

14. August 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



STS Group

Kurswechsel auf stürmischer See

Urteil: Hold (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: 3,09 € | Kursziel: 4,30 € (zuvor: 7,00 €)

Analyst: Dr. Bastian Brand, Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Hallbergmoos
Branche:	Automobiltechnologie
Mitarbeiter:	2.500
Rechnungslegung:	IFRS
Bloomberg:	SF3:GR
ISIN:	DE000A1TNU68
Kurs:	3,09 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	6,0 Mio. Stück
Market Cap:	18,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	82,1 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 27 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	6,95 / 1,73 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	50,4 Tsd. Euro

In den letzten Wochen ist bei der STS Group kein Stein auf dem anderen geblieben. Der Wechsel vom Prime zum General Standard wurde verkündet, die Konzernzentrale stark verkleinert und das Management ausgetauscht. Hintergrund dieser schwerwiegenden Änderungen waren zwei sich gegenseitig bedingende Entwicklungen. Zum einen war der wirtschaftliche Effekt der Covid-19-Krise im zweiten Quartal sehr stark spürbar. Die am 3. August kommunizierten Q2-Umsätze reduzierten sich verglichen mit dem ersten Quartal abermals um 17 Prozent, der operative Gewinn (adjustiertes EBITDA) war erneut negativ. Zum anderen wurde am 7. August der überraschende Entschluss gemeldet, den chronisch margschwachen Geschäftsbereich Acoustics zu verkaufen, wobei der Preis negativ (im niedrigen einstelligen Millionenbereich) ausfällt. Mit dieser Strategieänderung tritt das Unternehmen in eine neue Phase ein. Nachdem der strategische Fokus während der letzten Jahre auf der Hebung von Synergien auf Gruppenebene lag, sind nun Optimierung und Cost-cutting die Themen der Stunde. Des Weiteren ist das Eigenkapital aufgrund von Sonderabschreibungen weitgehend aufgezehrt, eine Kapitalerhöhung erscheint daher notwendig.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	310,0	401,2	362,8	257,5	250,9	283,7
EBIT (Mio. Euro)	46,9*	-1,3*	-6,5*	-31,8*	3,5	11,3
Jahresüberschuss	47,0*	-4,8*	-12,1*	-37,6*	-2,8	5,1
EpS	9,39*	-0,80*	-2,02*	-6,26*	-0,47	0,84
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	127,7%	29,4%	-9,6%	-29,0%	-2,6%	13,1%
Gewinnwachstum	525,9%	-	-	-	-	-
KUV	0,06	0,05	0,05	0,07	0,07	0,07
KGV	0,4	-	-	-	-	3,7
KCF	-	2,6	0,5	-	1,5	1,1
EV / EBIT	1,8	-	-	-	23,7	7,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* inkl. Einmaleffekten, in 2020 ab 2. HJ ohne Acoustics-Bereich

Ankündigung eines Restrukturierungsprogramms

In den letzten beiden Monaten ergaben sich bei der STS Group dramatische Veränderungen. Mitte Mai verkündete der Vorstand den Wechsel vom Prime Standard in den General Standard der Frankfurter Aktienbörse. Insbesondere Quartalsberichte werden also in Zukunft wohl nicht mehr veröffentlicht werden. Die aus diesen niedrigeren Anforderungen an die Veröffentlichungspflichten resultierenden Kostensparnisse sind laut Management nur ein Bestandteil eines größer angelegten Kostenreduktionsprogrammes. Dieses Programm, welches maßgeblich aus der Dezentralisierung von Stabsfunktionen und der starken Verkleinerung der Firmenzentrale besteht, wurde kurz darauf auch offiziell bekannt gegeben.

Abtritt des bisherigen Vorstands

Am 22. Juni kam es auch zu großen personellen Veränderungen. Der Austausch von zwei Aufsichtsräten erfolgte planmäßig; die Rücktritte des Finanzvorstandes Dr. Ulrich Hauck und des Produktionsvorstandes Herrn Patrick Oschust kamen dagegen überraschend. Mit der sofortigen Demissionierung des einzigen verbliebenen Vorstands und Vorstandsvorsitzenden Andreas Becker spitzten sich die Dinge am 30. Juni zu. Bezüglich des Hintergrunds der personellen Veränderungen machte das Unternehmen auch im Nachgang keine offiziellen Angaben. Es erfolgte lediglich der obligatorische Hinweis, dass versucht wird, so schnell wie möglich einen neuen Vorstandsvorsitzenden zu finden.

