

Alzchem Group

Reuters: ACT1K.DE

Bloomberg: ACT:GR

Cashflow-starke Diversifikation entlang der NCN-Kette

Angesichts einer von uns erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von rund 55,4% nehmen wir die Aktien der Alzchem Group AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Unser Kursziel ergibt sich aus einem dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsmethode), für das wir im Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 36,20 je Aktie ermitteln. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und errechnen Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 22,00 und 63,20 je Aktie. Ein alternativ herangezogenes Dividendendiskontierungsmodell sowie Peergroup-Multiplikatoren (Sekundärbewertungsmethoden) unterstützen die Bewertungsergebnisse des DCF-Modells.

Technologieführer in der NCN-Chemie

Alzchem Group AG (Alzchem) ist ein vertikal vollintegrierter Hersteller von chemischen Produkten auf der Basis der sogenannten Calciumcarbid-/Calciumcyanamid-Kette, kurz „NCN-Kette“, also von komplexen organischen Produkten mit einer Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindung. Das Spektrum von mehr als 800 registrierten Produktmarken reicht von Basisprodukten wie metallurgischen Zusätzen, Zwischenprodukten für pharmazeutische Anwendungen und Feinchemie hin zu Spezialprodukten für unterschiedliche Märkte. Mit einigen Produkten hat Alzchem de facto Industriestandards gesetzt. Relevante Abnehmer- und Zielbranchen sind der Pharma-, Nahrungsergänzungs- und Futtermittelsektor, die Landwirtschaft, aber auch Stahl, Automobil und Erneuerbare Energien.

Vollständige Erfüllung der Guidance erwartet

Durch die in den vergangenen Jahren erfolgten Kapazitätserweiterungen wird Alzchem seine Ertragslage in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung weiter signifikant verbessern. Bereits im vergangenen Jahr hat Alzchem mit EUR 53,8 Mio. (+7,4% YoY) das höchste EBITDA der Unternehmensgeschichte erzielt. Für das laufende Geschäftsjahr 2021e gehen wir mit unserer Base-Case-Prognose von EUR 64,0 Mio. an die Obergrenze der vom Vorstand in Aussicht gestellten Bandbreite.

Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik

Obwohl Alzchem ein kapitalintensives Geschäftsmodell betreibt, in dem regelmäßig hohe Erweiterungsinvestitionen in Sachanlagen und Working Capital für die Ausweitung der Geschäftsaktivitäten erforderlich sind, liegt die Ausschüttungsquote stabil bei rund 40% des Nachsteuerergebnisses. Basierend auf unseren Prognosen für das Geschäftsjahr 2021e wird die Alzchem-Aktie derzeit mit einer Dividendenrendite von 3,4% gehandelt. Damit ist sie aus unserer Sicht auch für jene Anleger interessant, die durch Dividenden ein passives Einkommen anstreben.

Rating: Buy	Risiko: Mittel
Kurs: EUR 23,30	
Kursziel: EUR 36,20	

WKN / ISIN: A2YNT3 / DE000A2YNT30
Indizes: CDAX
Transparenzlevel: Deutsche Börse Prime Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 10.135.754
Marktkapitalisierung: EUR 236,2 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 8.000 Aktien
Jahresabschluss: 24. Februar 2022

GuV (EUR Mio.)	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	379,3	415,1	441,2	465,7
EBITDA	53,8	64,0	65,8	67,7
EBIT	30,7	39,4	40,9	42,7
EBT	27,2	38,6	39,4	41,4
EAT	19,9	27,6	28,2	29,6

% der Umsätze	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA	14,2%	15,4%	14,9%	14,5%
EBIT	8,1%	9,5%	9,3%	9,2%
EBT	7,2%	9,3%	8,9%	8,9%
EAT	5,2%	6,6%	6,4%	6,4%

Je Aktie (EUR)	2020	2021e	2022e	2023e
EPS	1,94	2,71	2,76	2,90
Dividende	0,77	0,80	0,83	0,86
Buchwert	6,57	8,43	10,39	12,47
Cashflow	4,79	4,92	4,19	4,16

Bilanz (%)	2020	2021e	2022e	2023e
EK-Quote	19,4%	23,4%	27,8%	31,9%
Gearing	64%	35%	28%	24%

Multiples (x)	2020	2021e	2022e	2023e
KGV	11,1	8,6	8,4	8,0
EV/Umsatz	0,69	0,64	0,60	0,57
EV/EBIT	9,6	6,9	6,8	6,4
KBV	3,3	2,8	2,2	1,9

Guidance (EUR Mio.)	2021e	2022e	2023e
Umsatz	bis zu 415	n/a	n/a
EBITDA	bis zu 64	n/a	n/a



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Alzchem in Bildern	4
Wert des Eigenkapitals EUR 36,20 je Aktie	8
Alzchem: Verbund und Diversifikation als Stärken	19
Unternehmensgeschichte und Management	28
Aktionärsstruktur	32
Nachhaltigkeitsbericht setzt Schwerpunkt auf Umwelt	33
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	35
Herausforderungen für die chemische Industrie	40
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	49
Gewinn- und Verlustrechnung	57
Umsatz und Rohertrag nach Segmenten	59
Umsatz nach Regionen	61
Bilanz	63
Bilanz (normalisiert)	67
Cashflow-Statement	71
Auf einen Blick	73
Discounted Cashflow-Bewertung	77
Disclaimer	78

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

Executive Summary

Signifikante Umsatz- und Ergebnisverbesserungen erwartet

Durch das jahrzehntelange Know-how in der NCN-Chemie und eine vertikale Integration entlang der gesamten NCN-Kette ist es Alzchem in den vergangenen fünf Jahren gelungen, die Ertragslage sukzessive, stetig und nachhaltig zu verbessern. Durch gezielte Kapazitätserweiterungsinvestitionen konnte der Umsatzanteil des margenstarken Bereichs Specialty Chemicals seit 2016 von 51,7% auf zuletzt 55,0% im Jahr 2020 gesteigert werden. Angesichts der aktuellen Produktpipeline – vor allem der Produkte Bi-oselect, Creamino und Creapure – und einer von uns erwarteten Fixkostendegression rechnen wir mit einer Fortsetzung dieses Trends, so dass das operative Konzernergebnis (EBITDA) nach unseren Schätzungen bis 2025e auf EUR 76,2 Mio. ansteigen wird.

Nettoverschuldung dreht sich in Nettofinanzposition

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 wies Alzchem eine Nettoverschuldung in Höhe von EUR 43,6 Mio. auf. Aufgrund einer von uns von 2021e bis 2025e erwarteten Generierung Freier Cashflows von kumuliert EUR 94,0 Mio. gehen wir – ohne Einbeziehung externen Wachstums – von einer Entschuldung des Unternehmens und dem Aufbau einer Nettofinanzposition in Höhe von EUR 6,7 Mio. bis 2025e aus.

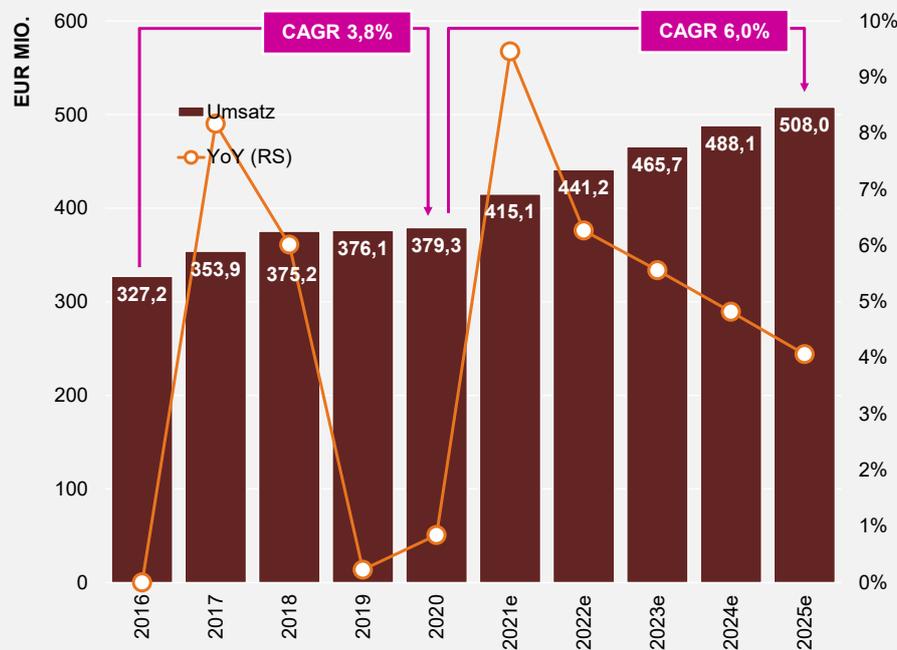
Langfristige Einkaufsstrategie: Nicht erst seit der coronabedingten Störung der globalen Lieferketten sind die Preise der wichtigsten chemischen Rohstoffe signifikant gestiegen. Zur Vorbeugung von Versorgungsengpässen betreibt Alzchem für die wichtigsten Rohstoffe – unter anderem für Strom – eine langfristige Einkaufsstrategie.

Nachhaltige Unternehmensführung: Umgekehrt profitiert Alzchem aus unserer Sicht von einer Neubewertung stabiler Sourcing Quellen durch seine Kunden. Eine Rolle spielen dabei nicht nur – wie zuletzt – Fragen der Liefer- und Versorgungssicherheit, sondern zunehmend auch steigende Nachhaltigkeitsanforderungen. Alzchem ist seit 1997 EMAS registriert (und entsprechend ISO 14001) und hat sich einem unabhängigen CSR-Rating unterzogen. Das Unternehmen erfüllt damit aus unserer Sicht in besonderem Maße die Nachhaltigkeitsanforderungen seiner Kunden, Stakeholder und Aktionäre.

Überdurchschnittlicher Track Record in der Erreichung der Guidance: In den vergangenen Jahren konnten die ausgegebenen, obwohl aus unserer Sicht durchaus ambitionierten Finanzziele nicht nur erreicht, sondern in den meisten Fällen auch übererfüllt werden. Wir werten dies als Bestätigung für eine gute Finanz- und Produktionsplanung, wodurch es dem Unternehmen gelingt, die Vorteile der Verbundproduktion entlang der NCN-Wertschöpfungskette auch unter schwierigeren Marktbedingungen (wie zuletzt während der COVID-19 Pandemie) erfolgreich umzusetzen. Aus diesem Grund betrachten wir unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen als gut abgesichert.

Alzchem in Bildern

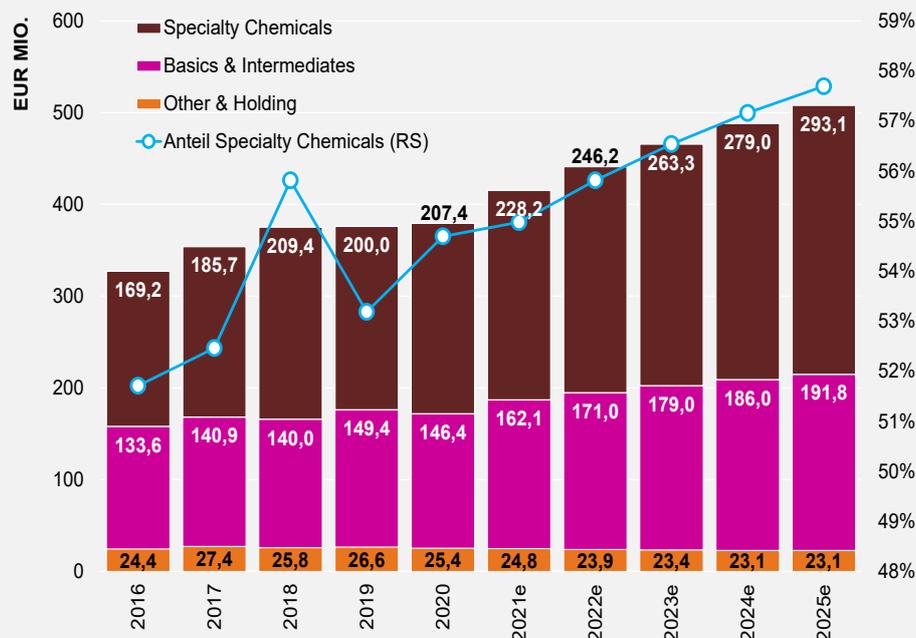
ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2016-2025E



Wir gehen davon aus, dass Alzchem in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeiten deutlich ausweiten und Umsatzwachstumsraten erreichen wird, die deutlich über den Niveaus der letzten Jahre liegen. In unserer Prognose rechnen wir damit, dass Alzchem im Geschäftsjahr 2025e, das das Ende unserer Detailplanungsphase markiert, Erlöse von EUR 508,0 Mio. erwirtschaften wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2020-2025e von 6,0%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2016-2025E

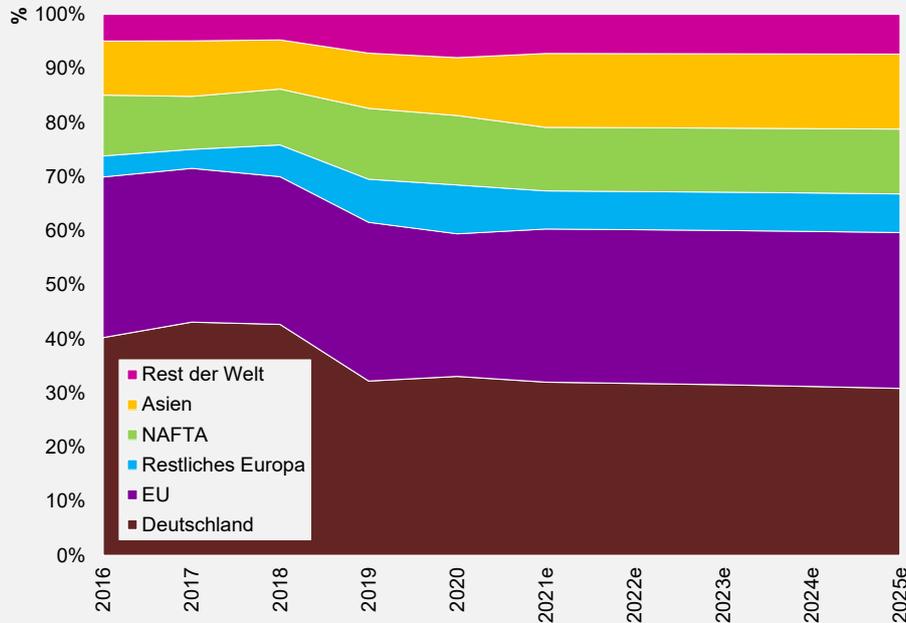


Für das Jahr 2021e rechnen wir mit Erlösen aus dem Segment Specialty Chemicals in Höhe von EUR 228,2 Mio. Damit wird das Segment für 55,0% (Vorjahr: 54,7%) der Konzern Erlöse verantwortlich sein. Der margenschwächere Bereich Basics & Intermediates, in dem Alzchem Zwischenprodukte für die chemische Industrie, Produkte für Kunden aus der Landwirtschaft und Metallurgie sowie Vorprodukte für in der Wertschöpfungskette nachgelagerte und damit höherwertige Produkte herstellt, wird nach unseren Schätzungen 2021e 39,1% (Vorjahr: 38,6%) zu den Konzern Erlösen beitragen. Wir gehen davon aus, dass dieser Bereich zukünftig prozentual an Bedeutung verlieren wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Alzchem in Bildern

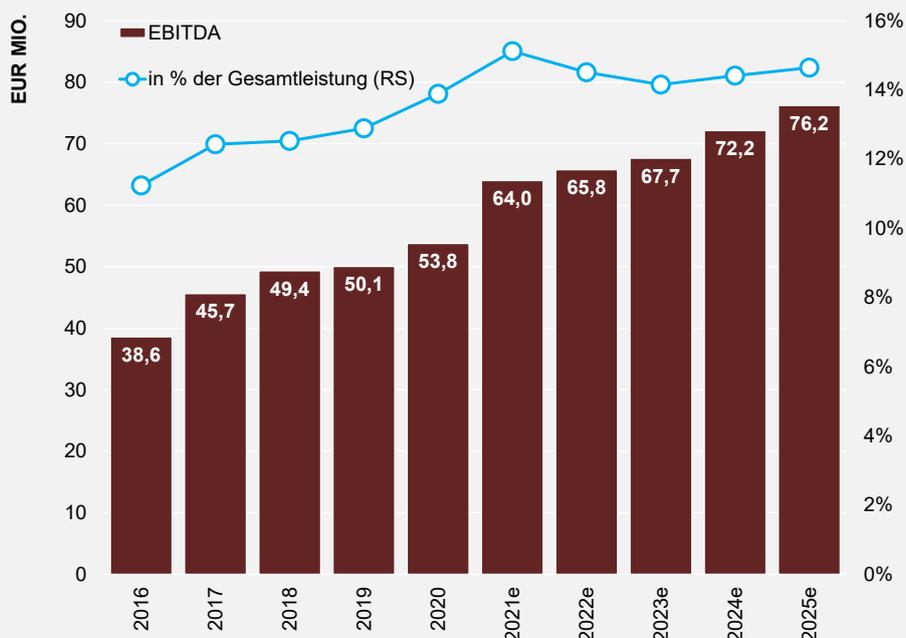
ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH REGIONEN, 2016-2025E



Im Einklang mit der wachsenden Bedeutung des Segments Specialty Chemicals rechnen wir auch damit, dass die Auslandserlöse – wenn auch in geringerem Ausmaß als in den vergangenen fünf Jahren – an Bedeutung gewinnen werden. So wurden im vergangenen Geschäftsjahr 2020 mit EUR 253,7 Mio. bereits 66,9% der Erlöse außerhalb Deutschlands erzielt – mit deutlich steigender Tendenz, lag die Auslandsquote der Umsätze im Jahr vor dem Börsengang noch bei lediglich 59,7%. Bis 2025e rechnen wir mit einem Auslandsanteil der Umsätze von 69,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2016-2025E

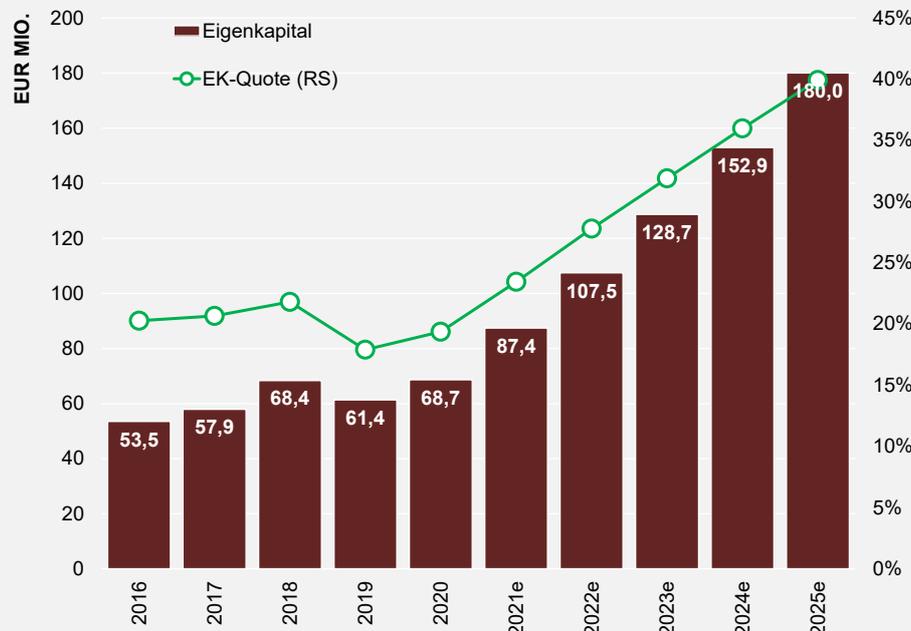


Beim Rohertrag, noch besser aber beim EBITDA wird ersichtlich, dass sich die Strategie, den Fokus auf den margenstarken Bereich Specialty Chemicals zu legen, auszahlt. Zwischen 2016 und 2020 konnte das EBITDA kontinuierlich auf EUR 53,8 von 38,6 Mio. und damit auf ein vorläufiges Rekordniveau gesteigert werden. Auch die korrespondierende EBITDA-Marge erreichte im vergangenen Jahr mit 13,9% einen neuen Spitzenwert. In den Jahren 2016-19 lagen die EBITDA-Margen in Größenordnungen zwischen 11,2% und 12,9%. Unsere Prognosen haben wir vor dem Hintergrund der Preisentwicklungen auf den Strom- und Rohstoffmärkten tendenziell konservativ angesetzt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Alzchem in Bildern

ABBILDUNG 5: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2016-2025E

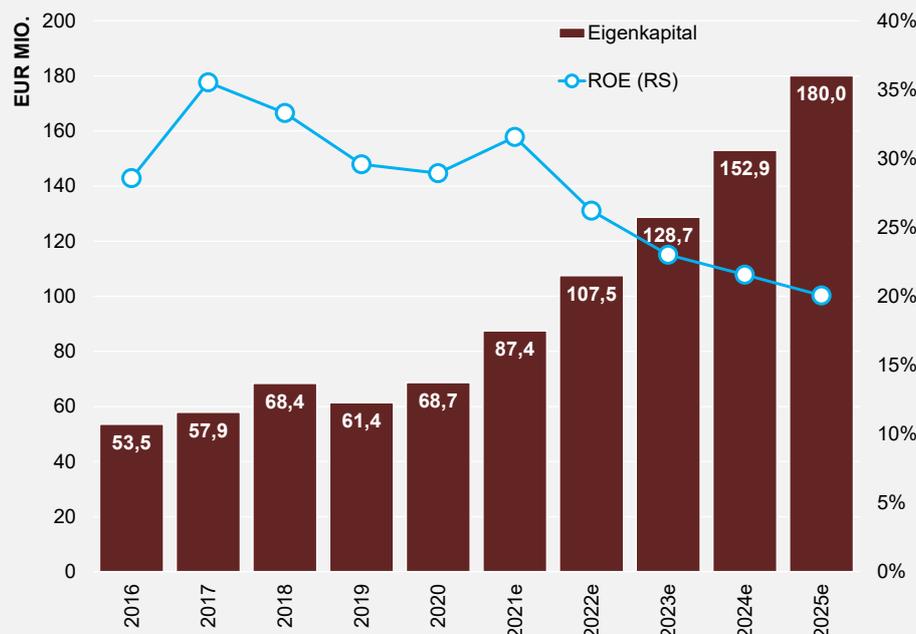


Seit dem Börsengang im Jahr 2017 ist Alzchem ohne Kapitalerhöhungen ausgekommen. Seither liegt das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 101,8 Mio. Es setzt sich aus 10,2 Mio. Stück auf den Inhaber lautende Stammaktien zusammen. Der Freefloat liegt bei 42,9%.

Die Entwicklung des Eigenkapitals wurde in den vergangenen Jahren durch einen starken Anstieg der Rückstellungen für leistungsorientierte Pensionszusagen belastet. Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes stiegen die bilanziellen Zusageverpflichtungen im Geschäftsjahr 2020 auf EUR 141,8 Mio. gegenüber EUR 107,2 Mio. im Jahr 2016.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2016-2025E

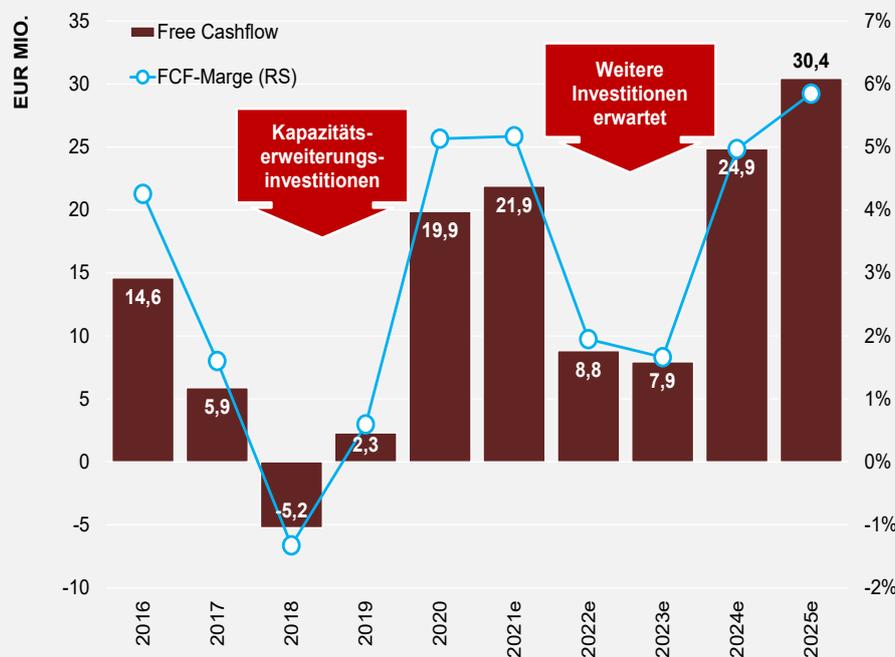


In den vergangenen fünf Jahren, die uns für eine Auswertung zur Verfügung standen, erzielte Alzchem Eigenkapitalrenditen zwischen 28,6% und 35,5%. Mit Kosten des Eigenkapitals zwischen 9,0% und 11,1% ist Alzchem ein für die Aktionäre in erheblichem Maße wertschöpfendes Unternehmen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Alzchem in Bildern

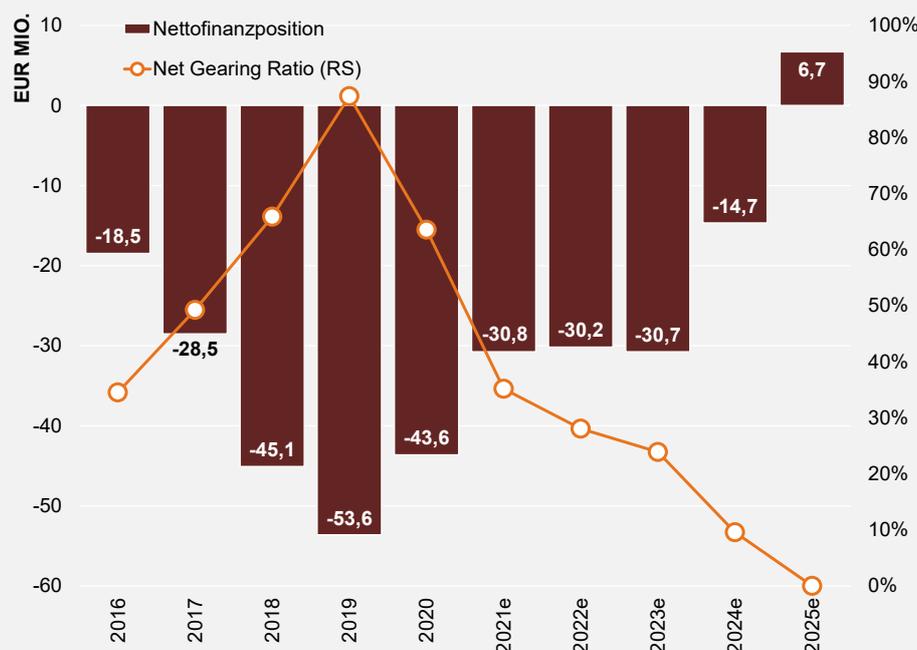
ABBILDUNG 7: FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2016-2025E



In lediglich einem der letzten fünf Jahre war der Free Cashflow des Unternehmens negativ. In den Jahren 2018 und 2019 wurden Kapazitätserweiterungsinvestitionen (Creamino-Anlage und Nitrile-Produktion) in Höhe von rund EUR 57,2 Mio. umgesetzt. Inclusive der von uns für dieses Jahr erwarteten Free Cashflows hat Alzchem seit 2016 freie Cashflows von EUR 59,3 Mio. erwirtschaftet.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 8: NETTOFINANZPOSITION UND NET GEARING RATIO, 2016-2025E



Infolge des starken Kapazitätsaufbaus hat sich die Nettoverschuldung zwischen 2016 und 2019 auf EUR 53,6 von 18,5 Mio. knapp verdreifacht. Trotz der von uns erwarteten Dividendenzahlungen – wir rechnen mit einer Ausschüttungsquote zwischen 30% und 40% des Nachsteuerergebnisses – wird sich die Nettoverschuldung bis 2025e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, in eine Nettofinanzposition von EUR 6,7 Mio. drehen. Damit würde Alzchem nach unserer Ansicht über ausreichend Finanzmittel verfügen, um auch über anorganische Wachstumsmöglichkeiten nachdenken zu können.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert des Eigenkapitals EUR 36,20 je Aktie

Wir bewerten das Eigenkapital der am Frankfurter Prime Standard notierten Alzchem Group AG auf der Basis eines dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) und anhand eines Dividendendiskontierungsmodells (Sekundärmethode). Abschließend haben wir den inneren Wert aus den Cashflow- und Dividendendiskontierungsmodellen durch marktorientierte Peergroup-Multiples börsennotierter Spezialchemieunternehmen überprüft.

