierte Eigenleistungen/Bestandsänderung	3	3	4	3	0
Gesamtumsatz	103	106	111	114	115
Materialaufwand	-54	-69	-60	-60	-62
Personalaufwand	-26	-32	-31	-31	-32
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-4	-5	-18	-17	-8
EBITDA	19	0	2	6	13
Abschreibungen	6	16	6	6	6
EBITA	13	-16	-3	0	7
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	13	-16	-3	0	7
Finanzergebnis	-3	-2	0	0	0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	9	-18	-3	1	8
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	9	-18	-3	1	8
Steuern	-3	0	-1	0	-2
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	7	-18	-4	1	6
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	-11	59	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	-4	41	-4	1	6
Anzahl der Aktien	58	58	58	58	58
EPS	-0,06	0,71	-0,07	0,01	0,10

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	45,8%	33,2%	43,8%	45,9%	45,9%
EBITDA-Marge	18,9%	0,2%	2,1%	5,4%	11,3%
EBITA-Marge	12,9%	-15,4%	-3,1%	0,4%	6,5%
EBIT-Marge	12,9%	-15,4%	-3,1%	0,4%	6,5%
EBT-Marge	9,5%	-17,2%	-3,0%	0,7%	6,8%
Nettoumsatzrendite	-3,7%	39,9%	-3,6%	0,5%	5,1%
Steuerquote	27,4%	0,0%	-18,8%	25,0%	25,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-33,7%	3,0%	3,5%	4,0%	4,0%
EBITDA	-35,4%	-98,7%	>100%	>100%	>100%
EBIT	-35,1%	---	-79,3%	---	>100%
EBT	-37,2%	---	-82,0%	---	>100%
Nettogewinn (ber.)	---	---	---	---	>100%
EPS	---	---	---	---	>100%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

HolidayCheck Group AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	178	138	132	128	128
Sachanlagen	4	3	3	4	4
Immaterielle Vermögenswerte	170	127	120	115	115
Finanzielle Vermögenswerte	2	7	7	7	7
sonstige langfristige Vermögenswerte	2	2	2	2	2
Kurzfristige Vermögensgegenstände	56	83	71	75	80
Vorräte	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	26	15	26	26	26
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	4	5	0	0	0
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	27	64	45	49	54
Summe Aktiva	234	221	202	203	208
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	125	169	165	166	172
Eigenkapital (vor Dritten)	125	169	165	166	172
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Langfristiges Fremdkapital	66	8	7	7	7
Rückstellungen für Pensionen	2	1	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	0	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	55	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	9	7	7	7	7
Kurzfristiges Fremdkapital	43	44	30	30	29
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1	15	0	0	0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	1	1	1	1	0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	12	12	14	14	14
Sonstige Verbindlichkeiten	28	16	16	16	16
Summe Passiva	234	221	202	203	208

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

HolidayCheck Group AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	75,9%	62,5%	65,2%	63,0%	61,5%
Sachanlagen	1,6%	1,4%	1,7%	2,2%	2,1%
Immaterielle Vermögenswerte	72,6%	57,2%	59,3%	56,6%	55,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	24,1%	37,5%	34,8%	37,0%	38,5%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	11,2%	6,7%	12,8%	12,8%	12,5%
Flüssige Mittel	11,4%	28,8%	22,0%	24,2%	26,0%
Passiva					
Eigenkapital	53,7%	76,3%	81,5%	81,6%	82,5%
Langfristiges Fremdkapital	28,1%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%
Rückstellungen für Pensionen	0,8%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	23,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	18,2%	20,0%	14,9%	14,8%	14,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,4%	6,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	5,2%	5,6%	6,7%	6,6%	6,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Leifheit AG

Markengeschäft als Treiber des Wachstums

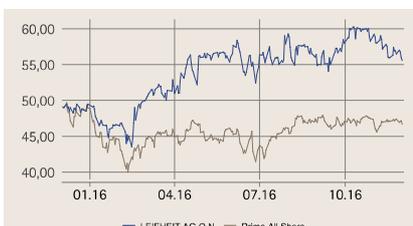
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
65,00 EUR (60,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 55,60 EUR
Bloomberg: LEI GY WKN: 646450
Branche Konsumgüter

Kursperformance

52 Wochen Hoch 60,24 EUR
52 Wochen Tief 43,50 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 16,9%
1 Monat -6,7%
12 Monate 20,4%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 265,3
Marktkapital. (Mio. EUR) 264,2
Anzahl der Aktien (Mio.) 4,8
Streubesitz 76,6%

Nächster Termin

Capital Market Day 13.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

Auf den ersten Blick enttäuschende Q3-Zahlen stellen die Equity Story von Leifheit u. E. überhaupt nicht in Frage. Das margenstarke Kerngeschäft mit Markenprodukten (Umsatzanteil >80%) sollte in diesem Jahr um 5% wachsen. Verantwortlich für den Dämpfer war das Volumengeschäft. Hier gilt ganz deutlich: Profitabilität vor Umsatz. Leifheit bleibt für uns eine klare Dividendenstory. Mit Blick auf eine Dividendenrendite von rund 5% und Aussicht auf steigende Ausschüttungen bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung.

INVESTMENT CASE

Das erwartete Wachstum im Markengeschäft von 5% im Jahr 2016 ist u. E. ein Resultat der vor gut zwei Jahren vorgelegten Strategie „Leifheit 2020“. Dabei geht es um die Positionierung von Leifheit als Experte für einfaches und bequemes Reinigen und Pflegen im Haushalt mit einem ganzheitlichen Kategorieansatz.

In den nächsten Monaten wird Leifheit u. E. vorwiegend diese Strategie festigen wollen: Wir gehen davon aus, dass man sich weiterhin auf eine konsequente Konsumentenorientierung und die Stärkung der Innovationskraft konzentrieren wird. Deshalb blicken wir positiv auf das Jahr 2017 und erwarten viele Neuheiten und Innovationen auf der Ambiente, der internationalen Leitmesse der Konsumartikelhersteller im Februar 2017 in Frankfurt.

KATALYSATOREN

Leifheit will während der Ambiente vorläufige Zahlen veröffentlichen und einen Investorentag ausrichten. Beides sollte positiv vom Markt aufgenommen werden.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung basiert zu jeweils 50% auf einem DCF- und einem Cashflow-Yield-Modell. Auch wenn die Aktie mit Blick auf die klassischen Multiplikatoren (EV/EBIT, KGV) u. E. zu teuer ist, dank der Dividende (aktuelle Rendite rund 5%) und der Aussicht auf steigende Ausschüttungen halten wir sie dennoch für attraktiv.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	220,7	231,8	239,0	250,0	262,5
EBIT	21,5	21,7	21,4	22,0	24,0
EBIT-Marge	9,8%	9,3%	9,0%	8,8%	9,1%
Nettofinanzverbind.	-62,8	-68,2	-65,4	-65,2	-65,2
Freier Cash-flow	15,4	14,1	10,6	12,9	14,2
EPS (in EUR)	2,97	3,02	2,99	3,08	3,37
DPS (in EUR)	1,80	2,75	2,75	3,00	3,25
Dividendenrendite	3,9%	5,6%	4,9%	5,4%	5,8%
EV/Umsatz	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
EV/EBIT	10,5	10,8	12,4	12,1	11,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis	15,6	16,4	18,6	18,1	16,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Leifheit hat eine führende Marktposition in Deutschland und zahlreichen anderen westeuropäischen Ländern
- Nicht-zyklisches Geschäft mit Marken für den täglichen Gebrauch
- Dividenden sollten in den nächsten Jahren kontinuierlich steigen
- Solide Bilanz: Liquidität von 60 Mio. € ermöglicht M&A ohne Verwässerung

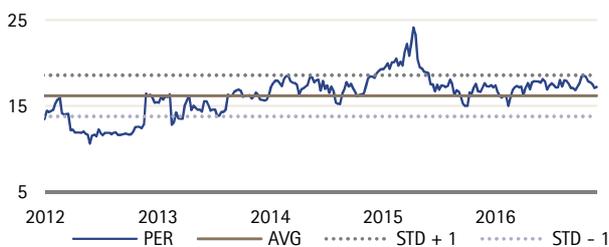
MANAGEMENT

- Thomas Radke (CEO)
- Dr. Claus-Otto Zacharias (CFO)
- Ansgar Lengeling (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatzzuwachs am unteren Ende des Bereichs von 3–4%
- 2016: EBIT am unteren Ende einer Bandbreite zwischen 21 –22 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 13.02.2017 Capital Market Day

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	1,7%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%
Capex/Umsatz	2,8%	3,1%	2,7%	2,6%	2,6%
Capex/Abschreibungen	1,0	1,2	0,9	1,0	1,0
ROCE	13,1%	12,5%	12,3%	12,5%	13,5%
Free Cash-flow-Rendite	7,0%	6,0%	4,3%	5,2%	5,8%
Eigenkapitalquote	42,5%	44,9%	44,7%	44,8%	45,1%
Nettofinanzverbind./EK	-66%	-64%	-61%	-60%	-59%
Nettoverschuld./EBITDA	-2,3	-2,5	-2,3	-2,3	-2,1
Zinsdeckung	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Ausweitung der internationalen Vertriebsaktivitäten notwendig
- Bereich Küche muss überarbeitet werden
- Soehnle ist neu zu positionieren

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Leifheit AG ist ein führender Hersteller von Haushaltsprodukten in Europa. Das Produktportfolio des Unternehmens umfasst die Bereiche Reinigung, Wäschepflege, Küche und Wohlbefinden. Neben Leifheit vertreibt die Gruppe ihre Produkte auch unter den Marken Soehnle, Birambeau und Herby. Leifheit beschäftigt etwa 1.000 Mitarbeiter vorwiegend in Deutschland, der Tschechischen Republik und Frankreich. Das Unternehmen wurde 1959 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Nassau.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Bis 2020 organisches Umsatzwachstum von 5–6% p. a.
- Bis 2020 zusätzliches Wachstum durch M&A
- Ziel EBIT-Marge 8%

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Manuel Knapp Voith	10,0
Joachim Loh	8,3
Capital Research & Management	5,6

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	239,0	250,0	262,5
Konsensus	240,0	250,0	262,5
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	21,4	22,0	24,0
Konsensus	21,0	23,8	24,7
EPS (EUR)			
BHL	2,99	3,08	3,37
Konsensus	2,98	3,26	3,48

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Leifheit AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	220,7	231,8	239,0	250,0	262,5
Umsatzkosten	-115,4	-123,6	-126,7	-138,0	-144,9
Bruttoergebnis vom Umsatz	105,2	108,3	112,3	112,0	117,6
Vertriebs- und Marketingkosten	-69,4	-70,2	-73,0	-76,0	-81,0
Allgemeines und Verwaltung	-16,8	-15,3	-14,6	-15,0	-15,8
Forschung und Entwicklung	-3,8	-4,8	-5,0	-5,0	-5,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	6,2	3,7	1,7	6,0	8,2
EBITDA	27,8	27,4	28,1	28,9	31,1
Abschreibungen	6,3	5,8	6,7	6,9	7,1
EBITA	21,5	21,7	21,4	22,0	24,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	21,5	21,7	21,4	22,0	24,0
Finanzergebnis	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	19,8	20,2	20,0	20,6	22,6
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	19,8	20,2	20,0	20,6	22,6
Steuern	-5,7	-5,9	-5,8	-6,0	-6,6
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	14,1	14,3	14,2	14,6	16,0
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	14,1	14,3	14,2	14,6	16,0
Anzahl der Aktien	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
EPS (in EUR)	2,97	3,02	2,99	3,08	3,37

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	47,7%	46,7%	47,0%	44,8%	44,8%
EBITDA-Marge	12,6%	11,8%	11,8%	11,6%	11,8%
EBITA-Marge	9,8%	9,3%	9,0%	8,8%	9,1%
EBIT-Marge	9,8%	9,3%	9,0%	8,8%	9,1%
EBT-Marge	9,0%	8,7%	8,4%	8,2%	8,6%
Nettoumsatzrendite	6,4%	6,2%	5,9%	5,8%	6,1%
Steuerquote	28,7%	29,2%	29,0%	29,0%	29,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-0,1%	5,0%	3,1%	4,6%	5,0%
EBITDA	27,8%	-1,4%	2,6%	2,7%	7,6%
EBIT	44,3%	0,5%	-1,0%	2,7%	9,1%
EBT	48,7%	2,2%	-1,1%	2,8%	9,7%
Nettogewinn (ber.)	37,7%	1,6%	-0,8%	2,8%	9,7%
EPS	37,7%	1,5%	-0,8%	2,8%	9,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Leifheit AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	68,6	70,4	70,0	69,7	69,5
Sachanlagen	35,0	36,1	36,5	36,2	36,0
Immaterielle Vermögenswerte	18,5	18,7	18,5	18,5	18,5
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	15,1	15,5	15,0	15,0	15,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	154,7	167,6	171,4	174,2	177,2
Vorräte	35,4	43,0	50,0	51,0	52,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	48,6	46,1	48,0	50,0	52,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	7,8	10,3	8,0	8,0	8,0
Wertpapiere	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Flüssige Mittel	58,8	64,2	61,4	61,2	61,2
Summe Aktiva	223,3	237,9	241,4	243,9	246,7
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	94,8	106,7	107,8	109,4	111,2
Eigenkapital (vor Dritten)	94,8	106,7	107,8	109,4	111,2
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	73,7	72,9	72,5	72,5	72,5
Rückstellungen für Pensionen	69,0	66,4	66,4	66,4	66,4
Sonstige Rückstellungen	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2,6	4,4	4,0	4,0	4,0
Kurzfristiges Fremdkapital	54,8	58,3	61,0	62,0	63,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	6,0	6,5	7,0	7,0	7,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	47,8	50,8	51,0	52,0	53,0
Sonstige Verbindlichkeiten	1,0	1,0	3,0	3,0	3,0
Summe Passiva	223,3	237,9	241,4	243,9	246,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Leifheit AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	30,7%	29,6%	29,0%	28,6%	28,2%
Sachanlagen	15,7%	15,2%	15,1%	14,8%	14,6%
Immaterielle Vermögenswerte	8,3%	7,9%	7,7%	7,6%	7,5%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	69,3%	70,4%	71,0%	71,4%	71,8%
Vorräte	15,9%	18,1%	20,7%	20,9%	21,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	21,8%	19,4%	19,9%	20,5%	21,1%
Flüssige Mittel	26,3%	27,0%	25,4%	25,1%	24,8%
Passiva					
Eigenkapital	42,5%	44,9%	44,7%	44,8%	45,1%
Langfristiges Fremdkapital	33,0%	30,6%	30,0%	29,7%	29,4%
Rückstellungen für Pensionen	30,9%	27,9%	27,5%	27,2%	26,9%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	24,5%	24,5%	25,3%	25,4%	25,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	21,4%	21,4%	21,1%	21,3%	21,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

LPKF Laser & Electronics AG

Begrenzte Visibilität

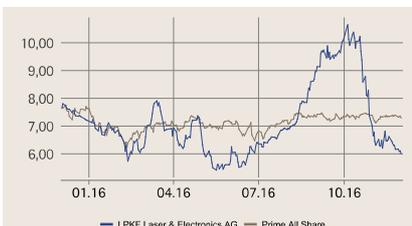
06.12.2016

Halten (Halten)
7,00 EUR (7,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 5,99 EUR
Bloomberg: LPK GR WKN: 645000
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	10,64 EUR
52 Wochen Tief	5,41 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-12,2%
1 Monat	-12,9%
12 Monate	-16,4%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	176,0
Marktkapital. (Mio. EUR)	133,4
Anzahl der Aktien (Mio.)	22,3
Streubesitz	90,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 22.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Dr. Karsten Iltgen, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-351
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

Der kurzfristige Ausblick für LPKF dürfte zwar verhalten bleiben, unserer Kenntnis nach erzielt das Unternehmen bei den Kostensenkungen aber gute Fortschritte. Die Visibilität auf die Ergebniswirkung neuer Produkte ist nach wie vor begrenzt.

INVESTMENT CASE

- Der Auftragseingang entwickelte sich zuletzt schwach (17,6 Mio. € in Q3), und LPKF war gezwungen, Wertberichtigungen bei den Vorräten vorzunehmen. Um diese nicht-zahlungswirksamen Abschreibungen (überwiegend LDS) sorgen wir uns weniger als um die Tatsache, dass es LPKF auch nach erheblichen Preisnachlässen nicht gelungen ist, die LDS-Systeme zu verkaufen. Auch dass die Schwäche im Bereich LDS erneut als Grund für die Senkung der Unternehmensprognose angeführt wurde, hat uns negativ überrascht. Vorherige Aussagen hatten uns annehmen lassen, die Schwäche würde sich nur wenig auf die Guidance auswirken.
- Die jüngsten Entwicklungen im Solarmarkt könnten sich kurzfristig negativ auswirken, langfristig halten wir sie jedoch für äußerst positiv. Kunden schließen alte Kapazitäten und beschleunigen die Umstellung auf neue Technologien. Dafür sind erhebliche Investitionen in Lasermaschinen erforderlich.
- Wir begrüßen die Fortschritte des Unternehmens bei der Reduzierung der Fixkosten. Trotz der geringen Umsätze von nur 21 Mio. € in Q3 gelang es so, den Break-even-Point zu erreichen (bereinigt um Einmalkosten). Das angestrebte Ziel, ein für den Breakeven erforderliches Umsatzniveau zu erreichen (90 Mio. € im Jahr 2017) wurde damit offenbar bereits in Q3 erreicht.

KATALYSATOREN

Potenzielle Aufträge für neue Technologien im Solarsektor sehen wir als wichtigste Katalysatoren. Der genaue Zeitrahmen ist derzeit jedoch kaum abzuschätzen.

BEWERTUNG

Wir bewerten LPKF mit einem DCF-basierten Kursziel von 7 €. Dies entspricht einem KGV_{2017e} von 20x und bewegt sich im Rahmen der historischen Multiples.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	119,7	87,3	92,0	107,0	117,0
EBIT	12,7	-3,7	-10,5	10,7	18,0
EBIT-Marge	10,6%	-4,3%	-11,4%	10,0%	15,4%
Nettofinanzverbind.	30,2	37,2	42,2	43,2	45,8
Freier Cash-flow	-13,2	-3,7	-5,0	1,9	2,3
EPS (in EUR)	0,38	-0,16	-0,35	0,31	0,54
DPS (in EUR)	0,16	0,00	0,00	0,13	0,22
Dividendenrendite	1,4%	0,0%	0,0%	2,1%	3,6%
EV/Umsatz	2,3	2,3	1,9	1,7	0,4
EV/EBIT	21,4	-53,2	-16,8	16,6	2,6
Kurs-Gewinn-Verhältnis	28,3	-46,1	-17,1	19,1	11,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Klares, fokussiertes Geschäftsmodell
- Diversifizierte Kundenbasis (kein Kunde über 10%)
- Investitionsplan bei LPKFs größtem Solarkunden

Schwächen/Risiken

- Hohes Working Capital reduziert FCF-Potenzial
- Zyklischer PCB-Markt
- Geringe Visibilität

MANAGEMENT

- Dr. Ingo Bretthauer (CEO)
- Kai Bentz (CFO)
- Bernd Lange (CTO)
- Dr. Christian Bieniek (COO)

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

LPKF stellt Maschinen und Lasersysteme her, die in der Elektronik (v. a. für Printed Circuit Boards) und vermehrt in der Automobilbranche/Medizintechnik verwendet werden. In den Jahren nach 2014 wurde das Wachstum von Laser-Produktionsanlagen für neuartige Antennen in Smartphones/Tablets (Laser Direct Structuring) getragen, wofür das Unternehmen wesentliche Patente besitzt. Neuer Wachstumstreiber ist u. a. das Kunststoff-Schweißen in der Automobilindustrie und der Medizintechnik sowie neue Produkte in der Halbleiterindustrie.

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 90–110 Mio € in 2016
- EBIT Marge zw. -3% und +6% in 2016

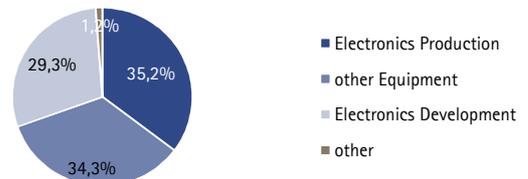
MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 10% Umsatzwachstum p. a.
- EBIT Marge von 15–17%

HISTORISCHES KGV



UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 22.03.2017 Jahreszahlen

HAUPTAKTIONÄRE (%)

BANTLEON JOERG	10,0
Lazard Freres Gestion SAS	5,6
Foyer Finance SA	5,1

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	8,2%	6,8%	3,3%	7,5%	8,5%
Capex/Abschreibungen	1,2	0,8	0,4	0,9	1,1
ROCE	12,1%	-3,5%	-10,3%	10,0%	15,8%
Free Cash-flow-Rendite	-6,8%	-1,8%	-2,4%	0,9%	1,1%
Eigenkapitalquote	53,5%	53,4%	47,3%	48,6%	51,2%
Nettofinanzverbind./EK	44%	59%	76%	72%	68%
Nettoverschuld./EBITDA	1,5	10,8	-17,1	2,2	1,7
Zinsdeckung	0,0	-5,3	< -10	0,0	0,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	92,0	107,0	117,0
Konsensus	91,1	104,0	119,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-10,5	10,7	18,0
Konsensus	-7,1	5,9	8,2
EPS (EUR)			
BHL	-0,35	0,31	0,54
Konsensus	-0,29	0,24	0,35

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

LPKF Laser & Electronics AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in m EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	119,7	87,3	92,0	107,0	117,0
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	6,8	6,7	6,0	6,0	6,0
Gesamtumsatz	126,5	94,0	98,0	113,0	123,0
Materialaufwand	-38,0	-24,9	-34,5	-31,3	-34,0
Personalaufwand	-43,4	-43,7	-44,0	-41,0	-41,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-24,5	-22,0	-22,0	-21,0	-21,0
EBITDA	20,6	3,4	-2,5	19,7	27,0
Abschreibungen	7,9	7,2	8,0	9,0	9,0
EBITA	12,7	-3,7	-10,5	10,7	18,0
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,7	-3,7	-10,5	10,7	18,0
Finanzergebnis	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	11,9	-4,4	-11,2	10,0	17,3
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	11,9	-4,4	-11,2	10,0	17,3
Steuern	-3,4	0,9	3,4	-3,0	-5,2
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	8,5	-3,5	-7,8	7,0	12,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	8,5	-3,5	-7,8	7,0	12,1
Anzahl der Aktien	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
EPS	0,38	-0,16	-0,35	0,31	0,54

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	68,2%	71,5%	62,5%	70,7%	70,9%
EBITDA-Marge	17,2%	3,9%	-2,7%	18,4%	23,1%
EBITA-Marge	10,6%	-4,3%	-11,4%	10,0%	15,4%
EBIT-Marge	10,6%	-4,3%	-11,4%	10,0%	15,4%
EBT-Marge	10,0%	-5,0%	-12,1%	9,3%	14,8%
Nettoumsatzrendite	7,1%	-4,0%	-8,5%	6,5%	10,3%
Steuerquote	28,6%	20,8%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-7,6%	-27,1%	5,4%	16,3%	9,3%
EBITDA	-33,7%	-83,3%	---	---	37,1%
EBIT	-45,5%	---	>100%	---	68,4%
EBT	-47,1%	---	>100%	---	73,1%
Nettogewinn (ber.)	-43,5%	---	>100%	---	73,1%
EPS	-43,5%	---	>100%	---	73,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

LPKF Laser & Electronics AG – Bilanz

Aktiva (in m EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	60,3	67,5	67,5	71,5	77,5
Sachanlagen	49,0	50,7	45,7	44,7	45,7
Immaterielle Vermögenswerte	8,5	13,5	18,5	23,5	28,5
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Kurzfristige Vermögensgegenstände	67,9	51,3	50,1	51,8	53,4
Vorräte	32,2	31,1	28,1	29,7	32,5
Forderungen aus Lieferung und Leistung	29,6	16,4	18,1	19,1	20,6
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	6,0	3,9	3,9	3,0	0,3
Summe Aktiva	128,2	118,9	117,6	123,3	131,0
Passiva in m EUR					
Eigenkapital	68,6	63,5	55,7	59,9	67,1
Eigenkapital (vor Dritten)	68,6	63,5	55,7	59,9	67,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	19,3	27,1	27,1	27,1	27,1
Rückstellungen für Pensionen	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	16,1	25,5	25,5	25,5	25,5
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2,9	1,3	1,3	1,3	1,3
Kurzfristiges Fremdkapital	40,4	28,2	34,8	36,3	36,8
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	20,1	15,6	20,6	20,6	20,6
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	5,1	3,3	3,3	3,3	3,3
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	4,8	2,3	3,8	5,4	5,9
Sonstige Verbindlichkeiten	10,3	7,0	7,0	7,0	7,0
Summe Passiva	128,2	118,8	117,6	123,3	131,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

LPKF Laser & Electronics AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	47,0%	56,8%	57,4%	58,0%	59,2%
Sachanlagen	38,2%	42,6%	38,9%	36,2%	34,9%
Immaterielle Vermögenswerte	6,7%	11,3%	15,7%	19,0%	21,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	53,0%	43,2%	42,6%	42,0%	40,8%
Vorräte	25,1%	26,2%	23,9%	24,1%	24,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	23,1%	13,8%	15,4%	15,5%	15,8%
Flüssige Mittel	4,7%	3,3%	3,3%	2,4%	0,2%
Passiva					
Eigenkapital	53,5%	53,4%	47,3%	48,6%	51,2%
Langfristiges Fremdkapital	15,0%	22,8%	23,0%	22,0%	20,7%
Rückstellungen für Pensionen	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	12,6%	21,4%	21,7%	20,7%	19,5%
Kurzfristiges Fremdkapital	31,5%	23,7%	29,6%	29,4%	28,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	15,7%	13,2%	17,5%	16,7%	15,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3,8%	1,9%	3,3%	4,3%	4,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Manz AG

Solarauftrag wichtiger denn je

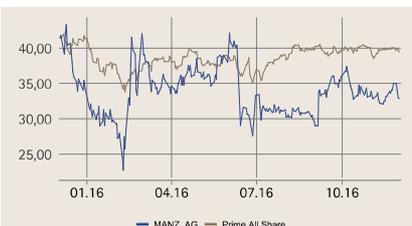
02.12.2016

Kaufen (Kaufen)
40,00 EUR (40,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 32,83 EUR
Bloomberg: M5Z GY WKN: A0JQ5U
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 43,26 EUR
52 Wochen Tief 22,75 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 0,3%
1 Monat -2,5%
12 Monate -13,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 230,9
Marktkapital. (Mio. EUR) 216,1
Anzahl der Aktien (Mio.) 6,6
Streubesitz 55,7%

Nächster Termin

Jahreszahlen 07.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Dr. Karsten Iltgen, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-351
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

Der lang ersehnte Solarauftrag ist wichtiger denn je, denn mit Ausnahme des Solarbereichs kommt das Geschäft bei Manz nur schleppend voran. Die Order soll im Dezember eingehen. Zwar ist der Zeitrahmen den Investoren durchaus bekannt, bei Auftragseingang erwarten wir aber dennoch eine deutlich positive Kursreaktion.

INVESTMENT CASE

Die Wirkung der jüngsten Restrukturierungsrunde hat uns etwas enttäuscht, denn das Ende 2015 aufgelegte Programm hat sich bislang kaum in den Ergebnissen niedergeschlagen. Mit Blick auf attraktive Endmärkte (Batterie und Display inkl. OLED) sind wir überzeugt, dass das Nicht-Solargeschäft im kommenden Jahr wieder wachsen wird. Allerdings muss Manz sich u. E. in diesem Bereich stärker als in der Vergangenheit auf das Thema Profitabilität konzentrieren. Andernfalls wird der Solarbereich das restliche Geschäft im nächsten Jahr wohl quersubventionieren müssen – eine wenig vorteilhafte Umkehrung der Situation der vergangenen Jahre.