Mathieu Purrey jetzt Alleinvorstand

Tatsächlich wurde schon einige Tage später, am 3. Juli, mit Mathieu Purrey, ein neuer Vorstand auf drei Jahre berufen. Der neue, aus Frankreich stammende Alleinvorstand, verfügt über umfangreiche Erfahrungen in verschiedenen Führungsfunktionen der Automotive-Branche. Herr Purrey war in der Vergangenheit für den Großaktionär von STS, die Beteiligungsgesellschaft Mutares, tätig, und hat zudem auch bereits für STS selbst gearbeitet. Er kann insbesondere

auf eine neunmonatige Erfahrung als Chief Purchasing Officer (CPO) während einer Übergangsphase in den Jahren 2017 und 2018 zurückblicken. Herr Purrey ist ein Experte für Kostensenkung, Optimierung und Restrukturierung und sieht in genau diesen Gebieten sowie der Sicherstellung der Liquidität auch seine in den kommenden Monaten zu bewältigenden Hauptaufgaben.

Verkauf des Geschäftsbereichs Acoustics

Die bereits genannten Entscheidungen ließen erkennen, dass sich mit der starken Verkleinerung der Konzernzentrale auch die Akzente bezüglich der Zusammenarbeit zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen verschieben werden. Was dies genau zu bedeuten hat, und in welchem Kontext auch die vorherigen Entscheidungen bezüglich des Managements und der Verkleinerung der Firmenzentrale zu sehen sind, wurde Anfang August deutlich. Am 7. August wurde im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung bekanntgegeben, dass für den Geschäftsbereich Acoustics ein Käufer gefunden wurde und der Abgang des Geschäftsbereichs für das dritte Quartal 2020 zu erwarten sei – weitere Details folgten am 10. August. Bei dem Käufer handelt es sich um das Unternehmen Adler Pelzer, das mit dem Kauf seine Position im Bereich Acoustics strategisch ausbauen möchte. Für das Gesamtportfolio an Aktivitäten und Produkten der STS Group bedeutet dieser Schritt einen radikalen Kurswechsel. Wie der neue Vorstand erklärte, möchte man sich auf die Optimierung der Werke in Frankreich, das Wachstum in China, den Markteintritt in den USA und den e-Mobility-Trend fokussieren. Das Ausschöpfen weiterer konzernübergreifender Synergien wird dagegen nun weniger Bedeutung haben. Nach Angabe von Herrn Purrey wird das Unternehmen mit dieser Entscheidung zu seinen Ursprüngen zurückkehren. Für den in den nächsten Monaten erfolgenden Abgang zahlreicher Mitarbeiter aus der Konzernzentrale erwartet das Management prozessseitig eine flüssige Übergabe von Verantwortlichkeiten und Ressourcen und sieht keine Komplikationen hinsichtlich eines Verlustes an Kompetenzen oder Geschäftskontakten.

Keine Änderung der Gesamtstrategie

Was die langfristige Strategie angeht, sieht der neue Vorstand vorerst keinen Veränderungsbedarf. In China ist das Unternehmen voll ausgelastet und weiter auf Expansionskurs, und der Schritt in die USA soll unter Federführung des Geschäftsbereichs Plastics auf ähnliche Art und Weise, wie unter dem alten Management geplant, erfolgen. Der Fokus liegt augenblicklich auf dem Thema Liquiditätssicherung; trotzdem möchte der neue Vorstand opportunistische Akquisitionen strauchelnder Konkurrenten nicht ausschließen.

Auswirkungen auf die Bilanz ...

Der Acoustics-Verkauf wird vielfältige Auswirkungen auf die Ertragssituation, die Liquidität und die Bilanz haben. Die Veräußerung erfolgte laut Mitteilung zu einem negativen Kaufpreis im niedrigen einstelligen Millionenbereich. Im Vorfeld wurde bereits im zweiten Quartal eine hohe Sonderabschreibung vorgenommen, auf die in Q3 aufgrund des Verkaufs unterhalb des Buchwertes eine weitere folgen wird. All dies führt dazu, dass das bilanzielle Eigenkapital der Muttergesellschaft, der STS Group AG, auf eine Höhe unterhalb von 50 Prozent (3 Mio. Euro) des nominellen Grundkapitals der Gesellschaft fällt. Laut Deutschem Aktiengesetz (§ 92 Abs. 1 AktG) erfordert dies die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung. Eine Kapitalerhöhung und eine damit einhergehende Verwässerung der Aktienanteile erscheinen wahrscheinlich.