Basierend auf unseren Erwartungen, dass Alzchem in den kommenden Jahren von einer weiteren Verlagerung des Geschäftsschwerpunktes auf das margenstarke Segment Specialty Chemicals profitieren wird, sollten sich die Umsätze des Unternehmens in den kommenden Jahren weiter deutlich verbessern und Materialkostensteigerungen abgefedert werden. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2025e), während der wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze von 6,0% unterstellt haben, geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Grobplanungsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2035e endet; während der Grobplanungsphase haben wir eine Umsatz-CAGR von 0,9% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,3%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 367,0 Mio. bzw. EUR 36,20 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 22,00 (10%-Quantil) und EUR 63,20 (90%-Quantil) je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Dividendendiskontierungsmodell erstellt. Dabei ermitteln wir auf Basis unserer Ergebnisprognosen 2025e einen Wert des Eigenkapitals von EUR 28,10 je Aktie, (+20,6% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 23,30).

Aus den Peergroup-Multiples ergibt sich auf Basis der Consensus-Schätzungen 2023e bei dem von uns präferierten KGV 2023e ein Kursziel von EUR 47,90 je Aktie (+105,5% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 23,30). Damit werden die Ergebnisse aus dem DCF-Modell bestätigt, die eine deutliche Unterbewertung der Alzchem-Aktie anzeigen.

Angesichts einer von uns auf Sicht von 24 Monaten erwarteten Kursperformance (ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich vereinnahmten Dividenden) von rund 55,4% nehmen wir die Aktien der Alzchem Group AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Unser primäres Bewertungsverfahren für Alzchem ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Angesichts der von uns erwarteten dynamischen Ertragsentwicklung sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

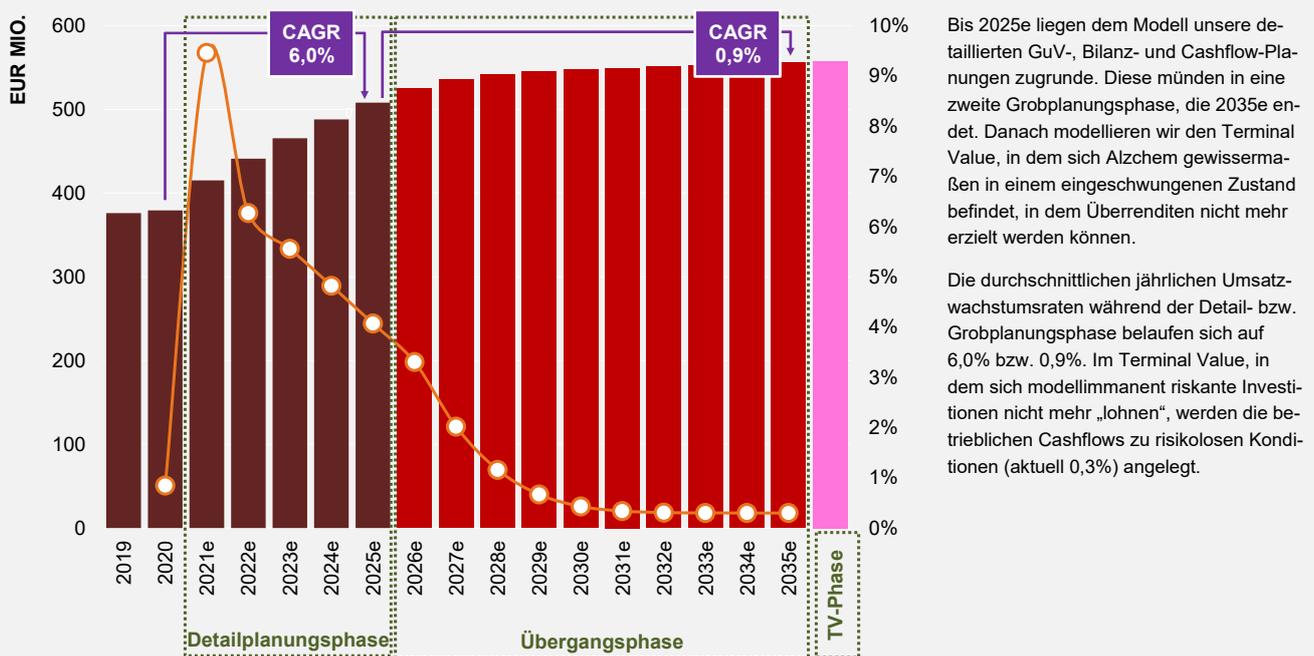
Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die Umsatzentwicklung

- ⑤ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „**Detailplanungsphase**“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2025e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2020 und 2025e in Höhe von 6,0%.
- ⑤ In der anschließenden **Phase 2** (zehnjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2035e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von 0,9% veranschlagt. Ferner haben

wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „Terminal Value“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,3% an.

ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2035E



Bis 2025e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2035e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value, in dem sich Alzchem gewissermaßen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, in dem Überrenditen nicht mehr erzielt werden können.

Die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten während der Detail- bzw. Grobplanungsphase belaufen sich auf 6,0% bzw. 0,9%. Im Terminal Value, in dem sich modellimmanent riskante Investitionen nicht mehr „lohlen“, werden die betrieblichen Cashflows zu risikolosen Konditionen (aktuell 0,3%) angelegt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Detail- und Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells

- ☉ dass die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2025e erwarteten Wert von 10,1% (Basis: Umsatz ohne Berücksichtigung von Minderheitsanteilen) nahezu unverändert bleiben; dabei haben wir keinen Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 10,0% liegen;
- ☉ dass die **Minderheitsanteile** eine im Zeitablauf vergleichbare Entwicklung haben werden wie die voll-konsolidierten Geschäftsbereiche;
- ☉ eine im Zeitablauf mit den aktuell beobachtbaren Werten vergleichbare **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, wodurch eine konstante Kapitalintensität unterstellt wird;

- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,10, das wir aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei Alzchem bemerkenswerterweise deutlich niedriger – laut Deutsche Börse bei unter 0,4 – liegen);

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA

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

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 2,8% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und angesichts eines von uns abgeleiteten synthetischen Ratings von BBB (basierend auf einer EBIT-Interest Coverage Ratio 2020 (Ist-Werte von 8,0x) für realistisch ansehen;
- ☉ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase bei 28,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich in Deutschland tätige Unternehmen;
- ☉ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen im Beobachtungszeitraum durchweg profitablen Unternehmen nicht zur Anwendung;
- ☉ dass die von Alzchem im Zeitraum 2021e-2025e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 8,3% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,10 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 7,5% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 1,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%) ergibt. Trotz eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BBB haben wir bei der Ermittlung der Risikoprämie für das Fremdkapital einen bewusst konservativen Wert von 600 Basispunkten angenommen. Schließlich gehen wir davon aus, dass Alzchem eine industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 75%/25% anstrebt;

Annahmen für die sonstigen Positionen
des DCF-Modells (Fortsetzung)

TABELLE 2: WACC, 2021E-2025E

Kosten des Eigenkapitals	%	8,6%	Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,3%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Beta		1,1	Fundamentalanalytisch ermitteltes beta
Implizite Risikoprämie	%	7,5%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden
Small Cap-Prämie	%	1,0%	
Managementprämie	%	1,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag aufgrund Handelsvolumen von 8.000 Stück pro Tag
Transparenzprämie	%	0,0%	Kein Zuschlag bei Prime Standard-Werten
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	
Pandemie-Prämie	%	0,0%	
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	75,0%	
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	7,2%	
Kosten der Verschuldung nach Steuern		0,0%	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,3%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	6,0%	Entsprechend dem CDS von BBB gerateten Small Caps-Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	6,3%	
Steuerquote	%	28,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	25,0%	
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	1,1%	
WACC basierend auf Marktwerten	%	8,3%	Für die Detailplanungsphase 2021e-2025e

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☉ dass Alzchem in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 8,3% (2021e-2025e) auf dann 5,3% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

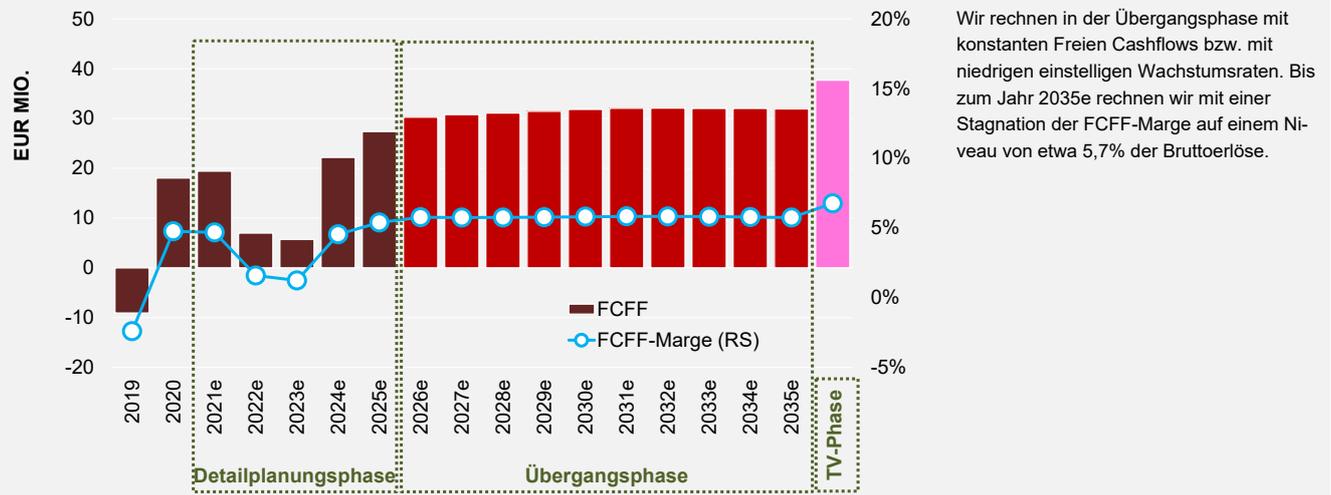
Deutlich positive Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 10) Prognose der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2021e bis 2035e. Erkennbar ist, wie unsere vorsichtigen Prognosen hinsichtlich der Rohstoffpreisentwicklung und erwarteten hohen Investitionen zunächst zu einem Rückgang der Freien Cashflows führen, ehe wir im Jahr 2026e das Erreichen von Peak Earnings prognostizieren. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Rückgangs der Reinvestitionsquote bei dem bis dahin kapitalintensiven Unternehmen einen leichten Anstieg der Freien

Typische Lebenszykluskurve eines Unternehmens in der Wachstumsphase

Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modellendwertes darstellen.

ABBILDUNG 10: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019E-2035E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 367,0 Mio. bzw. EUR 36,20 je Aktie

Der Enterprise Value von Alzchem liegt in unserem Modell bei EUR 410,9 Mio. Aus diesem werden 44,4% über den Terminal Value abgeleitet, 16,6% bzw. 39,0% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Abzüglich der Nettoverschuldung (per Ende des Geschäftsjahres 2020) von ca. EUR 44,0 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 367,0 Mio. bzw. EUR 36,20 je Aktie.

Wert des Eigenkapitals von EUR 367,0 Mio. bzw. EUR 36,20 je Aktie

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

			Kommentar
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,8%	Synthetisches BBB Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 250 bps
Kapitalkosten im Terminal Value	%	5,3%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	182,6	Ab 2035e mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate (CAGR) 0,3%
in % des Enterprise Value	%	44,4%	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	68,1	Für den Zeitraum 2021e-2025e mit Umsatz-CAGR von 6,0%
in % des Enterprise Value	%	16,6%	
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	160,3	Für den Zeitraum 2026e-2035e mit Umsatz-CAGR von 0,9%
in % des Enterprise Value	%	39,0%	
Enterprise Value	EUR Mio.	410,9	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE (FORTS.)

Finanzschulden	EUR Mio.	-60,7	Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020)
Excess Cash	EUR Mio.	16,8	Daten zum 31.12.2020 (Ende des Geschäftsjahres 2020)
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	367,0	Auf Sicht von 24 Monaten
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	10,1	
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	36,20	Auf Sicht von 24 Monaten
Aktueller Aktienkurs	EUR	23,30	
Kurspotenzial	%	55,4%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes bezüglich der unabhängigen Input-Variablen abzufragen. Wir haben eine multivariate Analyse durchgeführt und die Ergebnisse des DCF-Modells nach den nachstehenden sieben Kriterien und spezifischen Standardabweichungen (σ) getestet.

TABELLE 4: SENSITIVITÄTSPARAMETER DER MONTE-CARLO-SIMULATION

		Ist	σ
Umsatzwachstumsrate in der Grobplanungsphase	%	6,0%	5,0%
Umsatzwachstumsrate im Terminal Value	%	0,3%	1,0%
EBIT-Marge Grobplanungsphase	%	10,4%	5,0%
EBIT-Marge im Terminal Value	%	10,0%	5,0%
Steuerquote Grobplanungsphase/Terminal Value	%	30,0%	2,0%
Normalisierte Sales to Capital Ratio	%	-2,00	1,0%
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	2,8%	0,7%

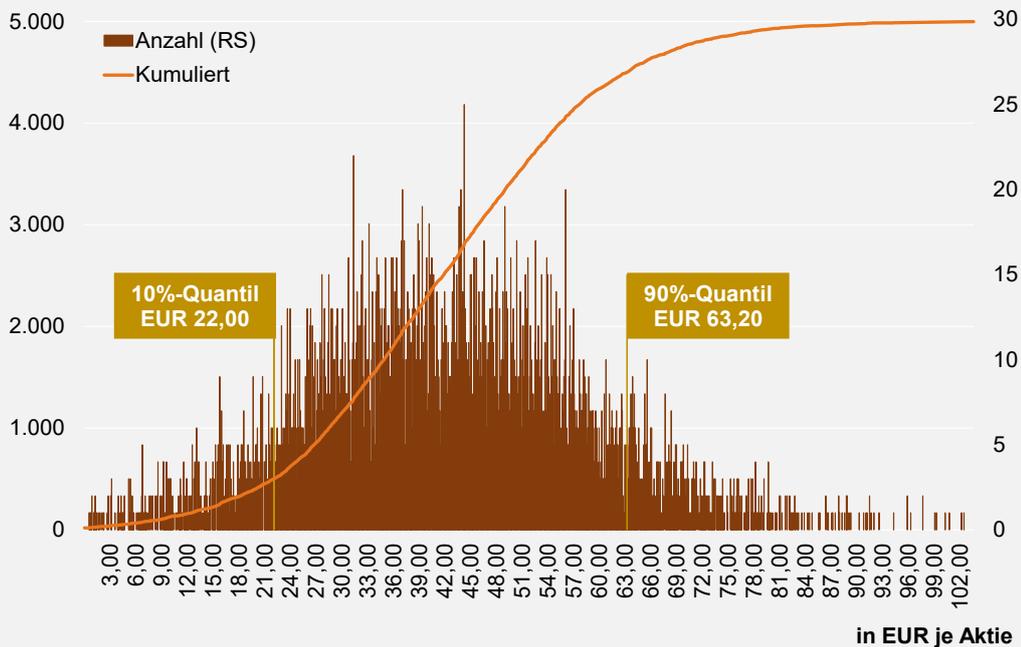
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation

Dabei wird zeigt sich, dass die 10%- bzw. 90%-Quantile Werte des Eigenkapitals von EUR 223,0 Mio. (EUR 22,00 je Aktie) bzw. EUR 640,6 Mio. (EUR 63,20 je Aktie) ergeben.

Monte-Carlo-Simulation mit 10%- bzw. 90%-Quantil-Kurszielen zwischen EUR 223,0 und 640,6 Mio. bzw. EUR 22,00 und EUR 63,20 je Aktie.

ABBILDUNG 11: MONTE-CARLO-SIMULATION (5.000 SIMULATIONEN)



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Anpassung des Kursziels im Fall eines Verbots von Kalkstickstoff in der EU

Nach einer Risikobewertung und einem sozio-ökonomischen Gutachten hat die Europäische Chemikalienagentur ECHA die Empfehlung ausgesprochen, Kalkstickstoff als Düngemittel in der EU zu verbieten. Ein endgültiger Beschluss durch die Europäische Kommission ist noch nicht erfolgt. Ein Verbot würde grundsätzlich nach 36 Monaten in Kraft treten und könnte nach unserer Einschätzung das operative Ergebnis des Unternehmens mit etwa EUR 10 Mio. pro Jahr belasten. Ohne die Berücksichtigung erwartbarer Anpassungen würde dies das aus dem DCF-Modell abgeleitete Kursziel um etwa EUR 9,50 je Aktie belasten.

Kalkstickstoffdiskussion in der EU (siehe hierzu auch S. 40ff).

Die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells haben wir mit Hilfe eines Dividendendiskontierungsmodells verifiziert. Hierdurch soll berücksichtigt werden, dass Alzchem aus unserer Sicht auch für jene Anleger interessant ist, für die ein stetiger Dividendenzufluss das relevante Bewertungskriterium ist. Wir ermitteln dabei auf welchem Kursniveau diese Wertschöpfung in der intrinsischen Unternehmensbewertung widergespiegelt wird. Aus einem Dividendendiskontierungsmodell ergibt sich auf Basis der von uns für das Jahr 2025e erwarteten Dividenden ein Barwert von EUR 28,10 je Aktie (+20,6% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 23,30). Der Wert liegt damit unter dem aus dem DCF-Modell errechneten Wert.

Überprüfung des Kurszieles anhand eines Dividend-Discount-Modells

Wir überprüfen die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells anhand eines Dividendendiskontierungsmodells. Basis unseres Dividendendiskontierungsmodells ist die Annahme, dass Alzchem auch als Cashflow-intensives Unternehmen bei Verzicht auf externes Wachstum früher oder später in einen schuldenfreien Zustand gelangen wird. Ab diesem Zeitpunkt können die erwirtschafteten Freien Cashflows mehr oder

Wir gehen davon aus, dass Alzchem ab 2025e seine Nettoverbindlichkeiten vollständig abgebaut haben wird. Ab dann können theoretisch die erwirtschafteten Cashflows vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

weniger vollständig (wir unterstellen eine Ausschüttungsquote von 90%) an die Aktionäre ausgeschüttet werden, ohne dass das weitere organische Wachstum beeinträchtigt wird. Nachstehende Tabelle 5 verdeutlicht unsere Prognosen auf Basis der Ergebnisse des oben verwendeten DCF-Modells:

TABELLE 5: ERWARTETER ABBAU DER NETTOVERSCHULDUNG BEI REIN ORGANISCHEM WACHSTUM							
		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	27,6	28,2	29,6	33,0	36,1	39,0
Ausschüttungsquote	%	29,4%	29,9%	29,4%	27,4%	90%	90%
Dividende	EUR Mio.	8,1	8,4	8,7	9,0	32,5	35,1
Nettoverschuldung	EUR Mio.	30,8	30,2	30,7	14,7	<0	<0
EWIGE RENTE							
Ewige Rente	EUR Mio.	98,6	102,3	106,0	109,7	395,2	426,6
Eigenkapitalkosten	%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,1%	84,9%	78,2%	72,0%	66,4%
Barwert	EUR Mio.	98,6	94,2	89,9	85,7	284,6	283,1
Anzahl Aktien	Mio.	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Wert je Aktie	EUR	9,70	9,30	8,90	8,50	28,10	27,90

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wert je Aktie von EUR 28,10

Danach wäre Alzchem zum Ende des Geschäftsjahres 2025e vollständig schuldenfrei. Berechnen wir aus dem im selben Jahr erwarteten Nachsteuergewinn von EUR 36,1 Mio. bei einer Ausschüttungsquote von 90% einen ewigen Rentenwert, wobei wir unterstellt haben, dass Alzchem keine dauerhaften Überrenditen erwirtschaften wird, so dass die freien Cashflows mit der Rate der risikolosen Zinsen wachsen, und diskontieren diesen mit den erwarteten Eigenkapitalkosten auf das aktuelle Jahr ab, so ergibt sich ein Wert von EUR 28,10 je Aktie:

Die Ergebnisse unserer fundamentalanalytischen Bewertungsverfahren haben wir anhand von Markt-Multiplikatoren überprüft. Dabei haben wir eine breite Peergroup aus börsennotierten deutschen und internationalen Spezialchemieunternehmen ohne weitere Brancheneingrenzung oder Größenbeschränkung zusammengestellt. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2023e ergibt sich bei dem von uns präferierten KGV 2023e ein Kursziel von EUR 47,90 je Aktie (+105,5% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 23,30). Damit werden die Ergebnisse aus dem DCF-Modell bestätigt, die eine deutliche Unterbewertung der Alzchem-Aktie anzeigen.

Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, Alzchem mit anderen Spezialchemieunternehmen zu vergleichen.

Neben fundamentalanalytischen Verfahren, anhand derer der innere Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, Alzchem anhand einer breiten Peergroup börsennotierter Spezialchemieunternehmen zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln.

Die Voraussetzung, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergibt sich ausschließlich aus der Industriespezifikation, da wir in Ermangelung geeigneter Kandidaten auf die Größe der Unternehmen, repräsentiert etwa durch die Marktkapitalisierung, keine Rücksicht nehmen können. Unter dieser Vorgabe haben wir acht Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen USD 1,6 und 10,3 Mrd. in die Bewertung der Alzchem-Aktie aufgenommen. Damit zeigt sich, dass die Aussagekraft dieser Bewertungsergebnisse angesichts der mangelnden Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle und der unterschiedlichen Größe der Unternehmen als begrenzt einzustufen sind.

TABELLE 6: ECKDATEN BÖRSENNOTIERTER SPEZIALCHEMIEUNTERNEHMEN

Unternehmen	FX	Kurs (10.11.2021)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkapitalisierung (Mio.)	Nettoverschuldung (Mio.)	Enterprise Value (Mio.)
Arkema	EUR	121,05	74,8	9.054,5	633,0	9.687,5
Ashland Global Holdings	USD	99,34	60,7	6.029,9	1.559,0	7.588,9
Balchem Corp.	USD	164,01	32,4	5.313,9	57,1	5.371,0
Ecovyst	USD	13,19	136,9	1.805,7	1.381,6	3.187,3
Element Solutions	USD	25,18	247,6	6.234,6	1.666,5	7.901,1
GCP Applied Technologies	USD	21,83	73,5	1.604,5	103,1	1.707,6
Innospec	USD	93,63	24,6	2.303,3	-57,1	2.246,2
Quaker Chemical Corp.	USD	271,26	17,9	4.855,6	789,4	5.645,0

QUELLE: BLOOMBERG, CAPITALIQ, SPHENE CAPITAL

Unternehmenswert von deutlich über EUR 30,00

Auf Basis der medialen Peergroup-Multiples und unserer Umsatz-, EBITDA- und EPS-Prognosen lassen sich für Alzchem Werte des Eigenkapitals jenseits der EUR 30-Marke ableiten.

TABELLE 7: ABLEITUNG DES WERTES DES EIGENKAPITALS JE AKTIE AUS PEERGROUP-MULTIPLES

		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Umsatz						
Peergroup (Median)	x	3,21x	3,10x	2,97x	1,83x	1,77x
Wert des Eigenkapitals je Alzchem-Aktie	EUR	128,36	132,05	133,48	86,76	89,52
EV/EBITDA						
Peergroup (Median)	x	14,0x	12,4x	11,7x	5,7x	6,3x
Wert des Eigenkapitals je Alzchem-Aktie	EUR	85,42	77,49	75,37	39,08	48,38
KGV						
Peergroup (Median)	x	28,7x	22,2x	16,5x	13,4x	12,6x
Wert des Eigenkapitals je Alzchem-Aktie	EUR	77,71	61,22	47,87	43,23	44,78

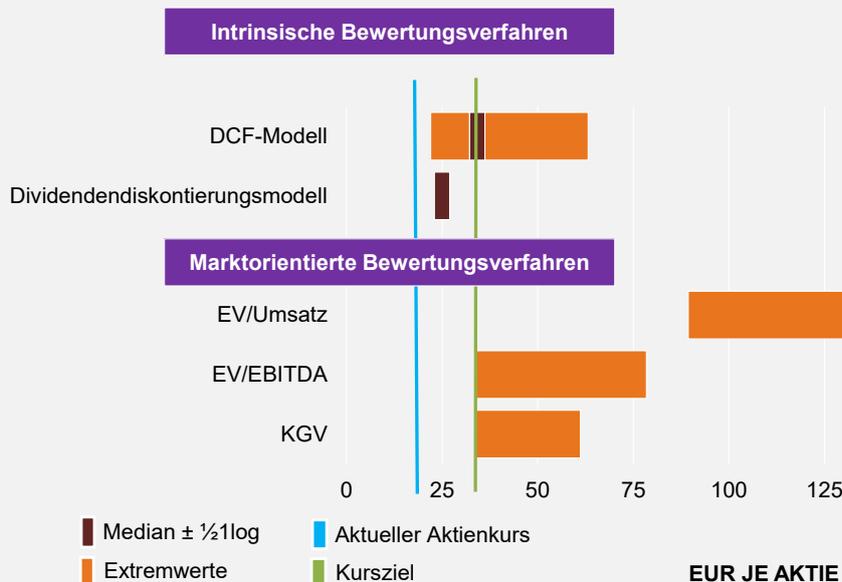
QUELLE: BLOOMBERG, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Zusammenfassung der Ergebnisse

In nachstehender Abbildung 12 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir im DCF-Verfahren die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation ebenfalls dargestellt haben. Aufgrund der von uns erwarteten operativen Ertragsentwicklung der Alzchem sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse zeigt, dass der aktuelle Aktienkurs teils deutlich unter den fundamental-analytischen Wertergebnissen liegt.

ABBILDUNG 12: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



Bedingt durch das aus unserer Sicht in eine Lebenszyklus-Spätphase eintretende Geschäftsmodell sehen wir im DCF-Modell das mittelfristig relevante Bewertungsmaß.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 36,20 je Aktie wäre Alzchem mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 8: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER ALZCHEM-AKTIE

		Bewertung zum aktuellen Kurs					Bewertung zum Kursziel				
		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
KGV	x	8,6x	8,4x	8,0x	7,2x	6,6x	13,4x	13,1x	12,5x	11,2x	10,2x
EV/Umsatz	x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
EV/EBIT	x	6,9x	6,8x	6,4x	5,4x	4,5x	10,3x	10,1x	9,6x	8,3x	7,1x
KBV	x	2,8x	2,2x	1,9x	1,6x	1,3x	4,3x	3,5x	2,9x	2,4x	2,1x
Dividendenrendite	%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Downside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 35ff):

- Ⓢ **Verfehlung der Guidance**, da in diesem Fall der Alzchem-Vorstand den bislang guten Track Record aus dem Erreichen der ausgesprochenen Gewinnerwartungen beschädigen würde.
- Ⓢ **Mögliches Verbot von Kalkstickstoff als Düngemittel in der EU**: Schon seit längerem wird in der EU über ein Verbot von Kalkstickstoff als Düngemittel diskutiert. Ein vollständiges Verbot als Düngemittel würde das operative Ergebnis des Unternehmens – ohne die Berücksichtigung erwartbarer Anpassungen – nach unserer Einschätzung mit etwa EUR 10 Mio. und die Wertfindung mit EUR 9,50 je Aktie belasten.
- Ⓢ **Umplatzierung durch Altaktionäre**: Nach eigenen Angaben sehen sich die in Alzchem investierten Beteiligungsgesellschaften als langfristig engagierte Investoren. Weitere Umplatzierungen wurden nicht angekündigt, könnten jedoch das Sentiment gegenüber der Aktie belasten.

Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes der Alzchem in den kommenden Monaten sehen wir:

- Ⓢ **Erreichen der Obergrenze der Guidance** trotz des Anstiegs der Rohstoff- und Strompreise im laufenden Jahr;
- Ⓢ Aussagen über anhaltende **Effizienzverbesserungen und eine Weitergabe** der gestiegenen Preise auf den Rohstoff- und Strommärkten, wodurch sich unsere Schätzungen als zu konservativ erweisen könnten;
- Ⓢ **Weitere Verbesserungen des Produkt-Mix** mit entsprechenden Konsequenzen auf eine steigende operative Profitabilität.

Alzchem: Verbund und Diversifikation als Stärken

Alzchem bietet eine große Anzahl von unterschiedlichen Chemieprodukten auf Basis der NCN-Kette für breit diversifizierte Märkte an. Nach eigener Einschätzung besitzt das Unternehmen eine weltweite Technologieführerschaft in der NCN-Chemie. Das Spektrum von mehr als 800 registrierten Produktmarken reicht von Basisprodukten wie metallurgischen Zusätzen, Zwischenprodukten für pharmazeutische Anwendungen und Feinchemie hin zu Spezialprodukten für unterschiedliche Märkte. Durch das Know-how in der NCN-Chemie und eine vertikale Integration entlang der gesamten NCN-Kette ist es Alzchem in den vergangenen fünf Jahren gelungen, die Ertragslage sukzessive, stetig und nachhaltig zu verbessern. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen diesen Trend in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Trotz des kapitalintensiven Geschäftsmodells gehen wir zudem davon aus, dass Alzchem seine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortsetzen wird. Basierend auf unseren Prognosen des Geschäftsjahres 2021e wird die Alzchem-Aktie derzeit mit einer Dividendenrendite von 3,4% gehandelt.

Geschäftsmodell im Überblick

Alzchem ist ein vertikal vollintegrierter Hersteller von chemischen Produkten auf der Basis der sogenannten Calciumcarbid-/Calciumcyanamid-Kette, kurz „NCN-Kette“, also von komplexen organischen Produkten mit einer Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindung.