KATALYSATOREN

- Der Solarauftrag soll jetzt Mitte Dezember eingehen. Da die Kunden inzwischen operative Verluste i. H. v. monatlich 1,5 Mio. € schultern, birgt eine weitere (leichte) Verzögerung u. E. ein nur geringes fundamentales Risiko.
- Wir gehen weiterhin davon aus, dass Anfang 2017 eine gesellschaftsvertragliche Vereinbarung unterzeichnet wird, die ein Pflichtangebot zur Folge hat (i. H. v. mindestens 34,74 € je Aktie).
- Vorausgesetzt, der Solarauftrag geht ein, wird u. E. die Ausführung einschließlich des Ausbaus der Solarkapazitäten in China in den Fokus der Investoren rücken.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung konzentriert sich auf das Jahr 2018, da der Solarbereich u. E. in dem Jahr ein langfristig haltbares Umsatzniveau erreichen wird. Unser Kursziel von 40 € beruht auf einem DCF-Modell.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	305,9	222,0	216,0	302,0	397,0
EBIT	-32,8	-58,2	-34,6	2,4	30,8
EBIT-Marge	-10,7%	-26,2%	-16,0%	0,8%	7,8%
Nettofinanzverbind.	9,3	48,5	2,6	12,9	4,2
Freier Cash-flow	-1,7	-79,4	-29,1	-10,3	8,7
EPS (in EUR)	-7,75	-12,21	-5,41	0,13	2,89
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,0	1,1	1,1	0,9	0,7
EV/EBIT	-9,0	-4,1	-6,7	118,3	8,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-7,2	-2,8	-6,1	249,3	11,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Breites Produkt-/Technologiespektrum und diversifizierte Endmärkte
- Flexibles Geschäftsmodell
- Steigende Automationsanforderungen beim direkten Smartphone-Kunden
- Wachsendes Li-Ionen-Batteriegeschäft
- Solar-Option

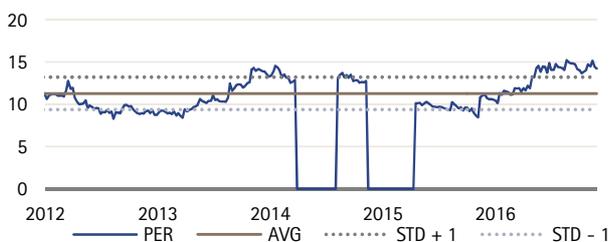
MANAGEMENT

- Dieter Manz (CEO)
- Martin Hipp (CFO)
- Martin Drasch (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Stabiler Umsatz in 2016
- Deutliche Verbesserung im EBIT in 2016

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 07.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	4,7%	8,3%	5,6%	4,3%	3,8%
Capex/Abschreibungen	0,3	1,1	0,8	0,8	1,0
ROCE	-18,1%	-26,9%	-13,5%	0,9%	11,1%
Free Cash-flow-Rendite	-1,0%	-44,6%	-13,0%	-3,9%	3,3%
Eigenkapitalquote	55,2%	42,8%	51,0%	48,7%	49,3%
Nettofinanzverbind./EK	7%	39%	2%	8%	2%
Net debt / EBITDA	0,7	-1,2	-0,1	0,7	0,1
Zinsdeckung	< -10	< -10	< -10	1,6	0,0

Schwächen/Risiken

- Hohe F&E-Aufwendungen im Solar-Segment
- Marktanteil bei einigen Produkten noch gering
- Einzelkundenrisiko (größter Kunde trägt >25% zum Umsatz bei)
- Zyklisch des Display-Marktes

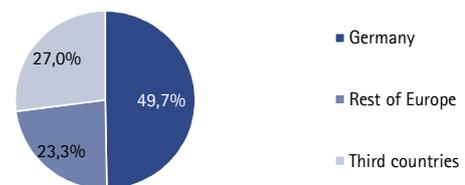
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Manz entwickelt und baut Maschinen für die Produktion von Displays, Batterien, Solarzellen und Printed Circuit Boards (PCB). Das Unternehmen wurde 1987 als Spezialist für Automation gegründet und hat inzwischen die Kernkompetenzen auf Laserprozesse, Metrology und Vakuumbeschichtung ausgebaut. Seit Übernahme der taiwanesischen Intech im Jahr 2008 gehören auch nasschemische Anlagen zum Portfolio. Mehr als 70% des Umsatzes wird in Asien generiert. In den letzten Jahren trug Apple >25% zum Umsatz bei.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- EBIT-Marge >10%

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Dieter Manz	24,7
Ulrike Manz	2,7
Shanghai Electric	19,7

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	216,0	302,0	397,0
Konsensus	224,8	330,0	381,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-34,6	2,4	30,8
Konsensus	-31,6	7,7	17,5
EPS (EUR)			
BHL	-5,41	0,13	2,89
Konsensus	-5,05	0,44	1,36

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Manz AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	305,9	222,0	216,0	302,0	397,0
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	2,8	7,8	5,0	5,0	5,0
Gesamtumsatz	308,8	229,8	221,0	307,0	402,0
Materialaufwand	-180,2	-147,8	-132,7	-179,2	-240,8
Personalaufwand	-72,4	-84,0	-76,5	-80,0	-85,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-42,3	-39,9	-31,0	-30,0	-30,0
EBITDA	13,9	-41,9	-19,2	17,8	46,2
Abschreibungen	46,7	16,3	15,4	15,4	15,4
EBITA	-32,8	-58,2	-34,6	2,4	30,8
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-32,8	-58,2	-34,6	2,4	30,8
Finanzergebnis	-1,8	-3,5	-1,0	-1,0	-1,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-34,6	-61,7	-35,6	1,4	29,8
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-34,6	-61,7	-35,6	1,4	29,8
Steuern	-3,6	-2,5	0,0	-0,3	-7,5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-38,2	-64,2	-35,6	1,0	22,4
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	-38,2	-64,2	-35,6	1,0	22,4
Anzahl der Aktien	4,9	5,3	6,6	7,7	7,7
EPS	-7,75	-12,21	-5,41	0,13	2,89

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	41,1%	33,4%	38,6%	40,6%	39,3%
EBITDA-Marge	4,5%	-18,9%	-8,9%	5,9%	11,6%
EBITA-Marge	-10,7%	-26,2%	-16,0%	0,8%	7,8%
EBIT-Marge	-10,7%	-26,2%	-16,0%	0,8%	7,8%
EBT-Marge	-11,3%	-27,8%	-16,5%	0,5%	7,5%
Nettoumsatzrendite	-12,5%	-28,9%	-16,5%	0,3%	5,6%
Steuerquote	-10,4%	-4,1%	0,0%	25,0%	25,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	14,9%	-27,4%	-2,7%	39,8%	31,5%
EBITDA	-48,5%	---	-54,1%	---	>100%
EBIT	---	77,5%	-40,6%	---	>100%
EBT	---	78,5%	-42,3%	---	>100%
Nettogewinn (ber.)	>100%	68,2%	-44,6%	---	>100%
EPS	>100%	57,6%	-55,7%	---	>100%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Manz AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	117,4	130,1	126,7	124,3	123,9
Sachanlagen	40,3	42,8	39,4	37,0	36,6
Immaterielle Vermögenswerte	74,7	81,6	81,6	81,6	81,6
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,4	5,7	5,7	5,7	5,7
Kurzfristige Vermögensgegenstände	136,0	162,4	195,9	216,0	257,3
Vorräte	48,3	36,6	42,0	58,7	77,2
Forderungen aus Lieferung und Leistung	58,7	83,8	66,0	79,7	93,7
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	23,0	34,4	80,3	70,0	78,7
Summe Aktiva	253,5	292,5	322,6	340,4	381,2
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	140,0	125,3	164,7	165,7	188,0
Eigenkapital (vor Dritten)	140,0	121,0	160,4	161,4	183,7
Minderheitenanteile	0,0	4,3	4,3	4,3	4,3
Langfristiges Fremdkapital	36,4	13,5	13,5	13,5	13,5
Rückstellungen für Pensionen	8,4	7,8	7,8	7,8	7,8
Sonstige Rückstellungen	3,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	22,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kurzfristiges Fremdkapital	77,2	153,8	144,5	161,2	179,7
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	10,2	81,0	81,0	81,0	81,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	3,5	6,3	6,3	6,3	6,3
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	42,3	40,8	36,0	50,3	66,2
Sonstige Verbindlichkeiten	21,2	25,7	21,2	23,6	26,2
Summe Passiva	253,5	292,5	322,6	340,4	381,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Manz AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	46,3%	44,5%	39,3%	36,5%	32,5%
Sachanlagen	15,9%	14,6%	12,2%	10,9%	9,6%
Immaterielle Vermögenswerte	29,5%	27,9%	25,3%	24,0%	21,4%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	53,7%	55,5%	60,7%	63,5%	67,5%
Vorräte	19,1%	12,5%	13,0%	17,3%	20,3%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	23,2%	28,6%	20,5%	23,4%	24,6%
Flüssige Mittel	9,1%	11,8%	24,9%	20,6%	20,7%
Passiva					
Eigenkapital	55,2%	42,8%	51,0%	48,7%	49,3%
Langfristiges Fremdkapital	14,3%	4,6%	4,2%	4,0%	3,5%
Rückstellungen für Pensionen	3,3%	2,7%	2,4%	2,3%	2,1%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Kurzfristiges Fremdkapital	30,5%	52,6%	44,8%	47,3%	47,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,0%	27,7%	25,1%	23,8%	21,2%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	16,7%	14,0%	11,2%	14,8%	17,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Masterflex SE

Es geht auch zweistellig

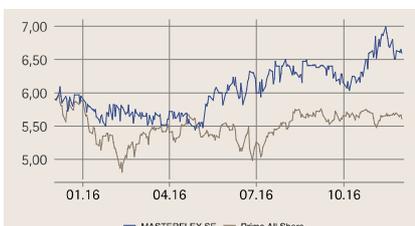
06.12.2016

Halten (Halten)
7,00 EUR (5,50 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 6,60 EUR
Bloomberg: MZX GR WKN: 549293
Branche Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 6,99 EUR
52 Wochen Tief 5,44 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 15,5%
1 Monat -
12 Monate 20,0%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 73,8
Marktkapital. (Mio. EUR) 58,5
Anzahl der Aktien (Mio.) 8,9
Streubesitz 58,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 31.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	1,0%	10,4%	0,9%
2017e	1,0%	6,4%	5,8%
2018e	1,0%	6,3%	5,7%

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach guten 9M-Zahlen (Umsatz +4,2%, EBIT +9,5%) haben wir unsere Schätzungen nach oben angepasst und heben unser Kursziel von 5,50 € auf 7,00 €.

INVESTMENT CASE

Die Fokussierung auf das Thema Kosten seit Ende 2015 zeigt sich zum Dreivierteljahr in allen relevanten Einzelpositionen: Die Materialkostenquote verringerte sich um 50 Bp auf 31,4%, und die Personalkostenquote von 38,3% liegt 20 Bp unter dem Wert des Vorjahres. Zudem sanken die Abschreibungen ein weiteres Mal. Diese werden sich aufgrund der Inbetriebnahme neuer Gebäude und Anlagen künftig jedoch etwas erhöhen. Die Reduktion der Komplexität in Zusammenhang mit der Vielzahl von angebotenen Produkten und Einzellösungen bleibt für Masterflex auch in Zukunft ein zentrales Thema. Folgende Aufgaben stehen auf der Agenda:

- Straffung der Führungsstrukturen
- Optimierung des Vertriebsmodells
- Straffung des Produktportfolios
- Verbesserung betriebsinterner Abläufe

Weitere Effizienzgewinne erwarten wir von dem Erweiterungsbau am zentralen Standort Gelsenkirchen, der kürzlich in Betrieb genommen wurde. Einige externe Flächen werden künftig nicht mehr benötigt, was u. E. mittelfristig zu Einsparungen und zu einer optimierten Produktion und Logistik führen sollte. Auf dieser Grundlage dürfte das Unternehmen in der Lage sein, nachhaltig zweistellige Margen zu erreichen.

KATALYSATOREN

Masterflex will im März 2017 die Zahlen für 2016 vorstellen und eine Prognose für 2017 abgeben, die Potenziale aufzeigen sollte.

BEWERTUNG

Unser Kursziel ist DCF-basiert und unterstellt in der Mittelphase ein Wachstum von 5%. Hier können wir uns bei einer besseren Visibilität nach der Reduktion der Komplexität auch ein Wachstum von 10% vorstellen.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	62,5	64,1	67,0	70,4	73,9
EBIT	6,3	4,9	6,8	7,6	8,2
EBIT-Marge	10,1%	7,6%	10,1%	10,8%	11,0%
Nettofinanzverbind.	15,8	16,1	15,4	12,4	11,3
Freier Cash-flow	3,4	0,2	0,5	3,0	1,1
EPS (in EUR)	0,34	0,22	0,38	0,48	0,52
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBIT	12,3	14,1	10,9	9,3	8,6
Kurs-Gewinn-Verhältnis	20,3	27,1	17,4	13,9	12,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Hohe Werkstoff-, Anwendungs- und Technologiekompetenz
- Internationalisierung und Innovation als Wachstumssäulen
- Finanzieller Spielraum, über Akquisitionen weitere Technologie-Expertise zu erlangen
- Hohe Qualität und Lieferfähigkeit der Produkte als Basis für den Erfolg

MANAGEMENT

- Dr. Andreas Bastin (CEO)
- Mark Becks (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatzwachstum größer 3%
- 2016: EBIT signifikant über dem Niveau von 2015 (4,9 Mio. €)

HISTORISCHES EV/UMSATZ-VERHÄLTNISS



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 31.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,0%	5,5%	8,9%	5,0%	4,9%
Capex/Abschreibungen	1,5	1,2	2,0	1,1	1,1
ROCE	14,3%	10,6%	13,3%	13,8%	13,8%
Free Cash-flow-Rendite	5,4%	0,3%	0,7%	4,8%	1,7%
Eigenkapitalquote	45,9%	47,7%	48,7%	52,1%	57,2%
Nettofinanzverbind./EK	66%	62%	52%	37%	30%
Nettoverschuld./EBITDA	1,7	2,1	1,6	1,2	1,0
Zinsdeckung	5,5	4,5	6,1	6,9	7,4

Schwächen/Risiken

- Reduktion der Komplexität durch Vielzahl der Produkte notwendig
- Effizienzsteigerung durch Verbesserung der innerbetrieblichen Abläufe notwendig
- Ständige Differenzierung zum Wettbewerb notwendig

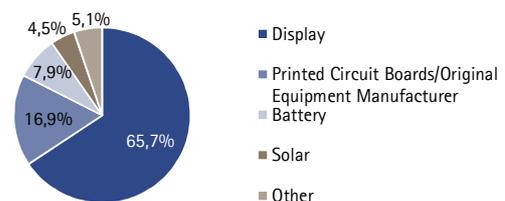
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Masterflex SE ist als international aufgestellte Unternehmensgruppe ein technologisch führender Spezialist für Schläuche aus Hightech-Kunststoffen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Wachstum durch Akquisitionen
- Rückkehr zur Dividende

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

SVB GmbH & Co KG / Familien Schmidt	19,9
Monolith	14,4
BBC GmbH / Dr. Bastin, Becks	6,1

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	67,0	70,4	73,9
Konsensus	67,0	71,7	77,4
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	6,8	7,6	8,2
Konsensus	6,3	7,7	8,7
EPS (EUR)			
BHL	0,38	0,48	0,52
Konsensus	0,34	0,48	0,54

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Masterflex SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	62,5	64,1	67,0	70,4	73,9
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	0,6	1,7	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	63,0	65,8	67,0	70,4	73,9
Materialaufwand	-20,4	-20,8	-21,6	-22,7	-23,7
Personalaufwand	-23,3	-26,0	-25,2	-24,5	-26,7
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-10,2	-11,4	-10,4	-12,5	-12,1
EBITDA	9,2	7,7	9,8	10,7	11,4
Abschreibungen	2,9	2,8	3,0	3,1	3,2
EBITA	6,3	4,9	6,8	7,6	8,2
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,3	4,9	6,8	7,6	8,2
Finanzergebnis	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,2	3,9	5,7	6,5	7,1
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,2	3,9	5,7	6,5	7,1
Steuern	-2,0	-1,6	-1,7	-2,3	-2,5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	3,2	2,3	4,0	4,2	4,6
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	3,0	1,9	3,4	4,2	4,6
Anzahl der Aktien	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
EPS	0,34	0,22	0,38	0,48	0,52

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	67,4%	67,5%	67,7%	67,8%	67,9%
EBITDA-Marge	14,7%	12,0%	14,6%	15,2%	15,4%
EBITA-Marge	10,1%	7,6%	10,1%	10,8%	11,0%
EBIT-Marge	10,1%	7,6%	10,1%	10,8%	11,0%
EBT-Marge	8,3%	6,0%	8,4%	9,2%	9,6%
Nettoumsatzrendite	4,9%	3,0%	5,0%	6,0%	6,2%
Steuerquote	37,8%	41,8%	30,0%	35,0%	35,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	7,9%	2,6%	4,5%	5,0%	5,0%
EBITDA	4,6%	-16,4%	27,2%	9,6%	6,2%
EBIT	3,3%	-22,9%	38,8%	12,4%	7,4%
EBT	14,5%	-25,5%	46,2%	14,8%	8,6%
Nettogewinn (ber.)	17,2%	-36,0%	72,6%	25,6%	8,6%
EPS	17,2%	-36,0%	72,6%	25,6%	8,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Masterflex SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	29,6	29,5	32,5	32,9	33,3
Sachanlagen	22,6	23,4	26,4	26,8	27,2
Immaterielle Vermögenswerte	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Kurzfristige Vermögensgegenstände	22,4	25,0	27,8	31,6	33,5
Vorräte	11,7	13,6	14,1	14,5	14,9
Forderungen aus Lieferung und Leistung	5,4	6,5	6,6	7,2	7,8
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	4,4	4,0	6,1	8,9	9,8
Summe Aktiva	52,0	54,5	60,3	64,5	66,8
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	23,8	26,0	29,4	33,6	38,2
Eigenkapital (vor Dritten)	23,4	26,1	29,4	33,6	38,2
Minderheitenanteile	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	17,2	13,1	18,2	18,2	18,2
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	15,1	11,2	16,0	16,0	16,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1,9	1,8	2,0	2,0	2,0
Kurzfristiges Fremdkapital	11,0	15,4	12,7	12,7	10,4
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	5,2	8,9	5,5	5,3	5,1
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	1,5	1,5	1,9	2,1	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Summe Passiva	52,0	54,5	60,3	64,5	66,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Masterflex SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	56,9%	54,2%	53,9%	51,0%	49,8%
Sachanlagen	43,6%	43,0%	43,8%	41,5%	40,7%
Immaterielle Vermögenswerte	7,8%	7,3%	6,6%	6,1%	5,9%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	43,1%	45,8%	46,1%	49,0%	50,2%
Vorräte	22,5%	24,9%	23,4%	22,5%	22,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	10,3%	11,9%	10,9%	11,2%	11,7%
Flüssige Mittel	8,5%	7,3%	10,2%	13,9%	14,7%
Passiva					
Eigenkapital	45,9%	47,7%	48,7%	52,1%	57,2%
Langfristiges Fremdkapital	33,0%	24,0%	30,1%	28,2%	27,2%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	29,0%	20,5%	26,6%	24,8%	24,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	21,1%	28,2%	21,1%	19,7%	15,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,9%	16,3%	9,1%	8,2%	7,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	2,9%	2,7%	3,2%	3,3%	-

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

MLP AG

Bodenbildung in der Altersvorsorge wahrscheinlich

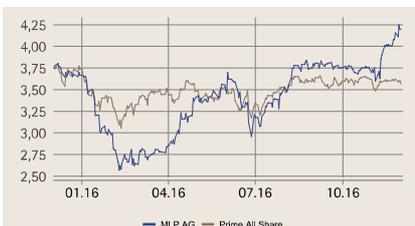
06.12.2016

Halten (Halten)
3,50 EUR (3,50 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 4,20 EUR
Bloomberg: MLP GY WKN: 656990
Branche Finanz-DL

Kursperformance

52 Wochen Hoch 4,25 EUR
52 Wochen Tief 2,57 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 18,9%
1 Monat 12,2%
12 Monate 18,5%



Daten zur Aktie

Marktkapital. (Mio. EUR) 452,8
Anzahl der Aktien (Mio.) 107,9
Streubesitz 49,7%

Nächster Termin

Jahreszahlen 23.02.2017

Änderungen im Modell

	PBT	EPS	DPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Andreas Schäfer, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-819
andreas.schaefer@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Deutsche Small Caps – Die Spreu vom Weizen trennen

MLP zeigte auch im dritten Quartal eine solide Entwicklung der Provisionserlöse, insbesondere im Segment Vermögensverwaltung. Für 2017 erwarten wir erneut eine Belebung der Provisionserlöse sowie eine erfolgreiche Umsetzung des Restrukturierungsprogramms.

INVESTMENT CASE

- Nach den ersten neun Monaten konnte MLP ohne Berücksichtigung der Akquisition von DOMCURA weitgehend stabile Provisionserlöse vorweisen.
- In der Altersvorsorge konnte die Vertriebsleistung in den ersten neun Monaten um 3% auf 2,08 Mrd. € gesteigert werden. Nur noch 11% der Vertriebsleistung bestehen aus traditionellen Lebensversicherungen mit konventionellen Garantieleistungen. Neuartige Produkte mit modifizierten Garantien machen mittlerweile 76% des Neugeschäfts aus.
- Die verwalteten Kapitalanlagen haben mit 30 Mrd. € im dritten Quartal einen neuen Höchststand erreicht.
- Das Kostensenkungsprogramm verläuft planmäßig. Ein Restrukturierungsaufwand von ca. 10 Mio. € dürfte das Ergebnis im vierten Quartal belasten.

KATALYSATOREN

MLP veröffentlicht im Februar 2017 die Ergebnisse für das Geschäftsjahr 2016. Wir erwarten auch für das vierte Quartal eine leichte Steigerung der Provisionserlöse. Unsere EBIT-Schätzung für das Jahr 2017 unter Berücksichtigung der angepeilten Kostensenkungen in Höhe von 15 Mio. € liegt bei 50 Mio. €.

BEWERTUNG

Basierend auf unseren Schätzungen notiert MLP bei einem KGV von gut 12x für das Geschäftsjahr 2017. Die Dividendenrendite unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 60-70% beträgt momentan ~5%.

in EUR Mio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gesamterträge	531,1	557,2	610,6	624,6	635,9
Gewinn vor Steuern	37,7	28,0	21,5	49,6	50,9
CET1 ratio %	13,6%	14,3%	14,5%	15,0%	15,0%
EPS	0,27	0,18	0,14	0,33	0,34
TNAV je Aktie	3,49	3,53	3,59	3,68	3,82
Dividende je Aktie	0,17	0,12	0,10	0,21	0,22
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,82	20,28	29,29	12,67	12,35
Kurs/TNAV	1,06	1,04	1,17	1,14	1,10
Dividendenrendite	4,6%	3,3%	2,4%	5,0%	5,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

06.12.2016

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Einer der führenden Finanzberater in Deutschland
- Attraktive Kundenbasis mit Schwerpunkt auf überdurchschnittlich gut verdienenden Akademikern

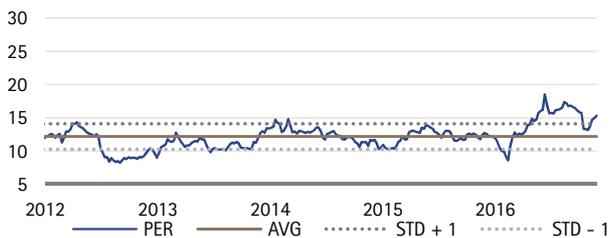
MANAGEMENT

- Dr. Uwe Schroeder-Wildberg (CEO)
- Reinhard Loose (CFO)
- Manfred Bauer

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Administrative Kosten von 255 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 23.02.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

in EUR Mio.	14	15	16e	17e	18e
Gesamterträge	531,1	557,2	610,6	624,6	635,9
Gewinn vor Steuern	37,7	28,0	21,5	49,6	50,9
CET1 ratio %	13,6%	14,3%	14,5%	15,0%	15,0%
EPS	0,27	0,18	0,14	0,33	0,34
TNAV je Aktie	3,49	3,53	3,59	3,68	3,82
Dividende je Aktie	0,17	0,12	0,10	0,21	0,22
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,82	20,28	29,29	12,67	12,35
Kurs/TNAV	1,06	1,04	1,17	1,14	1,10
Dividendenrendite	4,6%	3,3%	2,4%	5,0%	5,2%

Schwächen/Risiken

- Umfeld für das Neugeschäft in der Altersvorsorge und Krankenversicherung bleibt anhaltend schwierig
- Regulatorisches Umfeld weiterhin unsicher

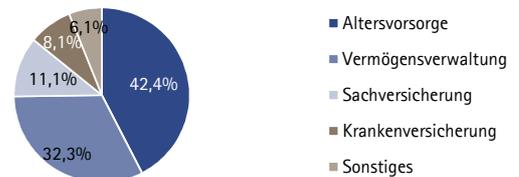
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

MLP gehört zu den führenden deutschen Finanzberatern. Mit mehr als 1.900 Beratern betreut das Unternehmen ca. 515.000 Privatkunden und 18.000 Firmenkunden. MLP bietet zusätzlich über die Tochter Feri Dienstleistungen im Bereich der Vermögensverwaltung an. Das Unternehmen wurde 1971 gegründet. Der Hauptsitz ist Wiesloch, Deutschland.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Familie Lautenschläger	29,2
Talanx AG	9,4
Allianz SE	6,2

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
PBT (Mio.)			
BHL	21,5	49,6	50,9
Konsensus	21,5	43,7	49,0
DPS (EUR)			
BHL	0,10	0,21	0,22
Konsensus	0,10	0,17	0,19
EPS (EUR)			
BHL	0,14	0,33	0,34
Konsensus	0,11	0,27	0,30

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

MLP AG – Gewinn- und Verlustrechnung

EURMio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Zinsüberschuss	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterträge	531,1	557,2	610,6	624,6	635,9
Risikovorsorge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kosten	-256,8	-272,8	-292,0	-267,0	-274,0
Sonstige Erträge / Aufwendungen	-236,7	-256,4	-297,1	-308,0	-311,0
Gewinn vor Steuern	37,7	28,0	21,5	49,6	50,9
Steuern	-8,7	-8,2	-5,8	-13,4	-13,7
Gewinn nach Steuern	29,0	19,8	15,7	36,2	37,2
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn	29,0	19,8	15,7	36,2	37,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

MLP AG – Bilanz

EURMio.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kundenkredite	1.055	1.143	1.143	1.143	1.143
Immaterielle Vermögenswerte	156,2	174,5	174,5	174,5	174,5
Sonstige Vermögenswerte	413,6	435,2	410,8	415,8	420,8
Summe Aktiva	1.625	1.753	1.728	1.733	1.738
Kundeneinlagen	1.025	1.126	1.095	1.090	1.079
Sonstige Verbindlichkeiten	222,8	241,3	241,3	241,3	241,3
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	376,8	385,8	392,0	402,0	418,0
Bilanzsumme	1.625	1.753	1.728	1.733	1.738

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

MLP AG – Bilanzstruktur

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kundenkredite	64,9%	65,2%	66,1%	65,9%	65,8%
Immaterielle Vermögenswerte	9,6%	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%
Sonstige Vermögenswerte	25,5%	24,8%	23,8%	24,0%	24,2%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kundeneinlagen	63,1%	64,2%	63,4%	62,9%	62,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,7%	13,8%	14,0%	13,9%	13,9%
Minderheiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital	23,2%	22,0%	22,7%	23,2%	24,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

MLP AG – Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Ergebniskennzahlen					
Anzahl der Aktien (Mio.)	107,9	109,3	109,3	109,3	109,3
Anzahl der Aktien (Mittelwert) (Mio.)	107,9	109,3	109,3	109,3	109,3
EPS	0,27	0,18	0,14	0,33	0,34
TNAV je Aktie	3,49	3,53	3,59	3,68	3,82
Dividende je Aktie	0,17	0,12	0,10	0,21	0,22
Gewinn- und Verlustdaten					
CIR	87,2%	90,4%	93,3%	84,5%	84,5%
Steuerquote	23,1%	29,2%	27,0%	27,0%	27,0%
PBT Wachstum	13,8%	-25,8%	-23,2%	131,2%	2,6%
EPS Wachstum	13,6%	-32,6%	-20,8%	131,2%	2,6%
ROTE	-	-	-	-	-
Bilanzdaten					
RWA (Mio.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CET1 ratio %	13,6%	14,3%	14,5%	15,0%	15,0%
Tier 1 ratio %	-	-	-	-	-
Leverage ratio %	-	-	-	-	-
LCR %	-	-	-	-	-
NSFR %	-	-	-	-	-
Bewertungskennzahlen					
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,8	20,3	29,3	12,7	12,3
Kurs/TNAV	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1
Dividendenrendite	4,6%	3,3%	2,4%	5,0%	5,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

PUMA SE

Erste Erfolge der Neuausrichtung werden sichtbar

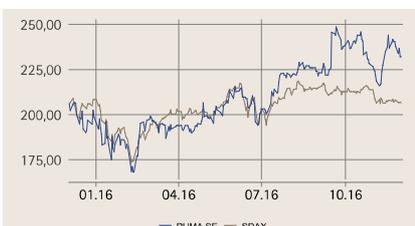
06.12.2016

Verkaufen (Verkaufen)
170,00 EUR (133,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 232,15 EUR
Bloomberg: PUM GY WKN: 696960
Branche Konsumgüter

Kursperformance

52 Wochen Hoch 248,55 EUR
52 Wochen Tief 168,20 EUR
Relativ zu SDAX
YTD 17,9%
1 Monat 4,6%
12 Monate 13,1%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 3.186
Marktkapital. (Mio. EUR) 3.468
Anzahl der Aktien (Mio.) 15
Streubesitz 13,2%

Nächster Termin

Jahreszahlen 23.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	3,9%	7,8%	12,5%
2017e	5,8%	11,9%	19,0%
2018e	23,1%	-36,8%	-42,3%

Analyst

Peter Steiner, CFA
Telefon: +49 (0)211 4952-336
peter.steiner@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Puma befindet sich immer noch in einer Phase der Repositionierung. Nach den ersten neun Monaten 2016 sehen wir erste Erfolge, insbesondere in der Entwicklung der Profitabilität. Wir reflektieren die Verbesserungen in unserem Modell und revidieren unsere Schätzungen und das Kursziel nach oben. Jedoch bleiben wir bei unserer Verkaufsempfehlung, da die Bewertung der Aktie übertrieben erscheint.

INVESTMENT CASE

Puma richtet das Unternehmen unter dem Leitbild „Forever Faster“ derzeit neu aus. Die Konzentration auf Performance-Produkte, vor allem in den Bereichen Fußball und Running, ist u. E. der richtige Schritt. Nach unseren Erkenntnissen dauert die Neuausrichtung einer Marke jedoch mindestens drei bis fünf Jahre. Nach den ersten neun Monaten des laufenden Jahres, hat Puma erste Fortschritte hin zu einer verbesserten Markenwahrnehmung gemacht. Trotz der Zwischenerfolge ist die Repositionierung u. E. noch nicht abgeschlossen. Im Vergleich zu den starken Wettbewerbern wächst Puma immer noch langsamer und sollte daher nicht in der Lage sein, Marktanteile zu gewinnen. Wir lassen jedoch die Verbesserungen der operativen Profitabilität in unser Modell einfließen und erhöhen unsere EPS-Schätzungen für 2017 und 2018 um 13% und 19%.

KATALYSATOREN

Puma berichtet am 23. Februar seine Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr. Wir erwarten, dass diese im Rahmen der Unternehmensprognose liegen werden.

BEWERTUNG

Wir erhöhen unser DCF-basiertes Kursziel auf 170,00 € je Aktie. Auf Basis unserer erhöhten EPS-Schätzung für das Jahr 2017 handelt die Aktie auf einem KGV von 38,6x. Wir sehen den Hauptgrund in der hohen Bewertung in den regelmäßigen Spekulationen über einen Squeeze-out durch Kering bzw. Übernahmefantasien.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2.972	3.387	3.597	3.849	4.119
EBIT	128	96	119	163	195
EBIT-Marge	4,3%	2,8%	3,3%	4,2%	4,7%
Nettofinanzverbind.	-381	-318	-316	-339	-480
Freier Cash-flow	39	-99	6	34	148
EPS (in EUR)	4,30	2,48	4,10	6,14	7,59
DPS (in EUR)	0,50	0,50	0,70	1,00	1,40
Dividendenrendite	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7
EV/EBIT	17,5	27,9	26,7	19,4	15,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	40,2	80,0	56,6	37,8	30,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Starker Markenname mit langer Historie
- Höherer Fokus auf Sport Performance anstelle von Lifestyle
- Potenzielle Marktanteilsgewinne durch Neuausrichtung der Marke

MANAGEMENT

- Björn Gulden (CEO)
- Michael Lämmermann (CFO)
- Lars Soerensen (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Währungsbereinigter Umsatzanstieg 2016 im hohen einstelligen Prozentbereich
- Stabile Bruttomarge auf dem Vorjahresniveau von 45,5%
- 2016 EBIT zwischen 115 Mio. € und 125 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 23.02.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Capex/Abschreibungen	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
ROCE	7,7%	5,8%	6,9%	9,0%	10,3%
Free Cash-flow-Rendite	1,5%	-3,8%	0,2%	1,3%	5,6%
Eigenkapitalquote	63,5%	61,8%	61,7%	62,0%	58,1%
Nettofinanzverbind./EK	-24%	-20%	-19%	-19%	-26%
Nettoverschuld./EBITDA	-2,1	-2,1	-1,7	-1,5	-1,8
Zinsdeckung	0,0	4,1	9,7	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Lange Restrukturierung mit steigenden Kosten und niedrigen Margen
- Derzeit noch hoher Anteil von Lifestyle-Produkten
- Starkes Wettbewerbsumfeld erschwert Rückgewinnung von Marktanteilen
- Vertrauen in Performance-Produkte muss neu aufgebaut werden
- Starke Anfälligkeit bei Währungsschwankungen

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Puma ist eine der weltweit führenden Sportmarken. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet Schuhe, Textilien und Accessoires für zahlreiche Disziplinen, darunter Fußball, Running, Fitness, Golf und Motorsport. Puma vertreibt seine Produkte in über 120 Ländern und beschäftigt etwa 10.000 Mitarbeiter. Das Unternehmen wurde 1948 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Herzogenaurach.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Kering	85,8
Union Investment Privatfonds GmbH	1,9
Own shares	1,0

BHL VS. KONSENSUS

	15	16e	17e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	3.387	3.597	3.849
Konsensus	3.387	3.611	3.879
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	96	119	163
Konsensus	96	127	186
EPS (EUR)			
BHL	2,48	4,10	6,14
Konsensus	2,48	4,04	6,21

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

PUMA SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2.972	3.387	3.597	3.849	4.119
Umsatzkosten	-1.587	-1.847	-1.961	-2.082	-2.220
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.385	1.540	1.637	1.767	1.899
Vertriebs- und Marketingkosten	-1.277	-1.461	-1.543	-1.632	-1.734
Allgemeines und Verwaltung	0	0	0	0	0
Forschung und Entwicklung	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	20	17	25	28	30
EBITDA	179	154	181	228	265
Abschreibungen	51	58	61	65	70
EBITA	128	96	119	163	195
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	128	96	119	163	195
Finanzergebnis	-6	-11	-5	-3	-2
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	122	85	114	160	193
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	122	85	114	160	193
Steuern	-37	-23	-33	-46	-56
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	85	62	81	114	137
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	-21	-25	-20	-22	-24
Nettogewinn (ber.)	64	37	61	92	113
Anzahl der Aktien	15	15	15	15	15
EPS (in EUR)	4,30	2,48	4,10	6,14	7,59

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	46,6%	45,5%	45,5%	45,9%	46,1%
EBITDA-Marge	6,0%	4,5%	5,0%	5,9%	6,4%
EBITA-Marge	4,3%	2,8%	3,3%	4,2%	4,7%
EBIT-Marge	4,3%	2,8%	3,3%	4,2%	4,7%
EBT-Marge	4,1%	2,5%	3,2%	4,2%	4,7%
Nettoumsatzrendite	2,9%	1,8%	2,3%	3,0%	3,3%
Steuerquote	30,4%	27,4%	29,0%	29,0%	29,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-0,4%	14,0%	6,2%	7,0%	7,0%
EBITDA	53,6%	-13,8%	17,4%	26,4%	16,0%
EBIT	>100%	-24,8%	24,0%	36,3%	19,6%
EBT	>100%	-30,3%	34,6%	39,9%	20,4%
Nettogewinn (ber.)	>100%	-42,2%	65,1%	49,7%	23,6%
EPS	>100%	-42,2%	65,1%	49,7%	23,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

PUMA SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	867	935	955	975	877
Sachanlagen	224	233	253	273	293
Immaterielle Vermögenswerte	391	403	403	403	403
Finanzielle Vermögenswerte	73	80	80	80	80
sonstige langfristige Vermögenswerte	179	220	220	220	220
Kurzfristige Vermögensgegenstände	1.683	1.685	1.754	1.852	2.285
Vorräte	572	657	696	738	782
Forderungen aus Lieferung und Leistung	449	483	515	548	584
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	260	206	206	206	206
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	402	339	337	360	501
Summe Aktiva	2.550	2.620	2.709	2.828	3.162
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	1.618	1.619	1.673	1.754	1.837
Eigenkapital (vor Dritten)	1.595	1.611	1.665	1.746	1.829
Minderheitenanteile	23	8	8	8	8
Langfristiges Fremdkapital	109	121	122	124	135
Rückstellungen für Pensionen	26	24	25	27	29
Sonstige Rückstellungen	23	24	24	24	39
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0	7	7	7	7
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	60	67	67	67	67
Kurzfristiges Fremdkapital	823	880	914	950	879
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	20	14	14	14	14
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	70	53	55	58	61
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	515	520	551	584	619
Sonstige Verbindlichkeiten	218	294	294	294	294
Summe Passiva	2.550	2.620	2.709	2.828	3.162

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

PUMA SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	34,0%	35,7%	35,3%	34,5%	27,7%
Sachanlagen	8,8%	8,9%	9,3%	9,6%	9,3%
Immaterielle Vermögenswerte	15,3%	15,4%	14,9%	14,3%	12,8%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	66,0%	64,3%	64,7%	65,5%	72,3%
Vorräte	22,4%	25,1%	25,7%	26,1%	24,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	17,6%	18,4%	19,0%	19,4%	18,5%
Flüssige Mittel	15,7%	12,9%	12,4%	12,7%	15,8%
Passiva					
Eigenkapital	63,5%	61,8%	61,7%	62,0%	58,1%
Langfristiges Fremdkapital	4,3%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
Rückstellungen für Pensionen	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Kurzfristiges Fremdkapital	32,3%	33,6%	33,7%	33,6%	27,8%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	20,2%	19,8%	20,3%	20,6%	19,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

QSC AG

Cloud Business sollte Schwung bringen

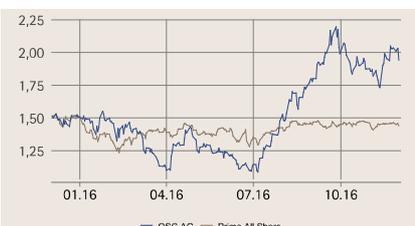
06.12.2016

Halten (Halten)
2,00 EUR (2,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 1,94 EUR
Bloomberg: QSC GR WKN: 513700
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	2,20 EUR
52 Wochen Tief	1,09 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	33,2%
1 Monat	3,4%
12 Monate	35,5%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	336,6
Marktkapital. (Mio. EUR)	241,3
Anzahl der Aktien (Mio.)	124,2
Streubesitz	75,0%

Nächster Termin

Quartalszahlen 08.05.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBITDA	EPS
2016e	-0,8%	-2,1%	-15,6%
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Wolfgang Specht, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-637
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Das Unternehmen hat parallel zu seinem laufenden Restrukturierungsprogramm signifikante Fortschritte bei der Entwicklung neuer Dienstleistungen gemacht. Wir glauben jedoch, dass der seit dem Sommer deutlich gestiegene Aktienkurs diese Entwicklungen bereits angemessen reflektiert.