... und die Profitabilität

Ertragsseitig wird der Verkauf die Gesellschaft wesentlich entlasten. Wie im Folgenden beschrieben und aus früheren Analysen bekannt, handelt es sich bei dem Acoustics-Segment im Moment um den Hauptverlustbringer der Gesellschaft. Dementsprechend wird in der Pressemitteilung vom 10. August auch betont: „Ohne den Bereich Acoustics hätte die STS Group im ersten Halbjahr 2020 ein positives operatives Ergebnis erwirtschaftet“.

Corona-Entwicklung

Gegenüber der Situation zum Zeitpunkt des letzten Quartalsberichts (Mai 2020) hat sich das Infektionsgeschehen in Europa und China stark entspannt. Dementsprechend sind alle wesentlichen Beschränkungen für das Nutzfahrzeuggeschäft aufgehoben worden. Die Virusproblematik ist damit aber noch nicht gelöst. Es ist bisher nicht absehbar, wann ein risikoarm anwendbarer und wirksamer Impfstoff zur Verfügung stehen wird. Gleichzeitig steigen in vielen Ländern außerhalb der EU, etwa in den USA, Brasilien, Indien und Russland, die Infektionszahlen noch immer mit hoher Geschwindigkeit an. Für STS sind diese Regionen allerdings umsatztechnisch bislang wenig relevant. Gleichwohl besteht die Gefahr von Re-Importen des Virus nach Europa und China, verbunden mit einer zweiten großen Infektionswelle.

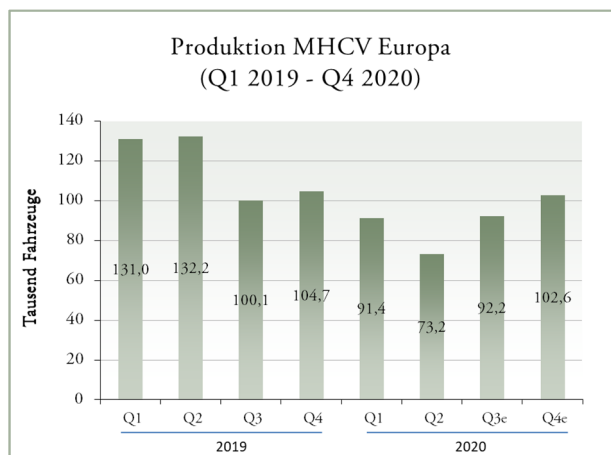
Negatives weltwirtschaftliches Umfeld

Die Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Weltwirtschaft sind massiv negativ. Der IWF hat zunächst im April den Einbruch der globalen BIP-Wachstumsrate im laufenden Jahr auf -3,0 Prozent taxiert und die Schätzung im Juni-Update auf -4,9 Prozent nach unten revidiert. Auch für die EU sind die Prognosen pessimistischer geworden. Im Juli wurde das Wachstumsziel von der EU-Kommission für das Gesamtjahr 2020 von -7,4 Prozent auf -8,3 Prozent verändert (European Economic Forecast Summer 2020 – Institutional Paper 132). In China ist die Perspektive hingegen positiver, da dort die Beschränkungen schon gegen Ende des ersten Quartals gelockert werden konnten. Laut dem chinesischen National Bureau of Statistics kam es im zweiten Quartal 2020 dadurch bereits wieder zu einem Wirtschaftswachstum von 3,2 Prozent.