Firmensitz der Gesellschaft ist Trostberg in Bayern

- ☉ **Calciumcarbid**, auch bekannt als Calciumacetylid, ist eine chemische Verbindung (CaC_2), die industriell unter anderem für die Herstellung von Acetylen bzw. Acetylenegas, zur Herstellung von Chemikalien für Düngemittel und in der Stahlerzeugung verwendet wird.
- ☉ Calciumcarbid wiederum ist die Ausgangsbasis der anorganischen Verbindung **Calciumcyanamid** (CaCN_2), des Calciumsalzes des Cyanamid (CN_2)-Anions, das u. a. vorzugsweise in der Landwirtschaft als Düngemittel zum Einsatz kommt.

Die meisten Schritte der Verarbeitung und Veredelung von Calciumcarbid werden von Alzchem im Rahmen von vollintegrierten Herstellungsprozessen selbst übernommen. Die wichtigsten Ausgangsstoffe für die NCN-Kette und damit für die verschiedenen Produkte sind Kalk, Koks (Kohlenstoff) und Strom.

Drei Geschäftsbereiche

Das Unternehmen berichtet nach drei, sich zum Teil ergänzenden Geschäftsbereichen:

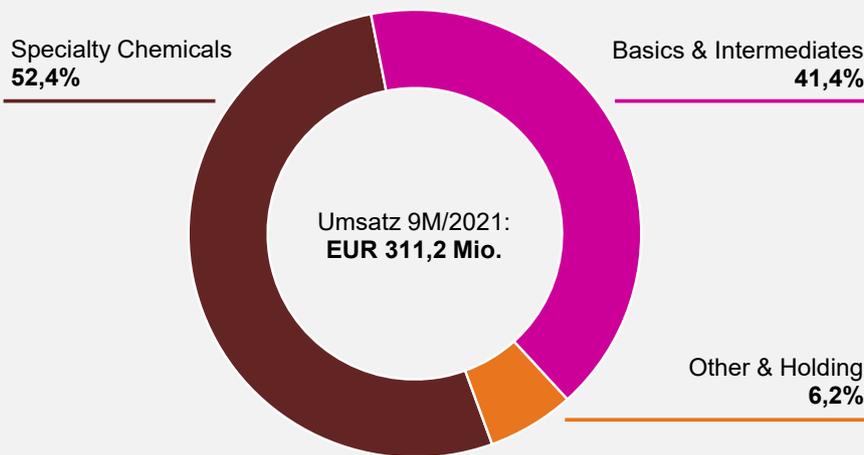
- ☉ Im Segment **Specialty Chemicals** (Umsatzanteil 2020: 54,7%) werden Spezialchemieprodukte hergestellt und an Kunden aus der chemischen Industrie, der Pharmaindustrie, der Ernährungs- und Futtermittelindustrie sowie der Erneuerbaren Energien vertrieben.
- ☉ Im Segment **Basics & Intermediates** (Umsatzanteil 2020: 38,6%) werden die Aktivitäten der Verbundchemie auf Basis der primären Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindung gebündelt und Produkte, Zwischenprodukte und Rohstoffe hergestellt, die anschließend entweder konzernintern an das Segment Specialty Chemicals oder extern an industrielle Abnehmer aus der Automobilindustrie, der Metallurgie und der chemischen Industrie, der Pharmaindustrie sowie an Kunden aus der Landwirtschaft verkauft werden.
- ☉ Im operativen Segment **Other & Holding** (Umsatzanteil 2020: 6,7%) sind alle übrigen Tätigkeiten des Konzerns zusammengefasst, die sich nicht den beiden zuerst

genannten Segmenten zuordnen lassen. Die hier ausgewiesenen Umsätze werden fast ausschließlich (2020: 89,4%) mit der Erbringung von Dienstleistungen erzielt, die im Wesentlichen für den Betrieb der Chemieparcs Trostberg und Hart anfallen.

Alzchem unterhält vier Produktionsstandorte im sogenannten Bayerischen Chemiedreieck, neben Trostberg und Hart auch in Schalchen und Waldkraiburg, sowie einen Produktionsstandort im schwedischen Sundvall. Darüber hinaus ist Alzchem in den vom Unternehmen als strategisch wichtig eingestuften Märkten USA und China mit eigenen Vertriebsgesellschaften präsent.

Zusammen mit den Tochtergesellschaften und Beteiligungen beschäftigte der Alzchem-Konzern zum Jahresende 2020 rund 1.630 Mitarbeiter.

ABBILDUNG 13: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2020



Umsatz- und auch deutlich margenstärkster Geschäftsbereich ist das Segment Specialty Chemicals (Umsatz 2020: EUR 207,4 Mio., 9M/2021: EUR 163,2 Mio.). Das Segment Basics & Intermediates (2020: EUR 146,4 Mio., 9M/2021: EUR 128,7 Mio.) umfasst Zwischenprodukte für die Spezialchemie und den direkten Verkauf. Im kleinsten Segment Other & Holding (2020: EUR 25,4 Mio., 9M/2021: EUR 19,3 Mio.) werden überwiegend Dienstleistungserlöse generiert.

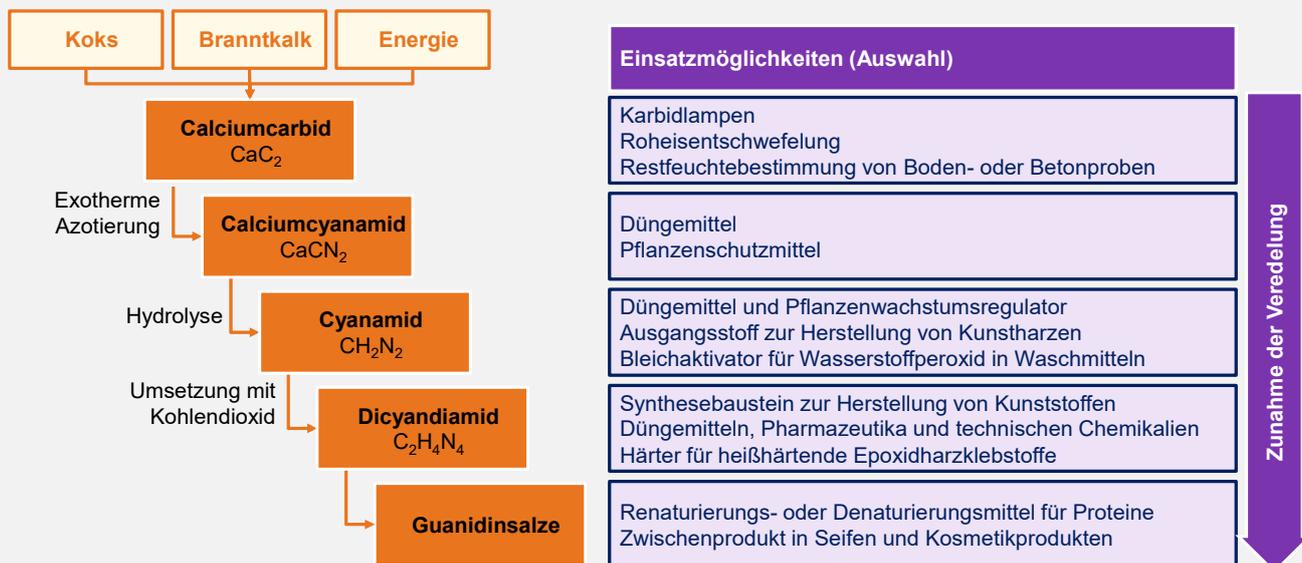
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Vertikale Integration mit hoher Wertschöpfungstiefe

Zentrales Alleinstellungsmerkmal der Alzchem-Gruppe ist die vertikale Integration entlang der NCN-Kette. Dies bedeutet, dass die meisten Erzeugnisse des Unternehmens auf den gleichen Ausgangsstoffen beruhen, namentlich Branntkalk und Koks, die von Alzchem verarbeitet und veredelt werden.

Der Produktionsverbund von Alzchem basiert im Wesentlichen auf den Ausgangsstoffen Kalk und Koks.

ABBILDUNG 14: DIE WESENTLICHEN PRODUKTE VON ALZCHEM IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

- Ⓢ Ausgangspunkt aller von Alzchem hergestellten Produkte ist **Calciumcarbid**, das Calcium-Salz des Ethins, das als Ausgangsverbindung bei der großtechnischen Herstellung wichtiger Grundchemikalien von großer industrieller Bedeutung ist. Gewonnen wird Calciumcarbid in Schmelz-Reduktionsöfen bei 2.000 bis 2.300 °C aus Calciumoxid (Branntkalk oder ungelöschter Kalk) und Koks. Mit Wasser versetzt kam das Acetylid früher in Karbidlampen im Untertagebergbau zum Einsatz; heute wird es vorwiegend zur Entschwefelung von Roheisen und Flüssigstahl sowie in der Sekundärmetallurgie verwendet. Darüber hinaus ist Calciumcarbid der Ausgangsstoff für die Herstellung von Calciumcyanamid.
- Ⓢ Dabei wird Calciumcarbid durch exotherme Azotierung (eine chemische Reaktion, bei der ein Reaktionspartner Stickstoff aufnimmt) bei Temperaturen von etwa 1.000 °C über das Zwischenprodukt Calciumcyanid in **Calciumcyanamid** umgewandelt. Nachdem es von Calciumcarbid gereinigt wurde, wird die unter der Bezeichnung Kalkstickstoff bekannte Chemikalie u. a. als Mineraldünger in den Handel gebracht. Im Boden wird Calciumcyanamid in Verbindung mit Wasser und bestimmten Mikroorganismen in pflanzenverfügbare Stoffe umgewandelt: zunächst in Löschkalk und wasserlösliches Cyanamid, später in Harnstoff, Ammonium und Nitrat, nachdem die Mikroorganismen das giftige Cyanamid umgewandelt haben. Das in der EU zugelassene Düngemittel hat damit wegen des im Zuge der Umsetzung zu pflanzenverfügbaren Stickstoffformen entstehenden Cyanamids zusätzlich eine fungizide und insektizide Wirkung auf verschiedene Unkräuter, tierische Schädlinge, Weideparasiten und Schleimpilze.
- Ⓢ Durch Hydrolyse des im Frank-Caro-Verfahren gewonnenen Calciumcyanamids kann unter Zuführung von Kohlendioxid **Cyanamid** hergestellt werden. Das für die Produktionskette von Alzchem zentrale Molekül ist eine farb- und geruchslose, kristalline, hygroscopische Substanz mit hoher Reaktivität, die bei Erhitzen teils explosionsartig polymerisiert. Außerhalb der EU kommt Cyanamid in der Landwirtschaft als Dünger und als Pflanzenwachstumsregulator zum Einsatz; in der

In den integrierten Produktionsprozessen kann Alzchem die Materialeffizienz optimieren, indem die hergestellten Produkte einer höhergelagerten Verwertungsstufe zugeführt werden.

Schweinezucht wird es überdies als Desinfektionsmittel verwendet. In der chemischen Industrie wird Cyanamid als vielfältiger Ausgangsstoff u. a. zur Herstellung von Herbiziden, Pflanzenwachstumsregulatoren und Kunstharzen sowie als Bleichaktivator für Wasserstoffperoxid benötigt.

- ⑤ Durch Umsetzung mit Kohlendioxid in wässrigem Medium in Gegenwart von Alkalien wird Cyanamid in **Dicyandiamid** (kurz DCD) umgewandelt. Mit einer jährlichen Produktionskapazität von 20.000 Tonnen ist Dicyandiamid ein wichtiges Zwischenprodukt von Alzchem. Die Einsatzmöglichkeiten von Dicyandiamid sind vielfältig: Der für Alzchem bedeutendste Absatzmarkt ist die Pharmaindustrie, wo DCD zum Wirkstoff Metformin synthetisiert wird, einem der wichtigsten und seit langen Jahren eingesetzten Arzneistoffe gegen Typ-2-Diabetes. Dicyandiamid wird aber auch als Synthesebaustein für die Herstellung von Kunststoffen, Düngemitteln und technischen Chemikalien sowie als Härter für heißhärtende Epoxidharzklebstoffe verwendet. Darüber hinaus als Rohstoff zur Herstellung verschiedener Guanidinsalze, Guanamine und Polykondensationsprodukte, die wiederum u. a. in der pharmazeutischen Industrie, in der Automobilindustrie, für Flammenschutzmittel und zur Herstellung von Kosmetika zum Einsatz kommen, oder als Nitrifikationshemmer vor allem in der nordamerikanischen Landwirtschaft.

*Die Lufthülle der Erde besteht zu einem Volumenanteil von 78,1% aus molekularem **Stickstoff** (lat. Nitrogenium, woraus sich auch das chemische Symbol N ableitet). Auch wenn das Edelgas für Lebewesen ein essenzielles Element ist, kann es nur von wenigen Mikroorganismen direkt genutzt bzw. in deren Körpersubstanz eingebaut werden. Damit etwa Pflanzen Stickstoff verwerten können, sind Bakterien oder freilebende Mikroorganismen erforderlich. Auch durch Autoabgase und die Ammoniak-Synthese kann Stickstoff in eine Form überführt werden, die von Pflanzen verwertet werden kann.*

In der Ackerkrume liegen rund 95% des Stickstoffs in organisch gebundener Form in lebender Wurzelmasse, abgestorbener Pflanzenmasse, in Humusstoffen und Bodenlebewesen vor. Der Stickstoffgehalt des Bodens ist abhängig von dessen Kohlenstoffgehalt und wird beeinflusst durch Klima und Vegetation, Bodenart, Geländeform und möglichen Maßnahmen der Landwirte.

*Neben dem Einsatz als Sprengstoff, zur Befüllung von Flugzeugreifen, in Getränkezapfanlagen oder als Kältemedium in der Kryotechnik ist die wichtigste Verwendungsmöglichkeit von Stickstoff der **Einsatz als Dünger**. Bereits um 1840 entdeckte der Chemiker Justus von Liebig, dass ein Mangel an Stickstoff ebenso wie ein Mangel an den Nährelementen Phosphor (P) oder Kalium (K) das Pflanzenwachstum beeinträchtigen kann. Vormals erhielt man Stickstoff in Form von Nitraten aus Guano, mithin aus den Exkrementen von Seevögeln. Da die Guano-Vorräte jedoch begrenzt waren und größtenteils aus Südamerika eingeführt werden mussten, wurde nach einer Methode gesucht, Nitrate synthetisch herzustellen.*

Dies gelang in den Jahren 1905 bis 1908 mit der Entwicklung der katalytischen Ammoniak-Synthese durch den Chemiker Fritz Haber. Später entwickelte der Chemiker und Industrielle Carl Bosch ein Verfahren, das die massenhafte Herstellung von Ammoniak ermöglichte. Bis heute ist das Haber-Bosch-Verfahren Grundlage für die Produktion der meisten synthetischen Stickstoffdünger.

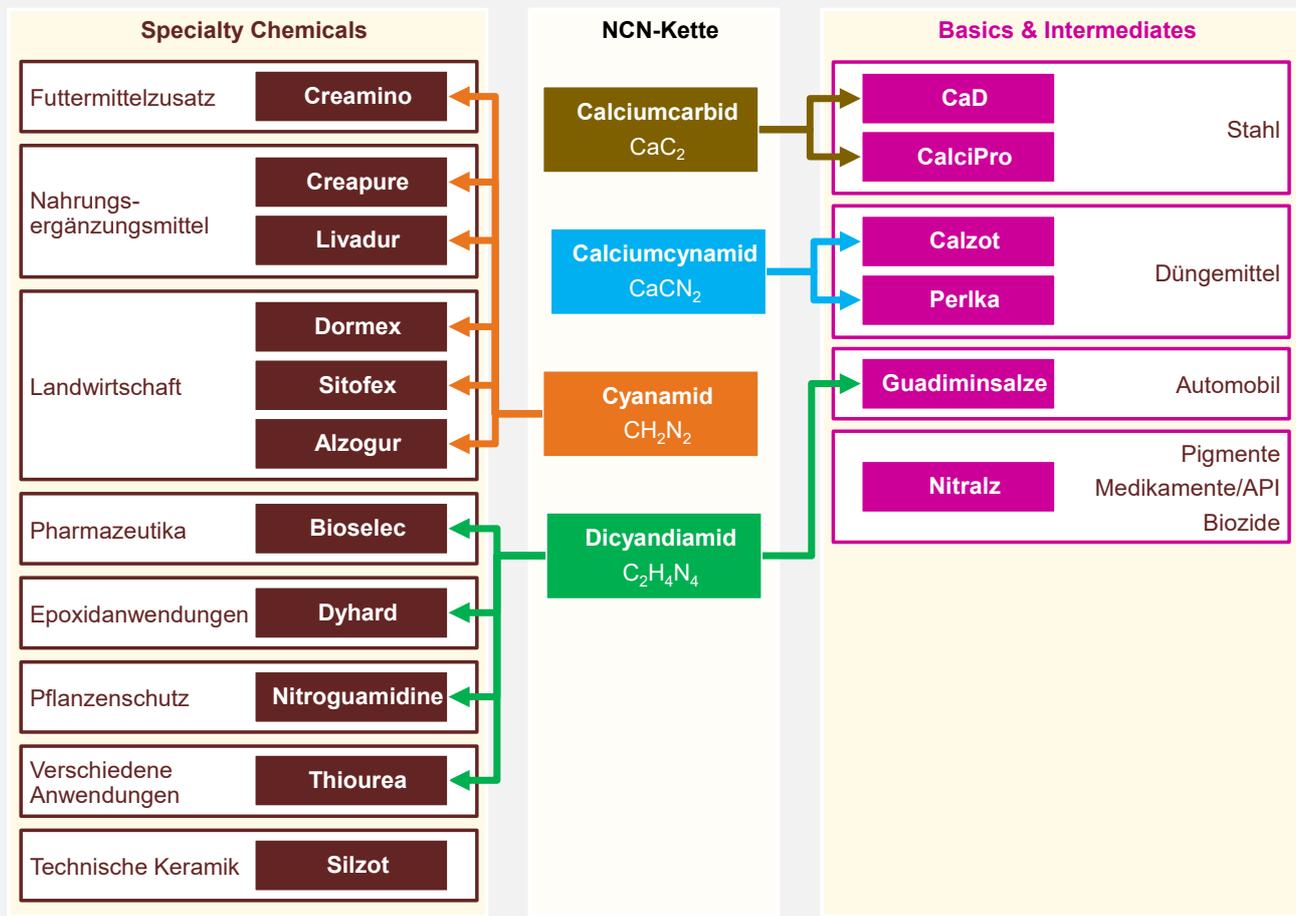
Adressierte Märkte und Verwendung der von Alzchem hergestellten Produkte

Eine wesentliche Stärke von Alzchem sehen wir in der breit diversifizierten Kundenbasis in den verschiedensten Sektoren:

Die wichtigsten Abnehmer stammen aus den Branchen Chemie und Pharma sowie der Stahlindustrie und der Landwirtschaft. Dabei adressiert Alzchem Kunden weltweit.

- ⑤ Im **Agrarbereich** umfasst das Produktsortiment neben Spezialdüngemitteln („Perlka“) und Wachstumsreglern in Ländern mit milden Wintern („Dormex“) auch Pflanzenstärkungsmittel für den Wein- und Obstanbau. Als Folge immer schnellerer Fruchtfolgen in der Landwirtschaft steigt die Nachfrage nach kalkstickstoffbasierten Düngemitteln. Der von Alzchem angebotene Kalkstickstoff Perlka versorgt den Boden mit stabilem Stickstoff und Kalk und verbleibt nach Unternehmensangaben sechs bis acht Wochen länger in der stabilen Ammoniumform im Boden als andere Dünger.
- ⑤ Für die **Futtermittelindustrie** produziert Alzchem hauptsächlich Guanidinoessigsäure. Guanidinoessigsäure (kurz GAA) ist die direkte, endogene Vorstufe von Kreatin im Organismus aller Wirbeltiere. Der Körper produziert GAA aus den Aminosäuren Glycin und Arginin und wandelt dieses mit Hilfe von Methionin zu Kreatin um; allerdings reicht die endogene Herstellung nicht aus, um den täglichen Kreatinbedarf zu decken. Da in herkömmlichen, kommerziellen Futtermitteln kein Kreatin enthalten ist, muss es der Tiernahrung als Energietransporter und -speicher zugesetzt werden. Eine patentgeschützte Mischung wird von Alzchem unter dem Markennamen „Creatino“ als Futtermittelzusatzstoff über Großhändler und Importeure vertrieben.
- ⑤ Ein weiteres Produkt im **Agrarbereich** ist Alzogur, ein Biozid zur Fliegenbekämpfung in Schweineställen. Durch die Behandlung der Gülle mit Alzogur wird die Entwicklung von Fliegeiern- oder -larven unterbunden. Neben Fliegen bekämpft Alzogur nach Angaben des Unternehmens auch das Bakterium „Brachyspira hyodysenteriae“, das bei den Tieren zu Durchfallerkrankungen führen kann. Der Einsatz wirkt sich damit in einem verringerten Antibiotikabedarf aus.
- ⑤ Seit einigen Wochen ist der Güllezusatzstoff Eminex für den **Agrarbereich** erhältlich. Als Zusatzstoff für Gülle und Biogasgärreste, der während der Lagerung zugegeben wird, hemmt Eminex nach Unternehmensangaben 90% bis 100% der Methan- und CO₂-Emissionen und kann damit zu einer Reduzierung von Treibhausgasen in der Landwirtschaft beitragen (Güllelagerung und Ausbringung verursachten in Deutschland im vergangenen Jahr rund 12% der Methan-Emissionen, Quelle: Umweltbundesamt).
- ⑤ Hochreine Kreatin-Monohydrate stellt Alzchem unter dem Markennamen „Creatino“ als **Nahrungsergänzungsmittel** her. Kreatin spielt eine wesentliche Rolle für den Transport und das Speichern von Energie in den Zellen und wird für die Muskelkontraktion und die Hirn- und Nervenfunktion benötigt. Ein Teil des täglichen Kreatinbedarfs wird in verschiedenen Organen synthetisiert, der Rest muss über die Nahrung – insbesondere Fleisch und Fisch – zugeführt werden. Durch die Beigabe in Müsliriegeln, Cerealien und Milchprodukten (v. a. Joghurt) wird das Nährstoffprofil insbesondere von Personen mit fleischarmer oder fleischloser Ernährung aufgewertet. Dabei profitiert Alzchem vom starken Wachstum des Marktes für vegetarische und vegane Nahrungsmittel. Darüber hinaus findet hochreines Kreatin Verwendung in Muskelstärkungsmitteln für ältere Personen sowie in Sporternährungsprodukten.

ABBILDUNG 15: WESENTLICHE MARKEN NACH SEGMENTEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL

- ☉ Für die **Pharma-, Kosmetik und Chemieindustrie** produziert Alzchem chemische Bausteine (wie etwa Dicyandiamid und Guanidinsalze). Hochreines Guanidinhydrochlorid und Guanidinthiocyanat werden zur Denaturierung von Proteinen bei der Entwicklung und Produktion von Biopharmaka und deren generischen Versionen, den Biosimilars, verwendet. Außerdem sind Guanidin Hydrochlorid und Guanidinthiocyanat Reagenzien für die Extraktion von RNA/DNA in der Molekulardiagnostik, die nach Ausbruch der COVID-19 Pandemie zur Herstellung von PCR- und Antigenschnelltests zum Einsatz kommen.
- ☉ Für Kunden aus der **Metallindustrie** stellt Alzchem kalk- und carbid-basierte Hilfsmittel zur Roheisenentschwefelung sowie Produkte zur Desoxidation, Gemische zur Roheisenentschwefelung und zum Aufsticken von Stahl im Bereich der Sekundärmetallurgie her.
- ☉ Für den **Erneuerbare-Energien-Sektor** produziert Alzchem Siliziumnitrid für Hochleistungskeramik sowie für die Herstellung von Wafern aus polykristallinem Silizium für Photovoltaikzellen („Silzot SQ“). Hier und in der...
- ☉ ... **Automobil-** sowie der **Luft- und Raumfahrtindustrie** stellt Alzchem zudem eine breite Palette an Additiven zur Herstellung von Verbundwerkstoffen und Klebstoffen her. Unter dem Markennamen „DYHARD“ werden Hochleistungsvernetzer

für heißhärtende Epoxidanwendungen auf Basis von Dicyandiamid-Härtern und Uron-/Imidazol-Beschleunigern für die Klebstoff-, Pulverlack- und insbesondere Verbundwerkstoffindustrie vertrieben. Als Epoxidharzhärter und Strukturklebstoff kommt DYHARD etwa bei der Montage von Metallteilen als Alternative zum Schweißen oder Nieten und zunehmend bei der Herstellung von faserverstärkten Leichtbausystemen (z.B. carbonfaserverstärkten Druckzylindern zur Lagerung von gasförmigem Wasserstoff) zum Einsatz.

Vertikale Integration und Vorteile der Verbundproduktion

Derzeit betreibt Alzchem 15 Monoanlagen, in denen nur ein Produkt in einem kontinuierlichen Prozess und in hohen Tonnagen hergestellt wird, und fünf Multianlagen, in denen eine Vielzahl von Produkten hergestellt werden.

Vielfach produziert Alzchem Produkte als Auftragshersteller exklusiv für bestimmte Kunden, die die Produkte weiterverarbeiten. Dazu erhält Alzchem auch vertrauliche Informationen zu den Produkteigenschaften oder dem Herstellungsprozess der Kunden. Alzchem ist jedoch nicht nur Anbieter von Lohnsynthesen für Dritte, sondern auch selbst interner Kunde: die Produkte aus dem Bereich Basics & Intermediates werden auch als Ausgangsstoffe für eigene höherwertige Erzeugnisse verarbeitet. Damit bewegt sich Alzchem in einem geschlossenen Produktionskreislauf entlang der NCN-Kette, aus dem wir zahlreiche Economies of Scope, Bündelungsvorteile oder Synergieeffekte, und Differenzierungsvorteile ableiten.

Portfolio-Orchestrierung entlang der NCN-Kette

Die Zielmärkte und Kundenstruktur von Alzchem können aus unserer Sicht als sehr breit diversifiziert bezeichnet werden. Als einen der wesentlichen Differenzierungs- und Wettbewerbsvorteile des Unternehmens bewerten wir dabei die unternehmensübergreifende Kernkompetenz entlang der NCN-Kette, die aus unserer Sicht hohe Markteintrittsbarrieren für Dritte zur Folge hat. Die zentralen Stärken der Portfolio-Orchestrierung entlang der NCN-Kette sind aus unserer Sicht:

- ⑤ **Bündelungs- und Synergieeffekte:** Bündelungs- und Synergieeffekte ermöglichen Alzchem aus unserer Sicht eine signifikante Senkung der spezifischen Herstellungskosten. Die chemischen Prozesse entlang der Wertschöpfungskette lassen sich im Verbundsystem durch einen optimierten Energie- und Kosteneinsatz ressourcenschonend steuern oder können, wie am Beispiel der Rückführung des während der Produktion entstanden, gesammelten und gereinigten Kohlenmonoxids, Abfallströme erneut nutzen. Als einen wesentlichen Vorteil bewerten wir zudem die geringe Abhängigkeit von Vorprodukten. Alzchem ist selbst Hersteller von wichtigen Vorprodukten für die Pharmaindustrie, mit den Vorteilen einer Herstellung bzw. aus Sicht der Kunden Beschaffung innerhalb Europas sowie einer hohen, nach europäischen Standards kontrollierten Qualität der Produkte. Da auch die Transportkosten in den Prozessen eine wichtige Rolle spielen können, ist die räumliche Nähe der Mehrzweckanlagen in den vier Standorten im „Bayerischen Chemiedreieck“ der Landkreise Altötting, Mühldorf und Traunstein nach unserer Einschätzung ein weiterer Wettbewerbsvorteil.
- ⑤ **Flexible Reaktion auf Markt- und Nachfrageveränderungen:** Neben einem verbesserten Energie- und Ressourcenverbrauch und einer optimierten Nutzung der Rohstoffe profitiert Alzchem von Flexibilitätsvorteilen. Die hohe Wertschöpfungstiefe in der Verbundproduktion ermöglicht eine flexible Reaktion auf Markt- oder Nachfrageänderungen. Viele Produkte aus dem Segment Basics & Intermediates

Unter Verbundproduktion werden Produktionsprozesse verstanden, bei denen zumindest zwei Güter voneinander unabhängig hergestellt werden, jedoch teilweise oder vollständig dieselben Produktionsfaktoren zum Einsatz kommen. Im Gegensatz dazu bezeichnet die Parallelproduktion die Produktion zweier Güter, bei der die Produktionsprozesse völlig unabhängig voneinander ablaufen.

Bündelungseffekte, Flexibilität und hohe Innovationskraft als wichtigste Stärken

Energie ist einer der wichtigsten Inputfaktoren in den Produktionsprozessen von Alzchem. Das aus Kohlenstoff, Kalk und Strom gewonnene Ausgangsprodukt Calciumcarbid ist für die weiteren Verarbeitungs- und Veredelungsstufen gewissermaßen auch „Stromspeicher“.