INVESTMENT CASE

Das seit 2014 laufende Restrukturierungsprogramm „Clarity“ sollte zum Jahresende 2016 abgeschlossen werden und die Kostenbasis jährlich um ca. 30 Mio. € senken. Wir erwarten, dass Teile der Einsparungen in die Entwicklung neuer Produkte und Services investiert werden (insbesondere die Cloud-Plattform PEC), um sich neue Wachstumsmärkte zu erschließen, wozu auch der Aufbau von entsprechend qualifiziertem Personal gehören dürfte. Der Bedarf an Cloud-basierten IT-Dienstleistungen in der Hauptzielgruppe von QSC – dem deutschen Mittelstand – scheint ungebrochen und eröffnet dem Unternehmen u. E. Wachstumsperspektiven. Dabei muss jedoch auch ein anhaltender Rückgang von traditionellem IT-Outsourcing-Geschäft und klassischen TK-Dienstleistungen gemanagt werden. Die Rückkehr zu EBITDA-Wachstum des Gesamtunternehmens könnte dadurch geringer ausfallen als der boomende Cloud-Markt suggeriert.

KATALYSATOREN

- (+) Abschluss des Restrukturierungsprogrammes (Jahresende 2016)
- (+/-) Neukundengewinnung für die Cloud-Plattform PEC
- (+/-) Insider-Käufe durch das Management
- (-) Ergebnisrückgang bei den Segmenten TK- und IT-Outsourcing

BEWERTUNG

Unser Kursziel basiert auf einer DCF-Bewertung. Die Aktie handelt bei gängigen Multiples (EV/EBITDA, PER, P/FCF) für die Schätzjahre 2017/18 gegenüber Vergleichsunternehmen mit einem leichten Aufschlag.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	431,4	402,4	389,0	389,7	385,0
EBITDA	35,0	32,5	37,5	43,1	46,7
EBITDA-Marge	8,1%	8,1%	9,6%	11,1%	12,1%
Nettofinanzverbind.	91,3	92,4	88,8	85,0	82,1
Freier Cash-flow	-24,9	7,1	7,2	7,6	9,1
EPS (in EUR)	-0,27	-0,20	-0,03	0,02	0,06
DPS (in EUR)	0,10	0,03	0,03	0,05	0,05
Dividendenrendite	5,7%	2,0%	1,5%	2,6%	2,6%
EV/Umsatz	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	9,0	8,8	9,0	7,7	7,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-6,4	-7,5	-63,5	105,0	32,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Positionierung in der Synthese von Informationstechnologie und Telekommunikation
- Hohe Innovationskraft im Bereich Cloud Computing
- Steigende Nachfrage nach kundenspezifischen Lösungen
- Etablierte Marke im deutschen Mittelstand

MANAGEMENT

- Jürgen Hermann (CEO)
- Stefan Baustert (CFO)
- Felix Höger (CTO)
- Udo Faulhaber (CSO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz 380-390 Mio. €, EBITDA 34-38 Mio. €, FCF > 7,1 Mio. €

HISTORISCHES EV/EBITDA



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 08.05.2017 Quartalszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,1%	6,8%	6,2%	7,4%	7,5%
Capex/Abschreibungen	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9
ROCE	-10,2%	-7,0%	0,8%	3,1%	5,3%
Free Cash-flow-Rendite	-11,5%	3,8%	3,0%	3,1%	3,8%
Eigenkapitalquote	35,9%	34,6%	32,5%	32,3%	32,6%
Nettofinanzverbind./EK	63%	74%	76%	74%	71%
Nettoverschuld./EBITDA	2,6	2,8	2,4	2,0	1,8
Zinsdeckung	-5,5	-3,5	0,4	1,5	2,7

Schwächen/Risiken

- Schrumpfendes TK-Altgeschäft
- Hohe Wettbewerbsintensität durch etablierte IT-Systemhäuser
- Abhängigkeit von TK-Regulierung
- Fachkräftemangel

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

QSC AG ist einer der führenden ITK-Anbieter in Deutschland mit einem umfassenden Angebot von Telefonie und Datentransfer, über Housing und Hosting bis hin zu IT-Outsourcing und Consulting. QSC verfügt neben einer eigenen Netzinfrastruktur auch über TÜV- und ISO-zertifizierte Datenzentren in Deutschland. Das Unternehmen wurde 1997 gegründet, hat seinen Sitz in Köln und beschäftigt 1.500 Mitarbeiter.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Gerd Eickers	12,6
Dr. Bernd Schlobohm	12,5
Kempen	5,1

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	389,0	389,7	385,0
Konsensus	389,0	384,5	386,5
EBITDA (in Mio. EUR)			
BHL	37,5	43,1	46,7
Konsensus	38,7	41,2	43,4
EPS (EUR)			
BHL	-0,03	0,02	0,06
Konsensus	-0,01	0,01	0,05

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

QSC AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	431,4	402,4	389,0	389,7	385,0
Umsatzkosten	-327,1	-292,3	-286,5	-285,3	-281,5
Bruttoergebnis vom Umsatz	104,4	110,1	102,5	104,4	103,5
Vertriebs- und Marketingkosten	-39,5	-34,9	-34,1	-35,3	-33,8
Allgemeines und Verwaltung	-38,3	-37,9	-29,9	-26,0	-23,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-8,4	-4,8	-1,0	0,0	0,0
EBITDA	35,0	32,5	37,5	43,1	46,7
Abschreibungen	69,0	53,3	35,3	34,3	31,5
EBITA	-34,0	-20,8	2,2	8,8	15,2
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-34,0	-20,8	2,2	8,8	15,2
Finanzergebnis	-6,2	-5,9	-5,6	-5,8	-5,6
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-40,2	-26,7	-3,4	3,0	9,6
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-40,2	-26,7	-3,4	3,0	9,6
Steuern	6,2	1,8	-0,4	-0,7	-2,2
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-33,9	-25,0	-3,8	2,3	7,4
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	-33,9	-25,0	-3,8	2,3	7,4
Anzahl der Aktien	124,1	124,1	124,2	124,3	124,4
EPS (in EUR)	-0,27	-0,20	-0,03	0,02	0,06

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	24,2%	27,4%	26,3%	26,8%	26,9%
EBITDA-Marge	8,1%	8,1%	9,6%	11,1%	12,1%
EBITA-Marge	-7,9%	-5,2%	0,6%	2,3%	3,9%
EBIT-Marge	-7,9%	-5,2%	0,6%	2,3%	3,9%
EBT-Marge	-9,3%	-6,6%	-0,9%	0,8%	2,5%
Nettoumsatzrendite	-7,9%	-6,2%	-1,0%	0,6%	1,9%
Steuerquote	15,5%	6,6%	-11,8%	23,3%	22,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-5,3%	-6,7%	-3,3%	0,2%	-1,2%
EBITDA	-54,7%	-7,1%	15,2%	14,9%	8,4%
EBIT	---	-38,8%	---	>100%	72,7%
EBT	---	-33,5%	-87,3%	---	>100%
Nettogewinn (ber.)	---	-26,4%	-84,8%	---	>100%
EPS	---	-26,5%	-84,8%	---	>100%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

QSC AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	236,2	204,5	192,9	187,6	185,0
Sachanlagen	102,1	87,5	76,2	70,9	68,4
Immaterielle Vermögenswerte	120,8	108,5	108,5	108,5	108,5
Finanzielle Vermögenswerte	10,4	8,2	7,9	7,9	7,8
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurzfristige Vermögensgegenstände	169,3	154,0	165,6	169,6	172,5
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	52,1	48,7	57,9	58,0	58,3
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	29,3	31,3	30,3	30,3	30,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	87,8	74,0	77,5	81,3	84,2
Summe Aktiva	405,5	358,5	358,6	357,3	357,6
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	145,6	124,2	116,7	115,2	116,4
Eigenkapital (vor Dritten)	145,6	124,2	116,7	115,2	116,4
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	177,8	169,8	169,5	169,5	169,4
Rückstellungen für Pensionen	7,3	6,7	6,5	6,5	6,4
Sonstige Rückstellungen	0,3	1,6	1,6	1,6	1,6
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	170,2	161,4	161,4	161,4	161,4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristiges Fremdkapital	82,0	64,5	72,4	72,5	71,7
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	18,9	14,0	13,5	13,5	13,4
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	44,8	30,6	39,4	39,5	39,0
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4	15,1	14,6	14,6	14,4
Summe Passiva	405,5	358,5	358,6	357,3	357,6

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

QSC AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	58,2%	57,0%	53,8%	52,5%	51,8%
Sachanlagen	25,2%	24,4%	21,3%	19,9%	19,1%
Immaterielle Vermögenswerte	29,8%	30,3%	30,3%	30,4%	30,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	41,8%	43,0%	46,2%	47,5%	48,2%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	12,9%	13,6%	16,1%	16,2%	16,3%
Flüssige Mittel	21,7%	20,6%	21,6%	22,8%	23,6%
Passiva					
Eigenkapital	35,9%	34,6%	32,5%	32,3%	32,6%
Langfristiges Fremdkapital	43,8%	47,4%	47,3%	47,4%	47,4%
Rückstellungen für Pensionen	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	42,0%	45,0%	45,0%	45,2%	45,1%
Kurzfristiges Fremdkapital	20,2%	18,0%	20,2%	20,3%	20,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	11,1%	8,5%	11,0%	11,1%	10,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

R. STAHL AG

Noch keine Besserung abzusehen

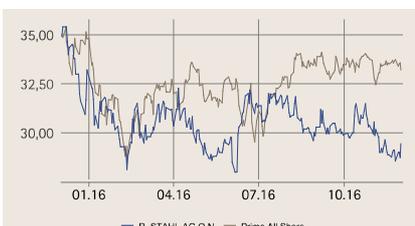
06.12.2016

Halten (Halten)
26,00 EUR (28,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 29,45 EUR
 Bloomberg: RSL2 GY WKN: A1PHBB
 Branche Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 35,40 EUR
 52 Wochen Tief 28,00 EUR
 Relativ zu Prime All Share
 YTD -6,7%
 1 Monat -4,9%
 12 Monate -8,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 322,5
 Marktkapital. (Mio. EUR) 189,6
 Anzahl der Aktien (Mio.) 6,4
 Streubesitz 38,9%

Nächster Termin

Quartalszahlen 09.05.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	-41,7%	-56,7%
2017e	---	-51,1%	-63,2%
2018e	---	-43,7%	-49,6%

Analyst

Gordon Schönell, CIA, CEFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-455
 gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

In den vergangenen Wochen hat sich die Situation in den Endmärkten von R. Stahl nochmals verschlechtert, was zu einer weiteren Gewinnwarnung führte. Wir erwarten, dass sich die Ergebnisse im Jahr 2017 weiter verschlechtern werden.

INVESTMENT CASE

R. Stahl leidet mit der wichtigsten Kundengruppe, den Öl- und Gasförderern (32% des Umsatzes in 2015) sowie den Verarbeitern (17%), unter den niedrigen Rohstoff- und Raffinerientgelten. Dies führt zu einem geringen Auftragsvolumen im Markt sowie sehr schwachen Margen. Unternehmensangaben zufolge müssen Projekte teils mit einem Abschlag von 10% im Vergleich zum Vorkrisenniveau akzeptiert werden. Darüber hinaus verschlechtert sich für R. Stahl der Umsatzmix. Margenstarke Produkte werden weniger nachgefragt.

Vor rund einem Jahr hat das Management ein Programm initiiert, um die Kosten zu senken und die Abhängigkeit von der Öl- und Gasindustrie zu reduzieren. Derzeit sind keine weiteren umfangreicheren Maßnahmen geplant, um die Kostenseite zu entlasten. Mit einem Anteilskauf an einem russischen (25%) und einem südafrikanischen Unternehmen (35%) hat R. Stahl zuletzt strategische Investitionen getätigt, deren kurzfristiger Einfluss auf das Zahlenwerk aber u. E. zu vernachlässigen ist.

KATALYSATOREN

Die Ergebnisse von R. Stahl dürften sich solange nicht wieder deutlich verbessern, bis der Ölpreis ein vermeintlich nachhaltig höheres Niveau erreicht. Es wird unseres Erachtens schwer werden, einmal gesenkte Preise wieder zu heben. Insofern muss R. Stahl möglichst neue Produkte einführen.

BEWERTUNG

Der Aktienkurs hat sich zuletzt von der schwachen operativen Entwicklung abgekoppelt und zeigte sich stabil. Angesichts der damit einhergehenden hohen Bewertung der Aktie ist es u. E. äußerst fraglich, ob bessere Ergebnisse auch zu einem steigenden Kurs führen. Wir bestätigen unsere Halten-Empfehlung bei einem von 28 € auf 26 € reduzierten Kursziel.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	308,5	312,9	280,0	275,0	286,0
EBIT	18,3	3,9	7,0	5,3	8,4
EBIT-Marge	5,9%	1,2%	2,5%	1,9%	2,9%
Nettofinanzverbind.	32,7	17,4	27,6	26,1	26,0
Freier Cash-flow	-15,5	-3,8	-6,0	5,4	2,7
EPS (in EUR)	1,67	-0,02	0,40	0,31	0,64
DPS (in EUR)	0,80	0,60	0,60	0,40	0,40
Dividendenrendite	2,0%	1,8%	2,0%	1,4%	1,4%
EV/Umsatz	1,2	1,0	1,2	1,2	1,1
EV/EBIT	20,8	81,2	46,1	60,2	38,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	23,7	-1.892,1	72,8	95,5	46,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Starke Marktposition (Nr. 2 weltweit)
- Hohe Markteintrittsbarrieren durch hohen Sicherheitsanspruch
- Hoher Anteil stetig wiederkehrender Umsätze (rund 30%)
- Marktanteilsgewinne des europ. ICE-Standards gegenüber dem US-Standard NEC
- Marktanteilsgewinne durch Akquisitionen

MANAGEMENT

- Martin Schomaker (CEO)
- Bernd Marx (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz von 275-285 Mio. €
- EBIT-Marge 2016: 2-3%

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 09.05.2017 Quartalszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,1%	7,4%	4,5%	4,0%	4,0%
Capex/Abschreibungen	2,6	1,7	1,0	0,9	0,9
ROCE	8,4%	1,8%	3,2%	2,4%	3,8%
Free Cash-flow-Rendite	-6,7%	-1,8%	-3,0%	2,7%	1,3%
Eigenkapitalquote	27,3%	36,2%	29,5%	29,1%	29,3%
Nettofinanzverbind./EK	44%	17%	34%	33%	32%
Nettoverschuld./EBITDA	1,0	1,0	1,4	1,5	1,2
Zinsdeckung	4,6	1,1	2,0	1,5	2,4

Schwächen/Risiken

- Marge u. E. zu niedrig für die gute Marktposition
- Niedriger Ölpreis: 50% Exposure in die Öl- und Gasindustrie
- Kunden mit zyklischem Investitionsverhalten

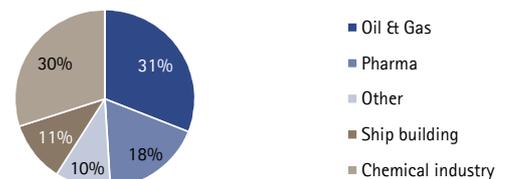
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

R. STAHL ist ein führender Anbieter von Produkten, Systemen und Dienstleistungen für den Explosionsschutz. Überall, wo explosive Gas-Luft-Gemische oder Stäube auftreten können (Chemie-, Pharma-, Lebensmittel-, Öl- und Gasindustrie), verhindern die Produkte Explosionen. Als europäisches Unternehmen ist R. STAHL auf Produkte spezialisiert, die gemäß dem europäischen Sicherheitsstandards IEC zertifiziert sind.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Stahl Family	51,0
RAG Foundation	10,0
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte	9,8

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	280,0	275,0	286,0
Konsensus	278,5	282,5	302,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	7,0	5,3	8,4
Konsensus	0,0	0,0	0,0
EPS (EUR)			
BHL	0,40	0,31	0,64
Konsensus	0,34	0,89	1,73

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

R. STAHL AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	308,5	312,9	280,0	275,0	286,0
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	8,7	2,9	5,0	3,0	3,0
Gesamtumsatz	317,2	315,8	285,0	278,0	289,0
Materialaufwand	-110,3	-109,2	-100,0	-97,3	-101,2
Personalaufwand	-121,1	-128,6	-119,0	-120,4	-123,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-54,8	-60,6	-46,5	-42,5	-43,5
EBITDA	31,1	17,4	19,5	17,8	21,4
Abschreibungen	7,3	13,5	12,5	12,5	13,0
EBITA	23,8	3,9	7,0	5,3	8,4
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	18,3	3,9	7,0	5,3	8,4
Finanzergebnis	-3,6	-3,2	-3,2	-2,5	-2,5
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	14,7	0,7	3,8	2,8	5,9
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,7	0,7	3,8	2,8	5,9
Steuern	-4,9	-0,8	-1,1	-0,9	-1,8
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	9,8	-0,1	2,7	2,0	4,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	9,8	-0,1	2,6	2,0	4,1
Anzahl der Aktien	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
EPS	1,67	-0,02	0,40	0,31	0,64

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	64,3%	65,1%	64,3%	64,6%	64,6%
EBITDA-Marge	10,1%	5,6%	7,0%	6,5%	7,5%
EBITA-Marge	7,7%	1,2%	2,5%	1,9%	2,9%
EBIT-Marge	5,9%	1,2%	2,5%	1,9%	2,9%
EBT-Marge	4,8%	0,2%	1,4%	1,0%	2,1%
Nettoumsatzrendite	3,2%	0,0%	0,9%	0,7%	1,4%
Steuerquote	33,1%	109,2%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1,4%	1,4%	-10,5%	-1,8%	4,0%
EBITDA	-15,7%	-44,1%	12,1%	-8,6%	19,8%
EBIT	-26,5%	-78,6%	79,1%	-23,8%	56,8%
EBT	-31,0%	-95,1%	>100%	-25,5%	>100%
Nettogewinn (ber.)	-36,2%	---	---	-23,8%	>100%
EPS	-35,6%	---	---	-23,8%	>100%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

R. STAHL AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	124,6	133,9	138,9	137,4	135,8
Sachanlagen	58,0	66,6	63,5	59,3	54,8
Immaterielle Vermögenswerte	40,1	40,6	43,7	46,5	49,3
Finanzielle Vermögenswerte	8,4	8,1	13,1	13,1	13,1
sonstige langfristige Vermögenswerte	18,1	18,6	18,6	18,6	18,6
Kurzfristige Vermögensgegenstände	149,3	144,9	134,0	132,7	137,3
Vorräte	56,4	57,3	57,0	55,6	57,8
Forderungen aus Lieferung und Leistung	59,4	60,4	60,0	58,5	60,8
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	17,7	8,9	8,9	8,9	8,9
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	15,8	18,3	8,1	9,6	9,7
Summe Aktiva	273,9	278,8	272,9	270,1	273,1
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	74,9	101,0	80,4	78,6	80,1
Eigenkapital (vor Dritten)	74,6	100,7	80,2	78,3	79,8
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Langfristiges Fremdkapital	111,4	110,5	129,5	129,5	129,5
Rückstellungen für Pensionen	93,7	85,7	105,0	105,0	105,0
Sonstige Rückstellungen	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	12,9	19,2	19,2	19,2	19,2
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3,2	3,9	3,5	3,5	3,5
Kurzfristiges Fremdkapital	87,6	67,3	63,0	62,0	63,6
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	35,6	16,5	16,5	16,5	16,5
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	6,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	17,9	14,9	13,4	13,1	13,6
Sonstige Verbindlichkeiten	28,0	28,7	25,9	25,3	26,3
Summe Passiva	273,9	278,8	272,9	270,1	273,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

R. STAHL AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	45,5%	48,0%	50,9%	50,9%	49,7%
Sachanlagen	21,2%	23,9%	23,3%	21,9%	20,1%
Immaterielle Vermögenswerte	14,7%	14,6%	16,0%	17,2%	18,1%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	54,5%	52,0%	49,1%	49,1%	50,3%
Vorräte	20,6%	20,5%	20,9%	20,6%	21,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	21,7%	21,7%	22,0%	21,7%	22,3%
Flüssige Mittel	5,8%	6,6%	3,0%	3,6%	3,6%
Passiva					
Eigenkapital	27,3%	36,2%	29,5%	29,1%	29,3%
Langfristiges Fremdkapital	40,7%	39,6%	47,4%	47,9%	47,4%
Rückstellungen für Pensionen	34,2%	30,7%	38,5%	38,9%	38,4%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,7%	6,9%	7,0%	7,1%	7,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	32,0%	24,1%	23,1%	23,0%	23,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	13,0%	5,9%	6,0%	6,1%	6,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6,5%	5,3%	4,9%	4,9%	5,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Schaltbau Holding AG

Unsicherheit nach Gewinnwarnungen und Personalien

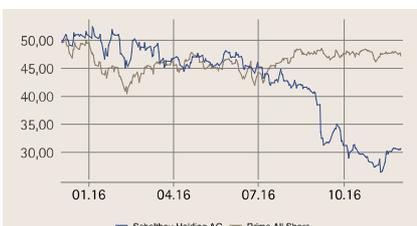
06.12.2016

Halten (Halten)
30,00 EUR (26,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 30,68 EUR
 Bloomberg: SLT GR WKN: 717030
 Branche Transport & Logistik

Kursperformance

52 Wochen Hoch	52,35 EUR
52 Wochen Tief	26,50 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-35,2%
1 Monat	10,8%
12 Monate	-31,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	407
Marktkapital. (Mio. EUR)	187
Anzahl der Aktien (Mio.)	6
Streubesitz	68,0%

Nächster Termin

-	-
---	---

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	1,9%	17,2%	24,8%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nach mehreren Gewinnwarnungen und dem Rücktritt des langjährigen CEO ist es die Kernaufgabe des neuen Managements, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Auch wenn die Bewertung auf den ersten Blick günstig erscheint, erwarten wir aufgrund der jüngsten Unsicherheit keine kurzfristige Erholung des Kurses, solange das neue Management-Team nicht vollständig an Bord ist.

INVESTMENT CASE

Wesentlich für das Geschäftsmodell von Schaltbau ist der Fokus auf Nischenprodukten mit einer überschaubaren Anzahl an Wettbewerbern und einer (Welt-) Marktposition unter den Top 3 in allen wesentlichen Geschäftsfeldern. Die Vertriebsaktivitäten konzentrieren sich auf stabile Märkte und besitzen Langfristcharakter. Gleichwohl ist zu sehen, dass die Märkte vielfach von öffentlichen Auftraggebern geprägt sind, was die Projekte des Unternehmens vor allem aufgrund von Budgetrestriktionen nicht immer einfach macht. Zudem steht Schaltbau vor der Herausforderung

- einer beschleunigten Marktkonsolidierung und
- zunehmenden Wettbewerbsdrucks durch chinesische Unternehmen.

Die aktuellen Meldungen der Gesellschaft zeigen, dass ihre offensichtlichen Probleme vielschichtig sind (Umsatzeinbruch infolge stark reduzierter Bestellungen der chinesischen Eisenbahnbehörde, schlechter Geschäftsverlauf in der Mobilien Verkehrstechnik sowie im Bereich Bremsen). Eine schnelle Lösung über Restrukturierungen und Prozessanpassungen halten wir bei dieser Komplexität für wenig wahrscheinlich.

KATALYSATOREN

Für die Investoren ist u. E. wichtig, dass Schaltbau die für die nächsten Jahre in Aussicht gestellten Verbesserungen systematisch liefert.

BEWERTUNG

Unser Kursziel basiert auf einem DCF-Modell.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	430	497	497	545	578
EBIT	27	37	10	27	36
EBIT-Marge	6,4%	7,4%	2,0%	5,0%	6,2%
Nettofinanzverbind.	80	129	148	138	127
Freier Cash-flow	-12	-20	0	10	16
EPS (in EUR)	4,04	2,90	0,29	2,03	3,01
DPS (in EUR)	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00
Dividendenrendite	2,4%	2,0%	0,0%	3,3%	3,3%
EV/Umsatz	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7
EV/EBIT	14,5	13,8	40,7	14,7	10,9
Kurs-Gewinn-Verhältnis	10,4	17,6	106,3	15,1	10,2

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Breite Diversifizierung über Tochtergesellschaften
- Steigender Bedarf an Transportinfrastruktur, speziell ÖPNV
- M&A als Zusatzoption für Wachstum
- In der Vergangenheit Preisdisziplin bei Akquisitionen

MANAGEMENT

- Dr. Thoams Dippolt (CFO) ab 1.1.2017
- Ralf Klädtke
- Helmut Meyer

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz ca. 500 Mio. €
- 2016: EBIT von ca. 10 Mio. €
- 2016: EPS von 0,28 €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: - -

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	5,5%	4,4%	-1,1%	2,8%	2,6%
Capex/Abschreibungen	2,1	1,7	-0,4	1,1	1,1
ROCE	10,6%	11,2%	3,1%	8,1%	10,3%
Free Cash-flow-Rendite	-4,6%	-6,5%	0,1%	6,4%	10,1%
Eigenkapitalquote	31,2%	28,5%	28,4%	30,2%	31,9%
Nettofinanzverbind./EK	71%	99%	118%	100%	85%
Nettoverschuld./EBITDA	2,1	2,6	6,2	3,3	2,6
Zinsdeckung	6,1	6,5	1,7	5,4	7,1

Schwächen/Risiken

- Begrenztes Wachstum in den Nischen
- Noch unterrepräsentiert in den Emerging Markets
- Projektrisiken
- Entwicklung des chinesischen Bahnsektors

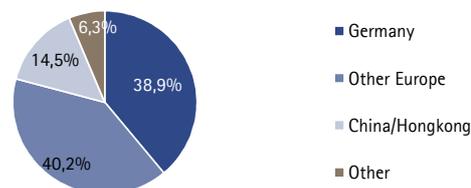
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Schaltbau Holding AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln, fertigen und vertreiben hochwertige Komponenten und Systeme für die Verkehrstechnik und für die Investitionsgüterindustrie.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2017: Umsatz ca. 500 Mio. €
- 2017: EBIT von ca. 27,5 Mio. €
- 2017: EPS von 2,00 €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Familie Dr. Cammann	11,6
Familie Zimmermann	11,2
Monolith N.V.	6,8

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	497	545	578
Konsensus	499	545	561
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	10	27	36
Konsensus	9	23	31
EPS (EUR)			
BHL	0,29	2,03	3,01
Konsensus	0,28	2,00	2,58

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Schaltbau Holding AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	430	497	497	545	578
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	11	4	7	10	10
Gesamtumsatz	440	501	504	555	588
Materialaufwand	-222	-247	-275	-283	-300
Personalaufwand	-138	-157	-170	-179	-186
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-41	-47	-35	-52	-52
EBITDA	38	49	24	41	50
Abschreibungen	11	13	14	14	14
EBITA	27	37	10	27	36
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	27	37	10	27	36
Finanzergebnis	8	-5	2	-4	-4
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	35	31	12	24	32
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	35	31	12	24	32
Steuern	-6	-8	-4	-7	-10
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	29	23	8	16	22
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	-4	-6	-7	-4	-4
Nettogewinn (ber.)	25	17	2	12	18
Anzahl der Aktien	6	6	6	6	6
EPS	4,04	2,90	0,29	2,03	3,01

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	48,2%	50,2%	44,7%	48,0%	48,0%
EBITDA-Marge	8,9%	10,0%	4,8%	7,5%	8,6%
EBITA-Marge	6,4%	7,4%	2,0%	5,0%	6,2%
EBIT-Marge	6,4%	7,4%	2,0%	5,0%	6,2%
EBT-Marge	8,2%	6,3%	2,4%	4,3%	5,5%
Nettoumsatzrendite	5,8%	3,5%	0,4%	2,3%	3,2%
Steuerquote	17,4%	24,7%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	10,0%	15,6%	0,1%	9,7%	6,0%
EBITDA	-15,1%	29,3%	-51,5%	71,2%	20,8%
EBIT	-24,2%	34,2%	-72,7%	>100%	31,6%
EBT	4,5%	-11,6%	-62,1%	99,2%	36,4%
Nettogewinn (ber.)	16,0%	-29,6%	-89,9%	>100%	48,1%
EPS	16,0%	-28,1%	-90,1%	>100%	48,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Schaltbau Holding AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	149	200	201	202	203
Sachanlagen	69	76	76	77	78
Immaterielle Vermögenswerte	52	83	83	83	83
Finanzielle Vermögenswerte	13	27	27	27	27
sonstige langfristige Vermögenswerte	15	15	15	15	15
Kurzfristige Vermögensgegenstände	212	254	240	253	267
Vorräte	86	89	100	103	106
Forderungen aus Lieferung und Leistung	80	109	110	110	110
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	21	25	21	21	21
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	26	31	9	20	30
Summe Aktiva	361	454	441	456	470
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	113	130	125	138	150
Eigenkapital (vor Dritten)	93	96	91	104	116
Minderheitenanteile	19	34	34	34	34
Langfristiges Fremdkapital	146	209	196	196	196
Rückstellungen für Pensionen	39	37	38	38	38
Sonstige Rückstellungen	4	4	4	4	4
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	93	144	145	145	145
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	9	23	9	9	9
Kurzfristiges Fremdkapital	103	116	119	121	123
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	12	15	12	12	12
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	30	26	30	30	30
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	32	38	40	42	44
Sonstige Verbindlichkeiten	29	37	37	37	37
Summe Passiva	361	454	441	456	470

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Schaltbau Holding AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	41,3%	44,1%	45,6%	44,4%	43,2%
Sachanlagen	19,0%	16,7%	17,2%	16,9%	16,6%
Immaterielle Vermögenswerte	14,5%	18,3%	18,8%	18,2%	17,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	58,7%	55,9%	54,4%	55,6%	56,8%
Vorräte	23,7%	19,5%	22,7%	22,6%	22,6%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	22,2%	24,1%	24,9%	24,1%	23,4%
Flüssige Mittel	7,1%	6,8%	2,1%	4,4%	6,4%
Passiva					
Eigenkapital	31,2%	28,5%	28,4%	30,2%	31,9%
Langfristiges Fremdkapital	40,3%	45,9%	44,5%	43,1%	41,8%
Rückstellungen für Pensionen	10,8%	8,2%	8,6%	8,3%	8,1%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	25,7%	31,7%	32,9%	31,8%	30,9%
Kurzfristiges Fremdkapital	28,6%	25,6%	27,1%	26,6%	26,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3,4%	3,4%	2,8%	2,7%	2,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	8,7%	8,4%	9,1%	9,2%	9,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SGL CARBON SE

2017 wird besser – neue Aktien kosten 6 €

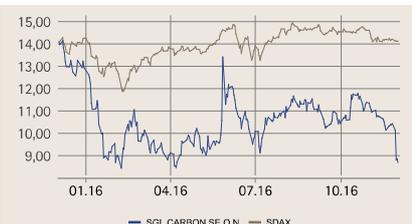
06.12.2016

Halten (Halten)
9,00 EUR (10,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 8,70 EUR
Bloomberg: SGL GY WKN: 723530
Branche Chemie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	14,14 EUR
52 Wochen Tief	8,44 EUR
Relativ zu	SDAX
YTD	-31,7%
1 Monat	-20,2%
12 Monate	-38,5%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	1.103
Marktkapital. (Mio. EUR)	807,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	92,8
Streubesitz	37,9%

Nächster Termin

Jahreszahlen 21.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	-117,5%	10,7%
2017e	---	19,5%	6,5%
2018e	---	17,6%	---

Analyst

Marc Gabriel, CIA, CEFA
Telefon: +49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

SGL hat nach den Kosteneinsparungsprogrammen und dem Verkauf des defizitären Graphitelektrodingeschäfts u. E. bessere Chancen in den kommenden Jahren. Im Jahr 2017 erwarten wir zudem einen Buchgewinn in Höhe von 75 Mio. € aus dem Verkauf des restlichen Performance-Products-Geschäfts.