Einbruch der LKW-Produktion

Bezüglich der LKW-Produktion in Europa stellt sich die Situation mit einem Rückgang um 45 Prozent auf 73.200 Fahrzeuge von Q2 2019 auf Q2 2020 (bzw. -37,4 Prozent auf Halbjahressicht) erwartungsgemäß wesentlich dramatischer dar, als die Situation des Bruttoinlandsprodukts (siehe Grafik). Dies ist nicht überraschend, handelt es sich bei Nutzfahrzeugen

doch um langfristige Investitionsgüter, deren Anschaffung in Krisenzeiten selbst für den Fall von Ersatzinvestitionen in der Regel um einige Monate oder Jahre nach hinten verschoben werden kann. Darüber hinaus waren in Q2 viele Fabriken geschlossen, so dass eine Produktion auch gar nicht möglich gewesen wäre. Das Prognoseunternehmen IHS Market rechnet in Europa aber für Q4 2020 mit einer Erholung auf das Vorjahresniveau, was die STS Group stark entlasten würde.



In tausend Fahrzeugen, Quelle: IHS Markt

Sinkende Abrufzahlen

Vor diesem Hintergrund war die Umsatzentwicklung der STS Group zuletzt – wie vom Vorstand schon bei der Investorenpräsentation anlässlich der Q1 Zahlen prognostiziert – sehr stark rückläufig. Hintergrund dieser alle Geschäftseinheiten außer China betreffenden Kontraktion ist zum einen der Rückgang der Abrufzahlen von Seiten der Kunden und zum anderen die Schließung bzw. Kapazitätsreduktion bei den STS-Betriebsstätten aufgrund von Covid-19.

Werksschließungen bei der STS Group

Die folgende Liste zeigt die Dauer der Werksschließungen in den einzelnen Geschäftsbereichen. Der Lockdown im Acoustics-Bereich dauerte besonders lange. In der Tabelle nicht vermerkt sind dabei die Stilllegungen der Acoustics-Werke in Polen und Brasilien, welche bis zum 4. Mai beziehungsweise 11. Mai geschlossen bleiben mussten.

Umsatzerlöse	Start Lockdown	Ende Lockdown	Anzahl Wochen
Acoustics	16. März	27. April	6
Plastics	16. März	14. April	4
China	3. Februar	16. März	2-6
Materials	16. März	14. April	4

Quelle: Unternehmen

Umsätze stark gefallen

Insgesamt ist der Gruppenumsatz im ersten Halbjahr 2020 um 29,8 Prozent auf 136,0 Mio. Euro eingebrochen. Rechnet man den Geschäftsbereich China, der mit einer Umsatzsteigerung von 58,3 Prozent exzellent performt hat, am Kapazitätslimit arbeitet und seine Bedeutung für den Konzern so stark gesteigert hat, aus dem Gesamtergebnis heraus, so zeigt sich sogar ein Rückgang des Umsatzes der übrigen Bereiche um stolze 41,2 Prozent. Das ist geringfügig höher als der von IHS Markt geschätzte Rückgang in der Produktion von 37,4 Prozent.

Umsatzerlöse	H1 2019	H1 2020	Änderung
Acoustics	60,1	37,5	-37,6%
Plastics	94,1	53,4	-43,3%
China	23,0	36,4	58,3%
Materials	21,3	11,5	-46,0%
Konsolidierung	-4,7	-2,9	N.A.
Gesamt	193,8	136,0	-29,8%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Kompletteinbruch im Bereich Materials

Im Periodenvergleich zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2020 ergab sich aufgrund der oben genannten Gründe für alle Segmente außer China eine starke Abkühlung. Der Umsatz ist um 17 Prozent von 74,3 Mio. Euro auf 61,7 Mio. Euro gesunken. Während der Bereich China mit einer Verdoppelung des Umsatzes positiv überraschen konnte, zeigte sich der mit Abstand kleinste Geschäftsbereich Materials, in dem die Umsätze während des Quartals um knapp 70 Prozent zurückgingen, besonders schwach.

Umsatzerlöse	Q1 2020	Q2 2020	Änderung
Acoustics	22,5	15,0	-33,5%
Plastics	33,1	20,3	-38,7%
China	11,6	24,8	112,4%
Materials	8,8	2,7	-69,0%
Konsolidierung	-1,7	-1,2	N.A.
Gesamt	74,3	61,7	-17,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Operatives Ergebnis erstmals negativ ...