Die Verbundproduktion ermöglicht Alzchem eine flexible Zuführung der Produkte in verschiedene Verarbeitungs- und Veredelungsprozesse. Während metallurgische Anwendungen 2020 nach Angaben des Unternehmens um bis zu 60%

sind zugleich Rohstoffe für Produkte des Bereichs Specialty Chemicals. Das Unternehmen kann seine Produkte sowohl verkaufen als auch – bei nachteiliger Entwicklung der Marktpreise – für die Herstellung nachgelagerter – höherwertiger – Produkte verwenden. Konjunkturelle Schwankungen aber auch exogene Schocks wie die COVID-19 Pandemie hat Alzchem wie zuletzt erfolgreich abgefedert.

einbrachen, stieg die Nachfrage nach Dicyandiamid insbesondere für COVID-19 Test-Kits.

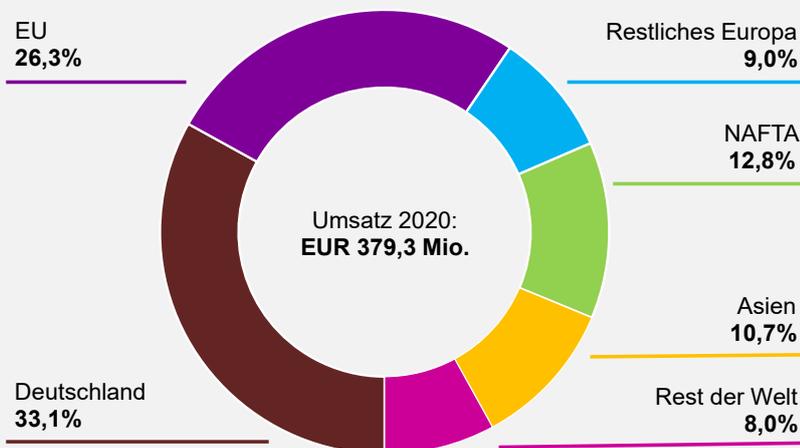
- Ⓢ Zusätzliches Leistungsversprechen durch innovationsförderndes Verbundsystem:** Schließlich gehen wir davon aus, dass durch die hohe Leistungstiefe und die räumliche Nähe der Herstellungsprozesse ein innovationsförderndes Ökosystem geschaffen wird. Als Beleg dafür werten die große Anzahl an registrierten Marken und zusätzlichen Neuanmeldungen. Nach eigenen Angaben verfügt Alzchem über 819 registrierte Marken, zusätzlich sind 87 Neuanmeldungen beantragt. Zugleich sind die verschiedenen Wertschöpfungsprozesse durch die zugrundeliegende NCN-Chemie und das Know-how innerhalb des Unternehmens eng verzahnt. Darüber hinaus vermuten wir, dass Alzchem in der Lage ist, neue Produkte mit Hilfe des breiten Kundenportfolios und der bestehenden Absatzkanäle vergleichsweise schnell auf den jeweiligen Märkten einzuführen.

Innovationsförderndes Ökosystem

Alzchem ist ein international tätiges Unternehmen

Im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre waren Auslandserlöse für 61,7% der Konzernumsätze verantwortlich – mit stark steigendem Trend. Im vergangenen Jahr hat Alzchem rund zwei Drittel der Erlöse im Ausland erwirtschaftet. Damit ist Alzchem auch Währungseinflüssen ausgesetzt, insbesondere gegenüber dem USD und dem CNY.

ABBILDUNG 16: UMSATZ NACH REGIONEN, 2020



Im vergangenen Geschäftsjahr 2020 wurden EUR 253,7 Mio. bzw. 66,9% der Erlöse außerhalb Deutschlands erzielt – mit deutlich steigender Tendenz, lag die Auslandsquote der Umsätze im Jahr vor dem Börsengang noch bei lediglich 59,7%. Bis 2025e rechnen wir mit einem Auslandsanteil der Umsätze von 69,1%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Langfristige Kundenbindung

Insbesondere im Bereich Basics & Intermediates, wo die Vertriebswege kürzer sind, aber auch im Segment Specialty Chemicals stufen wir die Kundenbeziehungen von Alzchem als tendenziell langfristig ein. Zu einigen Großkunden bestehen nach Unternehmensangaben schon seit Jahrzehnten Lieferbeziehungen.

Nach unserer Einschätzung beläuft sich der Anteil der Top-10-Kunden an den Konzern-erlösen auf etwa 33%.

Alzchem nutzt die Vorteile, die ein zweigleisiger Vertrieb bietet

Der Marktauftritt von Alzchem erfolgt zweigleisig, durch eine Kombination aus direktem und indirektem Vertrieb. Der hauseigene Direktvertrieb des Unternehmens wird für alle Produkte in Europa und den USA eingesetzt. In allen Ländern wird Alzchem nach eigenen Angaben von weltweit agierenden Vertriebspartnern, zum Beispiel renommierten Nahrungsergänzungsmittelherstellern unterstützt.

Aktuell betreut die Alzchem Gruppe weltweit mehrere Tausend Kunden.

Zukünftig sollen jedoch – parallel zu einem weiteren Ausbau der höhermargigen Eigenmarken – die bestehenden Direktvermarktungskanäle weiter ausgebaut werden. Dadurch will Alzchem die Vorteile der vertikalen Integration über die Produktionsprozesse hinaus in der gesamten Wertschöpfungskette nutzen, mit dem Ziel eines attraktiveren Preis- und Serviceangebots. Wir werten diese Vertriebsstrategie positiv, da Alzchem dadurch als ein Unternehmen, das in Teilbereichen durchaus über eine marktbeherrschende Stellung besitzt, in anderen aber nicht, sein Geschäftsmodell skalieren kann, ohne zugleich einen größeren Pool an eigenen Vertriebsmitarbeitern aufbauen zu müssen.

Unternehmensgeschichte und Management

Die Geschichte der Vorgängergesellschaften der Alzchem Group AG reicht zurück bis zum Beginn des 20. Jahrhunderts. 1908 waren die Bayerischen Stickstoffwerke AG gegründet worden. Später entstanden durch Umfirmierungen und Zusammenschlüsse die Süddeutsche Kalkstickstoff-Werke AG (1939), die SKW Trostberg AG (1978) und die Degussa AG, die 2005/06 vollständig von RAG (Evonik) übernommen wurde. 2006 erfolgte die Zusammenführung der an der Alz gelegenen Standorte Trostberg, Schalchen, Hart und Waldkraiburg in die AlzChem Holding GmbH. Elf Jahre später, am 9. Oktober 2017, wurde der Börsengang der AlzChem Group AG im Regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse durchgeführt. Alzchem erfüllt damit die höchsten Transparenz-anforderungen der Börse Frankfurt, darunter die Quartalsberichterstattung in deutscher und englischer Sprache, das Reporting nach IFRS oder die Durchführung einer jährlichen Analystenveranstaltung.

Börsengang per Reverse-IPO

Durch die Einbringung der AlzChem AG in die börsennotierte AlzChem Group AG (ehemals Softmatic AG) konnte mit Wirkung zum 9. Oktober 2017 per Reverse-IPO der Schritt in den Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse vollzogen werden. Zusätzlich zur Einbringung der AlzChem AG in die AlzChem Group AG fand eine Bar-kapitalerhöhung statt, durch die der Gesellschaft ein Bruttoemissionserlös in Höhe von rund EUR 2,6 Mio. zugeflossen ist.

TABELLE 9: ECKPUNKTE DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE

1908	Gründung der Bayerischen Stickstoffwerke AG (BSTW) in München
1908-12	Bau des Kalkstickstoffwerkes Trostberg, des Carbidwerkes Schalchen, des Werkkanales und zweier Wasserkraftwerke in Trostberg und Schalchen
1920	Gründung der Bayerischen Kraftwerke AG mit Sitz in Berlin
1939	Umfirmierung in Süddeutsche Kalkstickstoff-Werke AG (kurz SKW AG) mit Sitz in Trostberg
1978	Umfirmierung in SKW Trostberg AG
1995	IPO am Regierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2000	Fusion mit der Degussa Hüls AG zur Degussa AG
2005	Mehrheitsübernahme durch RAG Konzern, der späteren Evonik Industries
2006	Zusammenführung der Alz-Standorte Trostberg, Schalchen, Hart und Waldkraiburg in die AlzChem Gruppe
2006	Verkauf des Bereichs Bauchemie an BASF
2009	Übernahme der Anteile durch den luxemburgischen Private Equity-Beteiligungsfonds BluO für etwa EUR 79 Mio.
2014	Erwerb der SKW Metallurgy Sweden AB und Umfirmierung in Nordic Carbide AB
2017	Einbringung der AlzChem AG in die AlzChem Group AG (ehemals Softmatic AG) im Zuge einer kombinierten Bar- und Sachkapitalerhöhung und Erhöhung des Grundkapitals von EUR 0,3 Mio. auf EUR 101,8 Mio.
	Segmentwechsel in das Segment Prime Standard des Amtlichen Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse

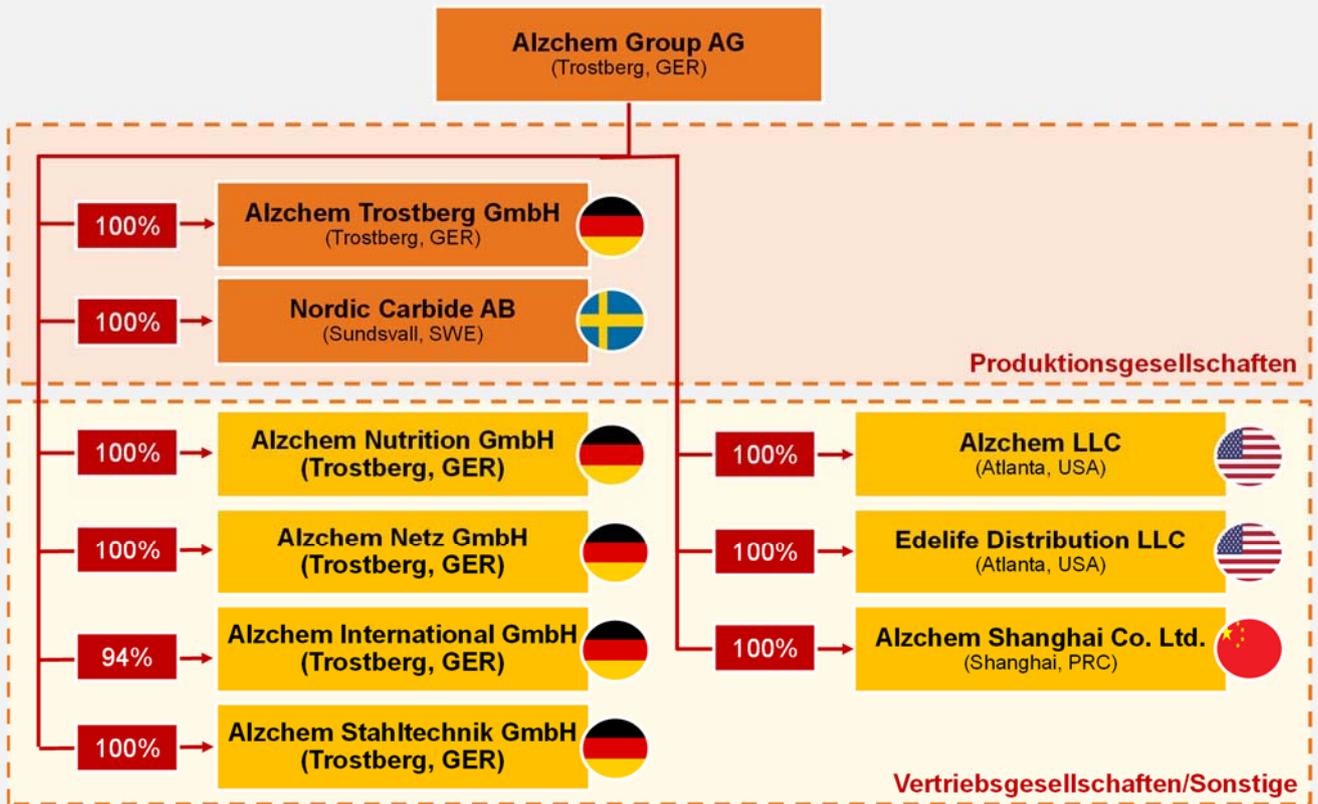
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Organigramm von Alzchem

Unterhalb der Alzchem Group AG finden sich neun unmittelbare Beteiligungen, die, mit einer Ausnahme, Nordic Carbide, Eigengründungen von Alzchem sind. Von strategischer Bedeutung sind nach unserer Einschätzung Alzchem LLC, die den nordamerikanischen Markt abdeckt und für etwa 10% des Konzernumsatzes der Alzchem-Gruppe verantwortlich ist, die 2012 gegründete Alzchem Shanghai, die u. a. den Einkauf einiger

Rohstoffe und den Vertrieb von Alzchem-Produkten in China übernimmt, sowie die 2014 übernommene Nordic Carbide, durch die nicht nur der Marktzugang in Skandinavien gelungen ist, sondern auch die Produktionskapazität der Alzchem-Gruppe um einen zusätzlichen Ofen erweitert wurde.

ABBILDUNG 17: KONSOLIDIERUNGSKREIS VON ALZCHEM



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Vorstand mit langjähriger Branchenerfahrung

Der Vorstand der Alzchem Group AG setzt sich aus drei Personen zusammen:

- ☉ **Andreas Niedermaier** ist CEO des Unternehmens. Seit dem Jahr 1999 ist er bei Alzchem bzw. deren Vorgängerfirmen tätig, 2010 wurde er Geschäftsführer der Alzchem Troostberg GmbH und nach Einbringung der Alzchem Troostberg GmbH in die börsennotierte Alzchem Group AG im Jahr 2017 zusätzlich Vorstand der Alzchem Group AG. Als Vorstandsvorsitzender ist er verantwortlich für die Bereiche Strategie, IR und PR, Recht, Risiko- und Supply Chain Management, Human Resources, Versicherung und Controlling, Rechnungs- und Finanzwesen sowie Steuern.
- ☉ Seit 2012 ist **Dr. Georg Weichselbaumer** in der Gesellschaft tätig und seit 2019 Mitglied des Vorstands der Alzchem Group AG. Zuvor war der promovierte Chemiker in der Bereichsforschung der Höchst AG und im Bereich New Business Development der Höchst Celanese bzw. Clariant tätig, wo er verschiedene Positionen im Management und weltweiten Vertrieb für Produkte aus Standorten in Europa,

USA und Indien innehatte; später war er bis 2012 Geschäftsführer der ausgegliederten WeylChem Gruppe. Bei Alzchem ist Dr. Weichselbaumer verantwortlich für die Bereiche Vertrieb, Marketing, Innovationsmanagement und Produktzulassung.

- ☉ Klaus Dieter Englmaier** ist seit dem Jahr 1988 für die Alzchem bzw. den Vorgängerfirmen tätig. Nach Positionen als Betriebsleiter für die Produktion von Calciumcyanamid und der Verantwortung für die Produktion sowie Technologie der Alzchem-Produktion und der Leitung der Chemieparcs in Trostberg und Hart, ist er seit 2016 Mitglied der Geschäftsführung der Alzchem Trostberg GmbH und seit Oktober 2017 zusätzlich Mitglied des Vorstands der Alzchem Group AG. Der studierte Maschinenbauer ist verantwortlich für die Unternehmensbereiche Produktion, Technik und Umwelt, Sicherheit, Gesundheit sowie Qualität.

Management-Kriterium: Umsatz- und Ertrags-Guidance

Als eines der von uns bevorzugten Kriterien zur Einschätzung der Management-Qualität stufen wir dessen Bereitschaft ein, eine Guidance zu formulieren, und dessen Fähigkeiten, diese zu erfüllen bzw. zu übererfüllen. Das erste Kriterium erfüllt Alzchem nicht nur für ein Unternehmen dieser Größenordnung vorbildlich. Schon seit Jahren veröffentlicht das Unternehmen Bandbreiten zur erwarteten Entwicklung von Umsatz- und Ergebnissen sowie ausgewählten Bilanzkennzahlen, zum Teil sogar auf Segmentebene:

TABELLE 10: UMSATZ- UND ERGEBNIS-GUIDANCE, 2018-2020*				
		2018	2019	2020
Umsatz				
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	368,1	389,9	Leicht steigend
Konzern Obergrenze	EUR Mio.	375,2	398,8	Stark steigend
EBITDA				
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	48,9	46,5	Auf Vorjahresniveau
Konzern Obergrenze	EUR Mio.	49,8	51,9	Stark steigend
EBIT				
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	>33,9	27,1	Auf Vorjahresniveau
Konzern Obergrenze	EUR Mio.		32,5	Stark steigend
EK-Quote				
Konzern Untergrenze	%	n/a	22,9%	Leicht steigend
Konzern Obergrenze	%		23,9%	
Vorräte				
Konzern Untergrenze	EUR Mio.	<66,4	67,8	74,4
Konzern Obergrenze	EUR Mio.		78,2	
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL		* JEWEILS ZUM ZEITPUNKT DER ERSTELLUNG DES JAHRESABSCHLUSSES		

Klare Tendenz der Übererfüllung der Guidance

Bezüglich des Kriteriums „Übererfüllung der Guidance“ weist Alzchem über einen Zeitraum von elf Jahren eine überdurchschnittliche Bilanz auf: In elf von 14 Fällen (78,6%)

konnte die Guidance-Bandbreite eingehalten, zum Teil sogar der obere Rand der Bandbreite übertroffen werden. Auffällig ist auch, dass sich die Zielerreichung seit dem Börsengang sukzessive verbessert hat. So wurden im vergangenen Jahr sämtliche Kriterien erfüllt bzw. übererfüllt.

TABELLE 11: ZIELERREICHUNG DER GUIDANCE, 2018-2021E

		2018	2019	2020
Umsatz		375,2	376,1	379,3
Konzern Untergrenze	%	✓	✘	✓
EBITDA		49,4	50,1	53,8
Konzern Untergrenze	%	✓	✓	✓
EBIT		34,2	30,6	30,7
Konzern Untergrenze	%	✓	✓	✓
EK-Quote		21,8%	17,9%	19,4%
Konzern Untergrenze	%	n/a	✘	✓
Vorräte		78,9	74,6	67,4
Konzern Untergrenze	%	✘	✓	✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Aktionärsstruktur

Seit dem Börsengang im Jahr 2017 liegt das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 101,8 Mio. Aktuell setzt es sich zusammen aus 10.176.335 Stück auf den Inhaber lautenden, nennwertlosen Stammaktien. Von diesen hat die Gesellschaft in der ersten Jahreshälfte 2021 insgesamt 40.581 Stück eigene Aktien zurückgekauft und damit die Anzahl der ausstehenden Aktien auf 10.135.754 reduziert. Drei Finanzinvestoren halten insgesamt über die Hälfte der Anteile. Der Vorstand ist durch ein Aktienoptionsprogramm am Erfolg von Alzchem beteiligt, wodurch aus unserer Sicht ein Gleichklang von Management- und Aktionärsinteressen sichergestellt ist. Das Unternehmen ist seit dem Jahr 2017 bzw. der ersten und einzigen Kapitalerhöhung zum Börsengang, rein innenfinanziert; Kapitalerhöhungen wurden nach dem Börsengang nicht durchgeführt.

10,1 Mio. Stück ausstehende Aktien

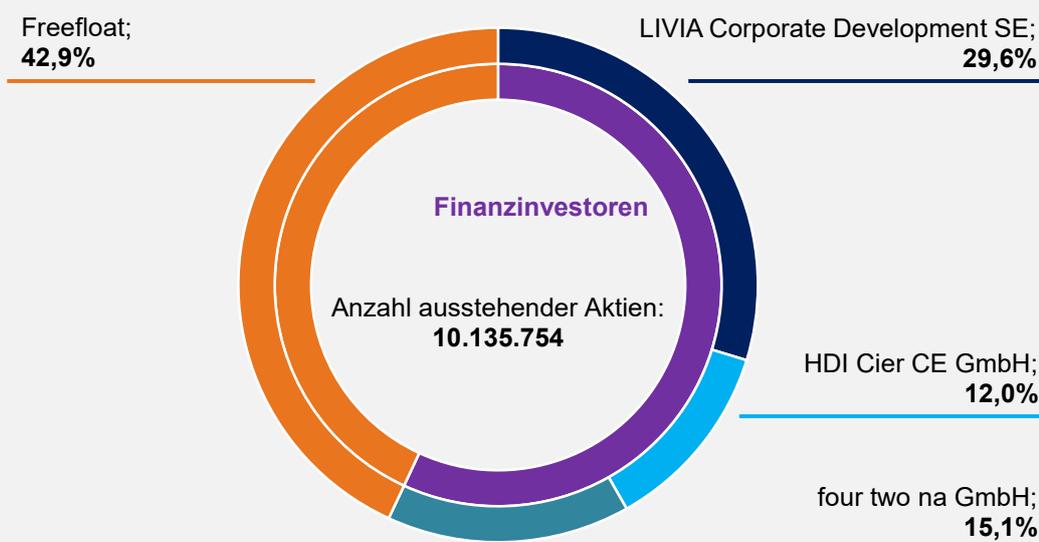
Seit einer Aktienzusammenlegung („reverse split“) im Jahr 2019, als die Anzahl der ausstehenden Stückaktien im Verhältnis 10 zu 1 reduziert wurde, setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft aus rund 10,2 Mio. Aktien zusammen. Nach Abzug eigener Aktien beträgt die Anzahl der ausstehenden Aktien 10.135.754 Stück. Der rechnerische Nennwert je Stückaktie liegt bei EUR 10,00. Bei einem Aktienkurs von aktuell EUR 23,30 (12.11.2021) beläuft sich die Marktkapitalisierung auf EUR 236,2 Mio.

Die Gesellschaft hat im ersten Halbjahr 2021 insgesamt 40.581 Stück Aktien zurückgekauft.

56,7% der Aktien werden von drei Finanzinvestoren gehalten, deren größter mit 29,6% die Münchener Beteiligungsgesellschaft LIVIA Corporate Development SE des Unternehmers Prof. Dr. Dr. Peter Löw ist. Der Freefloat der Gesellschaft liegt bei 42,9%, die Marktkapitalisierung des Streubesitzes liegt aktuell damit bei EUR 101,4 Mio.

Nach eigenen Angaben sieht sich die Beteiligungsgesellschaft LIVIA als langfristig engagierter Investor. Weitere Umplatzierungen wurden aktuell nicht angekündigt.

ABBILDUNG 18: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND NOVEMBER 2021)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Nachhaltigkeitsbericht setzt Schwerpunkt auf Umwelt

Alzchem veröffentlicht den Bericht zur Nachhaltigkeit in Form einer zusammengefassten nichtfinanziellen Konzernerklärung innerhalb des Jahresabschlusses. Dabei unterzieht sich Alzchem über die formalen Anforderungen an den Bericht hinaus, einem unabhängigen CSR (Corporate Social Responsibility) Rating durch die Bewertungsplattform EcoVadis. Zusätzlich wird – im Rahmen des EMAS-Systems – eine umfangreiche jährliche Umwelterklärung für die vier bayrischen Standorte des Unternehmens in Trostberg, Schalchen, Hart und Waldkraiburg erstellt.

Hoher Standard der jährlichen Umwelterklärung

Schon seit 1997 – und damit lange vor der aktuellen ESG-Diskussion – ist Alzchem bei der EMAS registriert. Als registriertes Unternehmen ist Alzchem verpflichtet, regelmäßige Umwelterklärungen zu veröffentlichen, in denen das Unternehmen über seine Auswirkungen auf die Umwelt, den Energieverbrauch und Emissionen sowie seine Umweltleistungen bzw. -ziele berichtet. Die Erklärung wird von unabhängigen Umweltgutachterinnen und Umweltgutachtern unter staatlicher Überwachung geprüft.

Neben der EMAS-Registrierung ist Alzchem ISO 14001 zertifiziert.

*Das **Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)** wurde als ein Instrument der Europäischen Union entwickelt. Es ist ein freiwilliges, aber das weltweit anspruchsvollste Umweltmanagement- und Umweltbetriebsprüfungssystem. Durch das Instrument erfolgt eine systematische Erfassung der Umweltauswirkungen von Unternehmen und Organisationen mit dem Ziel, eine kontinuierliche Verbesserung der Umweltleistung zu fördern. Rechtsgrundlage ist die europäische Verordnung (EG) 1221/2009 („**EMAS-Verordnung**“), weitere Rechtsvorschriften zur Qualitätssicherung werden von den jeweiligen Mitgliedstaaten erlassen – in Deutschland erfolgt dies durch das **Umweltauditgesetz (UAG)**.*

Transparenz zu Kreislaufwirtschaft und Weiterverwertung

Die jährliche Umwelterklärung beinhaltet ausführliche, mehrjährige In- und Output-Bilanzen (Produktionsoutput, Energie- und Wasserverbrauch, Abfälle, Emissionen, Transportvolumen- bzw. -kilometer sowie Flächenverbrauch), die im Einzelnen für die vier Standorte Trostberg, Schalchen, Hart und Waldkraiburg offengelegt werden.

Hohes Engagement, Transparenz und Nachvollziehbarkeit zeigt der ökologische Teilbereich des Nachhaltigkeitsberichts.

Im Geschäftsjahr 2020 wurden EUR 4,7 Mio. in Umweltschutzmaßnahmen investiert, der Gesamtaufwand für Umweltschutz-Betriebsaufwendungen an den vier Standorten lag bei EUR 19,2 Mio.

Daraus folgt eine aus unserer Sicht hohe Transparenz der Maßnahmen entlang der Wertschöpfungskette: So können durch Zuleitung des bei der Produktion von Calciumcarbid am Standort Hart entstehenden Carbido-fengases in die Anlagen nach Trostberg und Schalchen 28% bzw. 70% des Energieeinsatzes der Standorte gedeckt werden; zusätzlich werden 8% des Energiebedarfs in Trostberg durch Wärmerückgewinnung regeneriert. Als CO₂-Senke verwertet die Dicyandiamid-Anlage in Schalchen 30.000 Tonnen CO₂ in der Produktion.

TABELLE 12: KERNTHEMEN DER NACHHALTIGKEITSBERICHTERSTATTUNG

Ökologische Aspekte

Zertifizierungen EMAS, ISO 14001

In- und Output-Bilanzen für die vier bayrischen Standorte Trostberg, Schalchen, Hart und Waldkraiburg (u.a. Energie-, Wasserverbrauch, Abfälle, Emissionen, Transport, Flächenverbrauch)

Geschäftsjahr 2020 Umweltschutzinvestitionen EUR 4,7 Mio., Gesamtaufwendungen für Umweltschutz-Betriebskosten EUR 19,2 Mio.

Arbeitnehmerrechte und Arbeitssicherheit

Zertifizierung ISO 9001

Arbeitsschutzmanagement nach OHRIS (Occupational Health- and Risk-Managementsystem, ein in Bayern und Sachsen zertifizierbares, international anerkanntes Arbeitsschutzmanagementsystem), Veröffentlichung von 1.000-Mann Quote (7,1 vs. DGUV Mittelwert von 19,03), KSUND (Kennzahl für Sicherheit und Unfälle mit externer medizinischer Betreuung), Kennzahl zur Anlagensicherheit PSIR (Process Safety Incident Rate) nach VCI-Standard (PSI Ereignisse sind ein ungewollter Austritt von chemischen Substanzen oder Energien oberhalb definierter Schwellenwerte bezogen auf 1.000.000 Arbeitsstunden) von 2,4 in 2020.