INVESTMENT CASE

Nach dem Verkauf der Performance-Products-Bereiche will sich SGL Carbon ab 2017 auf die Wachstumsbereiche Graphite Materials Systems (GMS) und Composite Fibres Materials (CFM) konzentrieren. Leichte Materialien für die Automobilindustrie und andere Industrien sind ein wesentliches Element, um die Elektromobilität anzukurbeln und die CO₂-Verbräuche der Fahrzeuge zu reduzieren.

Im Bereich GMS beliefert SGL Carbon als Weltmarktführer für Anoden die Lithium-Ionen-Batterie-Produzenten. Aber auch die LED- und Solarindustrie sind wichtige Kundengruppen, deren Marktwachstum bis 2020 bei über 6% p. a. liegen dürfte.

Nach der Transformation wird SGL Carbon u. E. künftig eher als Technologiezulieferer wahrgenommen werden.

KATALYSATOREN

- Aus dem Verkauf des restlichen PP-Geschäfts, der im Frühjahr 2017 erfolgen soll, erwarten wir einen Buchgewinn von rund 75 Mio. €
- SGL platziert vom 30.11. bis 13.12.2016 bis zu 30 Mio. neue Aktien zu 6 € - BMW & Kion beziehen voll, VW und Voith lassen sich verwässern
- Der Preis (6 €) für die neuen Aktien ist attraktiv für neue Investoren

BEWERTUNG

Die Aktie von SGL Carbon war in den letzten Jahren selten günstig. Für 2017 und 2018 dürfte das operative EBIT noch unter 50 Mio. € liegen. Auf Basis unseres DCF-Modells und unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung mit einem Volumen von 180 Mio. € ermitteln wir aktuell einen fairen Wert von gerundet 9 €.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.336	789,5	777,4	837,4	905,7
EBIT	-48,5	6,4	-3,3	49,0	57,6
EBIT-Marge	-3,6%	0,8%	-0,4%	5,9%	6,4%
Nettofinanzverbind.	265,1	479,3	-70,3	-72,1	-95,7
Freier Cash-flow	-189,2	36,4	62,9	233,3	23,7
EPS (in EUR)	-3,26	-1,73	-1,92	0,67	0,10
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,3	2,6	1,4	1,6	1,5
EV/EBIT	-35,2	322,0	-332,1	27,6	23,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-4,2	-7,5	-4,5	13,0	83,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Kapitalerhöhung zu 6 € erscheint attraktives Einstiegsniveau
- Starke Markpositionierung in Carbonfasern und Graphitspezialitäten
- Carbon-Zeitalter in der Automobilindustrie hat gerade erst begonnen
- Kernkompetenz in der Hochtemperaturtechnologie

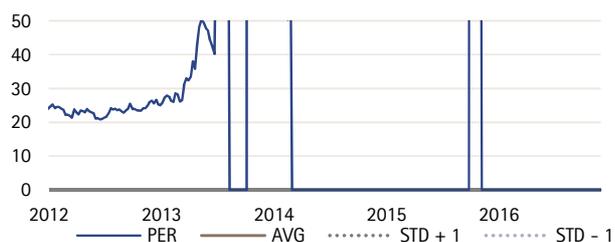
MANAGEMENT

- Dr. Jürgen Köhler (CEO)
- Dr. Michael Majerus (CFO)
- Dr. Gerd Wingefeld (CTO) (untill 31.12.2016)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- -

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 21.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	2,8%	3,8%	3,8%	4,0%	4,1%
Capex/Umsatz	9,9%	9,5%	5,1%	4,8%	4,4%
Capex/Abschreibungen	1,6	0,8	0,8	1,0	1,0
ROCE	-2,9%	0,4%	-0,2%	4,1%	4,8%
Free Cash-flow-Rendite	-18,2%	3,1%	6,7%	18,8%	1,9%
Eigenkapitalquote	26,9%	16,5%	17,9%	27,2%	27,6%
Nettofinanzverbind./EK	45%	157%	-23%	-18%	-24%
Nettoverschuld./EBITDA	8,1	2,8	-1,6	-0,8	-1,0
Zinsdeckung	-1,2	0,1	-0,1	1,4	1,6

Schwächen/Risiken

- Alternative leichte Werkstoffe (Aluminium, leichte Stähle) können das Potenzial der Carbonfaser im Automotivebereich begrenzen
- Hohe Verschuldung wird erst nach Verkauf von restlichen Industrieaktivitäten abgebaut

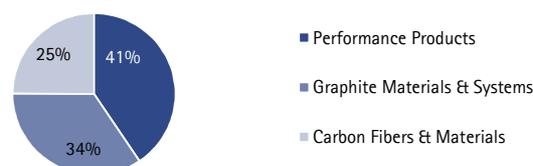
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die SGL Carbon SE ist der weltweit führende Hersteller von Produkten aus Kohlenstoff (Carbon). Das Produktportfolio reicht von Carbon- und Graphitprodukten über Carbonfasern bis hin zu Verbundwerkstoffen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%) (30.9.2016)

Skion	27,5
BMW AG	18,4
Volkswagen AG	9,8

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	777,4	837,4	905,7
Konsensus	774,7	825,0	882,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-3,3	49,0	57,6
Konsensus	8,6	33,4	70,7
EPS (EUR)			
BHL	-1,92	0,67	0,10
Konsensus	-1,14	-0,06	0,04

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

SGL CARBON SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.336	789,5	777,4	837,4	905,7
Umsatzkosten	-1.115	-649,4	-655,5	-628,1	-661,1
Bruttoergebnis vom Umsatz	221,0	140,1	121,9	209,4	244,5
Vertriebs- und Marketingkosten	-145,0	-75,3	-68,1	-73,3	-75,8
Allgemeines und Verwaltung	-60,9	-45,4	-44,7	-48,2	-52,1
Forschung und Entwicklung	-38,0	-29,7	-29,7	-33,7	-37,1
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-25,6	16,7	17,2	-5,2	-22,0
EBITDA	32,9	173,8	44,7	89,0	97,6
Abschreibungen	81,4	88,5	48,0	40,0	40,0
EBITA	-48,5	85,3	-3,3	49,0	57,6
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	78,9	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-48,5	6,4	-3,3	49,0	57,6
Finanzergebnis	-55,9	-51,8	-47,8	-37,0	-37,6
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-104,4	-45,4	-51,1	12,0	20,0
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-104,4	-45,4	-51,1	12,0	20,0
Steuern	-21,4	-22,1	-10,0	-3,4	-5,6
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-125,8	-67,5	-61,1	8,6	14,4
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	-119,2	-89,7	-115,0	75,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Nettogewinn (ber.)	-247,0	-158,9	-177,8	81,9	12,7
Anzahl der Aktien	75,7	91,6	92,8	122,3	122,3
EPS (in EUR)	-3,26	-1,73	-1,92	0,67	0,10

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	16,5%	17,7%	15,7%	25,0%	27,0%
EBITDA-Marge	2,5%	22,0%	5,7%	10,6%	10,8%
EBITA-Marge	-3,6%	10,8%	-0,4%	5,9%	6,4%
EBIT-Marge	-3,6%	0,8%	-0,4%	5,9%	6,4%
EBT-Marge	-7,8%	-5,8%	-6,6%	1,4%	2,2%
Nettoumsatzrendite	-18,3%	-19,9%	-22,6%	10,0%	1,6%
Steuerquote	-20,5%	-48,7%	-19,6%	28,0%	28,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	-6,1%	-40,9%	-1,5%	7,7%	8,1%
EBITDA	---	>100%	-74,3%	99,2%	9,7%
EBIT	-51,5%	---	---	---	17,6%
EBT	-35,2%	-56,5%	12,5%	---	67,3%
Nettogewinn (ber.)	-22,1%	-35,7%	11,9%	---	-84,5%
EPS	-6,0%	-46,8%	10,5%	---	-84,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SGL CARBON SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	1.059	939,6	634,0	634,0	634,0
Sachanlagen	893,9	789,6	490,0	490,0	490,0
Immaterielle Vermögenswerte	45,3	43,7	43,7	43,7	43,7
Finanzielle Vermögenswerte	41,7	43,3	43,3	43,3	43,3
sonstige langfristige Vermögenswerte	77,8	63,0	57,0	57,0	57,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	1.112	916,5	1.224	937,2	962,9
Vorräte	463,3	463,7	256,6	241,4	241,4
Forderungen aus Lieferung und Leistung	175,5	149,5	100,0	100,0	100,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	47,1	37,8	50,0	75,0	75,0
Wertpapiere	78,2	28,7	231,6	0,0	0,0
Flüssige Mittel	347,5	236,8	585,5	520,9	546,5
Summe Aktiva	2.170	1.856	1.858	1.571	1.597
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	584,7	305,8	308,0	389,9	402,7
Eigenkapital (vor Dritten)	567,6	289,3	291,5	373,4	386,2
Minderheitenanteile	17,1	16,5	16,5	16,5	16,5
Langfristiges Fremdkapital	1.083	1.205	1.127	820,2	830,5
Rückstellungen für Pensionen	384,7	380,2	350,0	343,0	353,3
Sonstige Rückstellungen	53,7	30,1	15,0	15,0	15,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	592,2	742,2	742,2	442,2	442,2
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	52,5	52,3	20,0	20,0	20,0
Kurzfristiges Fremdkapital	502,5	345,5	286,4	225,0	227,6
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	98,6	2,6	4,6	6,6	8,6
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	112,6	125,5	66,8	67,4	68,1
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	176,4	162,9	95,0	96,0	96,0
Sonstige Verbindlichkeiten	114,9	54,5	120,0	55,0	55,0
Summe Passiva	2.170	1.856	1.722	1.435	1.461

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SGL CARBON SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	48,8%	50,6%	34,1%	40,4%	39,7%
Sachanlagen	41,2%	42,5%	26,4%	31,2%	30,7%
Immaterielle Vermögenswerte	2,1%	2,4%	2,4%	2,8%	2,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	51,2%	49,4%	65,9%	59,6%	60,3%
Vorräte	21,3%	25,0%	13,8%	15,4%	15,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	8,1%	8,1%	5,4%	6,4%	6,3%
Flüssige Mittel	16,0%	12,8%	31,5%	33,1%	34,2%
Passiva					
Eigenkapital	26,9%	16,5%	17,9%	27,2%	27,6%
Langfristiges Fremdkapital	49,9%	64,9%	65,5%	57,2%	56,9%
Rückstellungen für Pensionen	17,7%	20,5%	20,3%	23,9%	24,2%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	27,3%	40,0%	43,1%	30,8%	30,3%
Kurzfristiges Fremdkapital	23,2%	18,6%	16,6%	15,7%	15,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,5%	0,1%	0,3%	0,5%	0,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	8,1%	8,8%	5,5%	6,7%	6,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SHW AG

Einstieg in die E-Mobilität geschafft

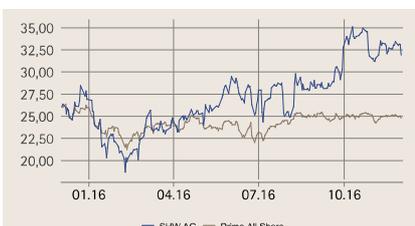
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
37,00 EUR (37,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 31,91 EUR
Bloomberg: SW1 GY WKN: A1JBPV
Branche Automobile

Kursperformance

52 Wochen Hoch 35,08 EUR
52 Wochen Tief 18,70 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 23,2%
1 Monat 1,0%
12 Monate 29,9%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 221,2
Marktkapital. (Mio. EUR) 205,3
Anzahl der Aktien (Mio.) 6,4
Streubesitz 94,6%

Nächster Termin

Bilanzvorlage 20.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Malte Janek Schmidt
Telefon: +49 (0)211 4952-186
malte.schmidt@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Nachdem im Sommer die Umsatzvorgabe für 2016 und 2017 um jeweils 30 Mio. € zurückgenommen werden musste, konnte SHW im Herbst Positives berichten. Zum einen gelang mit der ersten Order für elektrische Achsgetriebepumpen der Einstieg in den wichtigen Zukunftsmarkt für Elektrofahrzeuge. Zum anderen zeigten die Unternehmenszahlen zum dritten Quartal eine weitere Verbesserung der operativen Effizienz. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von 37 €.

INVESTMENT CASE

Der Investment Case mit Blick auf eine langfristige, internationale Wachstumsstory bleibt unverändert intakt:

- Die erste Order für elektrische Achsgetriebepumpen mit einem Lifetime-Umsatz von ca. 100 Mio. € über fünf Jahre markiert den wichtigen Einstieg des Technologieführers in den Bereich der E-Mobilität.
- Die Behebung der Engpässe in der Pulvermetallurgie zeigte im dritten Quartal weitere positive Impulse für die Entwicklung der Segmentmarge (+190 Bp ggü. Vj.) Wir rechnen mit einer EBITDA-Marge in 2016 von 11,1%.
- Getrieben von guten Absatzzahlen für Verbundbremscheiben stieg die EBITDA-Marge des Bremscheibensegments im dritten Quartal auf 12,7%. Unsere Erwartung für das Gesamtjahr 2016 liegt bei 10,0% (9M 2016: 9,8%). Im dritten Quartal konnten zwei weitere Neuaufträge für Verbundbremscheiben über 55 Mio. € und sieben Jahre (ca. 120.000 Stück p. a.) gewonnen werden. Zum Jahresende soll die Produktionskapazität auf ca. 1 Mio. Stück p. a. ausgebaut werden.

KATALYSATOREN

Veröffentlichung des Berichts für das Geschäftsjahr 2016 am 20.03.2017

BEWERTUNG

Unsere Bewertung basiert auf einem DCF-Modell. Unser Langfrist-Szenario bewertet SHW mit einem KG_{2020e} von 7,6x. Attraktiv ist auch die Dividendenrendite von 3,0%.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	430,0	463,5	409,6	424,7	493,5
EBIT	16,6	20,1	18,3	19,0	25,1
EBIT-Marge	3,9%	4,3%	4,5%	4,5%	5,1%
Nettofinanzverbind.	14,3	-12,3	-10,8	-9,2	-18,1
Freier Cash-flow	-5,5	9,1	4,8	4,9	15,4
EPS (in EUR)	1,82	2,26	1,98	2,01	2,73
DPS (in EUR)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Dividendenrendite	2,7%	3,7%	3,1%	3,1%	3,1%
EV/Umsatz	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4
EV/EBIT	15,6	9,2	12,1	11,7	8,6
Kurs-Gewinn-Verhältnis	20,2	11,9	16,1	15,9	11,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Produkte werden benötigt, um Emissionsvorschriften einzuhalten
- Produktion im wesentlichen Assemblage, dadurch geringe Kapitalbindung
- Effizienzprogramme sind umgesetzt und greifen
- Internationalisierung bringt signifikantes Umsatzpotenzial

MANAGEMENT

- Dr. Frank Boshoff (CEO)
- Andreas Rydzewski
- Martin Simon (CFO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2016: 410-430 Mio. €
- EBITDA 2016: ~ 43 Mio. €
- Capex 2016: 32-35 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 20.03.2017 Bilanzvorlage

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	2,2%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%
Capex/Umsatz	8,3%	5,0%	6,8%	7,9%	5,4%
Capex/Abschreibungen	1,9	1,0	1,1	1,3	0,9
ROCE	13,0%	13,9%	11,9%	11,9%	14,6%
Free Cash-flow-Rendite	-3,3%	5,4%	2,8%	2,9%	9,1%
Eigenkapitalquote	40,3%	50,4%	53,7%	54,3%	54,0%
Nettofinanzverbind./EK	17%	-11%	-9%	-7%	-13%
Nettoverschuld./EBITDA	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Zinsdeckung	-	-	-	-	-

Schwächen/Risiken

- Internationalisierung sehr gering
- Investitionen in der Vergangenheit zu gering
- Große Abhängigkeit von BMW und VW (>50% der Umsätze)
- Durch Auftragsverluste kein Umsatzwachstum in GJ 2016 und 2017

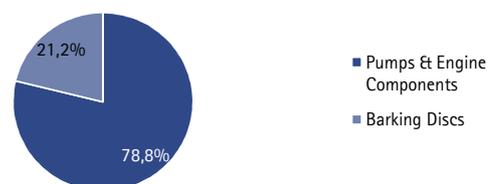
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die SHW AG ist ein Automobilzulieferer und Hersteller von Motorkomponenten (Öl- und Wasserpumpen, Sinterteile), die wesentlich zur Reduktion des Kraftstoffverbrauchs und damit der CO₂-Emissionen des Fahrzeugs beitragen. Zudem werden in einer eigenen Gießerei bis zu 4,3 Mio. Bremscheiben pro Jahr produziert. Das Unternehmen verfügt über eine mehr als 640-jährige Tradition, die bis in das Jahr 1365 zurückgeht, und hat seinen Hauptsitz in Aalen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2020: 630-660 Mio. €
- EBITDA-Marge ab 2018 >12%
- Capex 2020: 29-32 Mio. €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

ARN International Holding GmbH	8,8
Franklin Templeton Investment Management Ltd.	5,5
Sterling Strategic Value Limited	5,4

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	409,6	424,7	493,5
Konsensus	409,6	420,0	457,7
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	18,3	19,0	25,1
Konsensus	19,4	20,6	27,4
EPS (EUR)			
BHL	1,98	2,01	2,73
Konsensus	2,00	2,31	3,14

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

SHW AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	430,0	463,5	409,6	424,7	493,5
Umsatzkosten	-385,9	-416,3	-366,6	-377,6	-436,7
Bruttoergebnis vom Umsatz	44,1	47,2	43,0	47,1	56,7
Vertriebs- und Marketingkosten	-5,3	-7,0	-6,8	-7,2	-8,5
Allgemeines und Verwaltung	-9,7	-11,9	-12,1	-12,2	-12,4
Forschung und Entwicklung	-9,5	-7,5	-7,0	-8,0	-10,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-3,0	-0,7	1,2	-0,7	-0,7
EBITDA	34,9	42,7	42,9	45,0	53,9
Abschreibungen	18,3	22,5	24,6	26,0	28,8
EBITA	16,6	20,1	18,3	19,0	25,1
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,6	20,1	18,3	19,0	25,1
Finanzergebnis	-1,7	0,1	-0,9	-0,9	-0,9
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	14,9	20,3	17,4	18,2	24,3
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,9	20,3	17,4	18,2	24,3
Steuern	-4,2	-5,9	-4,7	-5,2	-6,7
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	10,7	14,4	12,8	12,9	17,5
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	10,7	14,4	12,8	12,9	17,5
Anzahl der Aktien	5,9	6,4	6,4	6,4	6,4
EPS (in EUR)	1,82	2,26	1,98	2,01	2,73

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	10,3%	10,2%	10,5%	11,1%	11,5%
EBITDA-Marge	8,1%	9,2%	10,5%	10,6%	10,9%
EBITA-Marge	3,9%	4,3%	4,5%	4,5%	5,1%
EBIT-Marge	3,9%	4,3%	4,5%	4,5%	5,1%
EBT-Marge	3,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,9%
Nettoumsatzrendite	2,5%	3,1%	3,1%	3,0%	3,6%
Steuerquote	28,2%	29,2%	26,7%	28,8%	27,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	17,6%	7,8%	-11,6%	3,7%	16,2%
EBITDA	0,1%	22,4%	0,5%	5,0%	19,8%
EBIT	-19,7%	21,5%	-9,1%	4,0%	32,1%
EBT	-21,6%	36,3%	-14,1%	4,2%	33,6%
Nettogewinn (ber.)	-20,6%	34,5%	-11,1%	1,2%	35,8%
EPS	-20,6%	23,7%	-12,1%	1,2%	35,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SHW AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	119,0	135,5	142,8	151,0	152,0
Sachanlagen	91,5	94,8	104,7	112,2	109,9
Immaterielle Vermögenswerte	21,3	18,4	18,4	18,4	18,4
Finanzielle Vermögenswerte	2,8	17,6	15,5	16,1	18,7
sonstige langfristige Vermögenswerte	3,4	4,7	4,1	4,3	5,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	90,5	95,0	85,8	86,8	107,7
Vorräte	42,4	41,6	37,0	38,4	44,6
Forderungen aus Lieferung und Leistung	44,7	34,4	30,3	31,4	36,5
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	3,2	4,2	3,7	3,8	4,4
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	0,3	14,8	14,8	13,2	22,1
Summe Aktiva	209,5	230,5	228,6	237,8	259,7
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	84,5	116,2	122,7	129,1	140,3
Eigenkapital (vor Dritten)	84,5	116,2	122,7	129,1	140,3
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	40,4	42,6	42,0	43,0	45,9
Rückstellungen für Pensionen	28,1	26,3	26,7	27,2	27,9
Sonstige Rückstellungen	4,0	4,0	3,5	3,6	4,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	5,0	1,3	2,0	2,0	2,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3,3	11,1	9,8	10,2	11,8
Kurzfristiges Fremdkapital	84,6	71,6	63,9	65,7	73,6
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	9,6	1,2	2,0	2,0	2,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	3,5	10,0	8,8	9,1	10,6
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	56,2	43,5	38,2	39,6	46,0
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3	16,9	15,0	15,0	15,0
Summe Passiva	209,5	230,5	228,6	237,8	259,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SHW AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	56,8%	58,8%	62,5%	63,5%	58,5%
Sachanlagen	43,7%	41,1%	45,8%	47,2%	42,3%
Immaterielle Vermögenswerte	10,2%	8,0%	8,0%	7,7%	7,1%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	43,2%	41,2%	37,5%	36,5%	41,5%
Vorräte	20,2%	18,1%	16,2%	16,1%	17,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	21,3%	14,9%	13,3%	13,2%	14,1%
Flüssige Mittel	0,1%	6,4%	6,5%	5,6%	8,5%
Passiva					
Eigenkapital	40,3%	50,4%	53,7%	54,3%	54,0%
Langfristiges Fremdkapital	19,3%	18,5%	18,4%	18,1%	17,7%
Rückstellungen für Pensionen	13,4%	11,4%	11,7%	11,4%	10,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,4%	0,6%	0,9%	0,8%	0,8%
Kurzfristiges Fremdkapital	40,4%	31,1%	28,0%	27,6%	28,3%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,6%	0,5%	0,9%	0,8%	0,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	26,8%	18,9%	16,7%	16,6%	17,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SÜSS MicroTec AG

Ein weiteres Jahr des Übergangs

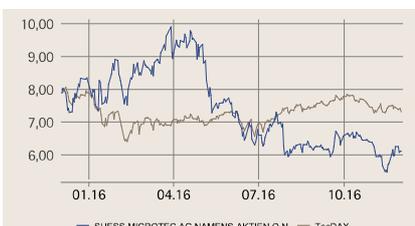
06.12.2016

Halten (Halten)
7,00 EUR (7,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 6,11 EUR
Bloomberg: SMHN GR WKN: A1K023
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	9,90 EUR
52 Wochen Tief	5,48 EUR
Relativ zu TecDAX	
YTD	-19,4%
1 Monat	-2,8%
12 Monate	-14,8%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	79
Marktkapital. (Mio. EUR)	117
Anzahl der Aktien (Mio.)	19
Streubesitz	100,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen	30.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015e	---	---	---
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---

Analyst

Dr. Karsten Iltgen, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-351
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Süss dürfte 2017 ein weiteres Übergangsjahr erleben, um dann 2018 auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Die strukturellen Wachstumstreiber in den Endmärkten des Unternehmens (insbesondere den Trend in Richtung Fan-out-WLP) wissen wir zu schätzen, würden es aber vorziehen, Anzeichen für eine Verbesserung des Auftragseingangs zu sehen, bevor wir eine Kaufempfehlung aussprechen.

INVESTMENT CASE

- In Q3 verzeichnete Süss einen nur schwachen Auftragseingang. Die Kunden haben den ungewöhnlichen Ansturm in Q4 2015 offenbar noch nicht verdaut.
- In den kommenden Quartalen konzentrieren wir uns auf die Ansätze des neuen CEO zur Lösung der historischen Problemfelder des Unternehmens. Dazu zählen etwa die technische Ausführung und die Profitabilität neuer Produkte. Vor diesem Hintergrund dürfte 2017 ein Jahr des Übergangs werden.
- Das Unternehmen (und auch die Investoren) haben die Verluste im Bonder-Geschäft und zuletzt auch im Scanner-Segment u. E. lange genug beobachtet.
- Wir begrüßen die Aktienkäufe des neuen CEO, die wir als Zeichen seines Engagements für die Interessen der Aktionäre werten.

KATALYSATOREN

- Die Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen mit einer Prognose für 2017 ist Anfang Februar vorgesehen. Wir erwarten hier keine Überraschungen.
- Wir erkennen Potenzial für einen deutlich verbesserten Auftragseingang im kommenden Jahr (noch nicht in unseren Schätzungen enthalten) in Zusammenhang mit Investitionen seitens der Kunden in die neue Fan-out WLP-Technologie.

BEWERTUNG

Unser DCF-basiertes Kursziel steht bei 7 €. Die Aktie notiert derzeit nahe dem Buchwert (fast 30% davon Net Cash). In der Vergangenheit hat sich dies oft als gute Absicherung nach unten erwiesen.