Der Halbjahresgewinn entwickelte sich im Gleichtakt mit den Umsätzen. Wurde im ersten Halbjahr 2019 noch ein Adjusted EBITDA von 10,1 Mio. Euro erwirtschaftet, so musste die STS Group im ersten Halbjahr 2020 hier einen Verlust von 2,2 Mio. Euro hinnehmen. Wie schon bei den Erlösen, zeigte sich zwischen China und den übrigen Segmenten eine gegensätzliche Entwicklung. Der Geschäftsbereich China konnte sein Ergebnis von 3,0 Mio. Euro auf 7,6 Mio. Euro verbessern und eine bereinigte EBITDA-Marge von 20,9 Prozent erreichen. Alle anderen Geschäftsbereiche drehten dagegen ins Minus, mit Acoustics als dem mit -5,0 Mio. Euro zu Buche schlagenden Hauptverlustbringer.

Adjusted EBITDA	H1 2019	H1 2020	Änderung
Acoustics	0,7	-5,0	N.A.
Plastics	7,6	-3,0	N.A.
China	3,0	7,6	153,3%
Materials	0,9	-0,1	N.A.
Konsolidierung	-2,2	-1,7	N.A.
Gesamt	10,1	-2,2	N.A.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

... auch wenn China boomt

Positiv ist dagegen anzumerken, dass sich das Adjusted EBITDA auf Gruppenebene von Q1 auf Q2 nicht weiter verschlechtert hat. Nachdem der bereinigte Verlust vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen im ersten Quartal bei -1,23 Mio. Euro gelegen hatte, reduzierte er sich zwischen April und Juni sogar auf lediglich -1,01 Mio. Euro. Die Gewinnsteigerung

im Geschäftsbereich China konnte die höheren Verluste im Plastics- und Materials-Segment ausgleichen und in dem Geschäftsbereich Acoustics ist es gelungen, das Ergebnis trotz des weiter wegbrechenden Umsatzes aufgrund von Kostensparmaßnahmen annähernd konstant zu halten.

Adjusted EBITDA	Q1 2020	Q2 2020	Änderung
Acoustics	-2,5	-2,6	N.A.
Plastics	-0,6	-2,4	N.A.
China	2,4	5,2	153,3%
Materials	0,5	-0,6	N.A.
Konsolidierung	-1,0	-0,7	N.A.
Gesamt	-1,2	-1,0	N.A.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Aufwandsquoten	H1 2019	H1 2020	Änderung
Umsatz	193,8	136,0	-29,8%
Materialaufwand	113,9	79,1	-30,6%
Quote	58,8%	58,2%	-0,6 pp.
Personalaufwand	54,0	44,7	-17,2%
Quote	27,9%	32,9%	+5,0 pp.
Sonstige operative Aufwendungen	24,9	19,9	-20,1%
Quote	12,9%	14,6%	1,8 pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Aufwandsquoten steigen

In Zeiten mit einer rückläufigen Umsatzentwicklung kommt dem Kostenmanagement und insb. einer möglichst proportionalen Senkung der Betriebskosten eine hohe Bedeutung zu. Dies ist der STS Group bei dem Materialaufwand auf vorbildliche Art und Weise gelungen. Der Personalaufwand konnte dagegen nur mit einem Elastizitätsfaktor von 0,56 mit dem Umsatz mitschrumpfen. Die Personalaufwandsquote erhöhte sich in der Folge um 5 Prozentpunkte von 27,9 auf 32,9 Prozent. Dies ist nicht weiter verwunderlich, gibt es doch auch bei den Kosten der Kurzarbeit eine Eigenbeteiligung der Unternehmen sowie Fixkosten durch Stabsfunktionen sowohl in der Konzernzentrale

als auch in den Geschäftsbereichen. Wir hatten in unseren früheren Prognosen einen Elastizitätsfaktor von 0,66 für 2020 veranschlagt, müssen also den zu erwartenden Personalaufwand moderat nach oben korrigieren. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind um 5 Mio. Euro gesunken, die Kostenquote stieg um 1,8 Prozentpunkte.

Hoher Periodenfehlbetrag

Während der Rückgang von Umsatz und operativem Ergebnis zu erwarten war, stellt die Höhe des Periodenfehlbetrags für das erste Halbjahr 2020 in Höhe von -27,7 Mio. Euro doch eine handfeste Überraschung dar. Neben der schwachen operativen Entwicklung ist dafür maßgeblich die Sonderabschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände im Bereich Acoustics in Höhe von 11,0 Mio. Euro verantwortlich, die aufgrund der Verluste im Zusammenhang mit Covid-19 vorgenommen wurde.