Einer der größten Ausbilder in der Region

Anteil Frauen im Vorstand 0%, Anteil Frauen im Aufsichtsrat 25%, Anteil Frauen in Führungspositionen 11%

Compliance, Stakeholder-Beziehungen, Unternehmensführung und Management

Unabhängiges CSR-Audit durch die Bewertungsplattform EcoVadis (68 von 100 erreichbare Punkte, weltweit unter den besten 4% der bisher geprüften Unternehmen der Branche)

Verhaltenskodex des BME (Bundesverband Materialwirtschaft, Einkauf und Logistik), Compliance System, Fachbereich IT-Compliance,

Hinweisgebersystem mit externer Meldestelle

IMS-Programm (Integriertes Managementsystem) mit über 60 definierten Zielen, Maßnahmen und Zeitplänen

Enge Einbindung in die Region, u. a. durch Kinder- und Jugendprojekte, Bildungsprojekte, Spenden- und Sponsoringprojekte, Förderkreis Wirtschaft in Trostberg

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von Alzchem identifiziert:

Stärken

- ⑤ **Diversifikation als Stärke:** Alzchem hat ein breit diversifiziertes Produktportfolio entlang der NGN-Kette mit Kunden aus der chemischen Industrie, der Stahlindustrie und der Landwirtschaft. In Verbindung mit einem vollständig rückwärtsintegrierten Geschäftsmodell und einer internationalen Aufstellung, in der mehr als zwei Drittel (bezogen auf das Geschäftsjahr 2020) des Geschäftsvolumens auf den Auslandsmärkten generiert wird, ergibt sich für Alzchem ein vergleichsweise konjunkturreistentes Geschäftsmodell, was nicht zuletzt durch Umsatz- und Ergebnissteigerungen selbst im Pandemiejahr 2020 belegt wird.
- ⑤ **Signifikante Ausweitung der Produktionskapazitäten:** In den Jahren 2018 und 2019 wurden Kapazitätserweiterungsinvestitionen (Creamino-Anlage und Nitrile-Produktion) in Höhe von EUR 57,2 Mio. umgesetzt. Im ersten Halbjahr 2021 wurde ein nochmaliger Ausbau der Nitrile-Kapazitäten um weitere 50% abgeschlossen.
- ⑤ **Bündelungs- und Synergieeffekte:** Bündelungs- und Synergieeffekte ermöglichen Alzchem aus unserer Sicht eine signifikante Senkung der spezifischen Herstellungskosten. Die chemischen Prozesse entlang der Wertschöpfungskette lassen sich im Verbundsystem durch einen optimierten Energie- und Kosteneinsatz ressourcenschonend steuern oder können Abfallströme erneut nutzen. Hinzu kommt die räumliche Nähe der Mehrzweckanlagen in den vier Standorten im „Bayerischen Chemiedreieck“ der Landkreise Altötting, Mühldorf und Traunstein.
- ⑤ **Portfolio aus zum Teil weltbekannten Marken:** Wie „Tempo“ als Synonym für Papiertaschentücher verwendet wird, wird in der Industrie Kalkstickstoff umgangssprachlich meist pauschal als „Perlka“ bezeichnet. Damit hat Alzchem de facto einen Industriestandard gesetzt.
- ⑤ **Innovationsförderndes Verbundsystem:** Durch die hohe Leistungstiefe und die räumliche Nähe der Herstellungsprozesse entsteht ein innovationsförderndes Ökosystem. Als Beleg dafür werten die große Anzahl an registrierten Marken und zusätzlichen Neuanmeldungen. Nach eigenen Angaben verfügt Alzchem über 819 registrierte Marken, zusätzlich sind 87 Neuanmeldungen beantragt.
- ⑤ **Neue Abnehmergruppen:** Mit Livadur (Kreatin) spricht Alzchem erstmals direkt Endkunden an. Der Markt für Nahrungsergänzungsmittel bietet nach unserer Einschätzung attraktive Chancen insbesondere für Produkte für die älter werdende Gesellschaft. Jedoch ist die Wettbewerbsintensität insbesondere für Newcomer hoch und sind strenge gesetzliche Anforderungen u. a. zu Kennzeichnung und Werbemöglichkeiten zum Schutz der Verbraucher zu beachten.
- ⑤ **Beherrschung großtechnischer Prozesse:** Eine der Stärken von Alzchem ist nach eigenen Angaben die Fähigkeit, auch aufwendig herzustellende Moleküle, die mehrere komplexe Syntheseoperationen oder Substanzklassen umfassen, in industriellem Maßstab zu synthetisieren. Auch die Beherrschung großtechnischer Grignard-Reaktionen (metallorganische chemische Reaktionen, bei denen Alkyl- oder Aryl-Magnesiumhalogenide mit elektrophilen Gruppen reagieren) zählt zu den Alleinstellungsmerkmalen von Alzchem. Weltweit ist Alzchem einer von nur wenigen Herstellern von hochreinem Triethylsilan, einem elementaren Baustein für die Herstellung von Virostatika wie etwa Tamiflu.

- ⑤ **Langfristige Lieferverträge:** Seit Jahren entwickeln sich die Preise der wichtigsten chemischen Rohstoffe nach oben. Zur Vorbeugung von Versorgungsengpässen hat Alzchem für die wichtigsten Rohstoffe – unter anderem für Strom – langfristige Lieferverträge abgeschlossen.
- ⑤ **Wir gehen von der Erfüllung der ambitionierten Guidance 2021e aus:** In den vergangenen fünf Jahren konnte Alzchem das EBITDA auf EUR 53,8 Mio. von EUR 38,6 Mio. kontinuierlich und stetig verbessern. Dies entspricht einer durchschnittlichen Ertragssteigerungsrate von 8,6% pro Jahr. Auch die EBITDA-Marge bezogen auf die Gesamtleistung von 13,9% (+100 bps YoY) lag im vergangenen Jahr auf einem Rekord-Niveau und 270 Basispunkte über dem Niveau von 2016. Für das laufende Geschäftsjahr 2021e rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA auf EUR 64,0 Mio. (+19,0% YoY), was einer EBITDA-Rendite von 15,1% entspricht. Für das aktuelle Geschäftsjahr liegen wir mit unserer Finanzprognose damit am oberen Rand der vom Vorstand in Aussicht gestellten Bandbreite, die ein EBITDA zwischen EUR 53,8 und 64,0 Mio. vorsieht.
- ⑤ **Überdurchschnittlicher Track Record in der Erreichung der Guidance:** In den letzten Jahren konnten die ausgegebenen, obwohl durchaus ambitionierten Finanzziele nicht nur erreicht, sondern in den meisten Fällen auch übererfüllt werden. Vor dem Hintergrund einer offensichtlich guten Finanz- und Produktionsplanung sehen wir daher unsere kurz- und mittelfristigen Prognosen mit vergleichsweise großer Sicherheit verbunden.
- ⑤ **Unabhängiges CSR- (Corporate Social Responsibility-) Rating:** Alzchem unterzieht sich regelmäßig einem CSR-Rating durch die unabhängige Plattform EcoVadis. Dabei werden die Aktivitäten zum Schutz der Umwelt, die Arbeitsbedingungen, Menschenrechte, faire Geschäftspraktiken und die Nachhaltigkeit der Beschaffung abgefragt. Nach eigenen Aussagen erreichte Alzchem 2020 ein überdurchschnittliches Ergebnis und zählt weltweit zu den vier besten je geprüften Unternehmen seiner Branche.
- ⑤ **Weit überdurchschnittliche IR-Arbeit:** Auch wenn der Capital Markets Day 2020 coronabedingt abgesagt werden musste, ist Alzchem seit seiner Börseneinführung für seine herausragende IR-Arbeit und Kapitalmarktpräsenz bekannt.
- ⑤ **Hohe Cashflow-Stärke:** In den vergangenen fünf Jahren hat Alzchem operative Cashflows von durchschnittlich EUR 38,2 Mio. erwirtschaftet – mit zumeist steigender Tendenz. Diese wurden mehrheitlich in neue Produktionsanlagen reinvestiert, 2018/19 etwa in den Ausbau der Creamino- und Nitrile-Kapazitäten, 2020/21 in einen weiteren Ausbau der Nitrile-Kapazitäten. Trotz der hohen Investitionsquote sind die Nettoverbindlichkeiten mit EUR 43,6 Mio. bei einer Net-Debt-to-EBITDA-Ratio von 0,81x (2020) und einem Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio) bezogen auf das EBIT von 8,0x nach unserer Einschätzung überschaubar. Mit einer Eigenkapitalquote von 19,4% weist Alzchem industrietypische Bilanzrelationen auf, was nach unserer Einschätzung die Resilienz des Unternehmens gegenüber einem möglichen konjunkturellen Abschwung belegt.
- ⑤ **Stabiler Dividendentitel:** Seit dem Börsengang hat Alzchem die Leitlinie verfolgt, rund 40% des Konzernnachsteuergewinns an die Aktionäre auszuschütten, und das, obwohl Alzchem ein kapitalintensives Geschäftsmodell betreibt, in dem regelmäßig hohe Erweiterungsinvestitionen in Sachanlagen oder Working Capital für die Ausweitung der Geschäftsaktivität erforderlich sind. Bezogen auf die von uns für das laufende Geschäftsjahr 2021e erwartete Dividendenausschüttung wird die

Aktie aktuell mit einer Dividendenrendite von 3,4% gehandelt. Damit ist die Aktie auch für Anleger interessant, die ein passives Einkommen anstreben.

- Ⓢ **Geringe Volatilität der Aktie:** Nach Angaben der Deutsche Börse ist die Alzchem-Aktie mit einem 250-Tage-Beta von 0,365 ein bemerkenswert gering volatiles Wertpapier.

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Alzchem identifiziert:

Schwächen

- Ⓢ Als produzierendes Unternehmen ist Alzchem von **steigenden Rohstoffpreisen** betroffen. Hierfür sind nicht nur die aktuell positive Konjunktorentwicklung und knappe Transportkapazitäten verantwortlich, sondern auch weltweit verschärfte Umweltauflagen, die letztlich sogar Fabrikschließungen zur Folge haben könnten.
- Ⓢ **Steigende Strompreise:** Exklusive (inklusive) Schweden lag der Energieverbrauch von Alzchem im vergangenen Jahr bei 533.00 (640.000) MWh. Dabei profitiert Alzchem von verschiedenen Entlastungsregelungen (u. a. von der Konzessionsabgabe, EEG-, KWK- und StromNEV-Umlage sowie der Umlage für abschaltbare Lasten, einem ermäßigten Stromsteuersatz bzw. einer generellen Steuerbefreiung für bestimmte energieintensive Produktionsprozesse) für industrielle Großabnehmer. Deren Auslaufen oder Verringerung hätten nach unseren Schätzungen erhebliche negative Auswirkungen auf die Ertragslage des Unternehmens.
- Ⓢ **Mögliches Verbot von Kalkstickstoff als Düngemittel in der EU:** Nach einer Risikobewertung und einem sozio-ökonomischen Gutachten hat die Europäische Chemikalienagentur ECHA die Empfehlung ausgesprochen, Kalkstickstoff als Düngemittel in der EU zu verbieten. Alzchem ist der einzige Hersteller von Kalkstickstoff (Calciumcyanamid) in der EU. Die Gesamtproduktion liegt bei rund 130.000 Tonnen jährlich, von denen nach unseren Schätzungen 40-50% als Düngemittel verwendet werden. Der Rest wird als Rohstoff in der NCN-Kette weiterverarbeitet. Innerhalb der optimierten Verbundproduktion hat die produzierte Kalkstickstoffmenge damit aus unserer Sicht einen großen Einfluss auf die unternehmensweiten Kostenstrukturen. Ein vollständiges Verbot als Düngemittel würde das operative Ergebnis des Unternehmens – ohne die Berücksichtigung erwartbarer Anpassungen – nach unserer Einschätzung mit bis zu EUR 10 Mio. belasten.
- Ⓢ **Gesundheitsgefahren für den Menschen** drohen bei falscher oder fahrlässiger Anwendung von Kalkstickstoff vor allem durch die Entstehung von Cyanamid. Kommt dieses in Kontakt mit Schleimhäuten oder feuchter Haut ist Kalkstickstoff ätzend und gesundheitsschädlich. Auch darf Cyanamid nicht eingeatmet werden.
- Ⓢ **Trend zu Bio-Produkten:** Ein wesentlicher Teil der Erlöse wird mit Kunden der industrialisierten Landwirtschaft erzielt. Sollten sich die Verbrauchergewohnheiten und -präferenzen weiterhin zu Agrarerzeugnissen aus nicht industrialisierter, ökologisch-nachhaltiger Landwirtschaft verschieben, könnte von diesem Trend indirekt auch die Nachfrage nach einzelnen Produkten von Alzchem belastet werden.
- Ⓢ **Zyklisches Produktportefeuille:** Ein Großteil des von Alzchem angebotenen Produktportefeuilles kommt in tendenziell zyklischen Branchen wie der chemischen Industrie oder der Stahlindustrie zum Einsatz. Infolge der Entwicklungen in den Zielindustrien unterliegen diese Produkte ebenfalls konjunkturellen Schwankungen.
- Ⓢ **Saisonale Schwankungen:** Die Nachfrage nach landwirtschaftlichen Produkten ist vom Produktionsniveau bei Agrarprodukten abhängig, weshalb Alzchem

saisonalen Schwankungen sowie meteorologischen und klimatischen Risiken ausgesetzt ist.

- Ⓢ Für die **Pharma-, Kosmetik und Chemieindustrie** produziert Alzchem chemische Bausteine (wie etwa Dicyandiamid und Guanidinsalze), für die das Risiko besteht, dass sie in künftigen Generationen der betreffenden Arzneimittel und Produkte nicht mehr benötigt werden oder seitens der Kunden von Alzchem von anderen Anbietern bezogen werden.
- Ⓢ **Wechselkursrisiken:** Alzchem unterhält zum einen Tochterunternehmen in den USA, in Schweden und in China und unterliegt damit Translationsrisiken aus der Währungsumrechnung. Überdies entstehen Transaktionsrisiken aus der Rohstoffbeschaffung und dem Warenverkauf, die zu einem erheblichen Teil in USD (Einkauf) bzw. USD und JPY (Verkauf) erfolgen.

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

Chancen

- Ⓢ **Profitieren von drei Makro-Trends:** Alzchem profitiert mit seinem breiten Produktportefeuille von den drei Megatrends globales Bevölkerungswachstum, Verschiebung der Alterspyramide und Erhöhung der Energieeffizienz. Alle drei Megatrends werden noch mehrere Jahrzehnte andauern und bieten – für die chemische Industrie im Allgemeinen – zusätzliche Chancen für neue, innovative Produkte.
- Ⓢ **Beitrag zur Treibhausgasneutralität:** Die chemische Industrie ist ein wichtiger Lieferant für Vorprodukte in der Industrie. Sie spielt damit eine wichtige Rolle für eine treibhausgasneutrale und nachhaltige Umgestaltung von Produkten und Anwendungen anderer Industriezweige. Die Energiewende in Deutschland und Europa sowie die weltweiten Umwelt- und Klimaschutzanstrengungen bieten neue Produktchancen. Allerdings müssen Politik und Regulierungsbehörden die notwendigen Rahmenbedingungen sicherstellen.
- Ⓢ **Neue Beschaffungsstrategien:** Nicht zuletzt Beschaffungsengpässe und Lieferprobleme durch die COVID-19 Pandemie haben Kunden für die Vorteile einer europäischen Beschaffung sensibilisiert. Dabei rücken auch Nachhaltigkeit sowie entsprechende und valide Zertifizierungen zunehmend in den Mittelpunkt.

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

Risiken

- Ⓢ **Hohe Strompreise trotz Entlastungsregelungen:** Insbesondere die Prozesse in der Basischemie sind sehr stromintensiv. Eine wettbewerblich nachhaltige Produktion ist daher nur möglich, wenn Anbieter Strom zu günstigen Konditionen beziehen können. In Deutschland profitieren stromintensive Unternehmen von verschiedenen Ausnahmeregelungen, die sie von den Kosten der Umlagen des EEG, dem KWKG, Stromnetzentgelten und Stromsteuern entlasten, und erhalten Beihilfen zum Ausgleich der Kosten für Treibhausgasemissionen. Die EU plant eine Verschärfung der Beihilferegulungen zur Entlastung von stromintensiven Branchen in den Mitgliedsstaaten. Bereits heute liegen die Strompreise in Deutschland deutlich über dem EU-Durchschnitt.
- Ⓢ **Herausforderung Umwelt- und Klimaschutz:** Die chemische Industrie muss verstärkt auf nichtfossile und nachwachsende Rohstoffe setzen und Nachhaltigkeit auf allen Produktebenen und Prozessen umsetzen. Derzeit verursacht sie weltweit

mehr als ein Achtel der industriebedingten CO₂-Emissionen. Sowohl die Produktionsprozesse als auch die Rohstoffe sind energie- und emissionsintensiv. Für eine Umstellung der Branche zu Treibhausgasneutralität sind neben dem geplanten Kohleausstieg und einer Nutzung bestehender Anlageeffizienzen neue Prozesstechnologien, hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie ein Vielfaches der heutigen Strommengen notwendig. Die kostengünstige Bereitstellung von (erneuerbarem) Strom ist ein zentraler Standortfaktor, der unmittelbare Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der chemischen Industrie hat.

- Ⓢ **Steigende Rohstoffpreise und Beschaffungsengpässe:** Nach Auslaufen bestehender Lieferverträge ist bei anhaltend hohen Strompreisen nach unserer Einschätzung spätestens ab 2023e ein deutlicher Anstieg der Stromkosten zu erwarten. Alzchem kann diesem Risiko zum Teil dadurch entgegensteuern, dass die energieintensiven Produkte der Basischemie (Calciumcarbid) gewissermaßen einen „Stromspeicher“ in der Wertschöpfungskette darstellen und damit kurzfristige Strompreisschwankungen ausgeglichen werden können. Andere Rohstoffkontrakte (mit Ausnahme von Kalk) werden nach Angaben von Alzchem meist nur bis zu maximal einem Jahr vorab fixiert.

Herausforderungen für die chemische Industrie

Die globalen Umsätze der Chemie- und Pharmaproduzenten belaufen sich nach VCI Statistik auf EUR 5,0 Bio. (2020). Deutschland ist einem Umsatz von EUR 226 Mrd. (2020) der drittgrößte Produzent von Chemie- und Pharmaprodukten weltweit. Trotz seiner Exportstärke ist Deutschland jedoch zunehmend von Importen abhängig; so wurden zuletzt zwei Drittel der benötigten Chemikalien aus dem Ausland importiert (Quelle: VCI).

Die Energiewende in Deutschland und Europa sowie weltweite Umwelt- und Klimaschutzanstrengungen stellen neue Herausforderungen aber auch neue Produktchancen dar. Notwendig wäre dabei aus unserer Sicht nicht nur ein regulatorischer Blick auf die möglichen Kosten und Gefahren, sondern ein Ansatz, der auch den Nutzenbeitrag chemischer Produkte systematisch qualifiziert. Die chemische Industrie selbst muss verstärkt auf nichtfossile und nachwachsende Rohstoffe setzen und Nachhaltigkeit auf allen Produktebenen und Prozessen umsetzen. Derzeit verursacht sie weltweit mehr als ein Achtel der industriebedingten CO₂-Emissionen. Sowohl die Produktionsprozesse als auch die Rohstoffe sind energie- und emissionsintensiv. Für eine Umstellung der Branche zu Treibhausgasneutralität sind neben dem geplanten Kohleausstieg und einer Nutzung bestehender Anlageeffizienzen neue Prozesstechnologien, erhebliche Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie ein Vielfaches der heutigen Strommengen notwendig. Die kostengünstige Bereitstellung von (erneuerbarem) Strom ist damit heute und zukünftig ein zentraler Standortfaktor, der unmittelbare Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der chemischen Industrie hat.

Nachfrage nach Chemieprodukten

Die weltweiten Umsätze der Chemie- und Pharmaproduzenten summierten sich im Jahr 2020 nach Aussagen des VCI (Verband der Chemischen Industrie e.V.) auf EUR 5,0 Bio. Deutschland ist mit einem Umsatz in Höhe von EUR 226 Mrd. der drittgrößte Produzent von chemischen und pharmazeutischen Produkten und zugleich deren größter Exporteur weltweit.

Rund 90% der Chemieerzeugnisse werden als Vorprodukte in den verschiedensten Industrien verwendet. Dabei wird etwa die Hälfte der deutschen Chemie- und Pharmaerzeugnisse innerhalb der EU und knapp 17% in andere europäische Länder exportiert. Die wichtigsten Importländer von Chemie- und Pharmaprodukten sind die USA und China. Der Anteil Chinas am weltweiten Chemie- und Pharmaverbrauch wächst stetig. Dies gilt auch für die weiteren Regionen Asiens (außer Japan). Trotzdem ist der Pro-Kopf-Verbrauch an chemisch-pharmazeutischen Produkten in China noch immer weit niedriger als in den USA und Deutschland (der Pro-Kopf-Verbrauch in China liegt bei 64% bzw. 69% gemessen am Verbrauch in den USA und Deutschland), aber fast auf der Höhe Japans.

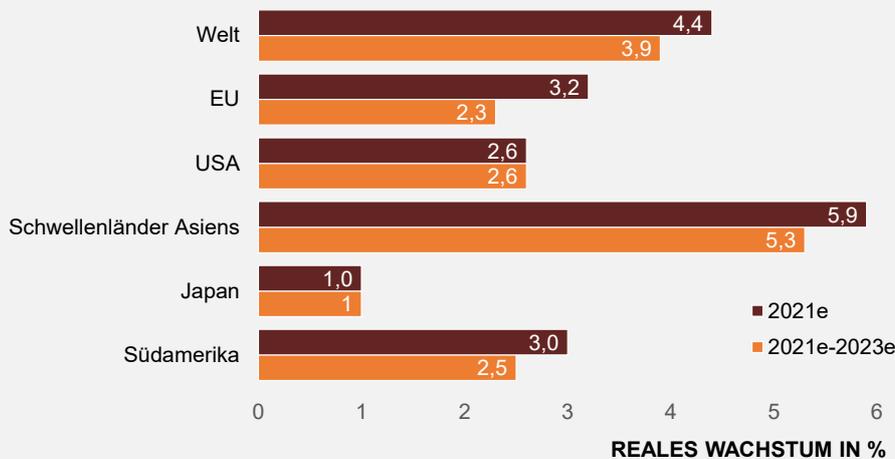
Globale Chemieindustrie im Aufwärtsschwung

Die weltweite Chemieindustrie (ohne Einbeziehung der Pharmabranche) wird im Jahr 2021e nach den Prognosen der BASF mit 4,4% (2020: -0,4 %) voraussichtlich stärker wachsen als im Durchschnitt der Jahre vor der COVID-19-Pandemie. In der EU wird mit einer Erholung des Wachstums auf 3,2% gerechnet, nachdem die Erlöse im vergangenen Jahr noch um -1,9% zurückgegangen waren. Den Prognosen zugrunde liegen die Annahmen einer deutlichen Erholung der Automobilindustrie, eines moderaten Wachstums der Bauindustrie sowie der Verbrauchsgüterindustrie in den Bereichen Gesundheit und Ernährung und schließlich ein etwas stärkeres Wachstum der dauerhaften Konsumgüterindustrie.

Die Mehrheit der rund 2.000 Chemieunternehmen in Deutschland ist dem Mittelstand zuzuordnen. Mehr als 90% der Unternehmen beschäftigen weniger als 500 Mitarbeiter. Ihr Anteil am Gesamtumsatz der Branche beträgt rund 30%.

Knapp 65% des europäischen Chemie- und Pharmahandels findet zwischen den europäischen Staaten statt, nur knapp 18% bzw. 15% des Handels erfolgen mit Ländern in Amerika und Asien.

ABBILDUNG 19: ERWARTETES WACHSTUM DER CHEMISCHEN INDUSTRIE (OHNE PHARMA)



Die erwarteten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten für die globale chemische Industrie für den Zeitraum 2021e-2023e liegen bei 3,9%.

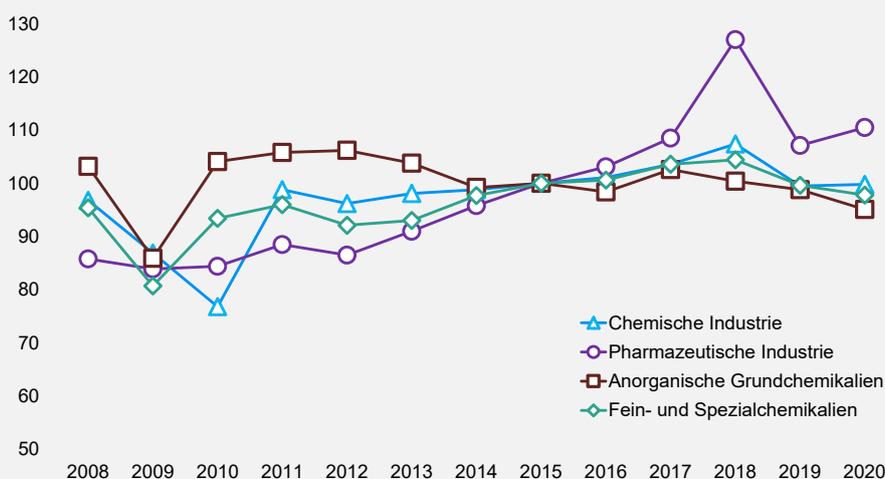
QUELLE: BASF, SPHENE CAPITAL

Nach einer Erholung in H1/2021 zeigen sich neue Herausforderungen

Die europäische Chemie- und Pharmaindustrie hat sich im laufenden Jahr von der herausfordernden Situation des Vorjahres auf breiter Basis erholt. Nach einem nahezu parallelen Anstieg von Chemie- und Pharmaindustrie von Januar bis Juli 2021 um 7,0% bzw. 8,3%, belasten Engpässe bei Rohmaterialien und Vorprodukten sowie neuerliche Logistikprobleme zuletzt jedoch zunehmend die Unternehmen der chemischen Industrie. So musste die Chemieindustrie nach einem starken ersten Quartal 2021 im zweiten Quartal ihre Produktion trotz hoher Nachfrage und voller Auftragsbücher zurückfahren. Gleichwohl wurde das Corona-bedingt schwache Vorjahr deutlich übertroffen.

Geteilte Entwicklung in der chemischen und pharmazeutischen Industrie. Insbesondere die Chemieindustrie litt in den vergangenen Monaten unter den weltweiten Versorgungsengpässen und Logistikproblemen.

ABBILDUNG 20: PRODUKTIONSINDIZES DER CHEMISCH-PHARMAZEUTISCHEN INDUSTRIE (2015=100)



Trotz der wirtschaftlichen Erholung im laufenden Jahr, lag der Output der Chemie- und Pharmaproduktion in Deutschland im Q2/2021 noch um -3,3% niedriger als im Q4/2019, dem letzten Quartal vor der Pandemie.

QUELLE: VCI, SPHENE CAPITAL

TABELLE 13: WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG, CHEMIE- UND PHARMAPRODUKTION (VERÄNDERUNG YOY IN %)

GDP	2019	2020	Q2/2021 (QoQ)
Welt	+2,2%	-3,7%	+12,1% (+1,4%)
EU	+1,7%	-6,1%	+13,2% (+1,9%)
Deutschland	+1,1%	-4,9%	+9,4% (+1,6%)
Chemie- und Pharmaproduktion			
Welt	+2,9%	+1,1%	+11,8% (+1,8%)
EU	+3,8%	+1,4%	+11,0% (+0,7%)
Deutschland	-7,3%	-0,1%	+10,9% (+1,3%)

QUELLE: FERI, VCI

Differenzierte Entwicklung in den Abnehmerindustrien

Der gesamtwirtschaftlichen Erholung zum Trotz, war die Entwicklung in einzelnen Abnehmerbranchen der chemischen Industrie im zweiten Quartal 2021 sehr unterschiedlich. Lieferengpässe, insbesondere bei Halbleitern, belasten massiv die Produktion der Automobilhersteller, aber auch in anderen Industriezweigen, darunter Kunststoffverarbeitung, Glas und Keramik und Papier, geriet der Aufschwung nach Darstellung des VCI ins Stocken.

Aus globaler Perspektive haben laut VCI alle Branchen, bis auf die Automobil- und Druckindustrie, ihre vor-Corona-Niveaus des Q4/2019 wieder übertreffen können.

TABELLE 14: WELTWEITE INDUSTRIEPRODUKTION NACH INDUSTRIEZWEIGEN (VERÄNDERUNG YOY IN %)

WELT	2019	2020	Q2/2021 (QoQ)
Grundstoffe	+5,7%	+0,2%	+14,7% (+0,2%)
Metallverarbeitung	+0,9%	-5,0%	+22,5% (+1,7%)
Chemie	+1,4%	-0,1%	+10,0% (+0,5%)
Pharmazeutika	+6,6%	+4,4%	+16,4% (+4,5%)
Kunststoffverarbeitung	+0,6%	-3,8%	+17,9% (-1,6%)
Automobil	-2,6%	-10,6%	+32,1% (-5,4%)
Maschinenbau	+0,2%	-4,4%	+19,6% (+1,0%)
Elektrogeräte	+5,3%	+1,8%	+21,2% (+0,9%)
Elektrische Ausrüstungen	+4,3%	+4,4%	+16,5% (+1,0%)
Nahrungsmittel und Getränke	+2,1%	-1,4%	+5,9% (+0,8%)
Textilien	+0,2%	-4,7%	+10,1% (-1,3%)
Möbelproduktion	-0,5%	-5,7%	+26,1% (+2,0%)
Papier	+0,1%	-2,8%	+7,7% (-0,3%)
Druckindustrie	-1,8%	-10,1%	+13,5% (+2,3%)
Glas- und Keramik	+4,9%	-1,8%	+14,7% (-0,9%)

QUELLE: FERI, VCI

TABELLE 15: EU-INDUSTRIEPRODUKTION NACH INDUSTRIEZWEIGEN (VERÄNDERUNG YOY IN %)

EU	2019	2020	Q2/2021 (QoQ)
Grundstoffe	-4,4%	-11,7%	+34,0% (+2,7%)
Metallverarbeitung	-1,9%	-10,4%	+32,2% (+1,4%)
Chemie	-1,2%	-1,9%	+12,9% (+0,5%)
Pharmazeutika	+10,3%	+5,7%	+12,7% (+3,6%)
Kunststoffverarbeitung	-1,1%	-7,4%	+32,9% (+0,8%)
Automobil	-6,4%	-21,4%	+70,0% (-9,3%)
Maschinenbau	-0,9%	-12,2%	+24,6% (+2,0%)
Elektrogeräte	-2,4%	-5,5%	+30,3% (+3,1%)
Elektrische Ausrüstungen	-1,1%	+0,1%	+26,9% (-0,4%)
Nahrungsmittel und Getränke	+1,3%	-2,9%	+10,1% (+3,1%)
Textilien	-3,6%	-10,9%	+32,0% (+4,5%)
Möbelproduktion	-0,6%	-7,5%	+43,1% (+2,7%)
Papier	-1,5%	-4,0%	+10,9% (+2,4%)
Druckindustrie	-3,1%	-13,7%	+19,1% (+3,6%)
Glas- und Keramik	-0,0%	-5,0%	+26,4% (+1,5%)

QUELLE: FERI, VCI

Chancen und Herausforderungen in der Chemie- und Pharmaindustrie

Weltweit verschiebt sich der Handel laut VCI-Statistik zugunsten von Pharmazeutika, Konsum- und Spezialchemikalien, während Grundstoffchemikalien überwiegend vor Ort in den Regionen produziert werden. Auch Deutschland ist trotz einer exportstarken Chemie- und Pharmaindustrie aufgrund seines hohen Industrialisierungsgrads und einer globalen Wertschöpfung zunehmend abhängig von Importen. Seit 2005 liegen die Importe über dem inländischen Umsatz der deutschen Chemie- und Pharmaunternehmen. Im vergangenen Jahr wurden – bei rückläufigen Handelsvolumina – zwei Drittel der in Deutschland nachgefragten Chemikalien importiert.