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	135	145	142	170	165
EBIT	-19	8	4	9	11
EBIT-Marge	-14,4%	5,8%	3,0%	5,6%	6,5%
Nettofinanzverbind.	-36	-38	-42	-43	-46
Freier Cash-flow	6	4	4	3	3
EPS (in EUR)	-0,85	0,24	0,13	0,31	0,35
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,7	0,4	0,9	0,5	0,5
EV/EBIT	-4,6	6,6	28,5	8,3	7,0
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-7,6	19,4	62,6	19,7	17,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Nischenspieler mit guter Marktposition
- Rückkehr des alten CEO
- Anhaltendes MEMS-Marktwachstum
- Neue Packaging-Technologien als Wachstumstreiber
- Erwerb der Tamarack erweitert Produktangebot

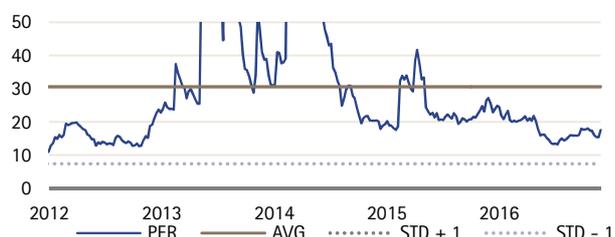
MANAGEMENT

- Dr. Franz Richter (CEO)
- Michael Knopp (CFO)
- Walter Braun (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz von 170-180 Mio € in 2016
- EBIT von 9-13 Mio. € in 2016

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 30.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	13	14	15e	16e	17e
F&E/Umsatz	7,6%	7,2%	9,2%	8,5%	9,1%
Capex/Umsatz	9,1%	2,0%	3,2%	2,6%	2,9%
Capex/Abschreibungen	2,0	0,7	1,1	1,2	1,3
ROCE	-15,6%	6,4%	3,2%	6,8%	7,4%
Free Cash-flow-Rendite	5,6%	4,1%	3,8%	-	-
Eigenkapitalquote	60,7%	69,1%	68,6%	68,6%	69,8%
Nettofinanzverbind./EK	-33%	-33%	-36%	-35%	-35%
Net debt / EBITDA	3,6	-2,7	-4,2	-3,2	-3,2
Zinsdeckung	< -10	0,0	8,3	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Anhaltende Verluste in der Bonder-Division
- Geringe Größe im Vergleich zu den meisten Kunden
- Zyklischer Halbleitermarkt

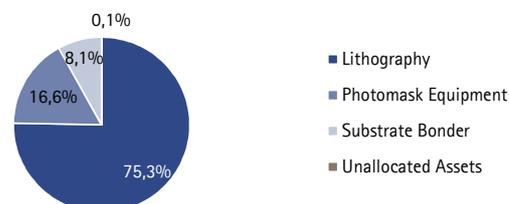
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Süss Microtec produziert Anlagen, die bei der Herstellung von MEMS-Sensoren und beim Packaging von Halbleiterchips verwendet werden. Zu den größten Kunden gehören Packaging Foundries wie Amkor, ASE und Spil aus Asien. Die größten Wettbewerber sind EV Group, Tokyo Electron und Ultra-tech.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz von 160 Mio. € in 2017

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Sycamore Asset Management SA	5,2
Universal-Investment-Gesellschaft mbH (Invst Mgmt)	5,0
Henderson Global Investors Ltd.	4,2

BHL VS. KONSENSUS

	15e	16e	17e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	142	170	165
Konsensus	149	175	162
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	4	9	11
Konsensus	5	11	11
EPS (EUR)			
BHL	0,13	0,31	0,35
Konsensus	0,01	0,34	0,36

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

SÜSS MicroTec AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	135	145	142	170	165
Umsatzkosten	-113	-97	-94	-113	-107
Bruttoergebnis vom Umsatz	22	49	48	57	58
Vertriebs- und Marketingkosten	-17	-18	-17	-20	-19
Allgemeines und Verwaltung	-15	-14	-14	-13	-13
Forschung und Entwicklung	-10	-10	-13	-15	-15
Sonstiges betriebliches Ergebnis	1	2	0	0	0
EBITDA	-10	14	10	13	14
Abschreibungen	6	4	4	4	4
EBITA	-16	10	6	9	11
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	3	2	2	0	0
EBIT	-19	8	4	9	11
Finanzergebnis	0	0	0	0	0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-20	8	4	9	10
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	-20	8	4	9	10
Steuern	4	-4	-1	-3	-4
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-16	5	3	6	7
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	-16	5	3	6	7
Anzahl der Aktien	19	19	19	19	19
EPS (in EUR)	-0,85	0,24	0,13	0,31	0,35

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bruttomarge	16,2%	33,6%	34,0%	33,5%	35,0%
EBITDA-Marge	-7,4%	9,7%	7,1%	7,9%	8,8%
EBITA-Marge	-11,9%	6,8%	4,1%	5,6%	6,5%
EBIT-Marge	-14,4%	5,8%	3,0%	5,6%	6,5%
EBT-Marge	-14,5%	5,6%	2,8%	5,4%	6,3%
Nettoumsatzrendite	-11,9%	3,2%	1,8%	3,5%	4,1%
Steuerquote	18,3%	43,7%	35,0%	35,0%	35,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	-17,9%	8,0%	-2,3%	19,7%	-2,9%
EBITDA	---	---	-29,3%	33,3%	8,2%
EBIT	---	---	-49,0%	>100%	13,8%
EBT	---	---	-51,6%	>100%	13,7%
Nettogewinn (ber.)	---	---	-44,4%	>100%	13,7%
EPS	---	---	-45,0%	>100%	13,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SÜSS MicroTec AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	47	45	45	44	45
Sachanlagen	21	20	20	20	20
Immaterielle Vermögenswerte	20	20	21	21	22
Finanzielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
sonstige langfristige Vermögenswerte	6	5	5	3	3
Kurzfristige Vermögensgegenstände	133	123	128	138	143
Vorräte	71	59	59	66	69
Forderungen aus Lieferung und Leistung	11	13	14	17	16
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	4	3	3	3	3
Wertpapiere	2	1	1	0	0
Flüssige Mittel	45	47	51	52	56
Summe Aktiva	180	168	173	182	188
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	109	116	119	125	132
Eigenkapital (vor Dritten)	109	116	119	125	131
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Langfristiges Fremdkapital	15	14	14	13	13
Rückstellungen für Pensionen	4	5	5	5	5
Sonstige Rückstellungen	0	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	10	9	9	8	8
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1	0	0	0	0
Kurzfristiges Fremdkapital	56	38	40	44	44
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1	1	1	1	1
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	48	32	32	32	32
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6	3	6	7	7
Sonstige Verbindlichkeiten	1	1	1	3	3
Summe Passiva	180	168	173	182	188

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

SÜSS MicroTec AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	26,1%	26,6%	26,0%	24,2%	23,9%
Sachanlagen	11,6%	12,0%	11,5%	11,0%	10,8%
Immaterielle Vermögenswerte	11,0%	11,9%	11,9%	11,5%	11,5%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	73,9%	73,4%	74,0%	75,8%	76,1%
Vorräte	39,5%	35,1%	34,2%	36,4%	36,5%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	6,2%	8,0%	8,0%	9,1%	8,5%
Flüssige Mittel	25,1%	28,2%	29,7%	28,7%	29,5%
Passiva					
Eigenkapital	60,7%	69,1%	68,6%	68,6%	69,8%
Langfristiges Fremdkapital	8,1%	8,3%	8,0%	7,2%	7,0%
Rückstellungen für Pensionen	2,1%	2,8%	2,7%	2,8%	2,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	5,7%	5,4%	5,3%	4,4%	4,2%
Kurzfristiges Fremdkapital	31,2%	22,6%	23,4%	24,2%	23,2%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3,1%	2,1%	3,4%	3,9%	3,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

technotrans AG

Druckindustrie nicht mehr dominierender Umsatzbringer

06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
26,00 EUR (26,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 24,10 EUR
Bloomberg: TTR1 GY WKN: A0XYGA
Branche Maschinenbau

Kursperformance

52 Wochen Hoch 24,53 EUR
52 Wochen Tief 15,75 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 29,5%
1 Monat 6,6%
12 Monate 38,8%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 165
Marktkapital. (Mio. EUR) 158
Anzahl der Aktien (Mio.) 7
Streubesitz 94,6%

Nächster Termin

Jahreszahlen 08.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	3,9%	-3,8%	-6,2%
2017e	1,6%	-3,6%	-8,3%
2018e	1,6%	-4,0%	-8,9%

Analyst

Gordon Schönell, CIA, CEFA
Telefon: +49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Mit der Akquisition von gwk beträgt der Umsatzanteil außerhalb der Druckindustrie nun rund 55% (2015: 35%). Wir sind der Ansicht, dass technotrans in diesen Endmärkten auch weiterhin stark wachsen wird. Wichtig ist, dass es dem Management jetzt gelingt, die unterdurchschnittliche Marge von gwk deutlich zu verbessern.

INVESTMENT CASE

Wir bewerten die vor kurzem getätigte Akquisition von gwk positiv: Technologisch gibt es Parallelen zu bisherigen Aktivitäten und damit offensichtliche Synergiepotenziale, die zuletzt erzielten Ergebnisse von gwk (EBIT-Marge von 3% in 2015) bieten glaubhaftes Verbesserungspotenzial und der Kaufpreis (rund 0.5x Umsatz) erscheint uns vernünftig. Mittelfristig sehen wir die Marge von gwk bei mind. 8%. Das Geschäft mit der Druckindustrie dürfte 2016 deutlich wachsen (BHLe: >5%), und für 2017 sind wir verhalten optimistisch, dass weiteres Wachstum generiert werden kann (BHLe: +3%). Nach einem verhaltenden Jahresstart im Bereich der Laserkühlung erwarten wir für 2016 nur ein geringes Wachstum; 2017 sollte dieser Bereich aber wieder dynamischer wachsen, da mehrere neue Projekte anlaufen. Aufgrund eines höher als erwartet ausgefallenen Umsatzes in Q3, haben wir unsere Umsatzerwartung leicht angehoben. Das berichtete EBIT reduziert sich leicht durch Einbeziehung der PPA-Effekte von gwk (BHLe: 1 Mio. €). Einen negativen Einfluss auf das EPS hat die höhere Aktienanzahl nach der Platzierung der eigenen Aktien.

KATALYSATOREN

- Wir liegen mit unseren Schätzungen aktuell über Konsens (Quelle: FactSet)
- Weiterhin erfolgreiche Vermarktung der vielversprechenden Lösungen in den recht jungen Bereichen wie etwa Kühlösungen für Batterien
- Weiterhin positive Nachrichten von den Großkunden aus der Druckindustrie

BEWERTUNG

Wir bewerten die Aktie anhand eines DCF-Modells. Die höhere Aktienzahl wird größtenteils durch eine niedrigere Finanzverschuldung ausgeglichen. Insofern bestätigen wir unser Kursziel von 26 €.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	112	123	152	197	212
EBIT	7	8	10	15	19
EBIT-Marge	6,1%	6,9%	6,6%	7,8%	8,7%
Nettofinanzverbind.	-6	-12	6	-2	-9
Freier Cash-flow	5	8	-18	11	12
EPS (in EUR)	0,67	0,89	1,08	1,53	1,86
DPS (in EUR)	0,33	0,48	0,54	0,77	0,93
Dividendenrendite	3,6%	2,5%	2,2%	3,2%	3,9%
EV/Umsatz	0,5	0,9	1,1	0,8	0,7
EV/EBIT	8,1	13,5	16,3	10,7	8,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,8	21,7	22,2	15,7	13,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Umfangreiches Engineering Know-how; hohe Reputation
- Rund 40% Umsatzanteil margenstarker Service-Umsätze
- Solide Bilanz (EK-Quote von rund 60%)
- Know-how-Transfer in neue Industrien (außerhalb der Druckindustrie)
- Wachstum durch Akquisitionen außerhalb der Druckmaschinenindustrie

MANAGEMENT

- Henry Brickenkamp (CEO)
- Dirk Engel (CFO)
- Dr. Christof Soest (CTO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz von rund 150 Mio. €
- 2016: EBIT von 9,5 bis 10,5 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 08.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	3,0%	3,5%	3,2%	2,8%	3,0%
Capex/Umsatz	1,3%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
Capex/Abschreibungen	0,8	1,0	1,2	1,1	1,1
ROCE	11,6%	14,2%	11,6%	16,5%	18,3%
Free Cash-flow-Rendite	8,0%	6,4%	-11,1%	6,7%	7,1%
Eigenkapitalquote	63,7%	68,0%	59,2%	60,8%	62,1%
Nettofinanzverbind./EK	-12%	-23%	8%	-3%	-12%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,6	-1,0	0,4	-0,1	-0,4
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Hoher Umsatzanteil von Druckmaschinenherstellern; dort begrenzte Wachstumsfantasie
- Oft langwieriger Prozess von Innovation zur Serienfertigung
- Risiko eines Holding-Discounts

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

technotrans ist spezialisiert auf Flüssigkeiten-Technologien mit Kernkompetenzen in Temperierung, Filtration und Separation, Mess- und Dosier- sowie Prozesssteuerung. Das Geschäft mit Kunden außerhalb der Druckindustrie wurde in den letzten Jahren deutlich ausgebaut und dürfte 2017 bei rund 55% liegen. Technologien aus der Druckindustrie wurden erfolgreich in andere Industrien übertragen. Darüber hinaus wurden drei Akquisitionen getätigt. Die neuen Märkte sind die Laser-, Kunststoff-, Medizin- und Batterieindustrie die im Wesentlichen mit Kühlsystemen beliefert werden.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Lazard Feres Gestion	6,3
Mildlin NV	4,9
Gerlin NV	4,8

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	152	197	212
Konsensus	147	189	200
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	10	15	19
Konsensus	11	14	18
EPS (EUR)			
BHL	1,08	1,53	1,86
Konsensus	1,10	1,37	1,65

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

technotrans AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	112	123	152	197	212
Umsatzkosten	-75	-81	-101	-131	-140
Bruttoergebnis vom Umsatz	37	41	50	66	72
Vertriebs- und Marketingkosten	-16	-17	-21	-28	-29
Allgemeines und Verwaltung	-13	-13	-15	-17	-18
Forschung und Entwicklung	-3	-4	-5	-6	-6
Sonstiges betriebliches Ergebnis	2	1	0	0	0
EBITDA	10	12	14	21	24
Abschreibungen	2	2	2	3	3
EBITA	8	10	12	18	21
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	1	1	2	1
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	1	1	1	1	1
EBIT	7	8	10	15	19
Finanzergebnis	-1	0	0	-1	-1
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	6	8	10	15	18
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	6	8	10	15	18
Steuern	-2	-2	-3	-4	-5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	4	6	7	11	13
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	4	6	7	11	13
Anzahl der Aktien	6	6	7	7	7
EPS (in EUR)	0,67	0,89	1,08	1,53	1,86

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	33,3%	33,7%	33,1%	33,6%	34,0%
EBITDA-Marge	8,8%	9,6%	9,0%	10,6%	11,1%
EBITA-Marge	7,2%	8,2%	7,7%	9,2%	9,7%
EBIT-Marge	6,1%	6,9%	6,6%	7,8%	8,7%
EBT-Marge	5,6%	6,7%	6,5%	7,5%	8,4%
Nettoumsatzrendite	3,9%	4,7%	4,7%	5,4%	6,0%
Steuerquote	29,5%	30,1%	28,0%	28,5%	28,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	6,8%	9,3%	23,6%	29,7%	7,9%
EBITDA	26,4%	19,7%	15,0%	53,4%	13,2%
EBIT	47,6%	24,1%	19,0%	53,0%	20,4%
EBT	67,5%	31,2%	20,4%	49,6%	21,3%
Nettogewinn (ber.)	45,3%	32,0%	23,1%	48,5%	21,3%
EPS	44,6%	32,0%	21,7%	41,2%	21,3%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

technotrans AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	27	25	44	42	40
Sachanlagen	15	15	24	24	24
Immaterielle Vermögenswerte	10	9	16	14	12
Finanzielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
sonstige langfristige Vermögenswerte	2	1	4	4	4
Kurzfristige Vermögensgegenstände	48	51	67	78	89
Vorräte	15	18	28	29	32
Forderungen aus Lieferung und Leistung	13	12	20	21	23
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	2	2	4	4	5
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	17	20	15	23	30
Summe Aktiva	75	76	111	120	129
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	47	52	66	73	80
Eigenkapital (vor Dritten)	46	51	65	72	79
Minderheitenanteile	1	1	1	1	1
Langfristiges Fremdkapital	11	8	23	24	24
Rückstellungen für Pensionen	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	1	1	3	3	3
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8	6	19	19	19
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2	1	1	1	1
Kurzfristiges Fremdkapital	16	16	22	24	25
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	3	2	2	2	2
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	5	5	7	7	8
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	5	6	8	8	9
Sonstige Verbindlichkeiten	3	3	6	6	6
Summe Passiva	75	76	111	120	129

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

technotrans AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	36,1%	33,2%	39,8%	34,9%	31,2%
Sachanlagen	20,3%	19,3%	21,7%	20,2%	18,9%
Immaterielle Vermögenswerte	13,5%	11,9%	14,5%	11,3%	8,9%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	63,9%	66,8%	60,2%	65,1%	68,8%
Vorräte	20,7%	23,1%	24,9%	24,5%	24,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	17,4%	15,2%	17,8%	17,5%	17,5%
Flüssige Mittel	23,1%	26,3%	13,9%	19,6%	23,4%
Passiva					
Eigenkapital	63,7%	68,0%	59,2%	60,8%	62,1%
Langfristiges Fremdkapital	14,7%	10,6%	20,7%	19,6%	18,4%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	11,2%	8,0%	17,1%	15,9%	14,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	21,7%	21,4%	20,1%	19,6%	19,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,4%	2,6%	1,8%	1,7%	1,5%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6,2%	7,6%	7,2%	7,1%	7,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VIB Vermögen AG

Logistik, Bayern und mehr

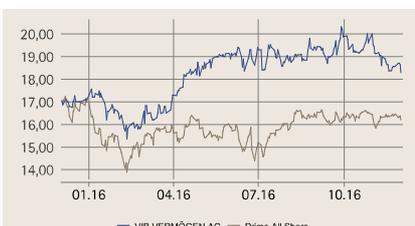
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
21,00 EUR (21,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 18,29 EUR
Bloomberg: VIH GY WKN: 245751
Branche Immobilien

Kursperformance

52 Wochen Hoch 20,31 EUR
52 Wochen Tief 15,37 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 11,6%
1 Monat -7,1%
12 Monate 13,5%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 1.083
Marktkapital. (Mio. EUR) 504,4
Anzahl der Aktien (Mio.) 27,6
Streubesitz 80,4%

Nächster Termin

- -

Änderungen im Modell

	Umsatz	FFO	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Dr. Georg Kanders, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-718
georg.kanders@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

VIB Immobilien ist das einzige börsennotierte deutsche Gewerbeimmobilienunternehmen mit starkem Exposure zum boomenden Logistiksegment. Das Unternehmen konzentriert sich auf Bayern mit Schwerpunkt auf die prosperierende Region Ingolstadt. Eigene Entwicklungen, Erweiterungen und enge Zusammenarbeit mit den Mietern sind mit überdurchschnittlich hohen Anfangsrenditen verbunden.

INVESTMENT CASE

Das Immobilienportfolio mit mehr als 1 Mio. qm Mietfläche hat die beiden Schwerpunkte Logistik-/Industrieimmobilien (61 %) sowie Einzelhandel (32%) und weist eine relativ hohe Mietrendite von über 7% auf. Günstig auf Mietniveau und Leerstand wirkt sich auch der regionale Fokus auf die prosperierende Region Ingolstadt aus. Dank eigener Entwicklungen und Erweiterungen erzielt VIB vergleichsweise hohe Anfangsrenditen von zuletzt rund 8%. Im Bestand sind noch zwei größere Grundstücke (136.000 qm) im bei Ingolstadt gelegenen Interpark Kösching, die für neue Logistikimmobilien vorgesehen sind. Der Auslauf von Verbindlichkeiten mit hohen Zinssätzen verstärkt das Gewinnsteigerungspotenzial, welches sich durch die Erweiterung des Immobilienportfolios ergibt.

KATALYSATOREN

- Erweiterungen des Immobilienportfolios
- Stetige Verbesserung der operativen Ergebnisse durch Portfolioausweitung und Auslauf von Krediten mit hohen Zinssätzen

BEWERTUNG

Die Dividendenrendite ist aufgrund einer niedrigen Ausschüttungsquote unterdurchschnittlich, jedoch ist VIB gemessen am Kurs/FFO eines der Unternehmen mit der niedrigsten Bewertung im Immobiliensektor. Zudem zeichnet sich VIB durch relativ stetiges Wachstum in den operativen Kennzahlen und beim NAV aus.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	69,9	75,1	79,3	82,7	88,0
FFO	28,6	32,6	35,3	39,2	44,7
FFO-Marge	40,9%	43,4%	44,4%	47,4%	50,8%
Nettofinanzverbind.	483,9	516,7	557,2	571,0	579,4
Net Asset Value je Aktie (in EUR)	14,54	15,69	16,71	17,85	19,10
FFOPS (in EUR)	1,27	1,27	1,33	1,42	1,62
DPS (in EUR)	0,48	0,51	0,54	0,57	0,62
Dividendenrendite	3,4%	3,0%	3,0%	3,1%	3,4%
EV/EBITDA	14,4	13,4	16,1	15,7	15,5
P/NAV	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
P/FFO	11,3	13,5	13,7	12,9	11,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Immobilienschwerpunkt in wohlhabender Region mit überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven
- Hochdiversifiziertes Gewerbeimmobilienportfolio
- Hohe Mietrenditen reduzieren das Risiko von Bewertungsverlusten
- Gut vernetzt, insbesondere in der Region Ingolstadt
- Potenzial durch Erweiterungen und frühe Zusammenarbeit mit den Mietern

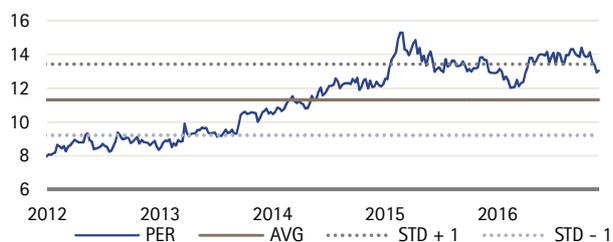
MANAGEMENT

- Ludwig Schlosser (CEO)
- Holger Pilgenröther (CFO)
- Martin Pfandzelter (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Betriebliche Erträge 2016 78-82 Mio. €
- EBIT vor Bewertung 58-61 Mio. €, EBT vor Bewertung 38-40,5 Mio. €
- FFO 2016 soll auf 33 - 35,5 Mio. € steigen

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: --

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
ROCE	6,6%	7,7%	6,7%	6,6%	6,5%
Gross Yield	7,8%	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%
EBITDA-Marge	84,7%	97,8%	84,6%	84,7%	81,4%
FFO-Marge	40,9%	43,4%	44,4%	47,4%	50,8%
FFO-Yield	8,7%	8,1%	8,0%	8,0%	8,5%
Eigenkapitalquote	39,4%	40,3%	40,8%	41,1%	41,8%
Verschuldungsgrad	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Net debt/EBITDA	8,2	7,0	8,3	8,1	8,1
Zinsdeckung	2,9	3,6	3,2	3,7	4,4

Schwächen/Risiken

- Hoher Anteil von Mietern mit Exposure zur Automobilindustrie
- Gartencenter Dehner steht für knapp 10% der Mieteinnahmen
- Für stärkeres Wachstum ist Eigenkapital nötig
- Das Wohl der Region Ingolstadt ist stark abhängig von Audi
- Gewisses Zinsänderungsrisiko bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Zinsvereinbarungen von rund 4,5 Jahren

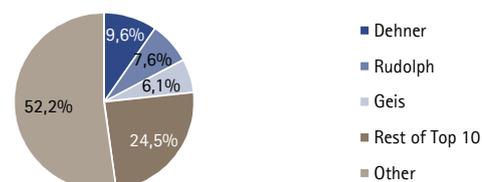
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

VIB Vermögen ist ein Immobilienbestandshalter mit regionalem Schwerpunkt in Bayern. Das Unternehmen ist überwiegend in Logistik- und Industrieimmobilien investiert. Darüber hinaus spielen Einzelhandelsimmobilien (Fachmärkte und Fachmarktzentren) noch eine wichtige Rolle.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

WICHTIGSTE MIETER (JULI 2016 IN %)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Kreissparkasse Biberach	8,5
Raiffeisen-Volksbank Neuburg/Donau eG	5,0
Ennismore Fund Management Ltd:	4,8

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	79,3	82,7	88,0
Konsensus	80,3	84,2	88,7
EBITDA (in Mio. EUR)			
BHL	67,1	70,1	71,7
Konsensus	70,4	74,2	74,6
EPS (EUR)			
BHL	1,39	1,47	1,58
Konsensus	1,45	1,58	1,70

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

VIB Vermögen AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	69,9	75,1	79,3	82,7	88,0
Umsatzkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoergebnis vom Umsatz	69,9	75,1	79,3	82,7	88,0
Vertriebs- und Marketingkosten	-13,8	-13,6	-14,0	-14,8	-16,5
Allgemeines und Verwaltung	-3,0	-3,3	-3,5	-3,5	-3,6
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	6,1	15,3	5,3	5,7	3,7
EBITDA	59,2	73,5	67,1	70,1	71,7
Abschreibungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	59,1	73,4	67,0	70,0	71,5
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	59,1	73,4	67,0	70,0	71,5
Finanzergebnis	-20,8	-20,7	-20,5	-18,8	-16,3
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	38,3	52,8	46,5	51,2	55,3
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	38,3	52,8	46,5	51,2	55,3
Steuern	-5,9	-8,7	-7,9	-8,7	-9,4
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	32,4	44,0	38,6	42,5	45,9
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-1,1	-3,9	-2,0	-2,1	-2,2
Nettogewinn (ber.)	31,3	40,1	36,6	40,4	43,7
Anzahl der Aktien	22,6	25,7	26,4	27,6	27,6
EPS (in EUR)	1,39	1,56	1,39	1,47	1,58

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	-	-	-	-	-
EBITDA-Marge	84,7%	97,8%	84,6%	84,7%	81,4%
EBITA-Marge	84,6%	97,7%	84,5%	84,6%	81,3%
EBIT-Marge	84,6%	97,7%	84,5%	84,6%	81,3%
EBT-Marge	54,8%	70,3%	58,6%	61,8%	62,8%
Nettoumsatzrendite	46,4%	58,6%	48,7%	51,3%	52,1%
Steuerquote	15,4%	16,6%	17,0%	17,0%	17,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	7,6%	7,5%	5,6%	4,3%	6,4%
EBITDA	8,9%	24,2%	-8,7%	4,4%	2,3%
EBIT	9,0%	24,2%	-8,8%	-8,8%	2,3%
EBT	9,1%	37,8%	-11,9%	10,0%	8,0%
Nettogewinn (ber.)	15,6%	28,1%	-8,8%	10,4%	8,0%
EPS	9,4%	12,9%	-11,4%	5,8%	8,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VIB Vermögen AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	897,8	973,1	1.046	1.093	1.139
Sachanlagen	894,5	970,0	1.043	1.090	1.136
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Vermögenswerte	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
sonstige langfristige Vermögenswerte	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	44,5	36,3	17,0	27,2	32,8
Vorräte	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	3,5	3,1	3,1	3,1	3,1
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	37,8	33,1	13,9	24,1	29,6
Summe Aktiva	942,2	1.009	1.063	1.121	1.171
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	371,7	406,8	433,4	460,3	489,8
Eigenkapital (vor Dritten)	359,1	388,8	413,5	438,3	465,6
Minderheitenanteile	12,6	17,9	19,9	22,0	24,2
Langfristiges Fremdkapital	535,7	571,9	601,7	632,4	653,7
Rückstellungen für Pensionen	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	495,1	528,0	552,0	576,0	590,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	39,3	42,2	48,0	54,6	61,9
Kurzfristiges Fremdkapital	34,8	30,7	27,9	27,9	27,9
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	26,6	21,9	19,1	19,1	19,1
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	8,2	8,4	8,4	8,4	8,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Summe Passiva	942,2	1.009	1.063	1.121	1.171

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VIB Vermögen AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	95,3%	96,4%	98,4%	97,6%	97,2%
Sachanlagen	94,9%	96,1%	98,1%	97,3%	96,9%
Immaterielle Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	4,7%	3,6%	1,6%	2,4%	2,8%
Vorräte	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Flüssige Mittel	4,0%	3,3%	1,3%	2,1%	2,5%
Passiva					
Eigenkapital	39,4%	40,3%	40,8%	41,1%	41,8%
Langfristiges Fremdkapital	56,9%	56,7%	56,6%	56,4%	55,8%
Rückstellungen für Pensionen	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	52,5%	52,3%	51,9%	51,4%	50,4%
Kurzfristiges Fremdkapital	3,7%	3,0%	2,6%	2,5%	2,4%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,8%	2,2%	1,8%	1,7%	1,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Villeroy & Boch AG

Tischkultur muss kommen

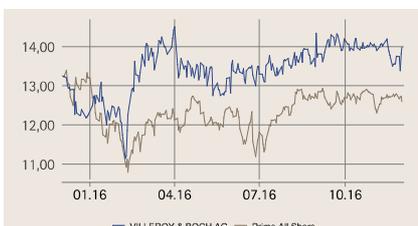
06.12.2016

Halten (Halten)
13,00 EUR (13,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 13,98 EUR
Bloomberg: VIB3 GR WKN: 765723
Branche Konsumgüter

Kursperformance

52 Wochen Hoch 14,50 EUR
52 Wochen Tief 11,15 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 18,7%
1 Monat -1,4%
12 Monate 13,0%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 541
Marktkapital. (Mio. EUR) 369
Anzahl der Aktien (Mio.) 26
Streubesitz 88,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 09.02.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Christoph Schlienkamp, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir bestätigen unsere Halten-Empfehlung für die Aktie und belassen unser Kursziel bei 13 €. Strategisch hat sich die Gesellschaft zuletzt positiv entwickelt. Erst eine Aufhellung am Markt für Tischkultur aber würde der Aktie u. E. Schub verleihen.

INVESTMENT CASE

Villeroy & Boch befindet sich seit mehreren Jahren im Wandel. Der Hersteller von Keramikprodukten will zu einem modernen Konsumgüterunternehmen avancieren. Fortschritte in der Produktion, insbesondere im Bereich Bad und Wellness, hatten sich zuletzt positiv auf die Marge ausgewirkt. Zudem hat die Gesellschaft nicht länger betriebsnotwendige Liegenschaften veräußert und damit ihren finanziellen Spielraum vergrößert. Dies sollte auch künftig noch positiv wirken. Während sich der Bereich Bad und Wellness zuletzt unerwartet gut entwickelt hat, blieb das Geschäft mit der Tischkultur hinter den Erwartungen zurück. Hier gilt es, Marktpositionierung und Vertrieb zu prüfen und Prozesse zu optimieren. Der Konzern hatte zuletzt auch Vorleistungen erbracht, etwa eine höhere Zahl von Showrooms für den Bereich Bad und Wellness und größere Verkaufsflächen in China (Umsatzanteil China/Russland: 7%). Auch wenn sich in Russland eine langsame und allmähliche Erholung abzeichnet, ist in China das Wirtschaftsgeschehen weiterhin von Unsicherheiten geprägt.

KATALYSATOREN

Villeroy & Boch wird im Rahmen der Ambiente bereits früh (9. Februar 2017) Zahlen für 2016 vorlegen, was die Visibilität bezüglich des erwarteten Geschäftsgangs in den als schwierig eingeschätzten Absatzländern erhöhen sollte.