Übergangsjahr 2020

Ohne sich auf konkrete Zahlen festlegen zu wollen, geht das Unternehmen für das Gesamtjahr 2020 von insgesamt deutlich niedrigeren Umsätzen und operativen Ergebniseinbußen aus. Da der Zeitpunkt des finalen Verkaufs des Acoustics-Bereichs (Closing) aktuell noch nicht feststeht, ist eine Schätzung aktuell schwierig. Wir senken unsere Umsatzprognose für 2020 für das Gesamtunternehmen (inkl. Acoustics) von 327,6 Mio. Euro auf 302,2 Mio. Euro. Damit vollziehen wir den Einbruch im Bereich Acoustics und Plastics nach, gehen aber weiterhin von einer leichten Erholung im zweiten Halbjahr aus (2020 H2 Umsatz geschätzt: 166,3 Mio. Euro). Basierend auf den Aufwandsquoten des ersten Halbjahres schätzen wir auch den operativen Gewinn neu und rechnen auf dieser Basis für das Gesamtjahr von einer bereinigten EBITDA-Marge von 0,3 Prozent statt vorher 4,0 Prozent. Das Volumen der kumulierten bereinigten Sonderbelastungen schätzen wir dabei auf 8 Mio. Euro. Ein Ausscheiden des Acoustics-Bereiches würde die Margenlage verbessern. Wir schätzen, dass sich die bereinigte EBITDA-Marge für 2020 bei einer hypothetischen Abspaltung des Bereichs zum 1. Juli auf 2,0

Prozent erhöhen wird, basierend auf einer Umsatzschätzung von 257,5 Mio. Euro und einem adjustierten EBITDA von 5,2 Mio. Euro.

Ohne Acoustics ab 2021

Die Umsatz- und Margenerwartungen für die folgenden Jahre haben wir an das Ausscheiden des Geschäftsbereichs Acoustics angepasst und dabei unsere Annahmen zur Erholung und Expansion des übrigen Geschäfts unverändert gelassen. In 2021 sinken die Konzern Erlöse daher optisch auf 250,9 Mio. Euro, was aber bereinigt um den noch für sechs Monate in 2020 erfassten Acoustics-Umsatz einer deutlichen Umsatzsteigerung entspricht. Diese spiegelt sich auch in den Ertragskennzahlen wider: EBITDA- und EBIT-Marge steigen auf 8,2 bzw. 1,4 Prozent.

Zielmarge steigt

Insgesamt führen die Anpassungen einerseits zu einer niedrigeren Erlösreihe, andererseits aber auch zu einer höheren EBITDA-Marge, da ein (in unserem Modell) unterproportional profitabler Bereich ausgeschieden ist. Dementsprechend profitiert auch die Konzern-EBIT-Marge, die wir zum Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2027 nun bei 5,3 Prozent sehen (bislang: 4,0 Prozent). Der geschätzte Umsatz beträgt in dem Jahr nur noch rund 390 Mio. Euro statt bislang 490 Mio. Euro. Die Tabelle auf der nächsten Seite zeigt die aus diesen Annahmen resultierende Entwicklung der zentralen Cashflowdaten im Detailprognosezeitraum bis 2027, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflowrechnung finden sich im Anhang.

Liquidität und Solvenz

Zum Stichtag 30. Juni 2020 betrug der Bestand an Barmitteln 22,8 Mio. Euro. Er lag damit über den korrespondierenden Werten zum 31. Dezember 2019 (17,2 Mio. Euro) und 31. März 2020 (17,3 Mio. Euro). Der Grund für die wachsenden Barreserven im zweiten Quartal liegt in der Aufnahme staatlich unterstützter Notkredite in Frankreich (Kreditaufnahme von 12,0 Mio. Euro, Nettofinanzcashflow von 7,3 Mio. Euro), der Stundung staatlicher Sozialversicherungszahlungen und Steuerzahlungen (Erhöhung der