Auch 2021e könnte die Bremswirkung, ausgelöst durch Versorgungsknappheiten, andauern. Die hohe Komplexität und starke Vernetzung der Industrie- und Produktionsstrukturen führt dazu, dass Versorgungsknappheiten in einzelnen Teilbereichen – Beispiel Halbleiter – i. S. einer Übertragung des Minimumgesetzes auch auf andere Industriezweige durchschlagen könnten.

Trotz seiner Exportstärke ist Deutschland zunehmend abhängig von Chemie- und Pharmaimporten. Laut VCI wurden zuletzt zwei Drittel der benötigten Chemikalien aus dem Ausland importiert.

Die COVID-19-Pandemie hatte nur moderate Auswirkungen auf die Spezialchemieproduktion. Laut businesswire sank die Nachfrage 2020 um -1% gegenüber 2019. Während die meisten Regionen einen Rückgang verzeichneten, stieg die Nachfrage in der Region Asien/Pazifik leicht um 1%.

*IHS Markit beschreibt **Spezialchemieprodukte** als chemische Produkte, die vorrangig aufgrund ihrer Leistung oder Funktion und weniger aufgrund ihrer Zusammensetzung nachgefragt werden. Sie beeinflussen die Verarbeitung und Leistung der Produkte der Kunden stark und sind daher eine wichtige Stufe in einer komplexen und vernetzten Industriestruktur. Die Erzeugnisse und Dienstleistungen der Spezialchemieindustrie erfordern ein hohes Wissen und fortlaufende Innovation. Im Unterschied dazu werden **Grundstoffchemikalien** vorrangig aufgrund ihrer chemischen Zusammensetzung nachgefragt. Es handelt sich um chemische Einzelprodukte, die in der Regel durch Erzeugnisse anderer Hersteller ausgetauscht werden können. Die Produzenten sind dabei grundsätzlich Preisnehmer.*

Erhebliche Unsicherheiten über die zukünftige Energiepolitik

In der chemischen Industrie ist sowohl die Produktion als auch die Gewinnung der Rohstoffe energie- und emissionsintensiv. Treibhausgasemissionen entstehen sowohl während des Ablaufs der Produktionsprozesse als auch bei der Produktion von benötigtem Strom und Wärme.

Weltweit verursacht die chemische Industrie mehr als ein Achtel der industriebedingten CO₂-Emissionen (CDP 2017). Für eine Umgestaltung der Branche zu einer Treibhausgasneutralität sind nach einer aus unserer Sicht beeindruckenden Roadmap von DE-CHEMA und FutureCamp neue Technologien und Prozesse notwendig. Dies gilt zumindest dann, wenn die Emissionen nicht nur sektoral und geographisch verschoben, sondern tatsächlich global gesenkt und die industrielle Wertschöpfung in Deutschland erhalten werden sollen. In Anbetracht der detaillierten Darstellungen und Berechnungen verschiedener Umstellungsszenarien und Infrastrukturvoraussetzungen (Stichpunkt Energiebedarf) sowie der erforderlichen Investitionen durch die Chemie- und Pharmaindustrie erscheinen uns die Uneinigkeit und unabgestimmten Maßnahmen seitens der Politik, die für die Implementierung langfristig geltender Rahmenbedingungen verantwortlich ist, alarmierend. Investitionen in große Chemieanlagen und neue Prozesse werden über mehrere Jahrzehnte abgeschrieben und benötigen daher langfristige Planungssicherheit. Diese ist derzeit aus unserer Sicht weder auf nationaler noch auf EU-Ebene gegeben. Die fehlende politische Erwartungssicherheit und offene Infrastrukturfragen sind nach unserer Auffassung ein wesentlich höheres Risiko als der Umsetzungswille und die Innovationskraft der Industrie.

Rund 10% des Stroms in Deutschland werden in der chemisch-pharmazeutischen Industrie verbraucht. Ca. 90% davon werden von der Grundstoffchemie benötigt.

Angesichts der auf dem Weg zur Treibhausgasneutralität notwendigen Investitionsanstrengungen, sind die fehlenden langfristig verlässlichen, politischen Rahmenbedingungen alarmierend. Die fehlende Erwartungssicherheit für die Unternehmen ist nach unserer Auffassung ein wesentlich höheres Risiko als der Umsetzungswille und die Innovationskraft der Industrie.

TABELLE 16: AKTUELLE STROMINTENSITÄT EINZELNER PRODUKTE DER CHEMISCHEN INDUSTRIE

Produkt	Prozess	Spezifischer Stromverbrauch (kWh/Tonne)
Methanol	Mehrstufiger Syntheseprozess	242
Sauerstoff	Tieftemperaturzerlegung	264
Ammoniak	Steam-Reforming + partielle Oxidation	267
Adipinsäure	Oxydative Spaltung von Cyclohexan	400
Titandioxid	Chlorid-Verfahren	650
Polycarbonate	Mehrere Prozesse je nach Polycarbonat	739
Tolylendiisocyanat	Integr. Prozess (Nitrierung, Hydrierung & Phosgenierung)	767
Titandioxid	Sulfat-Verfahren	1.014
Calciumcarbid	Lichtbogenofen	2.311
Chlor	Membran-Verfahren, Diaphragma-Verfahren	2.789-3.561

QUELLE: FRAUNHOFER ISI 2013

Auf dem Weg zur Treibhausgasneutralität ...

Anders als in vielen anderen Branchen werden fossile Rohstoffe in der chemischen Industrie nicht nur energetisch genutzt, sondern sind auch Roh- und Ausgangsstoffe (Beispiel Koks) für zahlreiche Produkte. Dabei entstehen Treibhausgase durch:

- ☉ die eigene Strom- und Wärmeerzeugung sowie den Fremdbezug von Strom (direkte und indirekte Emissionen) sowie

Die Chemieindustrie benötigt nach den Ergebnissen der DE-CHEMA und FutureCamp Studie hohe zusätzliche Mengen an Strom aus erneuerbaren Energiequellen und zu niedrigen Kosten (4ct je kWh) um bis 2050e alle konventionellen Verfahren durch CO₂-freie Verfahren zu ersetzen.

☉ prozessbedingte Emissionen.

Die meisten Statistiken weisen diese direkten und indirekten Emissionen aus; im Zeitraum von 1990 bis 2017 sind sie um 48% gesunken. Meist nicht berücksichtigt wird allerdings die (nicht-) energetische Nutzung fossiler Rohstoffe als Roh- und Ausgangsstoffe für chemische Produkte (Beispiel Koks) und damit der in den Produkten enthaltene Kohlenstoff.

In der oben zitierten Studie im Auftrag des VCI wird auch die letztgenannte Emissionsquelle der chemisch-pharmazeutischen Industrie zugeordnet. Ihr zufolge verursachte die deutsche Chemie- und Pharmaindustrie im vergangenen Jahr 112,8 Mio. Tonnen Treibhausgasemissionen. Auf dem Weg zu einer vollständigen CO₂-Neutralität bis 2050e reichen der geplante Kohleausstieg und eine umfassende Nutzung bestehender Anlageeffizienzen daher nach Ansicht der Autoren nicht aus (27% Minderung vs. 2020). Zusätzlich notwendig sind neue Prozesstechnologien in der Basischemie und erhebliche Investitionen in Forschung und Entwicklung (von geschätzt bis zu EUR 45 Mrd. bis 2050) sowie eine vielfache Menge des heutigen Strombedarfs (Faktor 11 von 54 TWh auf 628 TWh), der für die Umstellung konventioneller Verfahren in der Basischemie auf CO₂-freie Alternativen benötigt wird.

... ist ein steigender Energiebedarf zu erwarten

Die Autoren der Studie gehen davon aus, dass eine weitgehend treibhausgasneutrale Chemieproduktion in Deutschland bis 2050e technologisch erreicht werden kann, mahnen jedoch, dass die Mehrkosten, die die Unternehmen insbesondere zu Beginn der Umstellung auf alternative Verfahren zu tragen haben, durch die Preisvorgabe auf den Weltmärkten kaum weitergereicht werden können. Die heutigen Entlastungs- und Carbon Leakage Regelungen reichen aus ihrer Sicht nicht aus, um wettbewerbsfähige Strompreise für die deutsche Chemieindustrie zu sichern.

Die grundsätzliche Bereitstellung und Kosten von (erneuerbarem) Strom sind ein zentraler Standortfaktor für die chemische Industrie, der unmittelbar Auswirkungen auf deren Wettbewerbsfähigkeit hat.

*Der Begriff **Carbon Leakage** bezeichnet die Entscheidung eines Unternehmens, die Produktion aufgrund der mit Klimamaßnahmen verbundenen Kosten in andere Länder mit weniger strengen Emissionsauflagen zu verlagern – was sogar einen Anstieg der Gesamtemissionen zur Folge haben kann. Zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit von unter das EU-EHS fallende Branchen erhalten Sektoren und Teilsektoren, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie einem erheblichen Carbon-Leakage-Risiko ausgesetzt sind, einen höheren Anteil kostenloser Emissionszertifikate.*

Bereits beschlossene Regelverschärfungen und Unsicherheiten über zukünftige Regulierungsvorschriften

Die deutschen Strompreise sind im EU-Vergleich von hohen Abgaben und Umlagen belastet. Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit energieintensiver Industrien zu erhalten, wurden diverse Ausnahmeregelungen erlassen, die die Unternehmen von den Kosten für die Umlagen des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG), den Regelungen zur Kraft-Wärme-Kopplung (KWKG), Stromnetzentgelten (StromNEV) und Stromsteuern (Spitzenausgleich) entlasten. Zusätzlich können die Betriebe Beihilfen zum Ausgleich der auf den Strompreis übergewälzten Kosten der Treibhausgasemissionen (Strompreiskompensation) beantragen.

Für die meisten deutschen Chemieunternehmen gelten derzeit Ausnahmeregelungen im Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG), Kraft-Wärme-Koppelung-Gesetz (KWKG) und der Stromnetzentgeltverordnung (StromNEV) sowie Befreiungsregelungen zur Stromsteuer.

Allerdings werden die bestehenden Beihilferegulungen in den Bereichen Klima-, Umweltschutz- und Energie gegenwärtig von der EU-Kommission überprüft. Zwar ist nach

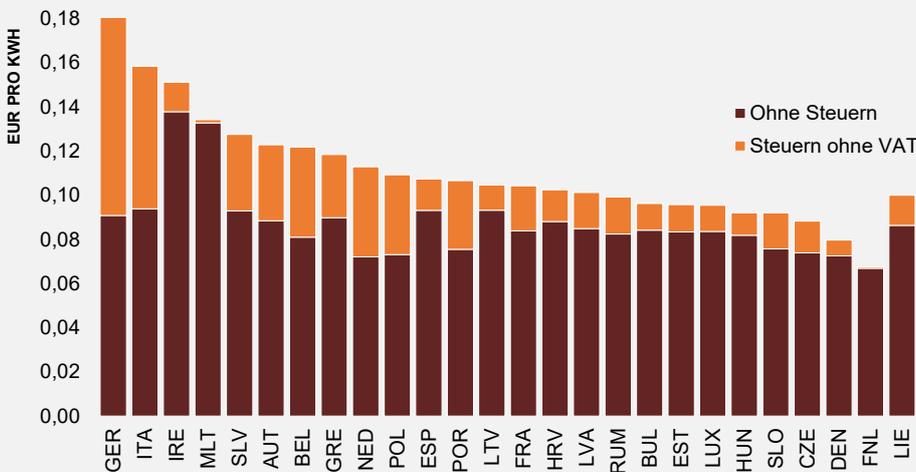
Die EU plant eine Verschärfung der gegenwärtigen Beihilfen zur Entlastung von

heutigem Stand eine Begrenzung der EEG-Umlage im Einzelfall für stromintensive Unternehmen auch weiterhin möglich, jedoch will die EU die Anforderungen verschärfen und die Liste der Branchen, die Beihilfen in Anspruch nehmen dürfen, kürzen.

Aber auch das von der Bundesregierung beschlossene Klimaschutzprogramm 2030 belastet die produzierenden Betriebe mit zusätzlichen Kosten. Das auf die Sektoren Verkehr und Wärme (Non-ETS-Sektoren) ausgeweitete Emissionshandelssystem umfasst sowohl die Emissionen der Wärmeerzeugung des Gebäudesektors als auch der Energie- und Industrieanlagen außerhalb des EU-Emissionshandelssystems.

stromintensiven Branchen durch die Mitgliedstaaten. So sollen u. a. die Unternehmen, denen eine Befreiung von der EEG-Umlage gewährt wird, dazu verpflichtet werden, mindestens 25% der Kosten selbst zu tragen bis zu einer maximalen Belastung von 1,5% der Bruttowertschöpfung. Darüber hinaus müssen die geförderten Unternehmen mindestens 30% ihres Stromverbrauchs aus CO₂-neutralen Quellen beziehen.

ABBILDUNG 21: EU-STROMPREISE FÜR NICHT-HAUSHALTSKUNDEN IM ERSTEN HALBJAHR 2021



Tweet Eurostat: "Non-household electricity prices in the EU highest in Germany (EUR 0.18 per kWh) and lowest in Finland (EUR 0.07 per kWh) in the first half of 2021."

QUELLE: EUROSTAT, SPHENE CAPITAL

TABELLE 17: ENTWICKLUNG DER STROMPREISE IN DEUTSCHLAND

Energieträger Strom		2017	2018	2019	2020
Verbrauch < 20 MWh	Cent	22,06	22,49	22,70	24,70
20 bis 500 MWh	Cent	17,72	17,32	18,20	20,24
500 bis 2 000 MWh	Cent	15,17	15,08	15,83	18,00
2 000 bis 20 000 MWh	Cent	12,69	12,32	13,36	15,22
20 000 bis 70 000 MWh	Cent	9,30	8,7	9,99	12,39
70 000 bis 150 000 MWh	Cent	9,96	8,96	9,28	10,65

QUELLE: VCI, SPHENE CAPITAL

Steigende Regulierungsanforderungen auf EU- und nationaler Ebene

Seit 2006 regelt die Verordnung (EG) Nr. 1907/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates die Registrierung, Bewertung, Zulassung und Beschränkung chemischer Stoffe (Registration, Evaluation, Authorisation and Restriction of Chemicals, kurz REACH). Auf dieser Grundlage dürfen chemische Stoffe in der EU nur noch nach vorheriger Registrierung in den Verkehr gebracht werden. So sollen der Schutz der menschlichen Gesundheit und der Umwelt vor den Risiken durch Chemikalien

Die REACH-Verordnung (Registration, Evaluation, Authorisation and Restriction of Chemicals) regelt die Registrierung und den Umgang in Bezug auf rund 30.000 chemische Stoffe in der EU.

verbessert und die Wettbewerbsfähigkeit der chemischen Industrie in Europa gestärkt werden. Die Prüfung und Überwachung der von den Unternehmen eingereichten Unterlagen übernimmt die Europäische Chemikalienagentur ECHA.

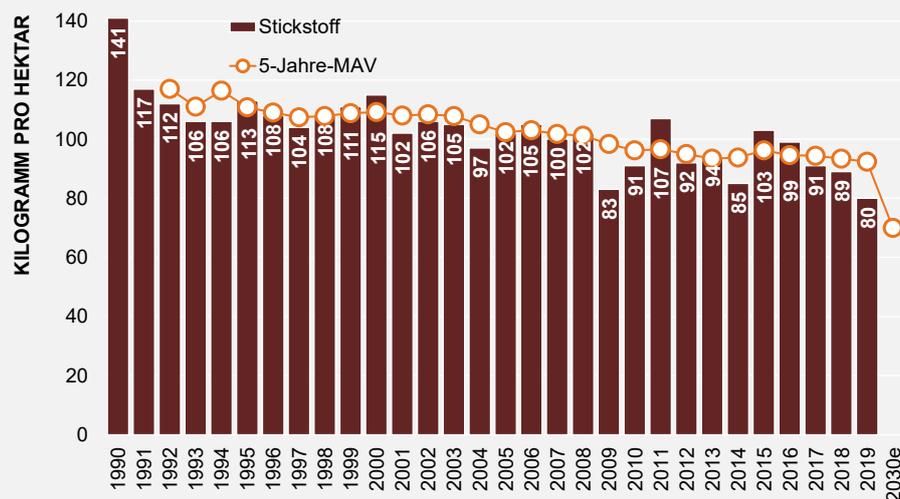
Kalkstickstoffdiskussion in der Landwirtschaft

Kalkstickstoff als Düngemittel wird grundsätzlich in gepulverter Form auf den Markt gebracht. Einziger Hersteller in der EU ist Alzchem, andere Produzenten befinden sich in Japan und China. Im Gegensatz zu anderen Stickstoffdüngern, bei denen umweltschädigende Nitratauswaschungen und NOx-Emissionen durch die Zugabe von zusätzlichen Stabilisatoren gebremst werden müssen, bildet sich das Nitrat bei Kalkstickstoff erst im Laufe der Zeit und wird nach Angaben der Hersteller von den Pflanzen besser aufgenommen. Trotzdem hat die ECHA der Europäischen Kommission empfohlen, Kalkstickstoff nicht mehr als Dünger auf dem EU-Markt zuzulassen. Folgt die Kommission dieser Empfehlung, dürfte Kalkstickstoff 36 Monate nach einem entsprechenden Kommissionsbeschluss nicht mehr in der Landwirtschaft eingesetzt werden. Als Gründe für ihre Empfehlung nennt die ECHA Risiken für Bodenlebewesen in gedüngten Feldern sowie angrenzenden Oberflächengewässern und fehlende Möglichkeiten einer Kontrolle der Landwirte.

Der ECHA Unterausschuss für sozioökonomische Analysen (SEAC) räumt in seiner Stellungnahme zu einer möglichen Beschränkung von Kalkstickstoff wahrscheinliche Auswirkungen auf andere Umweltrisiken und -kosten ein, insbesondere durch Nitratauswaschungen und NOx-Emissionen durch alternative Stickstoffdünger.

*In Deutschland gelangen über die Hälfte der reaktiven **Stickstoffverbindungen** über die Landwirtschaft in die Umwelt. Wird der Stickstoffdünger nicht von den Pflanzen aufgenommen, kann er in Grund- und Oberflächengewässer oder in die Luft ausgetragen werden. Dort verunreinigt er als Nitrat das Grundwasser und trägt zur Nährstoffübersorgung (Eutrophierung) von Oberflächengewässern und Landökosystemen bei. In der Luft hat Ammoniak eine eutrophierende und versauernde Wirkung.*

ABBILDUNG 22: SALDO DER LANDWIRTSCHAFTLICHEN STICKSTOFF-GESAMTBILANZ JE LANDWIRTSCHAFTLICH GENUTZTER FLÄCHE



Im Gegensatz zum Unterausschuss für Risikobeurteilung (RAC) hält der SEAC es für unsicher, dass ein Zulassungsentzug von Kalkstickstoff als Düngemittel die geeignetste unionsweite Maßnahme zur Behebung der festgestellten Risiken ist. Demnach liegen keine ausreichenden Informationen vor, um abschließend über die Verhältnismäßigkeit der sozioökonomischen Auswirkungen zu urteilen.

QUELLE: BUNDESMINISTERIUM FÜR ERNÄHRUNG UND LANDWIRTSCHAFT

Beitrag zur Nachhaltigkeit als Chance für chemische Stoffe und Produkte

Die Regulierung chemischer Stoffe erfordert aus unserer Sicht eine veränderte Abwägung zwischen gefährlichen Eigenschaften und den nachhaltigen Nutzenbeiträgen der Stoffe und Produkte. Die chemisch-pharmazeutische Industrie hat starke Auswirkungen auf das sozioökologische Umfeld. Allerdings erkennen wir in der Politik und Regulierung eine nach unserer Einschätzung überalterte, schadensfokussierte Sichtweise, die vor allem Gefahren und Kosten berechnet. Als einen notwendigen Gestaltungsansatz der Politik sehen wir eine quantifizierte Einbeziehung des ökologisch-sozialen Nutzens von Stoffen, Produkten und Dienstleistungen. Dies bedeutet keine Abkehr von der (gesetzlichen) Forderung nach Nachhaltigkeit auf allen Stufen der Wertschöpfungskette, könnte jedoch insbesondere für die chemische Industrie Hindernisse abbauen, um mit Hilfe von neuen Produkten und Anwendungen u. a. Treibhausgase zu reduzieren und die Entwicklung von nachhaltigen Industrieprozessen voranzutreiben (beispielsweise werden Produkte auf der Basis von Kalkstickstoff für die Gewichtsreduzierung von Autos und Flugzeugen, aber auch für die Herstellung von Medikamenten und nicht zuletzt von COVID-19 PCR und Schnelltests verwendet, durch die Behandlung von Gülle mit Kalkstickstoff – Eminex – lassen sich die Treibhausgasemissionen in der Landwirtschaft reduzieren).

Den Unternehmen der Chemieindustrie bieten sich durch die Energiewende in Deutschland und Europa sowie die weltweiten Umwelt- und Klimaschutzanstrengungen neue Produktchancen. Sie müssen dabei verstärkt auf nichtfossile, nachwachsende Rohstoffe setzen und die Nachhaltigkeit auf allen Produktstufen und Prozessen verbessern. Durch eine intelligente Vernetzung von Produktentwicklung, Produktion und Kundennutzen können sie jedoch zu erheblichen Wertschöpfungsgewinnen und Produktivitätsfortschritten beitragen.

Die chemische Industrie hat eine tragende Rolle für eine nachhaltige Umgestaltung der Produkte und Anwendungen anderer Branchen. Notwendig wäre aus unserer Sicht nicht nur ein regulatorischer Blick auf die Kosten und Gefahren, sondern ein Ansatz, der auch den Nutzenbeitrag der Produkte umfassend quantifiziert.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Alzchem generiert zum überwiegenden Teil Umsätze aus der Produktion und dem Verkauf von Basis-, Zwischen- und Spezialchemieprodukten entlang der NCN-Kette. Die Kunden des Unternehmens reichen von mittelständischen Unternehmen bis zu Großkonzernen, zu denen Alzchem zum Teil jahrzehntelange Beziehungen pflegt. Die Aufwendungen sind nach unserer Einschätzung je hälftig fix und variabel. Da in den vergangenen Jahren überdies eine Umschichtung der Geschäftsaktivitäten hin zum höhermargigen Geschäftsbereich Specialty Chemicals zu beobachten war, sollte das Unternehmen in den kommenden Jahren eine starke Skalierung der Ertragslage erreichen können. Nach unseren Schätzungen wird Alzchem in diesem Jahr mit Umsätzen in Höhe von EUR 415,1 Mio. (+9,5% YoY) und einem operativen Ergebnis (EBITDA) von EUR 64,0 Mio. (+19,0% YoY) den oberen Rand der vom Vorstand in Aussicht gestellten Bandbreiten erreichen. Bis 2025e rechnen wir in dem von uns unterstellten Base-Case-Szenario mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 508,0 Mio. und des operativen Ergebnisses (EBITDA) auf EUR 76,2 Mio.

Alzchem veröffentlicht eine sehr detaillierte Guidance

Zusammen mit dem Halbjahresbericht 2021 wurde die mit dem Geschäftsbericht veröffentlichte Umsatz- und Ergebnis-Guidance angehoben. Diese wurde in der vergangenen Woche mit der Veröffentlichung der Neunmonatszahlen 2021 bestätigt.

In den meisten Fällen wird dabei eine qualitative Guidance – „leicht steigend“ oder „merklich abnehmend“ – ausgesprochen, für deren Interpretation das Unternehmen eine Legende bereitstellt:

TABELLE 18: MANAGEMENT-GUIDANCE

	Untergrenze	Obergrenze
Stark steigend	>+7%	
Deutlich steigend	+3%	+7%
Steigend	+1%	+3%
Gleichbleibend/stabil	-1%	+1%
Leicht rückläufig/sinkend	-1%	-3%
Rückläufig/sinkend	-3%	-7%
Stark rückläufig/sinkend	<-7%	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021e

Für das laufende Geschäftsjahr wird bei den Konzern Erlösen und beim bereinigten EBITDA eine explizite Erwartung ausgesprochen, wobei eine Bandbreite mit oberen Rändern von EUR 415,0 Mio. bzw. von EUR 64 Mio. angegeben wird. Wir gehen davon aus, dass dieser obere Rand in beiden Fällen erreicht werden wird. In diesem Fall würden die Umsätze gegenüber dem Vorjahreswert um 9,4% und das EBITDA um 18,9% gesteigert werden. Dies würde den mit Abstand höchsten Gewinnanstieg in den vergangenen fünf Jahren bedeuten.

Die Prognosen basieren auf unveränderten regulatorischen Annahmen, wie beispielsweise der Fortführung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG), des § 19 Abs. 2 StromNEV, der Strompreiskompensation und des Fortbestands der bestehenden Produktzulassungen.

TABELLE 19: ANHEBUNG DER MANAGEMENT-GUIDANCE 2021E IM HALBJAHRESBERICHT, BESTÄTIGUNG IM NEUNMONATSBERICHT

			Guidance 2021e			
2020			Ursprünglich		Aktuell	
			Untergrenze	Obergrenze	Untergrenze	Obergrenze
Konzernumsatz	EUR Mio.	379,3	Leicht steigend	Steigend	Deutlich steigend	<415,0
Bereinigtes EBITDA	EUR Mio.	53,8	53,8	<57,0	Deutlich steigend	<64,0
In % der Umsatzerlöse	%	14,2%	Leicht sinkend	Stabil	Stabil	Leicht steigend
Vorratsquote	%	19,0%	Sehr leicht steigend	Stabil	Leicht abnehmend	Merklich abnehmend
Eigenkapitalquote	%	19,4%	Stabil	Leicht steigend	Moderat steigend	Leicht steigend

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

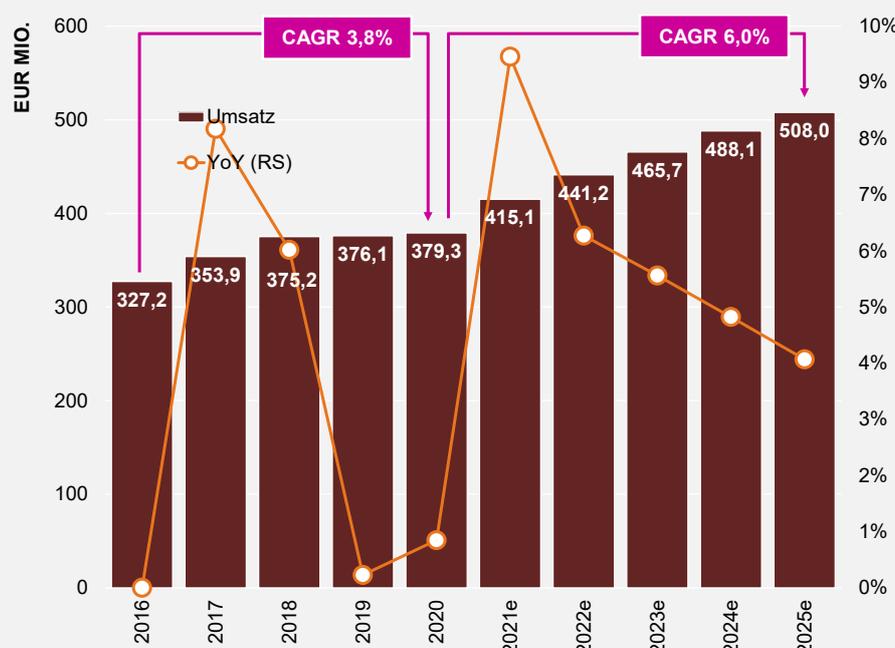
Bis 2025e rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 508,0 Mio.

Seit dem Börsengang konnte Alzchem Umsatz und Ergebnis kontinuierlich steigern. Im jährlichen Durchschnitt lag das Umsatzwachstum 2016-20 bei 3,8%, das EBITDA konnte um durchschnittlich 8,6% gesteigert werden. Grundlage dieses Wachstums sind neben einem verbesserten Produktmix insbesondere die hohen Kapazitätserweiterungsinvestitionen der letzten fünf Jahre, die deutlich (2016-20 um durchschnittlich 83,8%) über den jeweiligen Abschreibungen gelegen haben.

Wir haben unserem Finanzmodell ein aus unserer Sicht erreichbares Base-Case-Szenario zugrunde gelegt.