BEWERTUNG

Unser Kursziel ist DCF-basiert. Das KGV_{2018e} von 11x lässt die Aktie auf den ersten Blick günstig erscheinen. Dies relativiert sich jedoch vor dem Hintergrund der Absatzrisiken in einzelnen Märkten. Positiv für den Anleger ist u. E. jedoch die Dividendenrendite von ca. 4%, verbunden mit der Erwartung leicht steigender Ausschüttungen in den kommenden Jahren.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	766	804	828	853	878
EBIT	43	44	47	50	53
EBIT-Marge	5,6%	5,4%	5,7%	5,9%	6,1%
Nettofinanzverbind.	-16	-15	-56	-73	-91
Freier Cash-flow	18	10	55	31	33
EPS (in EUR)	0,93	1,03	1,10	1,18	1,27
DPS (in EUR)	0,44	0,49	0,55	0,59	0,64
Dividendenrendite	3,7%	4,0%	3,9%	4,2%	4,6%
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	12,3	11,9	11,5	10,5	9,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	12,9	11,8	12,8	11,8	11,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Stärke in der Innovation bei Design, Funktionalität und in Herstellprozessen
- Standardisierung in der Produktion vorangetrieben
- Innovationen in Verfahrenstechnik wie z. B. 3D-Druck
- Chancen durch Verknüpfung des stationären Geschäfts mit der digitalen Welt
- Große Markenbekanntheit, insbesondere in Westeuropa

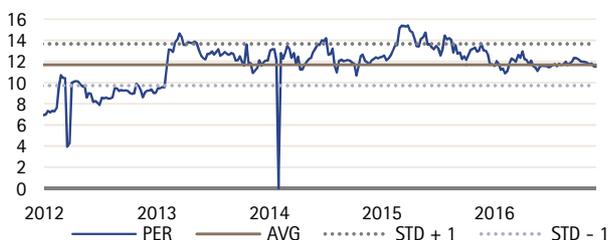
MANAGEMENT

- Frank Göring (CEO)
- Dr. Markus Warncke (CFO)
- Nicolas Luc Villeroy (Vorstand Tischkultur)
- Andreas Pfeiffer (Vorstand Bad und Wellness)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatzsteigerung um 3-6 %
- 2016: Steigerung des EBIT zwischen 5-10%

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 09.02.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex/Umsatz	5,8%	3,6%	4,3%	3,2%	3,1%
Capex/Abschreibungen	1,7	1,1	1,3	1,0	1,0
ROCE	10,2%	10,2%	10,2%	10,5%	10,8%
Free Cash-flow-Rendite	5,7%	3,2%	16,9%	9,5%	10,2%
Eigenkapitalquote	23,2%	26,0%	27,4%	29,2%	31,1%
Nettofinanzverbind./EK	-11%	-9%	-31%	-37%	-42%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,1
Zinsdeckung	4,5	4,5	4,9	5,2	5,6

Schwächen/Risiken

- Absatzrisiken z. B. in China, Russland, Naher Osten
- Volatilität von Rohstoffpreisen

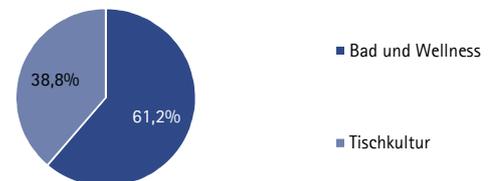
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Villeroy Et Boch bündelt seine Geschäftsaktivitäten in den Unternehmensbereichen „Bad und Wellness“ und „Tischkultur“. Villeroy Et Boch ist in 125 Ländern weltweit vertreten und hat 14 Produktionsstätten in Europa, Mexiko und Thailand. Der Hauptsitz des börsennotierten Unternehmens befindet sich in Mettlach/Saarland.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Vz: Villeroy Et Boch AG, St. nicht notiert	12,0
Tweedy, Browne Co. LLC	2,0
KBC Asset Management NV	0,9

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	828	853	878
Konsensus	830	860	887
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	47	50	53
Konsensus	47	49	52
EPS (EUR)			
BHL	1,10	1,18	1,27
Konsensus	1,12	1,20	1,27

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Villeroy & Boch AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	766	804	828	853	878
Umsatzkosten	-425	-443	-454	-466	-478
Bruttoergebnis vom Umsatz	341	361	374	387	401
Vertriebs- und Marketingkosten	-255	-269	-277	-285	-294
Allgemeines und Verwaltung	-45	-47	-48	-49	-51
Forschung und Entwicklung	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	2	-2	-2	-2	-2
EBITDA	70	71	74	78	81
Abschreibungen	27	27	27	27	27
EBITA	43	44	47	50	53
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	43	44	47	50	53
Finanzergebnis	-8	-6	-6	-6	-6
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	35	38	41	45	48
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	35	38	41	45	48
Steuern	-11	-11	-12	-13	-14
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	25	27	29	31	33
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	25	27	29	31	33
Anzahl der Aktien	26	26	26	26	26
EPS (in EUR)	0,93	1,03	1,10	1,18	1,27

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	44,6%	44,9%	45,2%	45,4%	45,6%
EBITDA-Marge	9,1%	8,8%	9,0%	9,1%	9,2%
EBITA-Marge	5,6%	5,4%	5,7%	5,9%	6,1%
EBIT-Marge	5,6%	5,4%	5,7%	5,9%	6,1%
EBT-Marge	4,6%	4,7%	5,0%	5,2%	5,4%
Nettoumsatzrendite	3,2%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%
Steuerquote	30,1%	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2,8%	4,9%	3,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	0,9%	1,1%	4,9%	4,3%	4,3%
EBIT	0,0%	0,7%	7,9%	6,8%	6,6%
EBT	3,2%	7,7%	9,1%	7,7%	7,5%
Nettogewinn (ber.)	1,7%	11,0%	6,0%	7,7%	7,5%
EPS	1,7%	11,0%	6,0%	7,7%	7,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Villeroy & Boch AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	284	273	281	281	281
Sachanlagen	160	161	162	162	162
Immaterielle Vermögenswerte	37	37	37	37	37
Finanzielle Vermögenswerte	32	26	26	26	26
sonstige langfristige Vermögenswerte	56	49	56	56	56
Kurzfristige Vermögensgegenstände	339	364	380	396	414
Vorräte	140	151	140	140	140
Forderungen aus Lieferung und Leistung	109	120	109	109	109
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	24	27	24	24	24
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	67	66	107	124	142
Summe Aktiva	623	637	661	677	695
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	144	165	181	198	216
Eigenkapital (vor Dritten)	144	165	181	198	216
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Langfristiges Fremdkapital	266	275	267	267	267
Rückstellungen für Pensionen	228	209	228	228	228
Sonstige Rückstellungen	1	2	2	2	2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	25	50	25	25	25
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	12	14	12	12	12
Kurzfristiges Fremdkapital	213	196	212	212	212
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	26	1	26	26	26
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	33	33	33	33	33
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	70	78	70	70	70
Sonstige Verbindlichkeiten	83	85	83	83	83
Summe Passiva	623	637	661	677	695

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Villeroy & Boch AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	45,6%	42,9%	42,5%	41,5%	40,4%
Sachanlagen	25,7%	25,3%	24,5%	23,9%	23,3%
Immaterielle Vermögenswerte	5,9%	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	54,4%	57,1%	57,5%	58,5%	59,6%
Vorräte	22,4%	23,8%	21,2%	20,7%	20,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	17,5%	18,8%	16,5%	16,1%	15,7%
Flüssige Mittel	10,7%	10,3%	16,2%	18,3%	20,4%
Passiva					
Eigenkapital	23,2%	26,0%	27,4%	29,2%	31,1%
Langfristiges Fremdkapital	42,7%	43,2%	40,5%	39,5%	38,4%
Rückstellungen für Pensionen	36,5%	32,8%	34,5%	33,6%	32,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,0%	7,9%	3,8%	3,7%	3,6%
Kurzfristiges Fremdkapital	34,1%	30,9%	32,1%	31,3%	30,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,2%	0,1%	3,9%	3,8%	3,7%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	11,3%	12,2%	10,6%	10,3%	10,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VTG Aktiengesellschaft

Die Weichen sind gestellt

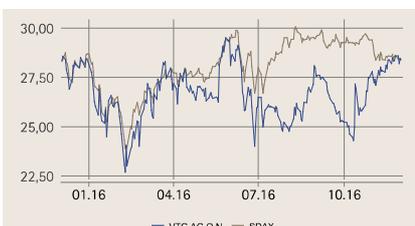
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
34,00 EUR (34,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 28,40 EUR
Bloomberg: VT9 GY WKN: VTG999
Branche Transport & Logistik

Kursperformance

52 Wochen Hoch 29,52 EUR
52 Wochen Tief 22,70 EUR
Relativ zu SDAX
YTD 0,8%
1 Monat 5,4%
12 Monate 0,6%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 2.806
Marktkapital. (Mio. EUR) 816,5
Anzahl der Aktien (Mio.) 28,8
Streubesitz 40,7%

Nächster Termin

Jahreszahlen 06.04.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Stephan Bauer
Telefon: +49 (0)211 4952-328
stephan.bauer@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Die geringe Zyklizität des Geschäftsmodells, verbunden mit soliden Wachstumsaussichten und einer attraktiven Bewertung, spricht u. E. für ein Investment in diese Aktie.

INVESTMENT CASE

VTG ist mit Abstand der größte private Waggonvermieter in Europa. Mehrjährig laufende Mietverträge mit hohen Erneuerungsquoten und begrenzte Produktionskapazitäten bei Neuwaggons führen zu einer guten Visibilität und einer relativ geringen Ergebnisvolatilität. In den letzten Monaten hat sich die Aktionärsstruktur von VTG grundlegend verändert. Nach dem Verkauf der Anteile von Wilbur Ross (35%) und Andreas Goer (29%), sind die Joachim Herz Stiftung (10%), die Kuehne Holding AG (20%) und Morgan Stanley Infrastructure (29%, der Vollzug der Kaufvereinbarung zwischen Andreas Goer und Morgan Stanley Infrastructure steht noch unter dem Vorbehalt der Kartellfreigabe) nun die Hauptanteilseigner des Unternehmens. Wir gehen davon aus, dass VTG im Zeitraum 2016–18 den Wachstumstrend der vergangenen Jahre fortsetzen kann (EBITDA CAGR_{2015–18e}: 4,6%). Dank der Anfang des Jahres abgeschlossenen Refinanzierung und einer sinkenden Steuerquote rechnen wir zudem mit einem signifikanten Anstieg des EPS (CAGR_{2015–18e}: 46,3%).

KATALYSATOREN

Wir erwarten gute Q4-Ergebnisse und einen positiven Ausblick auf 2017, was unterstreichen sollte, dass der Wachstumstrend intakt ist.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung basiert auf einem DCF-Modell, das unterstützt wird durch einen Peer-Group-Vergleich (Abschlag von 16–23% auf Basis von EV/EBITDA und KGV). Unser Kursziel impliziert ein KGV_{2017e} von 17,6x. Vor dem Hintergrund des Infrastrukturcharakters von VTG halten wir dies für angemessen.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	818,3	1.028	1.026	1.057	1.090
EBIT	83,5	144,1	152,7	171,3	186,5
EBIT-Marge	10,2%	14,0%	14,9%	16,2%	17,1%
Nettofinanzverbind.	829,1	1.668	1.654	1.635	1.610
Freier Cash-flow	-11,2	201,4	98,8	104,2	112,8
EPS (in EUR)	0,93	0,75	1,43	1,93	2,35
DPS (in EUR)	0,45	0,50	0,55	0,60	0,66
Dividendenrendite	2,5%	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%
EV/Umsatz	1,6	2,7	2,7	2,6	2,5
EV/EBIT	15,5	19,6	18,4	16,3	14,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis	19,8	37,9	19,8	14,7	12,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Starke Marktposition
- Diversifiziertes Kundenportfolio
- Geringe Zyklizität und Preissensitivität in der Waggonvermietung
- Langfristige Verträge mit hoher Erneuerungsrate

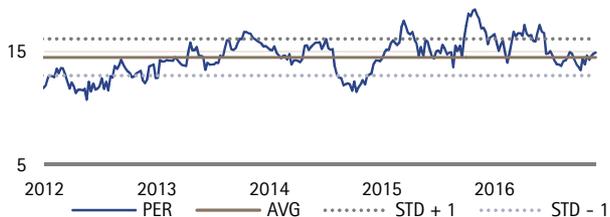
MANAGEMENT

- Dr. Heiko Fischer (CEO)
- Dr. Kai Kleeberg (CFO)
- Günter-Friedrich Maas (Vorstand Logistik und Sicherheit)
- Mark Stevenson (Vorstand Treasury, Finanzierung und Steuern)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatz 2016e: 1,030-1,070 Mio. €
- EBITDA 2016e: 345-355 Mio. €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 06.04.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	24,0%	16,6%	21,8%	22,0%	22,0%
Capex/Abschreibungen	1,8	0,9	1,2	1,2	1,2
ROCE	6,3%	5,6%	5,8%	6,4%	6,9%
Free Cash-flow-Rendite	-2,9%	24,6%	12,3%	12,9%	14,0%
Eigenkapitalquote	20,3%	24,6%	25,1%	25,8%	26,8%
Nettofinanzverbind./EK	244%	223%	213%	201%	186%
Nettoverschuld./EBITDA	4,3	5,0	4,8	4,5	4,2
Zinsdeckung	1,5	1,5	2,2	2,4	2,7

Schwächen/Risiken

- Logistiksegmente mit begrenztem Margenpotenzial
- Hohe Erhaltungsinvestitionen belasten FCF
- Hohe Verschuldung
- Hohe Abhängigkeit zu Europa

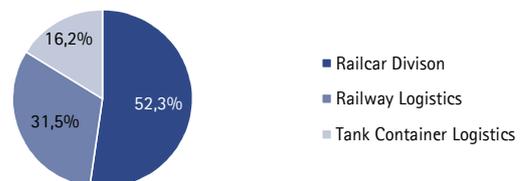
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Mit über 80.000 Eisenbahngüterwagen ist die VTG AG der größte private Waggonvermieter in Europa, mit Fokus auf den Transport flüssiger und sensibler Güter. Dabei umfasst die Flotte schwerpunktmäßig Kesselwagen, Intermodalwagen sowie Großraumgüter- und Flachwagons. Darüber hinaus beinhaltet das Dienstleistungsportfolio die Organisation von Gütertransporten auf der Schiene und den weltweiten intermodalen Transport von Flüssigkeiten in Tankcontainern. Zu VTGs Kunden gehören Unternehmen u.a. aus der Chemie-, Mineralöl-, Automobil- und Papierindustrie.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- EPS 2018e: 2,50 €

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Andreas Goer	29,0
Michael Kuehne	20,3
Joachim Herz Stiftung	10,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.026	1.057	1.090
Konsensus	1.015	1.051	1.082
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	152,7	171,3	186,5
Konsensus	156,7	169,5	184,2
EPS (EUR)			
BHL	1,43	1,93	2,35
Konsensus	1,60	1,92	2,39

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

VTG Aktiengesellschaft – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	818,3	1.028	1.026	1.057	1.090
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	-1,1	-1,0	-0,5	-0,6	-0,6
Gesamtumsatz	817,3	1.027	1.026	1.056	1.090
Materialaufwand	-451,4	-467,3	-460,3	-466,7	-477,6
Personalaufwand	-86,8	-100,7	-101,7	-103,7	-105,8
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-88,1	-122,0	-118,7	-119,5	-120,9
EBITDA	191,0	336,5	345,2	366,3	385,5
Abschreibungen	107,5	192,4	192,5	195,0	199,0
EBITA	83,5	144,1	152,7	171,3	186,5
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	83,5	144,1	152,7	171,3	186,5
Finanzergebnis	-53,7	-98,2	-70,3	-70,1	-70,0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	29,8	45,9	82,4	101,2	116,5
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	29,8	45,9	82,4	101,2	116,5
Steuern	-11,0	-16,5	-28,7	-32,9	-36,1
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	18,8	29,4	53,7	68,3	80,4
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	1,1	-7,8	-12,5	-12,7	-12,8
Nettogewinn (ber.)	19,8	21,6	41,2	55,6	67,6
Anzahl der Aktien	21,4	28,8	28,8	28,8	28,8
EPS	0,93	0,75	1,43	1,93	2,35

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	44,8%	54,5%	55,2%	55,8%	56,2%
EBITDA-Marge	23,3%	32,7%	33,6%	34,7%	35,4%
EBITA-Marge	10,2%	14,0%	14,9%	16,2%	17,1%
EBIT-Marge	10,2%	14,0%	14,9%	16,2%	17,1%
EBT-Marge	3,6%	4,5%	8,0%	9,6%	10,7%
Nettoumsatzrendite	2,4%	2,1%	4,0%	5,3%	6,2%
Steuerquote	37,0%	36,0%	34,8%	32,5%	31,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	4,4%	25,6%	-0,1%	3,0%	3,2%
EBITDA	4,0%	76,2%	2,6%	6,1%	5,2%
EBIT	7,4%	72,7%	5,9%	12,2%	8,9%
EBT	8,6%	54,2%	79,4%	22,8%	15,1%
Nettogewinn (ber.)	30,4%	8,7%	90,9%	34,9%	21,5%
EPS	30,4%	-19,1%	90,9%	34,9%	21,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VTG Aktiengesellschaft – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	1.418	2.708	2.739	2.777	2.818
Sachanlagen	1.162	2.197	2.229	2.266	2.307
Immaterielle Vermögenswerte	213,2	439,7	439,7	439,7	439,7
Finanzielle Vermögenswerte	1,5	2,9	2,9	2,9	2,9
sonstige langfristige Vermögenswerte	41,0	68,1	68,1	68,1	68,1
Kurzfristige Vermögensgegenstände	255,2	339,0	354,3	377,8	409,1
Vorräte	21,1	24,1	24,6	25,4	26,2
Forderungen aus Lieferung und Leistung	109,0	148,2	148,8	153,2	158,1
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	44,7	68,9	68,9	68,9	68,9
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	80,4	97,8	112,0	130,3	155,9
Summe Aktiva	1.673	3.047	3.094	3.155	3.227
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	340,5	748,2	775,0	814,8	865,1
Eigenkapital (vor Dritten)	333,5	488,8	515,6	555,4	605,7
Minderheitenanteile	7,0	259,4	259,4	259,4	259,4
Langfristiges Fremdkapital	1.095	1.938	1.940	1.941	1.943
Rückstellungen für Pensionen	64,6	74,5	76,0	77,5	79,1
Sonstige Rückstellungen	12,9	10,6	10,6	10,6	10,6
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	892,6	1.664	1.664	1.664	1.664
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	125,2	189,1	189,1	189,1	189,1
Kurzfristiges Fremdkapital	237,7	360,8	379,1	398,8	419,1
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	17,0	101,7	101,7	101,7	101,7
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	47,1	59,0	59,0	59,0	59,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	127,0	131,6	134,5	138,4	142,8
Sonstige Verbindlichkeiten	46,6	68,5	83,9	99,6	115,5
Summe Passiva	1.673	3.047	3.094	3.155	3.227

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

VTG Aktiengesellschaft – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	84,7%	88,9%	88,5%	88,0%	87,3%
Sachanlagen	69,5%	72,1%	72,0%	71,8%	71,5%
Immaterielle Vermögenswerte	12,7%	14,4%	14,2%	13,9%	13,6%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	15,3%	11,1%	11,5%	12,0%	12,7%
Vorräte	1,3%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	6,5%	4,9%	4,8%	4,9%	4,9%
Flüssige Mittel	4,8%	3,2%	3,6%	4,1%	4,8%
Passiva					
Eigenkapital	20,3%	24,6%	25,1%	25,8%	26,8%
Langfristiges Fremdkapital	65,4%	63,6%	62,7%	61,5%	60,2%
Rückstellungen für Pensionen	3,9%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	53,3%	54,6%	53,8%	52,7%	51,6%
Kurzfristiges Fremdkapital	14,2%	11,8%	12,3%	12,6%	13,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,0%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	7,6%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wacker Neuson SE

Europa stabiler Anker, Wachstumsmärkte unter Plan

06.12.2016

Halten (Halten)
13,00 EUR (13,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 13,60 EUR
Bloomberg: WAC GR WKN: WACK01
Branche Bauindustrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch	15,98 EUR
52 Wochen Tief	11,44 EUR
Relativ zu	SDAX
YTD	-3,4%
1 Monat	8,1%
12 Monate	4,1%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016)	1.242
Marktkapital. (Mio. EUR)	957
Anzahl der Aktien (Mio.)	70
Streubesitz	36,3%

Nächster Termin

Jahreszahlen	16.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Marc Gabriel, CIA, CEFA
Telefon: +49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Das Jahr 2016 stellt u. E. für die Gruppe ein Jahr des Übergangs dar. Der Konzern hatte nach den starken Rückgängen des Geschäfts mit den Kunden aus der Agrarindustrie sowie der Öl- und Gasindustrie seit der zweiten Jahreshälfte 2015 seine Wachstumserwartungen reduziert. Eine Erholung dieser Endmärkte sehen wir erst mittelfristig.

INVESTMENT CASE

Nichtsdestotrotz nutzt der Konzern seine Chancen und setzt weiter auf Internationalisierung mit neuen Werken in Brasilien und China. Zum Dreivierteljahr 2016 lag der Umsatz stabil bei knapp über 1 Mrd. €, während die EBIT-Marge von 8% auf 6,9% zurückfiel. Durch die Expansionsbestrebungen erwarten wir für GJ 2016 Verluste in den Regionen Amerika und Asien.

Wacker Neuson hat im laufenden Jahr bereits die eigenen Erwartungen reduziert, da insbesondere die Wachstumsmärkte Americas und Asia/Pacific nicht profitabel waren, während die Kern-Region Europa mit robusten Ergebnissen überzeugte. Für das Gesamtjahr erwartet das Unternehmen einen Umsatz und Ertrag am unteren Ende der Prognosespanne (Umsatz 1,375–1,425 Mrd. €; EBIT Marge 6,5–7,5%).

KATALYSATOREN

- Kurzfristig sehen wir keine wesentliche Erholung der Erwartungen für die schwächelnden Endmärkte.
- Mittelfristig bleibt WackerNeuson u. E. auf Wachstumskurs, da sich der Trend zu kleineren Baumaschinen in den Regionen Amerika und Asien bestärkt und der Konzern hierauf seine Expansionsbestrebungen fokussiert.

BEWERTUNG

Anhand unserer beiden Cash-flow-Modelle (CF-Rendite, DCF) ermitteln wir einen fairen Wert für die Aktie von jeweils 13,20 €. Das gerundete Kursziel von 13,00 € und unsere Halten-Empfehlung bestätigen wir.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.284	1.375	1.375	1.463	1.542
EBIT	136	104	84	101	111
EBIT-Marge	10,6%	7,5%	6,1%	6,9%	7,2%
Nettofinanzverbind.	180	199	231	241	217
Freier Cash-flow	21	18	-1	15	48
EPS (in EUR)	1,30	0,94	0,75	0,92	1,02
DPS (in EUR)	0,50	0,50	0,40	0,40	0,50
Dividendenrendite	2,9%	3,5%	2,9%	2,9%	3,7%
EV/Umsatz	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBIT	10,4	12,1	14,8	12,4	11,0
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,0	15,1	18,2	14,8	13,3

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Premiumanbieter mit >300 Produkten und Synergiepotenzial im Vertrieb
- Solide Bilanz des Familienunternehmens ermöglicht Akquisitionen
- Wachstumstreiber sind neue Märkte (Amerika & Asien) und das Service-Geschäft
- Starkes Europageschäft als stabiler Faktor

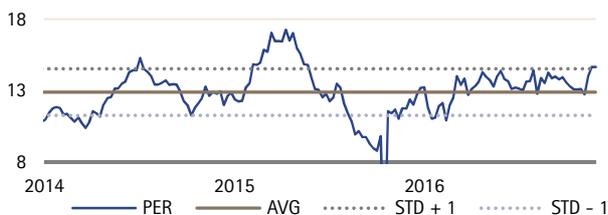
MANAGEMENT

- Cem Peksaglam (CEO)
- Martin Lehner (deputy CEO)
- Wilfried Trepels (CFO by 1.1.2017)
- Jan Willem Jongert
- Günther C. Binder (CFO bis 31.12.2016)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz zwischen 1,375 und 1,425 Mrd. €
- 2016: EBIT-Marge zwischen 6.5% und 7.5%
- 9M-Bericht: unteres Ende der Prognosespanne wahrscheinlich

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 16.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	2,2%	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%
Capex/Umsatz	7,0%	8,6%	7,2%	6,6%	4,7%
Capex/Abschreibungen	1,5	1,7	1,5	1,4	1,0
ROCE	10,9%	7,7%	6,1%	7,1%	7,6%
Free Cash-flow-Rendite	1,8%	1,8%	-0,1%	1,5%	4,8%
Eigenkapitalquote	70,2%	68,9%	67,7%	68,0%	68,3%
Nettofinanzverbind./EK	18%	19%	21%	21%	19%
Nettoverschuld./EBITDA	0,9	1,2	1,5	1,4	1,2
Zinsdeckung	0,0	0,0	8,4	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Ende der strategischen Allianzen mit CAT und Claas
- Margen mit Verleihfirmen (Anteil: ca. 20%) geringer als im Direktvertrieb
- Anteil im weniger zyklischen Landmaschinengeschäft (15%) ist noch zu gering
- Visibilität im Baumaschinenbereich sehr gering - steigendes Umlaufvermögen

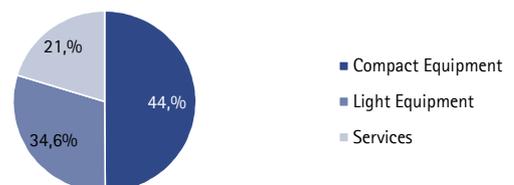
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Der Wacker-Neuson-Konzern produziert Baugeräte („Light Equipment“) und Kompaktmaschinen („Compact Equipment“) und bietet dazugehörige Dienstleistungen mittels >140 Vertriebs- und Servicestationen sowie >12.000 Vertriebs- und Servicepartner weltweit an. Das Unternehmen wurde 1848 gegründet, hat heute mehr als 40 Tochterunternehmen und beschäftigt über 4.000 Mitarbeiter. Unternehmenssitz ist München.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Umsatzwachstum bei 10% CAGR auf über 2 Mrd. € (voraussichtlich 2019e)

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Wacker Familie	33,0
Neunteufel Familie	30,0
Dimensional Fund Advisors LP	1,4

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	1.375	1.463	1.542
Konsensus	1.377	1.445	1.525
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	84	101	111
Konsensus	89	99	112
EPS (EUR)			
BHL	0,75	0,92	1,02
Konsensus	0,82	0,97	1,11

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Wacker Neuson SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.284	1.375	1.375	1.463	1.542
Umsatzkosten	-903	-991	-1.012	-1.075	-1.128
Bruttoergebnis vom Umsatz	381	384	362	388	414
Vertriebs- und Marketingkosten	-171	-187	-187	-194	-204
Allgemeines und Verwaltung	-64	-71	-71	-70	-74
Forschung und Entwicklung	-29	-34	-35	-36	-37
Sonstiges betriebliches Ergebnis	18	10	14	13	13
EBITDA	196	171	151	171	184
Abschreibungen	60	68	67	70	72
EBITA	136	104	84	101	111
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	136	104	84	101	111
Finanzergebnis	-6	-6	-8	-8	-8
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	130	98	76	93	103
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	130	98	76	93	103
Steuern	-38	-31	-23	-28	-31
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	92	67	53	65	72
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	-1	-1	-1	-1	-1
Nettogewinn (ber.)	92	66	52	65	72
Anzahl der Aktien	70	70	70	70	70
EPS (in EUR)	1,30	0,94	0,75	0,92	1,02

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	29,7%	28,0%	26,4%	26,5%	26,8%
EBITDA-Marge	15,3%	12,5%	11,0%	11,7%	11,9%
EBITA-Marge	10,6%	7,5%	6,1%	6,9%	7,2%
EBIT-Marge	10,6%	7,5%	6,1%	6,9%	7,2%
EBT-Marge	10,1%	7,1%	5,5%	6,4%	6,7%
Nettoumsatzrendite	7,2%	4,8%	3,8%	4,5%	4,7%
Steuerquote	29,2%	31,6%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	10,8%	7,1%	0,0%	6,4%	5,4%
EBITDA	27,9%	-12,7%	-12,0%	13,7%	7,1%
EBIT	43,6%	-23,9%	-19,2%	21,0%	10,0%
EBT	47,8%	-25,1%	-22,5%	23,3%	10,9%
Nettogewinn (ber.)	49,4%	-27,7%	-20,8%	23,5%	11,0%
EPS	49,4%	-27,9%	-20,8%	23,5%	11,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wacker Neuson SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	814	851	883	910	910
Sachanlagen	389	419	449	474	473
Immaterielle Vermögenswerte	354	362	362	362	362
Finanzielle Vermögenswerte	18	18	18	18	19
sonstige langfristige Vermögenswerte	53	52	53	55	57
Kurzfristige Vermögensgegenstände	634	701	723	743	797
Vorräte	424	475	498	523	549
Forderungen aus Lieferung und Leistung	173	180	185	191	197
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	22	22	22	23	24
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	14	25	17	5	27
Summe Aktiva	1.448	1.552	1.605	1.652	1.707
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	1.016	1.069	1.086	1.123	1.167
Eigenkapital (vor Dritten)	1.012	1.064	1.081	1.118	1.162
Minderheitenanteile	4	5	5	5	5
Langfristiges Fremdkapital	209	206	214	223	232
Rückstellungen für Pensionen	45	48	49	50	51
Sonstige Rückstellungen	4	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	127	124	128	132	136
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	33	34	37	41	45
Kurzfristiges Fremdkapital	222	277	305	307	309
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	67	99	120	114	108
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	13	13	14	14	15
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	65	80	83	85	88
Sonstige Verbindlichkeiten	77	84	89	93	98
Summe Passiva	1.448	1.552	1.605	1.652	1.707

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wacker Neuson SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	56,2%	54,8%	55,0%	55,1%	53,3%
Sachanlagen	26,9%	27,0%	28,0%	28,7%	27,7%
Immaterielle Vermögenswerte	24,5%	23,3%	22,5%	21,9%	21,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	43,8%	45,2%	45,0%	44,9%	46,7%
Vorräte	29,3%	30,6%	31,0%	31,7%	32,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	12,0%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%
Flüssige Mittel	1,0%	1,6%	1,0%	0,3%	1,6%
Passiva					
Eigenkapital	70,2%	68,9%	67,7%	68,0%	68,3%
Langfristiges Fremdkapital	14,4%	13,3%	13,3%	13,5%	13,6%
Rückstellungen für Pensionen	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	8,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Kurzfristiges Fremdkapital	15,4%	17,8%	19,0%	18,6%	18,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4,6%	6,4%	7,5%	6,9%	6,3%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	4,5%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

WashTec AG

Mit Wäsche Geld verdienen

02.12.2016

Kaufen (Kaufen)
55,00 EUR (51,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 48,80 EUR
 Bloomberg: WSU GR WKN: 750750
 Branche Industrie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 48,80 EUR
 52 Wochen Tief 26,50 EUR
 Relativ zu SDAX
 YTD 61,0%
 1 Monat 11,5%
 12 Monate 53,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 661
 Marktkapital. (Mio. EUR) 653
 Anzahl der Aktien (Mio.) 13
 Streubesitz 87,4%

Nächster Termin

Jahreszahlen 22.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	1,6%	5,2%	5,3%
2017e	2,6%	4,1%	4,1%
2018e	2,6%	2,3%	2,3%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
 Telefon: +49 (0)211 4952-311
 christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Starke Q3-Zahlen haben deutlich gezeigt, dass unsere optimistische Prognose für die WashTec AG sogar noch zu vorsichtig war. Dank der Aussicht auf zweistelliges Wachstum in Q4 und ein deutliches Plus auch in Q1 2017 haben wir unsere Schätzungen erhöht. Unser Kursziel steigt in der Folge von 51,00 € auf 55,00 €, sodass wir unsere Kaufempfehlung bestätigen.

INVESTMENT CASE

Die in den zurückliegenden Quartalen ergriffenen Maßnahmen zur Stärkung der globalen Vertriebs- und Marketingaktivitäten sowie zur operativen Verbesserung zeigen in den aktuellen Zahlen erneut ihre positiven Effekte und werden gezielt fortgesetzt. Nachdem WashTec zuvor für 2016 eine zweistellige EBIT-Marge (2015: 10,7%) in Aussicht gestellt hatte, ließ sich eine erneute Anhebung der Guidance nach den 9M-Zahlen nicht vermeiden. Aktuell erwartet die Gruppe eine EBIT-Marge oberhalb des Vorjahres (BHL: 11,5%). Unsere EBIT-Prognose basiert nicht zuletzt auf der Erwartung eines zweistelligen Umsatzwachstums in Q4, was die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells untermauern dürfte. Infolge des hohen Auftragsbestands und der anhaltend positiven Entwicklung sowohl im Geschäft mit Großkunden als auch bei anderen Kundengruppen erwarten wir im letzten Quartal eine hohe Auslastung der Produktion und Installationen in Nordamerika und Europa.

KATALYSATOREN

WashTec besitzt nach eigenen Angaben Visibilität für den Jahresstart 2017 und spricht bereits jetzt gewohnt konservativ von einem deutlichen Wachstum – das beste Zeichen für einen anhaltend positiven Newsflow.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung ist angesichts der Cashflow-Stärke der Gesellschaft DCF-basiert und führt uns nach der Anhebung unserer Schätzungen zu einem neuen Kursziel von 55,00 € (zuvor: 51,00 €).

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	303	341	365	387	406
EBIT	18	36	42	45	48
EBIT-Marge	6,1%	10,7%	11,5%	11,7%	11,8%
Nettofinanzverbind.	-10	3	-1	-7	-12
Freier Cash-flow	25	26	33	31	33
EPS (in EUR)	0,91	1,78	2,17	2,35	2,48
DPS (in EUR)	1,65	1,70	1,90	2,10	2,30
Dividendenrendite	12,6%	5,6%	3,9%	4,3%	4,7%
EV/Umsatz	0,6	1,3	1,8	1,7	1,6
EV/EBIT	9,9	11,9	15,7	14,5	13,6
Kurs-Gewinn-Verhältnis	14,3	17,1	22,5	20,8	19,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Modulares Konzept ermöglicht die optimale Ausrichtung an alle Kundenanforderungen
- WashTec versteht sich als Full-Service-Provider
- Mit auwa Chemie kann die Gruppe Kunden durch Waschchemie noch umfangreicher unterstützen und sich so als Full-Service-Provider etablieren
- Zunahme der globalen Aktivitäten sollte zu Skaleneffekten in der Beschaffung und der Produktion führen und damit die Marge steigern
- Durch WashTec entwickelte Innovationen wurden mehrfach ausgezeichnet, was den Absatz verbessert

MANAGEMENT

- Dr. Volker Zimmermann (CTO & CEO)
- Rainer Springs (CFO)
- Karoline Kalb (CHRO)
- Stephan Weber (CSO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Q4 mit zweistelligen Umsatzwachstum
- 2016: EBIT-Marge über der 2015er Marke

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 22.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	1,4%	2,1%	3,2%	2,3%	2,3%
Capex/Abschreibungen	0,4	0,7	1,2	0,9	0,9
ROCE	17,2%	36,3%	40,1%	40,7%	41,1%
Free Cash-flow-Rendite	13,8%	6,2%	5,2%	5,0%	5,3%
Eigenkapitalquote	48,9%	42,2%	43,7%	45,4%	46,7%
Nettofinanzverbind./EK	-11%	3%	-1%	-8%	-13%
Nettoverschuld./EBITDA	-0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Investitionsstopp einzelner Mineralölgesellschaften bei Rahmenlieferabkommen
- Veränderungen im Fahrverhalten oder gesetzliche Bestimmungen können zu weniger gefahrenen Kilometern und damit zu weniger Autowäsche führen
- Unterjährige Nachfrageschwankungen bergen Kapazitätsrisiken

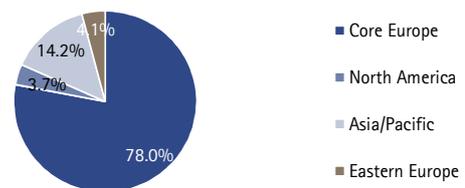
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die WashTec-Gruppe ist das weltweit führende Unternehmen im Bereich Reinigungstechnologie für Verkehrssysteme. Das Unternehmen produziert und wartet mit über 1.700 Mitarbeitern eine Produktpalette für alle Arten von Fahrzeugen.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Kempen	9,6
EQMC Europe	9,8
Dr. Kurt Schwarz	8,4

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	365	387	406
Konsensus	367	380	396
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	42	45	48
Konsensus	43	44	48
EPS (EUR)			
BHL	2,17	2,35	2,48
Konsensus	2,15	2,31	2,49

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

WashTec AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	303	341	365	387	406
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	1	3	2	2	2
Gesamtumsatz	303	344	367	389	408
Materialaufwand	-120	-139	-144	-155	-162
Personalaufwand	-111	-113	-120	-126	-131
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-43	-46	-52	-53	-57
EBITDA	29	46	52	55	58
Abschreibungen	10	10	10	10	10
EBITA	18	36	42	45	48
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	18	36	42	45	48
Finanzergebnis	-1	-1	0	0	0
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	18	36	42	45	47
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	18	36	42	45	47
Steuern	-5	-11	-13	-13	-14
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	13	25	29	31	33
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	13	25	29	31	33
Anzahl der Aktien	14	14	13	13	13
EPS	0,91	1,78	2,17	2,35	2,48

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	60,3%	59,3%	60,6%	60,0%	60,0%
EBITDA-Marge	9,5%	13,5%	14,2%	14,3%	14,3%
EBITA-Marge	6,1%	10,7%	11,5%	11,7%	11,8%
EBIT-Marge	6,1%	10,7%	11,5%	11,7%	11,8%
EBT-Marge	5,8%	10,5%	11,5%	11,6%	11,7%
Nettoumsatzrendite	4,2%	7,2%	8,0%	8,1%	8,2%
Steuerquote	28,1%	31,7%	30,5%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1,0%	12,6%	7,1%	6,0%	5,0%
EBITDA	5,8%	61,1%	12,6%	6,3%	5,0%
EBIT	7,3%	98,5%	15,5%	7,3%	5,7%
EBT	12,2%	>100%	16,3%	7,3%	5,8%
Nettogewinn (ber.)	13,6%	93,0%	18,3%	8,1%	5,8%
EPS	13,6%	95,4%	21,7%	8,1%	5,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

WashTec AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	87	86	88	87	86
Sachanlagen	33	32	34	33	32
Immaterielle Vermögenswerte	49	48	48	48	48
Finanzielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
sonstige langfristige Vermögenswerte	6	6	6	6	6
Kurzfristige Vermögensgegenstände	99	104	109	116	122
Vorräte	35	40	41	42	43
Forderungen aus Lieferung und Leistung	42	46	46	46	46
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6	11	11	11	11
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	16	8	11	17	22
Summe Aktiva	186	190	196	202	208
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	91	80	86	92	97
Eigenkapital (vor Dritten)	91	80	86	92	97
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Langfristiges Fremdkapital	23	22	22	22	22
Rückstellungen für Pensionen	10	10	10	10	10
Sonstige Rückstellungen	3	3	3	3	3
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	4	4	4	4	4
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6	6	6	6	6
Kurzfristiges Fremdkapital	72	87	89	89	89
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2	7	6	6	6
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	15	13	15	15	15
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6	8	8	8	8
Sonstige Verbindlichkeiten	49	60	60	60	60
Summe Passiva	186	190	196	202	208

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

WashTec AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	46,9%	45,1%	44,6%	42,8%	41,2%
Sachanlagen	17,6%	16,7%	17,3%	16,3%	15,4%
Immaterielle Vermögenswerte	26,1%	25,1%	24,2%	23,5%	22,9%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	53,1%	54,9%	55,4%	57,2%	58,8%
Vorräte	19,1%	21,0%	20,9%	20,8%	20,7%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	22,4%	24,1%	23,4%	22,7%	22,2%
Flüssige Mittel	8,4%	4,1%	5,5%	8,3%	10,6%
Passiva					
Eigenkapital	48,9%	42,2%	43,7%	45,4%	46,7%
Langfristiges Fremdkapital	12,4%	11,8%	11,2%	10,9%	10,6%
Rückstellungen für Pensionen	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	38,7%	46,0%	45,1%	43,7%	42,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1,2%	3,6%	3,1%	3,0%	2,9%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

windeln.de SE

Aus dem Fokus geraten

02.12.2016

Verkaufen (Halten)
3,00 EUR (7,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 3,39 EUR

Bloomberg: WDL GR WKN: WNDL11

Branche Handel

Kursperformance

52 Wochen Hoch 10,83 EUR

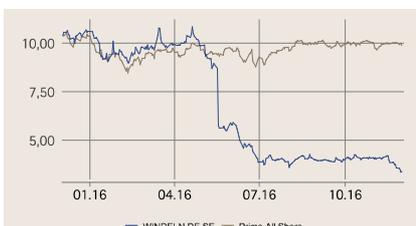
52 Wochen Tief 3,36 EUR

Relativ zu Prime All Share

YTD -63,4%

1 Monat -18,3%

12 Monate -59,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 37

Marktkapital. (Mio. EUR) 89

Anzahl der Aktien (Mio.) 26

Streubesitz 55,6%

Nächster Termin

Analystenkonferenz 15.03.2017

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2016e	-15,6%	13,0%	-4,0%
2017e	-18,8%	40,7%	10,9%
2018e	-18,8%	107,9%	43,1%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA

Telefon: +49 (0)211 4952-311

christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Auch auf dem ermäßigten Kursniveau sehen wir weiterhin Risiken für die Gesellschaft. Unsere Bilanzplanung zeigt, dass der Break-even mit der aktuellen Liquidität nicht erreicht werden kann. windeln.de hat 2016 mehrfach die Investoren enttäuscht und muss jetzt Vertrauen zurückgewinnen. Insgesamt sehen wir weiter Risiken und stufen den Wert trotz des schon deutlich ermäßigten Kursniveaus auf Verkäufen herab.

INVESTMENT CASE

Bereits Ende Juli hatte windeln.de Maßnahmen eingeleitet, um einen kundenorientierteren Fokus auf die Geschäftsaktivitäten zu legen, operative Prozesse zu verbessern und Kosten zu senken. Gleichzeitig wurde der Shopping Club aufgegeben. Die Marke Nakiki wurde neu aufgesetzt und fungiert heute als Ready-to-Ship-Plattform im Segment Deutscher Shop. So wird auf der entsprechenden Internetseite ein neuer Shop etabliert, über den primär Kleidung, Spielzeug und Accessoires für Kinder bis zu sechs Jahren verkauft werden. Vor Wertberichtigungen der Vorräte ist mit einmaligen Kosten von 2 Mio. € zu rechnen. Bei unterstelltem Umsatzwachstum für die kommenden Jahre, reflektieren wir die im Vergleich zu anderen Produktbereichen (z. B. Konsumelektronik, Schuhe etc.) vergleichsweise niedrigere Penetration im Online-Markt für Baby- und Kleinkindprodukte, die aufgrund der steigenden Online-Affinität junger Familien strukturelle Wachstumsvoraussetzungen schafft. Jedoch sind wir der Auffassung, dass sich die negative Marge zwar verbessert, aber noch im roten Bereich bleibt, sodass nach unserer Planung spätestens 2018 Kapitalmaßnahmen notwendig wären.

KATALYSATOREN

Ein Erreichen der Break-even-Schwelle erwarten wir aktuell nicht vor Ende 2018.

BEWERTUNG

Der Median der Peer-Group notiert aktuell auf einem EV/Umsatz 2017e von 0,7x. Auf den ersten Blick ist Windeln.de mit 0,4x günstig bewertet, weist jedoch seit dem IPO einen u. E. gerechtfertigten Abschlag auf.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	101	179	196	245	306
EBIT	-12	-27	-32	-26	-21
EBIT-Marge	-11,6%	-15,4%	-16,4%	-10,4%	-7,0%
Nettofinanzverbind.	-32	-85	-52	-22	4
Freier Cash-flow	-7	-39	-33	-31	-26
EPS (in EUR)	-0,49	-1,28	-1,19	-0,93	-0,78
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,4	0,0	0,2	0,3	0,3
EV/EBIT	-3,6	0,2	-1,2	-2,7	-4,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-6,9	-2,6	-2,9	-3,6	-4,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Struktureller Wandel von offline zu online
- Markt ist international fragmentiert: Chancen durch Konsolidierung
- Organisches Wachstum wird durch Akquisitionen verstärkt
- Ausweitung des Sortiments um neue Produktkategorien
- Skalierbarkeit sollte mittelfristig Margen verbessern

MANAGEMENT

- Konstantin Urban
- Alexander Brand
- Dr. Nikolaus Weinberger (CFO)
- Jürgen Vedic (COO)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2016: Umsatz zwischen 190 und 200 Mio. €
- 2016: bereinigte EBIT-Marge zwischen -12% und -14%

HISTORISCHES KGV

n. a.

UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 15.03.2017 Analystenkonferenz

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
F&E/Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex/Umsatz	0,1%	0,6%	1,0%	1,6%	1,6%
Capex/Abschreibungen	0,8	3,0	0,9	6,3	7,0
ROCE	-27,5%	-23,2%	-37,7%	-42,0%	-48,4%
Free Cash-flow-Rendite	-2,0%	-15,3%	-30,5%	-28,4%	-23,8%
Eigenkapitalquote	60,7%	72,0%	62,3%	49,5%	33,4%
Nettofinanzverbind./EK	-93%	-74%	-62%	-36%	11%
Nettoverschuld./EBITDA	2,8	3,1	1,7	0,9	-0,2
Zinsdeckung	< -10	-9,4	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Geringe Markteintrittsbarrieren
- Cina-Exposure verbunden mit möglichen regulatorischen Veränderungen
- Konzentration auf der Herstellerebene
- Infrastruktur und Technologie müssen stets up-to-date sein.

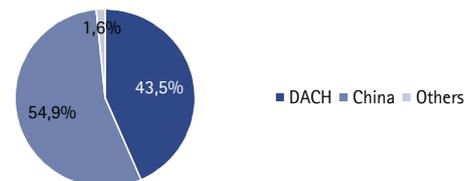
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

windeln.de ist heute einer der führenden reinen Onlinehändler für Baby- und Kinderprodukte in Europa und bietet eines der umfassendsten Sortimente für Babys und Kinder. Das Spektrum reicht von Windeln und Babynahrung über Kindermöbel, Spielzeug, Kleidung bis hin zu Babyphones und Autositzen. Dabei werden mit Einstiegsprodukten Kunden gewonnen, was die Möglichkeit zum Cross-Selling in margenstärkeren Produkte bietet – dies zeigt sich in einer Wiederkauftrate von >80% sowie Marketingkosten pro Einkauf von 3,60 €.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Senkung der Umsatzkosten in % der Umsatzerlöse
- Geringhaltung der Fulfillmentkosten in % vom Umsatz
- sinkende Aufwendungen für Vertrieb und Verwaltung in % vom Umsatz

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

DN Capital Ltd.	13,8
Acton Capital Partners	11,1
MCI Capital TFI SA	15,0

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	196	245	306
Konsensus	204	241	285
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-32	-26	-21
Konsensus	0	0	0
EPS (EUR)			
BHL	-1,19	-0,93	-0,78
Konsensus	-1,26	-0,96	-0,79

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

windeln.de SE – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	101	179	196	245	306
Umsatzkosten	-78	-131	-143	-179	-224
Bruttoergebnis vom Umsatz	23	47	53	66	83
Vertriebs- und Marketingkosten	-27	-54	-68	-78	-92
Allgemeines und Verwaltung	-9	-23	-24	-25	-26
Forschung und Entwicklung	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0	3	7	12	14
EBITDA	-12	-27	-30	-25	-21
Abschreibungen	0	0	2	1	1
EBITA	-12	-27	-32	-26	-21
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	-12	-27	-32	-26	-21
Finanzergebnis	2	-3	1	1	1
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-10	-30	-31	-25	-20
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0	0	0	0	0
EBT	-10	-30	-31	-25	-20
Steuern	0	0	0	0	0
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-10	-30	-31	-25	-20
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	-10	-30	-31	-25	-20
Anzahl der Aktien	20	24	26	26	26
EPS (in EUR)	-0,49	-1,28	-1,19	-0,93	-0,78

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bruttomarge	23,1%	26,4%	27,0%	27,0%	27,0%
EBITDA-Marge	-11,4%	-15,2%	-15,3%	-10,2%	-6,8%
EBITA-Marge	-11,6%	-15,4%	-16,4%	-10,4%	-7,0%
EBIT-Marge	-11,6%	-15,4%	-16,4%	-10,4%	-7,0%
EBT-Marge	-9,5%	-17,0%	-15,9%	-10,0%	-6,7%
Nettoumsatzrendite	-9,7%	-17,0%	-15,9%	-10,0%	-6,7%
Steuerquote	-2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	>100%	76,3%	9,7%	25,0%	25,0%
EBITDA	-4,8%	>100%	10,6%	-16,8%	-16,7%
EBIT	-4,1%	>100%	17,0%	-20,6%	-15,9%
EBT	-21,7%	>100%	2,5%	-21,3%	-16,5%
Nettogewinn (ber.)	-19,9%	>100%	2,6%	-21,3%	-16,5%
EPS	3,2%	>100%	-7,5%	-21,4%	-16,5%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

windeln.de SE – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	5	34	34	37	41
Sachanlagen	0	1	1	2	2
Immaterielle Vermögenswerte	4	32	32	35	39
Finanzielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
sonstige langfristige Vermögenswerte	0	0	1	1	1
Kurzfristige Vermögensgegenstände	53	125	101	83	74
Vorräte	11	27	37	48	59
Forderungen aus Lieferung und Leistung	2	4	5	5	6
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6	5	6	7	8
Wertpapiere	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	34	89	54	23	1
Summe Aktiva	57	159	134	120	116
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	35	115	84	59	39
Eigenkapital (vor Dritten)	35	115	84	59	39
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0
Langfristiges Fremdkapital	7	10	8	8	13
Rückstellungen für Pensionen	6	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	0	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0	4	1	1	5
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0	6	7	7	8
Kurzfristiges Fremdkapital	16	34	43	52	64
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2	0	1	1	1
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	1	2	3	4	4
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	11	22	29	38	48
Sonstige Verbindlichkeiten	2	10	10	10	12
Summe Passiva	57	159	134	120	116

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

windeln.de SE – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Langfristige Vermögensgegenstände	7,9%	21,4%	25,1%	30,9%	35,6%
Sachanlagen	0,8%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%
Immaterielle Vermögenswerte	7,1%	20,3%	23,8%	29,3%	33,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	92,1%	78,6%	74,9%	69,1%	64,4%
Vorräte	18,9%	17,0%	27,2%	39,8%	51,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	3,5%	2,6%	3,3%	4,2%	4,8%
Flüssige Mittel	59,4%	55,6%	39,8%	19,2%	1,2%
Passiva					
Eigenkapital	60,7%	72,0%	62,3%	49,5%	33,4%
Langfristiges Fremdkapital	12,0%	6,4%	5,9%	7,0%	11,2%
Rückstellungen für Pensionen	11,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	0,1%	2,3%	0,7%	0,8%	4,3%
Kurzfristiges Fremdkapital	27,4%	21,6%	31,8%	43,5%	55,4%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,7%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	19,0%	14,1%	21,8%	31,8%	41,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wüstenrot & Württembergische AG

Weiterhin starke Performance in der Sachversicherung

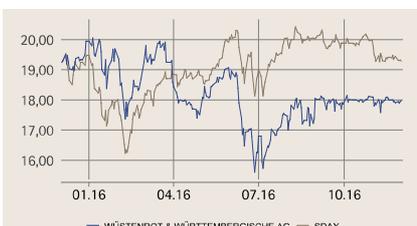
06.12.2016

Kaufen (Kaufen)
23,00 EUR (23,00 EUR)

Schlusskurs 01.12.2016 17,98 EUR
 Bloomberg: WUW GY WKN: 805100
 Branche Versicherungen

Kursperformance

52 Wochen Hoch	20,05 EUR
52 Wochen Tief	15,61 EUR
Relativ zu SDAX	
YTD	-8,9%
1 Monat	2,1%
12 Monate	-6,8%



Daten zur Aktie

Marktkapital. (Mio. EUR)	1.686
Anzahl der Aktien (Mio.)	94
Streubesitz	20,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen	31.03.2017
--------------	------------

Änderungen im Modell

	NEP	EBT	EPS
2016e	---	---	---
2017e	---	---	---
2018e	---	---	---

Analyst

Andreas Schäfer, Analyst
 Telefon: +49 (0)211 4952-819
 andreas.schaefer@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir bestätigen die Kaufempfehlung für die Aktie von Wüstenrot & Württembergische (W&W) mit einem unveränderten Kursziel von 23,00 €. Die Hauptargumente für unsere Kaufempfehlung bleiben die sehr günstige Bewertung, das hochprofitable Sachversicherungsgeschäft und die sehr ausgeprägte Kostenkontrolle. Darüber hinaus sehen wir W&W als einen der Hauptprofiteure des momentanen Zinsanstiegs.

INVESTMENT CASE

- Die Schaden- und Unfallversicherung bleibt das mit Abstand am besten performende Segment von W&W. Mit einer Combined Ratio von (brutto) 91,3% nach neun Monaten und einem Prämienwachstum von 2,5% entwickelt sich W&W auch 2016 besser als der deutsche Markt.
- Mit einem Rückgang der administrativen Kosten von 1,1% trotz Wachstums in allen Segmenten unterstreicht W&W auch 2016 die Fähigkeit zu effizienter Kostenkontrolle.
- Der Zinsanstieg der vergangenen Wochen sollte sich für W&W mittelfristig positiv auswirken, sowohl operativ, aber auch im Hinblick auf die Entwicklung der Solvenzquote.

KATALYSATOREN

- W&W veröffentlicht das Ergebnis für das Jahr 2016 am 31.03.2017. Wir erwarten einen Nettogewinn von 240 Mio. € und eine Erhöhung der Dividende auf 0,65 € je Aktie.
- Die Guidance für 2017 sollte unverändert bei 220–250 Mio. € liegen.

BEWERTUNG

Die Aktie von W&W notiert momentan bei einem KGV für das Geschäftsjahr 2017 von 7x, was einem Abschlag von 33% zum STOXX Insurance entspricht. Die Dividendenrendite beträgt 3,6% bei einer weit unterdurchschnittlichen Ausschüttungsquote von nur 26%.

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
NEP	3.939	3.983	4.017	4.071	4.131
Combined Ratio	95,9%	91,7%	96,0%	96,0%	96,0%
EBT	283	324	286	276	276
Steuerquote	14,5%	15,2%	17,1%	16,9%	16,7%
EPS (in EUR)	2,52	2,88	2,53	2,44	2,45
DPS (in EUR)	0,50	0,60	0,65	0,70	0,75
Dividendenrendite	2,8%	3,0%	3,6%	3,9%	4,2%
EK-Rendite	6,9%	7,5%	6,3%	5,9%	5,7%
Return on NAV (RoNAV)	7,2%	7,7%	6,5%	6,0%	5,9%
Kurs-Gewinn-Verhältnis	7,1	6,9	7,1	7,4	7,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Profitable Schaden- und Unfallversicherung
- Risikoarme Zielkundengruppe
- Günstige Bewertung und Aufnahme in den SDAX
- Breitgefächerte Vertriebswege

MANAGEMENT

- Dr. Alexander Erdland (CEO)
- Dr. Michael Gutjahr (CFO)
- Jens Wieland
- Bernd Hertweck
- Norbert Heinen
- Jürgen Albert Junker

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- Combined Ratio 94%
- Nachsteuergewinn von über 220 Mio. € in 2016

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 31.03.2017 Jahreszahlen

WICHTIGE KENNZAHLEN

	14	15	16e	17e	18e
Solvabilitätsquote	148,6%	136,0%	140,0%	145,0%	150,0%
Eigenkapitalquote	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%
Anlagenrendite	6,3%	5,7%	5,4%	5,2%	5,2%
Ausschüttungsquote	19,8%	20,8%	25,7%	28,7%	30,7%
Kurs-Gewinn-Verhältnis	7,1	6,9	7,1	7,4	7,4
Combined Ratio	95,9%	91,7%	96,0%	96,0%	96,0%
EK-Rendite	6,9%	7,5%	6,3%	5,9%	5,7%
Dividendenrendite	2,8%	3,0%	3,6%	3,9%	4,2%
Eigenkapital (vor Dritten)	3.561	3.644	3.817	3.935	4.049

Schwächen/Risiken

- Geringer Streubesitz
- Niedrigzinsumfeld nachhaltige Belastung für die Personenversicherung und die BausparBank
- Eigenkapitalrendite im Sektorvergleich unterdurchschnittlich
- Relativ niedrige Dividendenrendite

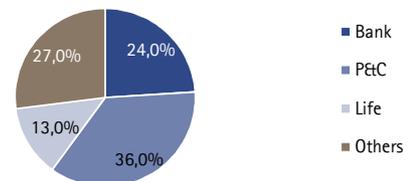
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Wüstenrot Et Württembergische AG (W&W) ist eine unabhängige Finanzdienstleistungsgruppe mit Sitz in Stuttgart, die 1999 aus der Fusion von Wüstenrot und Württembergische hervorgegangen ist. Die drei Geschäftssegmente sind die BausparBank, die Personenversicherung und die Schaden- und Unfallversicherung.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Combined Ratio 96%
- Nachsteuergewinn von 220-250 Mio. €

OPERATIVER GEWINN (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Wüstenrot Holding AG	66,6
Horus Finanzholding GmbH	13,4
ETHENEA Independent Investors SA	1,6

BHL VS. KONSENSUS

	16e	17e	18e
NEP (in Mio. EUR)			
BHL	4.017	4.071	4.131
Konsensus	0	0	0
EBT (in Mio. EUR)			
BHL	286	276	276
Konsensus	306	319	329
EPS (EUR)			
BHL	2,53	2,44	2,45
Konsensus	0,00	0,00	0,00

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

Wüstenrot & Württembergische AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nettoprämien	3.939	3.983	4.017	4.071	4.131
Laufende Erträge aus Kapitalanlagen	2.344	2.136	2.088	2.055	2.025
Realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen	0	0	0	0	0
Erträge aus fondsgebundenen Kapitalanlagen	0	0	0	0	0
Provisions- und Dienstleistungserträge	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	0	0	0	0	0
Summe Erträge	6.283	6.119	6.105	6.126	6.156
Leistungen an Versicherungsnehmer	-4.427	-4.284	-4.276	-4.305	-4.332
Vertriebsaufwendungen	-403	-392	-402	-405	-408
Verwaltungsaufwendungen	-1.108	-1.108	-1.112	-1.113	-1.114
Sonstige Aufwendungen	-62	-11	-29	-28	-26
EBT	283	324	286	276	276
Steuern	-41	-49	-49	-46	-46
Anteile anderer Gesellschafter	-9	-4	-1	-1	-1
Nettogewinn (ber.)	233	270	237	229	229
Anzahl der Aktien	93	94	94	94	94
EPS (in EUR)	2,52	2,88	2,53	2,44	2,45

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
NEP	2,6%	1,1%	0,9%	1,3%	1,5%
EBT	53,3%	14,4%	-11,6%	-3,7%	0,1%
Nettogewinn (ber.)	63,0%	15,8%	-12,4%	-12,4%	0,3%
EPS	61,5%	14,4%	-12,4%	-3,5%	0,3%
Summe Aktiva	4,7%	-5,7%	1,8%	0,9%	0,9%
Eigenkapital (vor Dritten)	12,4%	2,3%	4,8%	3,1%	2,9%
Buchwert je Aktie	11,5%	1,2%	4,8%	3,1%	2,9%
DPS	0,0%	20,0%	8,3%	7,7%	7,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wüstenrot & Württembergische AG – Bilanz

Aktiva in Mio. EUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalanlagen	75.686	72.346	73.691	74.343	75.000
Fondsgebundene Kapitalanlagen	0	0	0	0	0
Forderungen gegen Rückversicherungen	1.354	333	333	333	333
Aktivierete Abschlusskosten	0	0	0	0	0
Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Immaterielle Vermögenswerte	117	90	88	87	86
Sonstige Vermögenswerte	1.379	1.318	1.271	1.271	1.271
Summe Aktiva	78.536	74.087	75.383	76.033	76.690
Passiva Mio. EUR					
Eigenkapital	3.674	3.662	3.835	3.953	4.068
Eigenkapital (vor Dritten)	3.561	3.644	3.817	3.935	4.049
Minderheitenanteile	114	18	18	19	19
Rückstellungen für Versicherungsverträge	32.909	32.861	32.186	32.108	32.108
Finanzverbindlichkeiten	616	570	570	570	570
Sonstige Verbindlichkeiten	41.337	37.012	38.792	39.401	39.944
Summe Passiva	78.536	74.104	75.383	76.033	76.690

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wüstenrot & Württembergische AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalanlagen	96,4%	97,7%	97,8%	97,8%	97,8%
Fondsgebundene Kapitalanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegen Rückversicherungen	1,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Aktivierete Abschlusskosten	-	-	-	-	-
Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielle Vermögenswerte	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Vermögenswerte	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Passiva					
Eigenkapital	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%
Eigenkapital (vor Dritten)	4,5%	4,9%	5,1%	5,2%	5,3%
Minderheitenanteile	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen für Versicherungsverträge	41,9%	44,3%	42,7%	42,2%	41,9%
Finanzverbindlichkeiten	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	52,6%	49,9%	51,5%	51,8%	52,1%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Screening-Tabellen

Übersicht deutsche Small Caps

Unternehmen	Analyst	Empfehlung	Kursziel
Adler Mode	Schlienkamp, Christoph	Halten	5,00
Ahlers	Schlienkamp, Christoph	Halten	8,00
Aixtron	Illtgen, Karsten	Halten	3,60
Amadeus FIRE	Schlienkamp, Christoph	Halten	75,00
Bastei Lübbe	Schlienkamp, Christoph	Halten	6,00
Bauer	Gabriel, Marc	Halten	13,00
BayWa	Gabriel, Marc	Halten	33,00
BVB	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	7,00
Capital Stage	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	9,00
CEWE	Schlienkamp, Christoph	Halten	77,00
comdirect	Smith, Neil	Halten	9,00
Datron	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	12,00
Delticom	Schlienkamp, Christoph	Verkaufen	12,00
DBAG	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	36,50
Deutz	Schönell, Gordon	Halten	4,40
DIC Asset	Kanders, Georg	Kaufen	9,90
EDAG	Schmidt, Malte Janek	Halten	16,00
ElringKlinger	Ludwig, Christian	Halten	13,00
euromicron	Specht, Wolfgang	Halten	7,00
Gesco	Schlienkamp, Christoph	Halten	71,00
GfK	Schlienkamp, Christoph	Halten	26,00
Grammer	Ludwig, Christian	Halten	52,00
Hawesko	Schlienkamp, Christoph	Verkaufen	37,00
Leifheit	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	65,00
LPKF	Illtgen, Karsten	Halten	7,00
Manz	Illtgen, Karsten	Kaufen	40,00
Masterflex	Schlienkamp, Christoph	Halten	7,00
MLP	Schäfer, Andreas	Halten	3,50
Puma	Steiner, Peter	Verkaufen	170,00
QSC	Specht, Wolfgang	Halten	2,00
R. Stahl	Schönell, Gordon	Halten	26,00
Schaltbau	Schlienkamp, Christoph	Halten	30,00
SGL Carbon	Gabriel, Marc	Halten	9,00
SHW	Schmidt, Malte Janek	Kaufen	37,00
SÜSS MicroTec	Illtgen, Karsten	Halten	7,00
technotrans	Schönell, Gordon	Kaufen	26,00
VIB	Kanders, Georg	Kaufen	21,00
VTG	Bauer, Stephan	Kaufen	34,00
Villeroy & Boch	Schlienkamp, Christoph	Halten	13,00
Wacker Neuson	Gabriel, Marc	Halten	13,00
WashTec	Schlienkamp, Christoph	Kaufen	55,00
windeln.de	Schlienkamp, Christoph	Verkaufen	3,00
W&W	Schäfer, Andreas	Kaufen	23,00

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

Performance

Unternehmen	Kurs	Performance						
		YTD	1M	3M	1J	3J	5J	10J
Adler Modemaerkte AG	4,74	-53,1%	-3,3%	-32,8%	-1,0%	-46,9%	n.a.	n.a.
Ahlers AG	7,13	-8,0%	1,8%	3,9%	1,8%	-35,8%	-26,9%	-57,3%
AIXTRON SE	3,83	-7,2%	-19,9%	-30,5%	-0,7%	-61,9%	-60,0%	23,6%
Amadeus FiRe AG	73,01	-2,6%	0,3%	15,0%	2,3%	44,6%	170,4%	444,4%
Bastei Luebbe AG	5,50	-25,7%	-4,4%	-9,8%	4,8%	n.a.	n.a.	n.a.
BAUER AG	9,45	-45,7%	-19,5%	-25,4%	-5,4%	-47,8%	-55,5%	n.a.
BayWa AG	29,90	5,3%	-0,9%	-0,2%	1,8%	-19,8%	-6,2%	18,3%
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	4,79	19,2%	-14,9%	11,0%	0,5%	28,3%	126,2%	115,2%
Capital Stage AG	6,30	-20,1%	0,5%	-6,3%	0,3%	79,6%	99,0%	231,4%
CEWE Stiftung & Co. KGaA	78,95	44,6%	-5,1%	4,6%	-2,9%	90,7%	173,5%	140,0%
CHORUS Clean Energy AG	10,98	12,6%	-0,2%	4,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
comdirect bank AG	9,61	-11,8%	2,8%	2,5%	1,3%	17,2%	26,1%	16,6%
Datron AG	8,77	-11,4%	-1,5%	-3,5%	3,3%	9,6%	n.a.	n.a.
Delticom AG	16,49	-20,8%	-5,3%	-11,9%	-3,1%	-53,2%	-76,2%	n.a.
DEUTZ AG	5,15	39,4%	19,7%	28,4%	-4,1%	-17,2%	25,5%	-47,9%
DIC Asset AG	8,24	-11,6%	-3,5%	-7,2%	-0,7%	30,2%	43,9%	-65,4%
EDAG Engineering Group AG	13,43	-40,3%	-9,2%	-4,7%	-0,9%	n.a.	n.a.	n.a.
ElringKlinger AG	13,13	-44,1%	-6,1%	-17,7%	-0,8%	-55,6%	-29,2%	-16,8%
euromicron AG	5,91	-21,9%	-16,5%	-17,4%	1,0%	-58,5%	-63,8%	-70,6%
Evotec AG	6,11	46,5%	24,2%	33,5%	-0,9%	57,0%	154,2%	97,1%
GESCO AG	66,90	-5,7%	-5,5%	-2,7%	0,6%	-6,2%	3,7%	65,6%
GfK SE	30,07	-2,7%	-1,1%	2,6%	-6,6%	-28,9%	-3,0%	-11,8%
Hawesko Holding AG	40,85	-1,5%	0,9%	-0,2%	-2,0%	6,1%	14,1%	96,4%
HolidayCheck Group AG	2,25	-36,6%	4,6%	-13,5%	-0,4%	-45,2%	-33,9%	-8,2%
Leifheit AG	55,13	11,4%	-4,9%	-1,7%	-0,1%	80,4%	171,7%	220,2%
LPKF Laser & Electronics AG	6,11	-15,1%	-3,2%	-36,4%	-2,5%	-67,0%	47,0%	145,4%
Manz AG	31,98	-5,4%	-2,9%	-5,4%	-0,4%	-48,5%	83,6%	n.a.
Masterflex SE	6,60	10,9%	1,2%	3,1%	0,0%	-3,8%	35,3%	-66,1%
MLP AG	4,15	13,1%	15,3%	10,7%	0,8%	-17,5%	-16,0%	-72,7%
PUMA SE	233,65	17,6%	6,9%	3,6%	-0,5%	0,4%	4,8%	-16,6%
QSC AG	1,94	28,5%	6,5%	1,7%	-3,3%	-51,9%	-15,3%	-61,8%
R. Stahl AG	29,40	-11,5%	-2,6%	-5,8%	0,0%	-23,2%	47,0%	-8,1%
Schaltbau Holding AG	30,66	-39,9%	11,2%	-8,8%	1,5%	-34,7%	27,7%	243,2%
SGL Carbon SE	8,71	-25,7%	-12,4%	-12,3%	1,2%	-66,6%	-77,5%	-43,7%
SHW AG	31,75	18,0%	0,6%	12,1%	-2,6%	-27,9%	n.a.	n.a.
SUSS MicroTec AG	6,07	-27,3%	2,0%	-3,7%	-2,8%	-1,3%	-14,8%	-10,9%
technotrans AG	23,99	24,3%	7,6%	8,3%	1,6%	209,5%	451,1%	3,9%
VIB Vermoegen AG	18,53	8,4%	-3,1%	-4,5%	-0,5%	56,2%	176,6%	n.a.
Villeroy & Boch AG Pref	13,94	13,8%	0,3%	1,0%	-1,1%	36,7%	128,6%	9,9%
Wacker Neuson SE	13,35	-6,2%	8,2%	1,1%	-1,0%	11,3%	45,9%	n.a.
WashTec AG	48,40	58,7%	8,0%	18,0%	-3,2%	361,0%	617,0%	252,0%
windeln.de SE	3,30	-68,9%	-19,0%	-17,0%	3,4%	n.a.	n.a.	n.a.
Wuestenrot & Wurttembergische AG	17,73	-11,2%	-0,6%	-2,2%	-0,6%	5,8%	26,5%	-12,5%