Damit sehen wir auch die Grundlage dafür gelegt, dass Alzchem in den kommenden fünf Jahren die Erlöse auf dann EUR 508,0 Mio. steigern wird, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) für den Zeitraum 2020-25e von 6,0% entspricht, deutlich über den in der Vergangenheit erzielten Wachstumsraten.

ABBILDUNG 23: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2016-2025E



Wir gehen davon aus, dass Alzchem in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit deutlich ausweiten und Umsatzwachstumsraten erreichen wird, die deutlich über den in den letzten Jahren beobachtbaren Niveaus liegen. In unserer Prognose rechnen wir damit, dass Alzchem bis 2025e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, Erlöse von EUR 508,0 Mio. erwirtschaften wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzern Erlöse für den Zeitraum 2020-2025e von 6,0%.

Anmerkung: Das Jahr 2018 wurde von Alzchem in zwei Rumpfgeschäftsjahre (01.01.-30.06. und 01.07.-31.12.) unterteilt. Wir verwenden in unserer Finanzanalyse die im Rumpfgeschäftsjahr/II des Jahres 2018 ausgewiesenen pro-forma-Gesamtjahreszahlen.

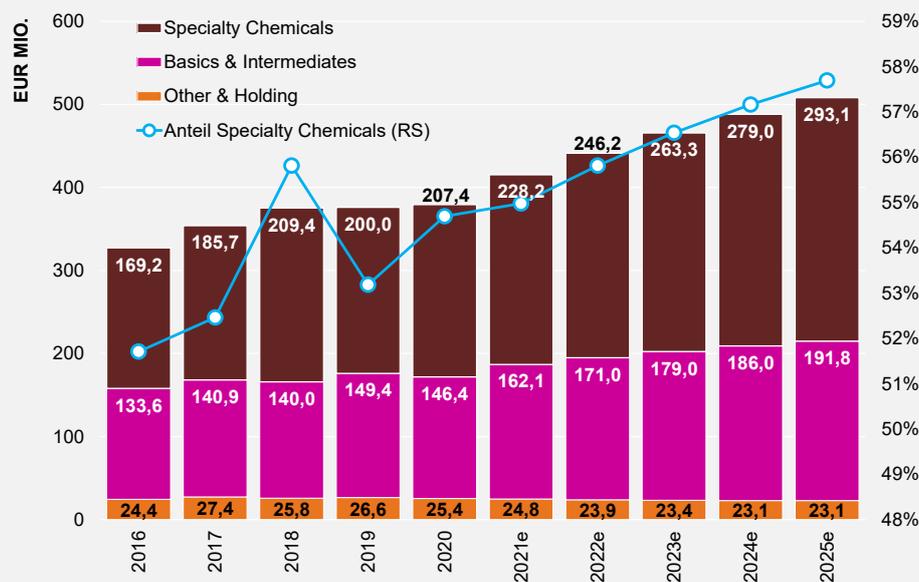
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Segmenten

Alzchem untergliedert seine Erlöse in die drei Segmente Specialty Chemicals, Basics & Intermediates und Other & Holding. In den vergangenen fünf Jahren wurde der Anteil des höhermargigen Segments Specialty Chemicals an den Konzern Erlösen sukzessive auf zuletzt 54,7% (2020) sukzessive gestärkt. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen und der Anteil von Specialty Chemicals auf bis zu 57,7% (2025e) ausgebaut werden wird. Daher erwarten wir folgende segmentale Umsatzaufteilung:

Wir gehen davon aus, dass Alzchem den Anteil der Erlöse aus dem höhermargigen Specialty Chemicals-Segment weiter ausbauen wird.

ABBILDUNG 24: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2016-2025E



Für das Jahr 2021e rechnen wir mit Erlösen aus dem Segment Specialty Chemicals in Höhe von EUR 228,2 Mio. Damit wird das Segment für 55,0% (Vorjahr: 54,7%) der Konzern Erlöse verantwortlich sein. Der margenschwächere Bereich Basics & Intermediates, in dem Alzchem u. a. Vorprodukte für in der Wertschöpfungskette nachgelagerte und damit höherwertige Produkte herstellt, wird nach unseren Schätzungen 2021e 39,1% (Vorjahr: 38,6%) zu den Konzern Erlösen beitragen. Wir gehen davon aus, dass dieser Bereich zukünftig prozentual an Bedeutung verlieren wird.

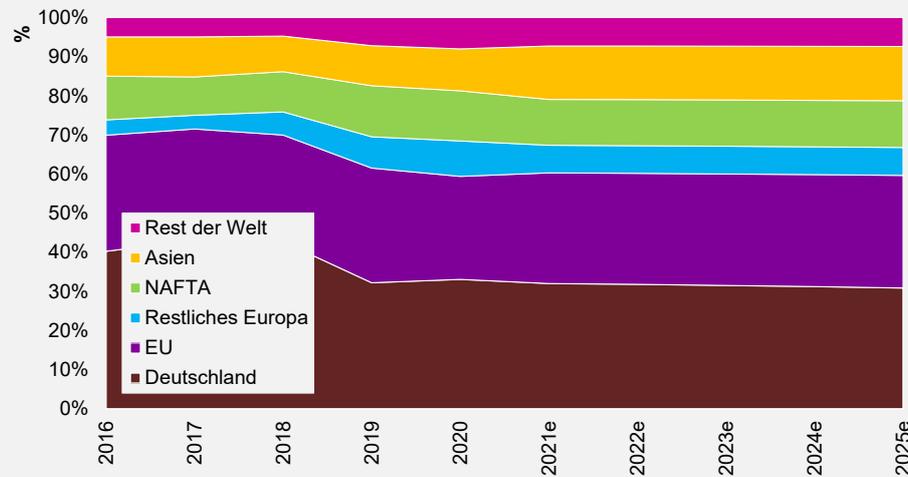
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

Steigender Auslandsanteil am Umsatz

Im Einklang mit der steigenden Bedeutung des Segments Specialty Chemicals rechnen wir auch damit, dass die Auslandserlöse – wenn auch in geringerem Ausmaß als in den vergangenen fünf Jahren – weiter an Bedeutung gewinnen werden. So wurden im vergangenen Geschäftsjahr 2020 mit EUR 253,7 Mio. bereits 66,9% der Erlöse außerhalb Deutschlands erzielt – mit deutlich steigender Tendenz, lag die Auslandsquote der Umsätze im Jahr vor dem Börsengang noch bei lediglich 59,7%.

Bis 2025e rechnen wir mit einem Auslandsanteil der Umsätze von 69,1%.

ABBILDUNG 25: UMSATZ NACH REGIONEN, 2016-2025E



Der Trend ist eindeutig: Seit 2017 steigt der Auslandsanteil am Umsatz sukzessive an. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend in den kommenden Jahren fortsetzen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Deutlich steigende Materialaufwandsquote erwartet

Dass Alzchem nicht bereits in diesem Jahr stärker von steigenden Stromkosten bzw. der industrieweiten Verknappung von Rohstoffen betroffen ist, ist Angabe gemäß auf eine langfristige Stromeinkaufsstrategie zurückzuführen, durch die die Strompreise Angabe gemäß über einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren fixiert werden, sowie auf einen deutlichen Lageraufbau, der Angabe gemäß auch im zweiten Halbjahr 2021e für Liefersicherheit sorgen wird. Wir gehen allerdings davon aus, dass trotz Gegenmaßnahmen in den kommenden Jahren mit einem insbesondere strompreisbedingten, deutlichen Anstieg der Materialaufwandsquote zu rechnen ist.

Zu den wichtigsten Rohstofflieferanten zählen die über die European Energy Exchange (EEX) verkaufenden Stromlieferanten, ausgewählte europäische Kohlehandelsunternehmen, Branntkalk- und Kalksteinlieferanten.

Der Anteil der Top-15-Zulieferer am Materialaufwand beläuft sich Angabe gemäß auf etwas mehr als 30%. Abhängigkeiten können wir damit nicht feststellen, zumal Alzchem hauptsächlich Basisrohstoffe wie Kohle, Kalk und Strom bezieht. Allerdings könnten Engpässe aus einer globalen Verknappung der Transportkapazitäten entstehen.

TABELLE 20: MATERIALAUFWAND UND MATERIALAUFWANDSQUOTE, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Materialaufwand	EUR Mio.	-126,2	-137,9	-155,4	-142,4	-132,5	-143,3	-164,7	-190,8	-201,7	-208,5
Rohertrag	EUR Mio.	217,3	229,4	238,7	246,0	254,9	280,2	288,8	287,2	299,0	312,1
in % der Gesamtleistung	%	63,3%	62,5%	60,6%	63,3%	65,8%	66,2%	63,7%	60,1%	59,7%	59,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Unterdurchschnittlicher Anstieg der Mitarbeiterzahlen und Personalaufwendungen erwartet

Seit 2016 hat Alzchem die Zahl der Mitarbeiter überproportional erhöht. Waren 2016 noch 1.469 Mitarbeiter beschäftigt, lag diese Zahl zum Jahresende 2020 (inklusive der Tochtergesellschaften und Beteiligungen) aufgrund des erfolgten Kapazitätsaufbaus

bei 1.631. Bei leicht steigenden Durchschnittsgehältern lag die Personalaufwandsquote im vergangenen Jahr bei 32,9% der Gesamtleistung. Auslöser des Personalanstiegs war der zwischenzeitlich erfolgte Kapazitätsaufbau im Nitrile-Bereiche. Dieser Aufbau ist mittlerweile abgeschlossen, so dass nach unserer Einschätzung die Personalaufwandsquote in den kommenden Jahren leicht sinken wird. Insgesamt rechnen wir mit folgender Entwicklung:

TABELLE 21: MITARBEITERZAHL UND PERSONALAUFWAND, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Anzahl Mitarbeiter (31.12.)		1.469	1.491	1.562	1.623	1.631	1.730	1.782	1.823	1.852	1.868
Personalaufwand	EUR Mio.	-106,1	-109,2	-114,2	-122,1	-127,4	-134,6	-139,6	-143,6	-146,6	-148,5
in % der Gesamtleistung	%	-30,9%	-29,7%	-29,0%	-31,4%	-32,9%	-31,8%	-30,8%	-30,0%	-29,3%	-28,5%
Personalaufwand je Mitarbeiter*	kEUR	n/a	74	75	77	78	80	79	80	80	80

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

*Jahresdurchschnittswerte

Im vergangenen Jahr mit Rekord-EBITDA

Im vergangenen Jahr hat Alzchem mit EUR 53,8 Mio. (+7,4% YoY) das höchste EBITDA der Unternehmensgeschichte erzielt. Auch die EBITDA-Marge gemessen an der Gesamtleistung von 13,9% (+100 bps YoY) lag auf einem Rekord-Niveau. Damit konnte die Ertragslage in den vergangenen fünf Jahren deutlich verbessert werden (2016 EUR 38,6 Mio., 11,2%). Für das laufende Geschäftsjahr 2021e rechnen wir im Einklang mit der Management-Guidance mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA auf EUR 64,0 Mio., was einer EBITDA-Rendite von 15,1% entspricht.

Alzchem wird nach unserer Einschätzung 2021e den oberen Rand der in Aussicht gestellten Guidance erreichen.

Ab 2023e machen sich nach unseren Schätzungen und unter der Annahme anhaltend angespannter Strom- und Rohstoffmärkte, die steigenden Materialpreise vollständig bemerkbar, da insbesondere die in der Vergangenheit vereinbarten, günstigeren Stromlieferungen auslaufen.

Unsere Schätzungen 2021e liegen am oberen Rand der Guidance-Bandbreite

Wir gehen mit unserer Prognose damit an den oberen Rand der vom Vorstand in Aussicht gestellten Bandbreite, die ein EBITDA von bis zu EUR 64,0 Mio. vorsieht.

TABELLE 22: EBITDA UND EBIT, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	EUR Mio.	38,6	45,7	49,4	50,1	53,8	64,0	65,8	67,7	72,2	76,2
YoY	%	n/a	18,3%	8,1%	1,4%	7,4%	19,0%	2,7%	2,8%	6,6%	5,6%
in % der Gesamtleistung	%	11,2%	12,4%	12,5%	12,9%	13,9%	15,1%	14,5%	14,2%	14,4%	14,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-13,0	-14,0	-15,2	-19,5	-23,1	-24,6	-24,9	-25,0	-25,0	-24,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	25,6	31,7	34,2	30,6	30,7	39,4	40,9	42,7	47,2	51,4
YoY	%	n/a	23,8%	7,9%	-10,5%	0,4%	28,4%	3,8%	4,3%	10,5%	8,9%
YoY	EUR Mio.	25,6	6,1	2,5	-3,6	0,1	8,7	1,5	1,7	4,5	4,2
in % der Gesamtleistung	%	7,4%	8,6%	8,7%	7,9%	7,9%	9,3%	9,0%	8,9%	9,4%	9,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Überproportionaler Anstieg des EBIT erwartet

Angesichts von uns im Zeitablauf nahezu gleichbleibend erwarteter Abschreibungen für Sachanlagen wird das operative Ergebnis (EBIT) nach unserer Einschätzung im Vergleich zum EBITDA überproportional ansteigen. Wir rechnen mit einem Anstieg des EBIT von EUR 39,4 Mio. (2021e) auf EUR 51,4 Mio. (2025e). Die EBIT-Marge wird in diesem Zeitraum zunächst sinken, dann aber das von uns für 2021e prognostizierte Niveau übertreffen.

Parallele Entwicklung zwischen EBIT und Nachsteuerergebnis erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2021e rechnen wir mit Vor- und Nachsteuergewinnen von EUR 38,6 Mio. (2020: EUR 27,2 Mio., +41,9% YoY) bzw. EUR 27,6 Mio. (2020: EUR 19,9 Mio., +38,9% YoY). Bei rund 10,1 Mio. Stück ausstehenden Aktien entspricht dies einem Gewinn in Höhe von EUR 2,71 (Vorjahr: EUR 1,94) je Aktie.

Im kommenden Jahr rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung des Nachsteuerergebnisses auf EUR 2,76 (2022e) je Aktie. In den nachfolgenden Jahren erwarten wir parallel zur EBIT-Entwicklung einen Anstieg auf bis zu EUR 3,54 je Aktie, erreicht im Jahr 2025e.

Signifikante Kapitalbindung in Working Capital

Die Kapitalbindung in Sachanlagen und Working Capital ist für Alzchem erheblich und stellt nach unserer Einschätzung eine Markteintrittsbarriere für potenzielle Newcomer dar. Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 lag das Working Capital bei EUR 79,6 Mio.; es setzt sich im Wesentlichen aus Vorräten zusammen.

Die DSO sind in den vergangenen Jahren stetig zurückgegangen, von 39 Tagen im Jahr 2016 auf 31 Tage (2020). Dies unterstreicht aus unserer Sicht das konsequente Forderungsmanagement des Unternehmens.

Allerdings ist die Working Capital-Intensität, mit der (in diesem Fall) die erforderlichen Liquiditätszuflüsse in Working Capital je abgesetzter Produkteinheit gemessen werden, in den vergangenen Jahren gesunken. Infolge des Strategieprojekts „AlzFit 2025“, das insbesondere Effizienzverbesserungen anstrebt, gehen wir davon aus, dass auch die Kennzahl WC-Turnover in den kommenden Jahren eine stabile Entwicklung zeigen wird.

TABELLE 23: WORKING CAPITAL, 2016-2025E

		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Vorräte	EUR Mio.	64,1	71,4	78,9	74,6	67,4	72,0	83,6	97,8	104,4	109,0
Forderungen aus L. & L.	EUR Mio.	35,4	35,0	34,4	32,5	33,1	36,2	39,6	42,3	44,8	47,0
Verbindlichkeiten aus L. & L.	EUR Mio.	-21,7	-28,2	-30,9	-24,1	-20,9	-23,1	-24,3	-25,4	-26,6	-27,9
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working Capital	EUR Mio.	77,8	78,2	82,3	83,0	79,6	85,2	98,9	114,7	122,6	128,2
Änderung des Working Capital	EUR Mio.	77,8	0,4	4,1	0,7	-3,4	5,5	13,8	15,8	7,9	5,5
Änderung des Working Capital	%	n/a	0,5%	5,3%	0,8%	-4,1%	6,9%	16,2%	15,9%	6,9%	4,5%
WC-Intensität	x	1,5	2,5	2,3	2,7	2,6	2,1	2,2	2,5	2,5	2,4
WC-Turnover	x	8,4	4,5	4,7	4,5	4,7	5,0	4,8	4,4	4,1	4,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Pensionsrückstellungen von erheblicher Bedeutung

Die Passivseite von Alzchem wird von den Verpflichtungen aus Pensions- und anderen pensionsähnlichen Leistungszusagen dominiert. Mit EUR 141,8 Mio. waren Pensionsrückstellungen im vergangenen Geschäftsjahr für 40,0% der Bilanzsumme verantwortlich. Seit dem Geschäftsjahr 2016 sind die bilanziellen Pensionsverpflichtungen um rund 35% gestiegen. Grund war das anhaltende Niedrigzinsumfeld, das in den vergangenen Jahren stetig sinkende Rechnungszinssätze (Geschäftsjahr 2016 1,75%, Geschäftsjahr 2020 0,5%) zur Folge hatte; die übrigen versicherungsmathematischen Parameter waren dagegen weitgehend konstant. Dass die Eigenkapitalquote dennoch bei rund 20% stabil gehalten werden konnte, unterstreicht aus unserer Sicht die Ertragsstärke und solide Bilanzpolitik des Unternehmens. Gleichwohl ist aus unserer Sicht in den kommenden Jahren mit steigenden Zahlungen aus den Zusagen zu rechnen.

Der Tiefpunkt der Zinsentwicklung in der Euro-Zone sollte nach unserer Einschätzung erreicht worden sein.

Trotz rückläufigen Ausschüttungsquote Dividendenrendite von 3,9% (2025e)

Seit dem Börsengang hat Alzchem rund 40% des Konzernnachsteuergewinns an die Aktionäre ausgeschüttet, obwohl Alzchem ein kapitalintensives Geschäftsmodell betreibt, in dem regelmäßig hohe Erweiterungsinvestitionen in Sachanlagen oder Working Capital für die Ausweitung der Geschäftsaktivität erforderlich sind.

Bis 2025e rechnen wir mit einer Erhöhung der Dividende auf EUR 0,92 je Aktie. Dies entspricht einer Dividendenrendite von 3,9%.

Für die Zukunft gehen wir von einer leicht rückläufigen Ausschüttungspolitik aus. Damit ergibt sich bis 2025e auf Basis unserer Schätzungen eine Dividendenanhebung von durchschnittlich EUR 0,03 pro Jahr. Bis 2025e rechnen wir folglich mit einem Anstieg der Dividenden auf EUR 0,92 je Aktie. Bezogen auf den aktuellen Aktienkurs von EUR 23,30 entspricht dies einer Dividendenrendite von 3,9%.

TABELLE 24: DIVIDENDE UND DIVIDENDENRENDITE, 2016-2025E

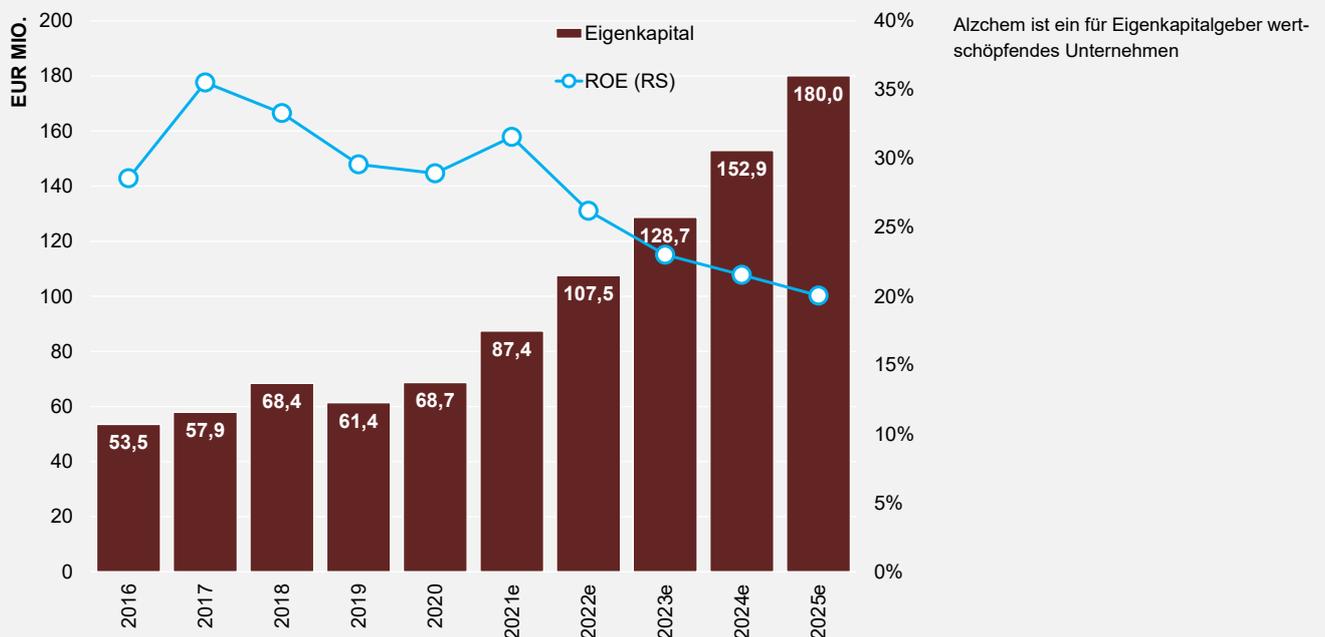
		2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	EUR	0,15	0,20	0,22	1,77	1,94	2,71	2,76	2,90	3,24	3,54
Dividende	EUR	0,00	0,17	0,09	0,75	0,77	0,80	0,83	0,86	0,89	0,92
Schlusskurs per 31.12./aktuell	EUR	21,10	29,34	22,00	21,40	21,40	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30
Dividendenrendite	%	0,0%	0,6%	0,4%	3,5%	3,6%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Hohe Wertschöpfung für die Eigenkapitalgeber

Die Eigenkapitalrendite lag im Betrachtungszeitraum 2016-20 mit Werten zwischen 28,6% und 35,5% im signifikant zweistelligen Prozentbereich und damit deutlich über den Kapitalkosten. Dies zeigt aus unserer Sicht, dass das Unternehmen ein nachhaltig wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Aus nachstehender Abbildung 26 wird ersichtlich, dass wir für die kommenden fünf Jahre aufgrund der hohen Thesaurierung und eines deutlich sinkenden Leverage bei nahezu konstantem Vermögensumschlag mit einem Rückgang der Eigenkapitalrendite auf dann 20,1% rechnen:

ABBILDUNG 26: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (RS), 2016-2025E



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	327,2	353,9	375,2
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,2%	6,0%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,1	1,8	5,5
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	11,3	11,6	13,4
Gesamtleistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	343,6	367,3	394,1
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,9%	7,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-126,2	-137,9	-155,4
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-36,7%	-37,5%	-39,4%
Rohhertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	217,3	229,4	238,7
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6%	n/a
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	63,3%	62,5%	60,6%
Personalaufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-106,1	-109,2	-114,2
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-30,9%	-29,7%	-29,0%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-72,7	-74,5	-75,1
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-21,2%	-20,3%	-19,1%
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	38,6	45,7	49,4
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18,3%	8,1%
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2%	12,4%	12,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-13,0	-14,0	-15,2
Amortisation	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,6	31,7	34,2
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23,8%	7,9%
YoY	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,6	6,1	2,5
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	7,4%	8,6%	8,7%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-3,7	-2,3	-2,3
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,9	29,3	31,9
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	6,4%	8,0%	8,1%
Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-6,6	-8,8	-9,1
in % des EBT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-30,1%	-29,9%	-28,6%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3	20,6	22,8
in % der Gesamtleistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,4%	5,6%	5,8%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	-0,2	-0,1
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3	20,4	22,6
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	101,8	101,8	101,8
davon Stammaktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	101,8	101,8	101,8
davon Vorzugsaktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	101,8	101,8	101,8
EPS (basic)	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,15	0,20	0,22
EPS (verwässert)	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,15	0,20	0,22

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Erlöse	EUR Mio.	376,1	379,3	415,1	441,2	465,7	488,1	508,0
YoY	%	0,2%	0,8%	9,5%	6,3%	5,6%	4,8%	4,1%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-4,9	-2,5	-3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	17,1	10,7	12,1	12,3	12,4	12,5	12,6
Gesamtleistung	EUR Mio.	388,4	387,4	423,5	453,4	478,1	500,7	520,6
YoY	%	-1,5%	-0,2%	9,3%	7,1%	5,4%	4,7%	4,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-142,4	-132,5	-143,3	-164,7	-190,8	-201,7	-208,5
in % der Gesamtleistung	%	-36,7%	-34,2%	-33,8%	-36,3%	-39,9%	-40,3%	-40,1%
Rohhertrag	EUR Mio.	246,0	254,9	280,2	288,8	287,2	299,0	312,1
YoY	%	3,1%	3,6%	9,9%	3,1%	-0,5%	4,1%	4,4%
in % der Gesamtleistung	%	63,3%	65,8%	66,2%	63,7%	60,1%	59,7%	59,9%
Personalaufwand	EUR Mio.	-122,1	-127,4	-134,6	-139,6	-143,6	-146,6	-148,5
in % der Gesamtleistung	%	-31,4%	-32,9%	-31,8%	-30,8%	-30,0%	-29,3%	-28,5%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-73,8	-73,7	-81,6	-83,4	-76,0	-80,2	-87,4
in % der Gesamtleistung	%	-19,0%	-19,0%	-19,3%	-18,4%	-15,9%	-16,0%	-16,8%
EBITDA	EUR Mio.	50,1	53,8	64,0	65,8	67,7	72,2	76,2
YoY	%	1,4%	7,4%	19,0%	2,7%	2,8%	6,6%	5,6%
in % der Gesamtleistung	%	12,9%	13,9%	15,1%	14,5%	14,2%	14,4%	14,6%
Abschreibungen	EUR Mio.	-19,5	-23,1	-24,6	-24,9	-25,0	-25,0	-24,9
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	30,6	30,7	39,4	40,9	42,7	47,2	51,4
YoY	%	-10,5%	0,4%	28,4%	3,8%	4,3%	10,5%	8,9%
YoY	EUR Mio.	-3,6	0,1	8,7	1,5	1,7	4,5	4,2
in % der Gesamtleistung	%	7,9%	7,9%	9,3%	9,0%	8,9%	9,4%	9,9%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-5,1	-3,5	-0,8	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	EUR Mio.	25,5	27,2	38,6	39,4	41,4	46,1	50,5
in % der Gesamtleistung	%	6,6%	7,0%	9,1%	8,7%	8,7%	9,2%	9,7%
Steuern	EUR Mio.	-7,3	-7,3	-11,0	-11,2	-11,8	-13,1	-14,4
in % des EBT	%	-28,8%	-27,0%	-28,5%	-28,5%	-28,5%	-28,5%	-28,5%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	EUR Mio.	18,1	19,9	27,6	28,2	29,6	33,0	36,1
in % der Gesamtleistung	%	4,7%	5,1%	6,5%	6,2%	6,2%	6,6%	6,9%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	18,0	19,7	27,4	28,0	29,4	32,8	35,9
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	10,2	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
davon Stammaktien	Mio.	10,2	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	10,2	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
EPS (basic)	EUR	1,77	1,94	2,71	2,76	2,90	3,24	3,54
EPS (verwässert)	EUR	1,77	1,94	2,71	2,76	2,90	3,24	3,54