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

EV/Umsatz

Unternehmen	EV/ Umsatz		
	2016e	2017e	2018e
Adler Modemärkte AG	0,24	0,23	0,22
Ahlers AG	0,55	0,53	0,51
AIXTRON SE	1,45	1,31	-0,60
Amadeus FiRe AG	1,95	1,89	1,83
Bastei Lübbe AG	0,87	0,76	0,67
BAUER Aktiengesellschaft	0,72	0,69	0,66
BayWa AG	0,28	0,28	0,27
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	0,90	0,02	0,00
Capital Stage AG	12,28	7,65	7,14
CEWE Stiftung & Co. KGaA	1,07	1,01	0,94
comdirect bank AG	n.a.	n.a.	n.a.
DATRON AG	0,64	0,57	0,51
Delticom AG	0,35	0,32	0,29
Deutsche Beteiligungs AG	4,69	5,03	4,14
Deutz AG	0,49	0,42	0,37
DIC Asset AG	15,70	16,36	15,31
EDAG Engineering Group AG	0,66	0,63	0,56
ElringKlinger AG	0,99	0,98	0,95
euromicron AG	0,36	0,34	0,33
Gesco AG	0,71	0,67	0,65
GfK SE	0,97	0,94	0,90
Grammer AG	0,48	0,44	0,40
Hawesko Holding AG	0,77	0,75	0,72
Leifheit AG	1,04	0,99	0,95
LPKF Laser & Electronics AG	2,78	2,40	2,21
Manz AG	1,10	0,95	0,70
Masterflex SE	1,15	1,06	0,99
MLP AG	n.a.	n.a.	n.a.
PUMA SE	0,65	0,60	0,53
QSC AG	0,86	0,85	0,86
R. STAHL AG	1,19	1,20	1,15
Schaltbau Holding AG	0,77	0,68	0,63
SGL CARBON SE	1,59	1,82	1,67
SHW AG	0,45	0,44	0,36
SÜSS MicroTec AG	-0,22	-0,25	-0,27
technotrans AG	1,10	0,85	0,75
VIB Vermögen AG	13,56	13,46	12,77
VTG Aktiengesellschaft	2,72	2,63	2,53
Villeroy & Boch AG	0,60	0,57	0,53
Wacker Neuson SE	0,93	0,88	0,82
WashTec AG	1,75	1,63	1,54
windeln.de SE	0,29	0,36	0,37
Wüstenrot & Württembergische AG	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

EV/EBIT

Unternehmen	EV/ EBIT		
	2016e	2017e	2018e
Adler Modemärkte AG	567,79	10,08	7,90
Ahlers AG	27,53	18,80	14,60
AIXTRON SE	-11,11	-70,13	-10,24
Amadeus FiRe AG	11,53	11,18	10,83
Bastei Lübbe AG	14,23	7,22	5,30
BAUER Aktiengesellschaft	15,52	14,06	13,05
BayWa AG	28,63	23,55	21,47
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	9,28	0,36	-0,03
Capital Stage AG	42,37	21,13	19,45
CEWE Stiftung & Co. KGaA	13,48	12,16	10,83
comdirect bank AG	n.a.	n.a.	n.a.
DATRON AG	8,94	6,85	6,18
Delticom AG	34,91	16,96	10,15
Deutsche Beteiligungs AG	6,14	7,85	6,09
Deutz AG	27,50	14,50	11,34
DIC Asset AG	22,71	32,55	29,30
EDAG Engineering Group AG	13,68	9,16	6,84
ElringKlinger AG	11,91	10,81	9,74
euromicron AG	-35,23	25,62	14,22
Gesco AG	14,81	11,13	10,38
GfK SE	-53,82	9,65	8,54
Grammer AG	12,39	9,46	7,90
Hawesko Holding AG	12,10	12,84	12,03
Leifheit AG	11,58	11,29	10,35
LPKF Laser & Electronics AG	-24,41	24,01	14,41
Manz AG	-6,87	121,70	9,04
Masterflex SE	11,44	9,78	8,98
MLP AG	n.a.	n.a.	n.a.
PUMA SE	19,61	14,25	11,20
QSC AG	152,71	37,76	21,68
R. STAHL AG	47,51	62,09	39,49
Schaltbau Holding AG	38,13	13,73	10,14
SGL CARBON SE	-372,17	31,17	26,28
SHW AG	10,12	9,84	7,12
SÜSS MicroTec AG	-4,02	-3,84	-4,56
technotrans AG	16,53	10,82	8,62
VIB Vermögen AG	16,05	15,92	15,72
VTG Aktiengesellschaft	18,31	16,22	14,77
Villeroy & Boch AG	10,65	9,64	8,71
Wacker Neuson SE	15,31	12,75	11,39
WashTec AG	15,14	13,98	13,12
windeln.de SE	-1,78	-3,45	-5,29
Wüstenrot & Württembergische AG	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

Dividendenrendite

Unternehmen	Dividendenrendite		
	2016e	2017e	2018e
Adler Modemärkte AG	5,1%	5,1%	5,1%
Ahlers AG	3,6%	3,7%	4,5%
AIXTRON SE	0,0%	0,0%	0,0%
Amadeus FiRe AG	5,0%	5,1%	5,3%
Bastei Lübbe AG	5,2%	6,1%	7,0%
BAUER Aktiengesellschaft	1,2%	2,0%	2,4%
BayWa AG	2,9%	3,1%	3,1%
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	1,5%	0,0%	0,0%
Capital Stage AG	3,0%	3,4%	3,9%
CEWE Stiftung & Co. KGaA	1,9%	2,0%	2,0%
comdirect bank AG	3,1%	3,1%	3,1%
DATRON AG	2,3%	2,8%	3,4%
Delticom AG	0,0%	0,0%	2,8%
Deutsche Beteiligungs AG	4,1%	4,0%	4,0%
Deutz AG	1,7%	1,7%	2,8%
DIC Asset AG	4,1%	4,1%	4,1%
EDAG Engineering Group AG	5,1%	5,1%	5,1%
ElringKlinger AG	4,1%	4,1%	4,1%
euromicron AG	0,0%	0,0%	0,0%
Gesco AG	2,8%	3,1%	3,4%
GfK SE	2,1%	2,1%	2,1%
Grammer AG	1,9%	2,4%	2,8%
Hawesko Holding AG	3,2%	3,2%	3,2%
Leifheit AG	5,3%	5,8%	6,3%
LPKF Laser & Electronics AG	0,0%	1,3%	2,3%
Manz AG	0,0%	0,0%	0,0%
Masterflex SE	0,0%	0,0%	0,0%
MLP AG	2,4%	5,0%	5,2%
PUMA SE	0,4%	0,6%	0,8%
QSC AG	1,5%	2,6%	2,6%
R. STAHL AG	1,9%	1,3%	1,3%
Schaltbau Holding AG	0,0%	3,8%	3,8%
SGL CARBON SE	0,0%	0,0%	0,0%
SHW AG	3,5%	3,5%	3,5%
SÜSS MicroTec AG	0,0%	0,0%	0,0%
technotrans AG	2,2%	3,1%	3,8%
VIB Vermögen AG	2,9%	3,0%	3,3%
VTG Aktiengesellschaft	2,0%	2,1%	2,4%
Villeroy & Boch AG	4,4%	4,7%	5,1%
Wacker Neuson SE	2,8%	2,8%	3,5%
WashTec AG	4,0%	4,5%	4,9%
windeln.de SE	0,0%	0,0%	0,0%
Wüstenrot & Württembergische AG	3,6%	3,9%	4,2%

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

Kurs/Gewinn-Verhältnis

Unternehmen	KGV		
	2016e	2017e	2018e
Adler Modemärkte AG	n.m.	17,38	11,97
Ahlers AG	35,33	23,13	16,61
AIXTRON SE	n.m.	n.m.	38,63
Amadeus FiRe AG	20,16	19,64	19,03
Bastei Lübbe AG	15,76	9,39	6,19
BAUER Aktiengesellschaft	16,47	10,03	8,11
BayWa AG	22,34	14,68	13,48
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	14,96	35,97	29,49
Capital Stage AG	n.m.	25,69	22,18
CEWE Stiftung & Co. KGaA	16,67	16,47	15,21
comdirect bank AG	15,29	22,93	22,91
DATRON AG	15,31	11,68	10,54
Delticom AG	51,02	24,24	15,30
Deutsche Beteiligungs AG	8,58	10,25	8,14
Deutz AG	38,62	20,59	17,52
DIC Asset AG	22,11	38,91	24,72
EDAG Engineering Group AG	18,85	11,16	8,29
ElingKlinger AG	10,53	9,11	7,99
euromicron AG	n.m.	n.m.	16,60
Gesco AG	19,35	14,02	12,92
GfK SE	n.m.	12,57	11,06
Grammer AG	13,03	9,87	8,53
Hawesko Holding AG	18,56	19,71	18,65
Leifheit AG	18,43	17,92	16,34
LPKF Laser & Electronics AG	n.m.	19,48	11,25
Manz AG	n.m.	242,76	11,08
Masterflex SE	17,41	13,86	12,76
MLP AG	28,97	12,53	12,21
PUMA SE	56,99	38,07	30,80
QSC AG	n.m.	104,88	32,62
R. STAHL AG	72,63	95,31	46,10
Schaltbau Holding AG	106,16	15,11	10,20
SGL CARBON SE	n.m.	13,01	83,83
SHW AG	15,99	15,80	11,64
SÜSS MicroTec AG	19,51	17,16	18,02
technotrans AG	22,13	15,67	12,92
VIB Vermögen AG	13,37	12,65	11,70
VTG Aktiengesellschaft	19,56	14,49	11,92
Villeroy & Boch AG	12,72	11,81	10,99
Wacker Neuson SE	17,91	14,50	13,06
WashTec AG	22,29	20,63	19,50
windeln.de SE	n.m.	n.m.	n.m.
Wüstenrot & Württembergische AG	7,02	7,27	7,25

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

Kurs/Buchwert-Verhältnis

Unternehmen	KBV		
	2016e	2017e	2018e
Adler Modemärkte AG	0,95	0,95	0,92
Ahlers AG	0,62	0,62	0,60
AIXTRON SE	1,40	1,41	1,37
Amadeus FiRe AG	0,55	0,54	0,53
Bastei Lübbe AG	1,18	1,10	0,98
BAUER Aktiengesellschaft	0,18	0,18	0,17
BayWa AG	0,20	0,19	0,18
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	1,41	1,38	1,34
Capital Stage AG	0,81	1,12	1,10
CEWE Stiftung & Co. KGaA	0,16	0,15	0,13
comdirect bank AG	n.a.	n.a.	n.a.
DATRON AG	0,80	0,73	0,67
Delticom AG	1,14	0,98	0,80
Deutsche Beteiligungs AG	0,17	0,18	0,16
Deutz AG	1,14	1,09	1,04
DIC Asset AG	0,41	0,42	0,42
EDAG Engineering Group AG	0,77	0,72	0,63
ElringKlinger AG	0,33	0,31	0,29
euromicron AG	0,38	0,38	0,37
Gesco AG	0,08	0,08	0,07
GfK SE	0,30	0,27	0,24
Grammer AG	0,19	0,16	0,14
Hawesko Holding AG	0,43	0,40	0,37
Leifheit AG	0,21	0,21	0,20
LPKF Laser & Electronics AG	1,89	1,76	1,57
Manz AG	0,19	0,22	0,20
Masterflex SE	1,43	1,25	1,10
MLP AG	n.a.	n.a.	n.a.
PUMA SE	0,04	0,04	0,04
QSC AG	5,05	5,11	5,06
R. STAHL AG	0,38	0,39	0,38
Schaltbau Holding AG	0,23	0,21	0,19
SGL CARBON SE	1,43	1,49	1,44
SHW AG	0,25	0,24	0,22
SÜSS MicroTec AG	0,73	0,69	0,66
technotrans AG	0,47	0,45	0,41
VIB Vermögen AG	0,29	0,28	0,27
VTG Aktiengesellschaft	0,18	0,17	0,16
Villeroy & Boch AG	0,69	0,63	0,58
Wacker Neuson SE	0,31	0,30	0,29
WashTec AG	0,74	0,69	0,65
windeln.de SE	1,48	2,11	3,22
Wüstenrot & Württembergische AG	0,12	0,11	0,11

Quelle: Bankhaus Lampe, FactSet

Die Autoren

Equity Research – Small Caps



Christoph Schlienkamp
Investmentanalyst DVFA
+49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

Equity Strategy



Dr. Ralf Zimmermann
Head of Equity Strategy
+49 (0)211 4952-841
ralf.zimmermann@bankhaus-lampe.de

Disclaimer

Erklärung des/r Analysten

Der jeweilige Research-Analyst, dessen Name auf dem Deckblatt dieses Research-Reports zu finden ist, versichert, dass (a) alle in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten Ansichten seine persönliche Meinung zu den in diesem Research-Report erwähnten Wertpapieren und Unternehmen widerspiegeln und dass (b) seine Vergütung weder ganz noch teilweise jetzt oder in der Vergangenheit oder in der Zukunft direkt oder indirekt mit der/n in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten spezifischen Empfehlung/en in Zusammenhang steht.

Bewertungssystem

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von -10% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung kleiner als -10% ist.

Erklärung des Bewertungssystems

Sofern nicht anders angegeben beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Adler Modemärkte AG (ADD GY), Schlusskurs (02.12.2016): 4,74 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
11.08.2016	7,03 EUR	Halten	7,90 EUR
17.12.2015	9,50 EUR	Halten	10,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Ahlers AG (AAH3 GR), Schlusskurs (02.12.2016): 6,99 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
06.04.2016	7,28 EUR	Halten	8,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: AIXTRON SE (AIXA GY), Schlusskurs (02.12.2016): 3,83 EUR, Analyst: Dr. Karsten Iltgen (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
30.11.2016	3,83 EUR	Halten	3,60 EUR
24.05.2016	5,56 EUR	Halten	6,00 EUR
19.02.2016	3,48 EUR	Halten	4,00 EUR
11.12.2015	4,12 EUR	Halten	6,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Amadeus FiRe AG (AAD GY), Schlusskurs (02.12.2016): 73,01 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
16.02.2016	61,50 EUR	Halten	68,00 EUR
05.02.2016	65,15 EUR	Halten	73,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Bastei Lübbe AG (BST GR), Schlusskurs (02.12.2016): 5,50 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
07.07.2016	7,13 EUR	Kaufen	8,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: BAUER Aktiengesellschaft (B5A GY), Schlusskurs (02.12.2016): 9,45 EUR, Analyst: Marc Gabriel (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
04.11.2016	11,75 EUR	Halten	13,00 EUR
19.04.2016	14,70 EUR	Halten	16,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: BayWa AG (BYW6 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 29,90 EUR, Analyst: Marc Gabriel (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
05.04.2016	31,10 EUR	Halten	33,00 EUR
22.02.2016	25,89 EUR	Halten	30,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (BVB GY), Schlusskurs (02.12.2016): 4,79 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
----------------------------	---------------------	--------------	----------

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Capital Stage AG (CAP GY), Schlusskurs (02.12.2016): 6,30 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
16.11.2016	6,18 EUR	Kaufen	9,00 EUR
08.09.2016	6,73 EUR	Kaufen	8,00 EUR
02.02.2016	7,79 EUR	Kaufen	10,60 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: CEWE Stiftung & Co. KGaA (CWC GY), Schlusskurs (02.12.2016): 78,95 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
16.08.2016	76,09 EUR	Halten	72,00 EUR
06.04.2016	58,47 EUR	Kaufen	65,00 EUR
12.02.2016	47,40 EUR	Kaufen	60,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: comdirect bank AG (COM GR), Schlusskurs (02.12.2016): 9,61 EUR, Analyst: Neil Smith (ACA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
28.04.2016	9,96 EUR	Halten	9,00 EUR
22.01.2016	9,47 EUR	Halten	10,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: DATRON AG (DAR GY), Schlusskurs (02.12.2016): 8,77 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
13.06.2016	9,25 EUR	Kaufen	12,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Deutsche Beteiligungs AG (DBAN GY), Schlusskurs (02.12.2016): 30,72 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
10.03.2016	26,26 EUR	Kaufen	35,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Delticom AG (DEX GY), Schlusskurs (02.12.2016): 16,49 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
----------------------------	---------------------	--------------	----------

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Deutz AG (DEZ GY), Schlusskurs (02.12.2016): 5,15 EUR, Analyst: Gordon Schönell (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
18.08.2016	3,96 EUR	Halten	4,40 EUR
11.03.2016	3,14 EUR	Halten	3,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: DIC Asset AG (DIC GY), Schlusskurs (02.12.2016): 8,24 EUR, Analyst: Dr. Georg Kanders (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
05.08.2016	8,68 EUR	Kaufen	9,90 EUR
08.03.2016	7,71 EUR	Kaufen	9,50 EUR
07.12.2015	8,72 EUR	Kaufen	10,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: EDAG Engineering Group AG (ED4 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 13,43 EUR, Analyst: Malte Janek Schmidt.

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
----------------------------	---------------------	--------------	----------

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: ElringKlinger AG (ZIL2 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 13,13 EUR, Analyst: Christian Ludwig (CFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
10.11.2016	13,00 EUR	Halten	13,00 EUR
04.11.2016	14,08 EUR	Halten	17,00 EUR
01.04.2016	24,09 EUR	Kaufen	29,00 EUR
24.02.2016	20,76 EUR	Kaufen	25,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: euromicron AG (EUCA GY), Schlusskurs (02.12.2016): 5,91 EUR, Analyst: Wolfgang Specht (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
23.09.2016	7,35 EUR	Halten	7,00 EUR
04.05.2016	8,16 EUR	Halten	7,70 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Gesco AG (GSC1 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 66,90 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
13.06.2016	71,00 EUR	Halten	73,00 EUR
16.02.2016	70,72 EUR	Halten	74,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: GfK SE (GFK GY), Schlusskurs (02.12.2016): 30,07 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
09.08.2016	28,85 EUR	Halten	27,00 EUR
28.07.2016	34,16 EUR	Halten	36,00 EUR
06.05.2016	33,61 EUR	Kaufen	43,00 EUR
17.12.2015	34,26 EUR	Kaufen	45,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Hawesko Holding AG (HAW GY), Schlusskurs (02.12.2016): 40,85 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
29.01.2016	40,25 EUR	Verkaufen	37,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: HolidayCheck Group AG (HOC GY), Schlusskurs (02.12.2016): 2,25 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
06.04.2016	2,70 EUR	Halten	3,20 EUR
18.03.2016	3,00 EUR	Halten	3,90 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Leifheit AG (LEI GY), Schlusskurs (02.12.2016): 55,13 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
05.02.2016	46,85 EUR	Kaufen	60,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: LPKF Laser & Electronics AG (LPK GR), Schlusskurs (02.12.2016): 6,11 EUR, Analyst: Dr. Karsten Iltgen (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
30.11.2016	6,08 EUR	Halten	7,00 EUR
23.09.2016	9,53 EUR	Halten	10,00 EUR
18.03.2016	7,71 EUR	Kaufen	8,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Manz AG (M5Z GY), Schlusskurs (02.12.2016): 31,98 EUR, Analyst: Dr. Karsten Iltgen (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
23.11.2016	33,60 EUR	Kaufen	40,00 EUR
21.06.2016	31,51 EUR	Kaufen	42,00 EUR
10.06.2016	40,05 EUR	Kaufen	50,00 EUR
24.03.2016	36,28 EUR	Halten	40,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Masterflex SE (MZX GR), Schlusskurs (02.12.2016): 6,60 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
13.04.2016	5,57 EUR	Halten	5,50 EUR
24.03.2016	5,52 EUR	Halten	6,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: MLP AG (MLP GY), Schlusskurs (02.12.2016): 4,15 EUR, Analyst: Andreas Schäfer (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
29.02.2016	2,65 EUR	Halten	3,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: PUMA SE (PUM GY), Schlusskurs (02.12.2016): 233,65 EUR, Analyst: Peter Steiner (CFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
22.04.2016	193,50 EUR	Verkaufen	133,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: QSC AG (QSC GR), Schlusskurs (02.12.2016): 1,94 EUR, Analyst: Wolfgang Specht (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
26.09.2016	2,15 EUR	Halten	2,00 EUR
03.05.2016	1,33 EUR	Kaufen	2,00 EUR
26.02.2016	1,39 EUR	Kaufen	2,20 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: R. STAHL AG (RSL2 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 29,40 EUR, Analyst: Gordon Schönell (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
17.08.2016	30,73 EUR	Halten	28,00 EUR
22.04.2016	30,84 EUR	Halten	29,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Schaltbau Holding AG (SLT GR), Schlusskurs (02.12.2016): 30,66 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
11.11.2016	26,52 EUR	Halten	26,00 EUR
28.10.2016	28,48 EUR	Halten	32,00 EUR
15.06.2016	46,49 EUR	Kaufen	53,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: SGL CARBON SE (SGL GY), Schlusskurs (02.12.2016): 8,71 EUR, Analyst: Marc Gabriel (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
28.10.2016	11,28 EUR	Halten	10,00 EUR
05.04.2016	9,07 EUR	Verkaufen	7,00 EUR
01.03.2016	9,64 EUR	Verkaufen	8,00 EUR
09.12.2015	13,83 EUR	Verkaufen	9,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: SHW AG (SW1 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 31,75 EUR, Analyst: Malte Janek Schmidt.

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
05.10.2016	34,00 EUR	Kaufen	37,00 EUR
05.04.2016	23,80 EUR	Halten	25,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: SÜSS MicroTec AG (SMHN GR), Schlusskurs (02.12.2016): 6,07 EUR, Analyst: Dr. Karsten Iltgen (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
02.12.2016	6,11 EUR	Halten	7,00 EUR
29.04.2016	9,00 EUR	Halten	8,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: technotrans AG (TTR1 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 23,99 EUR, Analyst: Gordon Schönell (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.08.2016	21,33 EUR	Kaufen	26,00 EUR
16.03.2016	16,85 EUR	Kaufen	20,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: VIB Vermögen AG (VIH GY), Schlusskurs (02.12.2016): 18,53 EUR, Analyst: Dr. Georg Kanders (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
27.07.2016	18,58 EUR	Kaufen	21,00 EUR
07.12.2015	16,87 EUR	Kaufen	19,50 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Villeroy & Boch AG (VIB3 GR), Schlusskurs (02.12.2016): 13,94 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
05.02.2016	12,05 EUR	Halten	13,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: VTG Aktiengesellschaft (VT9 GY), Schlusskurs (02.12.2016): 28,01 EUR, Analyst: Stephan Bauer.

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
11.11.2016	27,82 EUR	Kaufen	34,00 EUR
26.08.2016	26,86 EUR	Kaufen	33,00 EUR
11.04.2016	27,70 EUR	Kaufen	34,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Wüstenrot & Württembergische AG (WUW GY), Schlusskurs (02.12.2016): 17,73 EUR, Analyst: Andreas Schäfer (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
15.03.2016	19,76 EUR	Kaufen	23,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Wacker Neuson SE (WAC GR), Schlusskurs (02.12.2016): 13,35 EUR, Analyst: Marc Gabriel (CIIA, CEFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
26.08.2016	13,71 EUR	Halten	13,00 EUR
17.03.2016	15,23 EUR	Halten	16,00 EUR
11.03.2016	14,48 EUR	Kaufen	16,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: WashTec AG (WSU GR), Schlusskurs (02.12.2016): 48,40 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
26.10.2016	44,30 EUR	Kaufen	51,00 EUR
28.07.2016	36,90 EUR	Kaufen	41,00 EUR

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: windeln.de SE (WDL GR), Schlusskurs (02.12.2016): 3,30 EUR, Analyst: Christoph Schlienkamp (Investmentanalyst DVFA).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
19.05.2016	5,76 EUR	Halten	7,00 EUR

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.10.2016):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	56,0%	66,7%
Halten	38,0%	33,3%
Verkaufen	5,0%	0,0%
Unter Beobachtung	0,0%	0,0%

Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten

Die von der Bankhaus Lampe KG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen Maßnahmen basieren u. a. auf der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche, der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren, der Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche und der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Bankhaus Lampe KG. Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Interessenkonflikte

Es gelten die zum Ende des der Veröffentlichung dieses Research-Reports vorausgehenden Monats offen gelegten potenziellen Interessenkonflikte, die sich aus den Beziehungen zwischen der Bankhaus Lampe KG, ihren Niederlassungen oder Tochtergesellschaften und den folgenden in dieser Studie genannten Unternehmen ergeben können (die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu zehn Tage ab Monatsende in Anspruch nehmen).

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren:

Gesellschaft	Disclosure
Adler Modemärkte AG	---
Ahlers AG	---
AIXTRON SE	---
Amadeus FiRe AG	6
Bastei Lübbe AG	---
BAUER Aktiengesellschaft	6
BayWa AG	---
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	---
Capital Stage AG	4, 6
CEWE Stiftung & Co. KGaA	---
comdirect bank AG	6
DATRON AG	5
Deutsche Beteiligungs AG	---
Delticom AG	---
Deutz AG	---
DIC Asset AG	---
EDAG Engineering Group AG	---
ElringKlinger AG	5
euromicron AG	---
Gesco AG	---
GfK SE	---
Hawesko Holding AG	---
HolidayCheck Group AG	---
Leifheit AG	6
LPKF Laser & Electronics AG	---
Manz AG	3, 4
Masterflex SE	---
MLP AG	---
PUMA SE	---
QSC AG	---
R. STAHL AG	5
Schaltbau Holding AG	---
SGL CARBON SE	---
SHW AG	5
SÜSS MicroTec AG	---
technotrans AG	4, 5
VIB Vermögen AG	6
Villeroy & Boch AG	---
VTG Aktiengesellschaft	6
Wüstenrot & Württembergische AG	---
Wacker Neuson SE	---
WashTec AG	---
windeln.de SE	---

3. Die Bankhaus Lampe KG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente der Gesellschaft im Wege eines öffentlichen Angebots emittiert hat.
4. Die Bankhaus Lampe KG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen haben innerhalb der vergangenen zwölf Monate für diese Gesellschaft Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften erbracht und dafür Leistungen oder ein Leistungsversprechen erhalten.
5. Die Bankhaus Lampe KG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreuen Finanzinstrumente der Gesellschaft durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (z. B. als Market Maker oder Designated Sponsor).
6. Der Verfasser oder eine an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Person halten unmittelbar Finanzinstrumente oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28 , D-60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien

In Großbritannien werden Publikationen über die Lampe Capital UK (Services) Limited, 2 Savile Row, London W1S 3PA verbreitet. Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Artikel 19 des britischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktgesetzes „Financial Services and Markets Act 2000“ (Financial Promotions) i. d. F. von 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt bzw. nur von solchen Personen betrieben. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den Vereinigten Staaten

Dieser Research-Report wurde von der Bankhaus Lampe KG, einer deutschen Universalbank, erstellt und genehmigt. Die Bankhaus Lampe KG ist in den Vereinigten Staaten nicht als Broker/Dealer registriert und unterliegt damit nicht den US-amerikanischen Vorschriften zur Erstellung von Research-Reports und zur Unabhängigkeit von Research-Analysten. Dieser Research-Report wird in den Vereinigten Staaten durch die Lampe Capital North America LLC verbreitet. Die Lampe Capital North America LLC stellt diesen Research-Report im Namen der Bankhaus Lampe KG ausschließlich großen US-amerikanischen institutionellen Investoren („major U.S. institutional investors“) gemäß der Vorschrift über die Befreiung von der Registrierungspflicht nach Rule 15a-6 des US-Wertpapiergesetzes „U.S. Securities Exchange Act“ von 1934 in seiner geltenden Fassung zur Verfügung. US-amerikanische Empfänger dieses Research-Reports, die beabsichtigen, aufgrund der in diesem Research-Report enthaltenen Informationen Wertpapiere oder darauf bezogene Finanzinstrumente zu kaufen oder verkaufen, dürfen diese Geschäfte ausschließlich über die Lampe Capital North America LLC abwickeln. Die Lampe Capital North America LLC ist schriftlich oder telefonisch erreichbar unter: Lampe Capital North America LLC, 712 Fifth Avenue, 28th floor, New York, NY 10019, USA, Tel.: +1-212-218 7410. Die Lampe Capital North America LLC ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Bankhaus Lampe KG. Unter keinen Umständen dürfen US-amerikanische Empfänger dieses Research-Reports den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten über die Bankhaus Lampe KG abwickeln.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

Weitere Auskünfte erteilt die Bankhaus Lampe KG.

06. Dezember 2016

Kontakte

HEAD OF CAPITAL MARKETS & ADVISORY

Ute Gerbaulet

+ 49 (0)211 4952-656

ute.gerbaulet@bankhaus-lampe.de

HEAD OF EQUITY

Ralf Menzel

+ 49 (0)211 4952-282

ralf.menzel@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES CONTINENTAL EUROPE

Ulrich Klingmüller

+ 49 (0)211 4952-784

ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES IN GB

Yusuf Bilgic

+ 44 (0)203 405 4318

yb@lampe-capital.com

EQUITY SALES IN US

Björn Kahl

+1 212 218 7411

bjorn.kahl@lampe-capital-us.com

EQUITY SALES TRADING CONTINENTAL EUROPE

Nils Carstens

+ 49 (0)211 4952-758

nils.carstens@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES TRADING IN GB

Chris Ford

+ 44 (0)203 405 1083

cf@lampe-capital.com

EQUITY SALES TRADING IN US

Kim Last

+1 212 218 7412

kim.last@lampe-capital-us.com

Bankhaus Lampe Research

Jägerhofstraße 10

D - 40479 Düsseldorf

research@bankhaus-lampe.de

📞 + 49 (0)211 4952-678

📠 + 49 (0)211 4952-494