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Umsatz	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	327,2	353,9	375,2
Specialty Chemicals	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	169,2	185,7	209,4
Basics & Intermediates	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	133,6	140,9	140,0
Other & Holding	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	24,4	27,4	25,8
Konsolidierung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,1	0,0	0,0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,2%	6,0%
Specialty Chemicals	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	9,7%	12,8%
Basics & Intermediates	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,4%	-0,6%
Other & Holding	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12,0%	-5,7%
Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-94,3%	-400,0%
in % der Bruttoumsätze	%	n/a	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%
Specialty Chemicals	%	n/a	n/a	n/a	n/a	51,7%	52,5%	55,8%
Basics & Intermediates	%	n/a	n/a	n/a	n/a	40,8%	39,8%	37,3%
Other & Holding	%	n/a	n/a	n/a	n/a	7,5%	7,7%	6,9%
Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	38,6	45,7	49,4
Specialty Chemicals	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	39,2	42,7	50,7
Basics & Intermediates	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	7,0	5,6	-0,9
Other & Holding	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,4	-2,6	0,2
Konsolidierung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,2	0,0	-0,6
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18,3%	8,1%
Specialty Chemicals	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,8%	18,7%
Basics & Intermediates	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-19,7%	-115,9%
Other & Holding	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-64,3%	-107,3%
Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-103,6%	n/a
in % der Umsätze	%	n/a	n/a	n/a	n/a	11,8%	12,9%	13,2%
Specialty Chemicals	%	n/a	n/a	n/a	n/a	23,2%	23,0%	24,2%
Basics & Intermediates	%	n/a	n/a	n/a	n/a	5,2%	4,0%	-0,6%
Other & Holding	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-30,3%	-9,6%	0,7%
Konsolidierung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	280,0%	-175,0%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz und Rohertrag nach Segmenten, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	EUR Mio.	376,1	379,3	415,1	441,2	465,7	488,1	508,0
Specialty Chemicals	EUR Mio.	200,0	207,4	228,2	246,2	263,3	279,0	293,1
Basics & Intermediates	EUR Mio.	149,4	146,4	162,1	171,0	179,0	186,0	191,8
Other & Holding	EUR Mio.	26,6	25,4	24,8	23,9	23,4	23,1	23,1
Konsolidierung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	0,2%	0,8%	9,5%	6,3%	5,6%	4,8%	4,1%
Specialty Chemicals	%	-4,5%	3,7%	10,0%	7,9%	6,9%	6,0%	5,0%
Basics & Intermediates	%	6,7%	-2,0%	10,7%	5,5%	4,7%	3,9%	3,1%
Other & Holding	%	3,2%	-4,7%	-2,5%	-3,4%	-2,3%	-1,2%	-0,1%
Konsolidierung	%	-108,3%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in % der Bruttoumsätze	%	100,0%						
Specialty Chemicals	%	53,2%	54,7%	55,0%	55,8%	56,5%	57,2%	57,7%
Basics & Intermediates	%	39,7%	38,6%	39,1%	38,8%	38,4%	38,1%	37,8%
Other & Holding	%	7,1%	6,7%	6,0%	5,4%	5,0%	4,7%	4,5%
Konsolidierung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	EUR Mio.	50,1	53,8	64,0	65,8	67,7	72,2	76,2
Specialty Chemicals	EUR Mio.	41,7	44,1	51,9	53,1	55,0	58,8	62,2
Basics & Intermediates	EUR Mio.	5,2	9,0	11,5	12,1	12,1	12,8	13,4
Other & Holding	EUR Mio.	4,5	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Konsolidierung	EUR Mio.	-1,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
YoY	%	1,4%	7,4%	19,0%	2,7%	2,8%	6,6%	5,6%
Specialty Chemicals	%	-17,8%	5,9%	17,6%	2,3%	3,5%	6,9%	5,9%
Basics & Intermediates	%	-690,2%	71,2%	28,2%	5,0%	0,0%	5,5%	4,7%
Other & Holding	%	2246,9%	-78,1%	-30,4%	-2,9%	-1,9%	7,9%	0,1%
Konsolidierung	%	120,6%	-78,7%	-77,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
in % der Umsätze	%	13,3%	14,2%	15,4%	14,9%	14,5%	14,8%	15,0%
Specialty Chemicals	%	20,8%	21,3%	22,7%	21,6%	20,9%	21,1%	21,2%
Basics & Intermediates	%	3,5%	6,1%	7,1%	7,1%	6,8%	6,9%	7,0%
Other & Holding	%	16,9%	3,9%	2,8%	2,8%	2,8%	3,1%	3,1%
Konsolidierung	%	135900,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Umsatz nach Regionen, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	327,2	353,9	375,2
Deutschland	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	131,7	152,6	160,2
EU	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	97,1	100,5	102,4
Restliches Europa	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,7	12,4	22,0
NAFTA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	36,7	34,6	38,7
Asien	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	32,8	36,3	34,2
Rest der Welt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	16,1	17,3	17,7
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,2%	6,0%
Deutschland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15,9%	5,0%
EU	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,5%	1,9%
Restliches Europa	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-2,1%	77,1%
NAFTA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-5,8%	11,8%
Asien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10,8%	-6,0%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	7,8%	2,0%
in % der Erlöse	%	n/a	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%
Deutschland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	40,3%	43,1%	42,7%
EU	%	n/a	n/a	n/a	n/a	29,7%	28,4%	27,3%
Restliches Europa	%	n/a	n/a	n/a	n/a	3,9%	3,5%	5,9%
NAFTA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	11,2%	9,8%	10,3%
Asien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	10,0%	10,3%	9,1%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,9%	4,9%	4,7%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Umsatz nach Regionen, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Erlöse	EUR Mio.	376,1	379,3	415,1	441,2	465,7	488,1	508,0
Deutschland	EUR Mio.	121,3	125,5	133,0	140,4	147,0	152,5	156,9
EU	EUR Mio.	110,3	99,9	117,5	125,2	132,7	139,7	146,2
Restliches Europa	EUR Mio.	30,0	34,2	29,2	31,1	32,9	34,7	36,3
NAFTA	EUR Mio.	49,1	48,7	48,9	52,1	55,2	58,1	60,8
Asien	EUR Mio.	38,5	40,7	56,7	60,4	64,0	67,4	70,5
Rest der Welt	EUR Mio.	26,9	30,3	30,0	32,0	33,9	35,7	37,3
YoY	%	0,2%	0,8%	9,5%	6,3%	5,6%	4,8%	4,1%
Deutschland	%	-24,3%	3,5%	5,9%	5,6%	4,7%	3,8%	2,9%
EU	%	7,7%	-9,4%	17,6%	6,6%	6,0%	5,3%	4,6%
Restliches Europa	%	36,1%	14,1%	-14,8%	6,6%	6,0%	5,3%	4,6%
NAFTA	%	26,9%	-0,8%	0,3%	6,6%	6,0%	5,3%	4,6%
Asien	%	12,6%	5,7%	39,3%	6,6%	6,0%	5,3%	4,6%
Rest der Welt	%	52,5%	12,3%	-0,8%	6,7%	6,0%	5,3%	4,5%
in % der Erlöse	%	100,0%						
Deutschland	%	32,2%	33,1%	32,0%	31,8%	31,6%	31,2%	30,9%
EU	%	29,3%	26,3%	28,3%	28,4%	28,5%	28,6%	28,8%
Restliches Europa	%	8,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%
NAFTA	%	13,1%	12,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	12,0%
Asien	%	10,2%	10,7%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%
Rest der Welt	%	7,2%	8,0%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	134,3	142,7	171,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,8	1,0	0,9
Goodwill	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,8	1,0	0,9
Nutzungsrechte	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	104,8	115,1	144,3
Grundstücke	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	104,8	115,1	144,3
Technische Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3	1,1	0,9
Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3	1,1	0,9
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	28,4	25,4	25,0
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	129,5	135,5	140,6
Vorräte	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	64,1	71,4	78,9
DIO	d	n/a	n/a	n/a	n/a	183	186	183
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	35,4	35,0	34,4
DSO	d	n/a	n/a	n/a	n/a	39	36	33
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	18,0	16,3	14,5
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,1	12,8	12,9
davon verpfändet	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	2,0	2,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	263,9	280,2	313,6

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	EUR Mio.	212,0	221,8	223,8	231,3	239,1	241,3	243,4
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	11,3	10,3	10,1	9,9	9,8	9,6	9,4
Goodwill	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	1,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Nutzungsrechte	EUR Mio.	9,8	8,5	8,3	8,1	7,9	7,7	7,5
Sonstiges	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	165,7	175,1	178,6	187,5	196,9	200,8	204,8
Grundstücke	EUR Mio.	165,7	175,1	178,6	187,5	196,9	200,8	204,8
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beteiligungen/Finanzanlagen	EUR Mio.	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	34,5	35,8	34,5	33,1	31,7	30,1	28,4
Kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	130,2	131,1	147,7	154,1	163,1	182,4	206,2
Vorräte	EUR Mio.	74,6	67,4	72,0	83,6	97,8	104,4	109,0
DIO	d	189	183	181	183	185	186	188
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	32,5	33,1	36,2	39,6	42,3	44,8	47,0
DSO	d	31	31	31	32	33	33	33
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	14,1	13,5	14,2	14,9	15,6	16,4	17,2
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	EUR Mio.	9,1	17,1	25,3	16,0	7,3	16,8	32,9
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	0,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	342,6	354,3	372,9	386,6	403,4	424,9	450,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	53,5	57,9	68,4
Eigenkapitalquote	%	n/a	n/a	n/a	n/a	20,3%	20,7%	21,8%
Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3	101,8	101,8
Kapitalrücklage-Ausgleichsposten Reverse Akquisition	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,7	-88,1	-88,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,0	25,0	25,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-31,0	-32,0	-32,1
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	48,4	49,0	60,5
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1	2,2	1,4
Genussrechtskapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	104,9	107,2	110,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	24,2	18,7	21,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	50,9	73,7	77,1
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,743	22,122	25,353
Anleihe	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,7	28,2	30,9
DPO	d	n/a	n/a	n/a	n/a	24	29	30
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	23,4	23,4	20,9
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,0	19,4	33,1
Bankschulden	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	24.806	19.203	32.577
Anleihe	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,2	0,2	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,5
Passive latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,4	3,2	3,6
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	263,9	280,2	313,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Bilanz (Passiva), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	EUR Mio.	61,4	68,7	87,4	107,5	128,7	152,9	180,0
Eigenkapitalquote	%	17,9%	19,4%	23,4%	27,8%	31,9%	36,0%	39,9%
Grundkapital	EUR Mio.	101,8	101,8	101,8	101,8	101,8	101,8	101,8
Kapitalrücklage-Ausgleichsposten Reverse Akquisition	EUR Mio.	-88,1	-88,1	-88,1	-88,1	-88,1	-88,1	-88,1
Kapitalrücklage	EUR Mio.	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kumuliertes Eigenkapital	EUR Mio.	-48,2	-53,1	-53,1	-53,1	-53,1	-53,1	-53,1
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	69,3	81,4	100,9	120,8	141,8	165,9	192,8
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	134,6	141,8	143,2	144,6	146,1	147,5	149,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	24,1	27,1	26,8	26,6	26,3	26,0	25,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	56,9	56,8	60,4	61,6	62,9	64,6	66,5
Bankschulden	EUR Mio.	11,935	12,7	12,8	11,5	10,4	9,4	8,4
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	1,7	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	24,1	20,9	23,1	24,3	25,4	26,6	27,9
DPO	d	23	20	20	20	20	20	20
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	19,2	21,6	22,7	23,8	25,0	26,2	27,5
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	59,0	55,1	49,9	41,0	33,7	27,9	23,2
Bankschulden	EUR Mio.	50,747	48,0	43,2	34,6	27,7	22,1	17,7
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	EUR Mio.	7,7	6,7	6,3	6,0	5,7	5,4	5,2
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Passive latente Steuern	EUR Mio.	6,6	4,9	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	EUR Mio.	342,6	354,3	372,9	386,6	403,4	424,9	450,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Langfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	50,9%	50,9%	54,5%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3%	0,4%	0,3%
Goodwill	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3%	0,4%	0,3%
Nutzungsrechte	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	39,7%	41,1%	46,0%
Grundstücke	%	n/a	n/a	n/a	n/a	39,7%	41,1%	46,0%
Technische Anlagen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1%	0,4%	0,3%
Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1%	0,4%	0,3%
Geleistete Anzahlungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	n/a	n/a	n/a	n/a	10,7%	9,1%	8,0%
Kurzfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	49,1%	48,4%	44,8%
Vorräte	%	n/a	n/a	n/a	n/a	24,3%	25,5%	25,1%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	13,4%	12,5%	11,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	6,8%	5,8%	4,6%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,6%	4,6%	4,1%
davon verpfändet	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,7%	0,6%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Langfristiges Vermögen	%	61,9%	62,6%	60,0%	59,8%	59,3%	56,8%	54,0%
Immaterielles Vermögen	%	3,3%	2,9%	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,1%
Goodwill	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielles Vermögen	%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Nutzungsrechte	%	2,9%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%
Sonstiges	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagevermögen	%	48,4%	49,4%	47,9%	48,5%	48,8%	47,3%	45,4%
Grundstücke	%	48,4%	49,4%	47,9%	48,5%	48,8%	47,3%	45,4%
Technische Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere Anlagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Beteiligungen/Finanzanlagen	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steueransprüche	%	10,1%	10,1%	9,2%	8,6%	7,9%	7,1%	6,3%
Kurzfristiges Vermögen	%	38,0%	37,0%	39,6%	39,9%	40,4%	42,9%	45,7%
Vorräte	%	21,8%	19,0%	19,3%	21,6%	24,3%	24,6%	24,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	9,5%	9,3%	9,7%	10,3%	10,5%	10,5%	10,4%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,8%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige nicht-finanzielle Vermögenswerte	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquide Mittel	%	2,6%	4,8%	6,8%	4,1%	1,8%	4,0%	7,3%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	20,3%	20,7%	21,8%
Grundkapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1%	36,3%	32,5%
Kapitalrücklage-Ausgleichsposten Reverse Akquisition	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,1%	-31,5%	-28,1%
Kapitalrücklage	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,5%	8,9%	8,0%
Währungsanpassungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kumuliertes Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-11,7%	-11,4%	-10,2%
Bilanzverlust/-gewinn	%	n/a	n/a	n/a	n/a	18,3%	17,5%	19,3%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1%	0,8%	0,5%
Genussrechtskapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	39,8%	38,3%	35,1%
Sonstige Rückstellungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,2%	6,7%	6,8%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,3%	26,3%	24,6%
Bankschulden	%	n/a	n/a	n/a	n/a	2,2%	7,9%	8,1%
Anleihe	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	8,2%	10,1%	9,8%
Erhaltene Anzahlungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	8,9%	8,4%	6,7%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,5%	6,9%	10,6%
Bankschulden	%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,4%	6,9%	10,4%
Anleihe	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1%	0,1%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,2%
Passive latente Steuern	%	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0%	1,2%	1,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	n/a	n/a	n/a	n/a	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Eigenkapital	%	17,9%	19,4%	23,4%	27,8%	31,9%	36,0%	39,9%
Grundkapital	%	29,7%	28,7%	27,3%	26,3%	25,2%	23,9%	22,6%
Kapitalrücklage-Ausgleichsposten Reverse Akquisition	%	-25,7%	-24,9%	-23,6%	-22,8%	-21,8%	-20,7%	-19,5%
Kapitalrücklage	%	7,3%	7,1%	6,7%	6,5%	6,2%	5,9%	5,5%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kumuliertes Eigenkapital	%	-14,1%	-15,0%	-14,2%	-13,7%	-13,2%	-12,5%	-11,8%
Bilanzverlust/-gewinn	%	20,2%	23,0%	27,1%	31,3%	35,2%	39,0%	42,8%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	39,3%	40,0%	38,4%	37,4%	36,2%	34,7%	33,1%
Sonstige Rückstellungen	%	7,0%	7,7%	7,2%	6,9%	6,5%	6,1%	5,7%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	%	16,6%	16,0%	16,2%	15,9%	15,6%	15,2%	14,8%
Bankschulden	%	3,5%	3,6%	3,4%	3,0%	2,6%	2,2%	1,9%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	7,0%	5,9%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	5,6%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	%	17,2%	15,5%	13,4%	10,6%	8,4%	6,6%	5,2%
Bankschulden	%	14,8%	13,6%	11,6%	8,9%	6,9%	5,2%	3,9%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Leasingverbindlichkeiten	%	2,3%	1,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Passive latente Steuern	%	1,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzsumme	%	100,0%						

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahresüberschuss	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3	20,6	22,8
Abschreibungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	13,0	14,0	15,2
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-64,1	-7,3	-7,5
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-35,4	0,4	0,7
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-18,0	1,7	1,8
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-28,4	1,0	0,5
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	104,9	2,3	2,7
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	24,2	-5,6	2,8
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,7	6,5	2,7
Δ Sonderposten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	5,4	-2,1	0,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-28,9	-0,7	-5,3
Operativer Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	33,1	30,7	34,7
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,3	-0,8	0,2
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-0,8	-0,2	0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-117,9	-24,3	-44,3
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	100,4	0,5	4,1
Investiver Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-18,5	-24,8	-39,9
Free Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	14,6	5,9	-5,2
Δ Grundkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,3	101,5	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	35,7	-98,8	0,0
Δ Genusssrechtskapital (EK)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	30,5	10,8	16,6
Δ Anleihe	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (FK)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	-17,8
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-79,5	-18,5	6,6
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	-12,8	-5,1	5,3
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	1,8	0,8	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	-0,1	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	10,3	12,1	12,8
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	12,1	12,8	12,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	18,1	19,9	27,6	28,2	29,6	33,0	36,1
Abschreibungen	EUR Mio.	19,5	23,1	24,6	24,9	25,0	25,0	24,9
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	4,2	7,2	-4,6	-11,6	-14,3	-6,6	-4,6
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	1,9	-0,6	-3,1	-3,4	-2,6	-2,5	-2,3
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,5	0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-7,9	-2,2	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	24,7	7,1	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	2,7	3,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-6,8	-3,2	2,2	1,2	1,1	1,2	1,4
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	3,0	-1,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-14,5	-6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	EUR Mio.	43,6	48,7	49,8	42,5	42,1	53,6	59,2
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	-10,4	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-40,9	-32,5	-28,1	-33,8	-34,4	-28,9	-28,9
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	9,6	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-41,3	-28,8	-27,9	-33,6	-34,2	-28,8	-28,7
Free Cashflow	EUR Mio.	2,3	19,9	21,9	8,8	7,9	24,9	30,4
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	4,8	-1,9	-4,7	-9,9	-8,1	-6,6	-5,4
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-9,2	-7,6	-7,8	-8,1	-8,4	-8,7	-9,0
Abzüglich Ausschüttung an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-11,2	-1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-6,2	-11,7	-13,7	-18,2	-16,6	-15,4	-14,4
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-3,9	8,1	8,2	-9,3	-8,6	9,5	16,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	12,9	9,1	17,1	25,3	16,0	7,3	16,8
Liquide Mittel Ende Periode	EUR Mio.	9,1	17,1	25,3	16,0	7,3	16,8	32,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	327,2	353,9	375,2
Rohertrag	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	217,3	229,4	238,7
EBITDA	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	38,6	45,7	49,4
EBIT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	25,6	31,7	34,2
EBT	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	21,9	29,3	31,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3	20,6	22,8
Anzahl Mitarbeiter		n/a	n/a	n/a	n/a	1.469	1.491	1.562
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	32,63	138,00	34,50
Kurs Tief	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	18,74	13,90	21,40
Kurs Durchschnitt	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	25,71	27,33	27,40
Kurs Schlusskurs	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	21,10	29,34	22,00
EPS	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,15	0,20	0,22
BVPS	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,52	0,55	0,66
CFPS	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,33	0,30	0,34
Dividende	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	0,00	0,17	0,09
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	11,8%	12,9%	13,2%
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	7,8%	9,0%	9,1%
EBT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	6,7%	8,3%	8,5%
Netto-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,7%	5,8%	6,1%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	4,5%	1,7%	-1,4%
ROE	%	n/a	n/a	n/a	n/a	28,6%	35,5%	33,3%
NWC/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	23,8%	22,1%	21,9%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	n/a	n/a	n/a	n/a	223	237	240
Pro-Kopf-EBIT	EURk	n/a	n/a	n/a	n/a	17,4	21,2	21,9
Capex/Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	36,0%	6,9%	11,8%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8,2%	6,0%
Rohertrag	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5,6%	4,0%
EBITDA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18,3%	8,1%
EBIT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23,8%	7,9%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34,1%	8,8%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34,6%	10,7%
EPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33,4%	11,0%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,5%	13,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

Auf einen Blick I, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Key Data								
Umsatz	EUR Mio.	376,1	379,3	415,1	441,2	465,7	488,1	508,0
Rohertrag	EUR Mio.	246,0	254,9	280,2	288,8	287,2	299,0	312,1
EBITDA	EUR Mio.	50,1	53,8	64,0	65,8	67,7	72,2	76,2
EBIT	EUR Mio.	30,6	30,7	39,4	40,9	42,7	47,2	51,4
EBT	EUR Mio.	25,5	27,2	38,6	39,4	41,4	46,1	50,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	18,1	19,9	27,6	28,2	29,6	33,0	36,1
Anzahl Mitarbeiter	X	1.623	1.631	1.730	1.782	1.823	1.852	1.868
Je Aktie								
Kurs Hoch	EUR	23,00	26,20	26,10				
Kurs Tief	EUR	17,50	13,00	21,40				
Kurs Durchschnitt	EUR	21,23	19,85	24,54				
Kurs Schlusskurs	EUR	21,40	21,40	23,30	23,30	23,30	23,30	23,30
EPS	EUR	1,77	1,94	2,71	2,76	2,90	3,24	3,54
BVPS	EUR	5,87	6,57	8,43	10,39	12,47	14,84	17,50
CFPS	EUR	4,29	4,79	4,92	4,19	4,16	5,29	5,84
Dividende	EUR	0,75	0,77	0,80	0,83	0,86	0,89	0,92
Kursziel	EUR							36,20
Performance bis Kursziel	%							55,4%
Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)								
EBITDA-Marge	%	13,3%	14,2%	15,4%	14,9%	14,5%	14,8%	15,0%
EBIT-Marge	%	8,1%	8,1%	9,5%	9,3%	9,2%	9,7%	10,1%
EBT-Marge	%	6,8%	7,2%	9,3%	8,9%	8,9%	9,4%	9,9%
Netto-Marge	%	4,8%	5,2%	6,6%	6,4%	6,4%	6,8%	7,1%
FCF-Marge	%	0,6%	5,2%	5,3%	2,0%	1,7%	5,1%	6,0%
ROE	%	29,6%	28,9%	31,6%	26,2%	23,0%	21,6%	20,1%
NWC/Umsatz	%	22,1%	21,0%	20,5%	22,4%	24,6%	25,1%	25,2%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	232	233	240	248	255	264	272
Pro-Kopf-EBIT	EURk	18,8	18,8	22,8	23,0	23,4	25,5	27,5
Capex/Umsatz	%	10,9%	8,6%	6,8%	7,7%	7,4%	5,9%	5,7%
Wachstumsraten								
Umsatz	%	0,2%	0,8%	9,5%	6,3%	5,6%	4,8%	4,1%
Rohertrag	%	3,1%	3,6%	9,9%	3,1%	-0,5%	4,1%	4,4%
EBITDA	%	1,4%	7,4%	19,0%	2,7%	2,8%	6,6%	5,6%
EBIT	%	-10,5%	0,4%	28,4%	3,8%	4,3%	10,5%	8,9%
EBT	%	-20,1%	6,7%	41,9%	2,1%	5,1%	11,4%	9,5%
Nettoergebnis	%	-20,4%	9,5%	38,9%	2,1%	5,1%	11,4%	9,5%
EPS	%	693,8%	9,6%	39,8%	2,1%	5,1%	11,4%	9,5%
CFPS	%	n/a	11,6%	2,7%	-14,8%	-0,7%	27,2%	10,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Auf einen Blick II, 2012-2018

IFRS (31.12.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	134,3	142,7	171,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	129,5	135,5	140,6
Eigenkapital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	53,5	57,9	68,4
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	210,4	222,3	245,2
EK-Quote	%	n/a	n/a	n/a	n/a	20,3%	20,7%	21,8%
Net Gearing Ratio	%	n/a	n/a	n/a	n/a	34,5%	49,3%	65,9%
Working Capital	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	77,8	78,2	82,3
Capital Employed	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	183,4	194,4	227,5
Asset Turnover	x	n/a	n/a	n/a	n/a	1,2	1,3	1,2
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	101,8	101,8	101,8
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	3.320,5	14.043,3	3.510,8
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	1.907,0	1.414,5	2.177,7
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	2.616,3	2.781,2	2.788,3
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	2.147,2	2.985,7	2.238,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	18,5	28,5	45,1
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	3.339,0	14.071,9	3.555,9
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	1.925,5	1.443,0	2.222,8
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	2.634,8	2.809,7	2.833,4
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a	2.165,7	3.014,3	2.283,9
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	10,2	39,8	9,5
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	5,9	4,1	5,9
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	8,1	7,9	7,6
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	6,6	8,5	6,1
EV/EBITDA Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	130,5	444,2	104,0
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	75,3	45,6	65,0
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	103,0	88,7	82,9
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	84,7	95,2	66,8
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	99,0	102,7	71,6
KGV Hoch	x	n/a	n/a	n/a	n/a	217,3	688,6	155,0
KGV Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	124,8	69,4	96,2
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	171,2	136,4	123,1
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	140,5	146,4	98,9
KBV Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	n/a	40,2	53,6	33,4
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	n/a	79,0	90,7	80,5
FCF-Yield	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,7%	0,2%	-0,2%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,6%	0,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II, 2019-2025e

IFRS (31.12.)		2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Bilanzkennzahlen								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	212,0	221,8	223,8	231,3	239,1	241,3	243,4
Umlaufvermögen	EUR Mio.	130,2	131,1	147,7	154,1	163,1	182,4	206,2
Eigenkapital	EUR Mio.	61,4	68,7	87,4	107,5	128,7	152,9	180,0
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	281,2	285,6	285,5	279,2	274,7	272,0	270,8
EK-Quote	%	17,9%	19,4%	23,4%	27,8%	31,9%	36,0%	39,9%
Net Gearing Ratio	%	87,4%	63,5%	35,2%	28,1%	23,9%	9,6%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	83,0	79,6	85,2	98,9	114,7	122,6	128,2
Capital Employed	EUR Mio.	260,1	265,0	273,9	296,4	321,4	333,0	342,4
Asset Turnover	x	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1
Enterprise Value								
Anzahl Aktien	Mio.	10,2	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	234,1	266,6	264,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	178,1	132,3	216,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	216,0	202,0	248,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	217,8	217,8	236,2	236,2	236,2	236,2	236,2
Nettoverschuldung	EUR Mio.	53,6	43,6	30,8	30,2	30,7	14,7	-6,7
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	287,7	310,2	295,3	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	231,7	175,9	247,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	269,7	245,6	279,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	271,4	261,4	266,9	266,3	266,9	250,8	229,4
Bewertungskennzahlen								
EV/Umsatz Hoch	x	0,8	0,8	0,7	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,6	0,5	0,6	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,7	0,6	0,7	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA Hoch	x	9,4	10,1	7,5	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	7,6	5,7	6,3	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	8,8	8,0	7,1	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	8,9	8,5	6,8	6,5	6,3	5,3	4,5
EV/EBIT Schlusskurs	x	10,6	9,6	6,9	6,8	6,4	5,4	4,5
KGV Hoch	x	13,0	13,5	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Tief	x	9,9	6,7	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Durchschnitt	x	12,0	10,3	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Schlusskurs	x	12,1	11,1	8,6	8,4	8,0	7,2	6,6
KBV Schlusskurs	x	3,6	3,3	2,8	2,2	1,9	1,6	1,3
KCF Durchschnitt	x	5,0	4,1	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF-Yield	%	1,1%	9,1%	9,3%	3,7%	3,4%	10,5%	12,9%
Dividendenrendite	%	3,5%	3,6%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Discounted Cashflow-Bewertung

IFRS (31.12.)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Terminal year
Umsatz	EUR Mio.	415,1	441,2	465,7	488,1	508,0	524,8	535,4	541,6	545,2	547,5	549,4	551,1	552,7	554,4	556,1	557,7
YoY	%	9,5%	6,3%	5,6%	4,8%	4,1%	3,3%	2,0%	1,2%	0,7%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EBIT	EUR Mio.	39,4	40,9	42,7	47,2	51,4	55,2	56,1	56,5	56,6	56,5	56,5	56,4	56,3	56,1	56,0	55,8
EBIT-Marge	%	9,5%	9,3%	9,2%	9,7%	10,1%	10,5%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,0%
Steuern	EUR Mio.	-11,0	-11,2	-11,8	-13,1	-14,4	-15,5	-15,7	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8	-15,8	-15,7	-15,7	-15,6
Steuerquote (τ)	%	27,9%	27,4%	27,7%	27,9%	28,0%	28,1%	28,0%									
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	28,3	29,5	30,7	33,8	36,8	39,5	40,2	40,5	40,5	40,5	40,4	40,4	40,3	40,2	40,1	40,0
Reinvestment	EUR Mio.	-8,8	-22,5	-25,0	-11,7	-9,4	-9,2	-9,4	-9,4	-9,1	-8,7	-8,4	-8,3	-8,3	-8,3	-8,3	-2,3
FCFF	EUR Mio.	19,4	7,0	5,7	22,2	27,4	30,3	30,8	31,1	31,4	31,8	32,1	32,1	32,0	31,9	31,8	37,7
WACC	%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,0%	7,6%	7,3%	7,0%	6,6%	6,3%	6,0%	5,6%	5,3%	5,3%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,3%	85,3%	78,7%	72,7%	67,3%	62,6%	58,3%	54,5%	51,1%	48,1%	45,4%	43,0%	40,8%	38,7%	
Barwert der FCFF	EUR Mio.	19,4	6,4	4,9	17,5	19,9	20,4	19,2	18,1	17,1	16,3	15,4	14,6	13,8	13,0	12,3	
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	182,6															
in % des Enterprise Value	%	44,4%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	68,1															
in % des Enterprise Value	%	16,6%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	160,3															
in % des Enterprise Value	%	39,0%															
Enterprise Value	EUR Mio.	410,9															
Finanzschulden	EUR Mio.	-60,7															
Excess Cash	EUR Mio.	16,8															
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	367,0															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	10,1															
Wert des Eigenkapitals	EUR	36,20															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

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

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

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

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

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

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

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

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

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

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

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

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

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

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
15.11.2021/08:30 Uhr	EUR 36,20/EUR 23,30	Buy, Gültigkeit 24 Monate	1; 2; 8

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

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

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

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung Compliance

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, susanne.hasler@sphene-capital.de.

Informationsquellen

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

Erklärung der Ersteller der Studien

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 15.11.2021 um 07:30 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 23,30.