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	257,5	250,9	283,7	302,7	321,6	342,4	365,1	390,3
Umsatzwachstum	-29,0%	-2,6%	13,1%	6,7%	6,3%	6,4%	6,7%	6,9%
EBIT-Marge	-12,4%	1,4%	4,0%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%	5,3%
EBIT	-31,8	3,5	11,3	13,0	14,6	16,4	18,4	20,6
Steuersatz	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,5	1,5	3,3	3,8	4,2	4,8	5,3	6,0
NOPAT	-33,3	2,0	8,0	9,2	10,4	11,7	13,1	14,6
+ Abschreibungen & Amortisation	29,1	15,1	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-4,3	17,0	21,3	22,5	23,7	24,9	26,3	27,9
- Zunahme Net Working Capital	4,5	0,4	-2,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6
- Investitionen AV	-11,5	-13,0	-11,2	-11,8	-12,3	-12,9	-13,6	-14,3
Free Cashflow	-11,2	4,5	8,0	9,5	10,1	10,7	11,3	11,9

SMC Schätzmodell

„Other liabilities“ um 9,7 Mio. Euro) und verringerten Investitionen in das Nettoumlaufvermögen. Bei einem aktuellen Operating Free Cashflow von -3,6 Mio. Euro (Hochrechnung der Summe aus halbjährlichen Operating Cash Flow und Investment Cash Flow) zeichnen sich zeitnah im Prinzip keine Liquiditätsprobleme ab. Der anstehende Verkauf des Acoustics-Bereichs führt indes dazu, dass der schon bewilligte zusätzliche Kredit aus Italien in Höhe von 15,0 Mio. Euro nicht dem Liquiditätspolster der STS Group zugutekommen wird. Dafür wird das Unternehmen aber auch um den Vorsteuer-Verlustbeitrag (adj. EBITDA) des Geschäftsbereichs Acoustics von zuletzt 5,0 Mio. Euro pro Halbjahr entlastet. Wir halten es aber trotzdem für gut möglich, dass das Unternehmen eine Kapitalerhöhung beschließt, um einen Sicherheitspuffer für das stark gesunkene Eigenkapital der AG zu schaffen. Zum aktuellen Zeitpunkt haben wir eine Aktienemission aber noch nicht einkalkuliert.

Rahmendaten angepasst

Die Rahmendaten des Modells haben wir als Reaktion auf die jüngste Entwicklung deutlich angepasst. Da sich die operative Lage des Unternehmens stark verschlechtert und der Verschuldungsgrad erheblich erhöht hat, taxieren wir die Fremdkapitalkosten nun

vorsichtshalber auf 11 Prozent (statt vormals 6 Prozent). Dabei handelt es sich aber nicht um tatsächliche Kreditkosten, sondern um ein hypothetisches und (voraussichtlich) temporäres Niveau der Zinsforderungen in akuten Krisensituationen. Darüber hinaus haben wir den Ziel-FK Anteil von 40 auf 65 Prozent erhöht. Unverändert gelassen haben wir die restlichen Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir daher nun mit einem WACC-Satz von 8,8 Prozent (bisher: 8,2 Prozent), dem Eigenkapitalkosten von 10,75 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von nun 11,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von nun 65 Prozent zugrunde liegen. Die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir kalkulieren folglich weiterhin mit einem 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 4,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 26 Mio. Euro bzw. rund 4,30 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen. Die Absenkung des Kursziels ergibt sich insbesondere aus

der zuletzt sehr schwachen operativen Performance, und der deswegen stark gestiegenen Verschuldung. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir mit sechs Punkten (auf einer Skala von 1 bis 6) als sehr hoch ein.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,8 und 9,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,10 und 9,60 Euro je Aktie.

Sensitivität	Ewiges Cashflow-Wachstum					
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,8%		9,60	8,40	7,40	6,60	5,90
8,3%		7,50	6,60	5,80	5,10	4,50
8,8%		5,80	5,00	4,30	3,70	3,20
9,3%		4,30	3,60	3,10	2,60	2,10
9,8%		2,90	2,40	1,90	1,50	1,10

Fazit

Auf die weitere Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die anhaltenden Verluste im Geschäftsbereich Acoustics hat der Aufsichtsrat von STS mit einem radikalen Kurswechsel reagiert. Unter der Führung des neuen Alleinvorstands Mathieu Purrey soll nach dem vereinbarten Verkauf der Acoustics-Sparte ein nun schlanker aufgestelltes Unternehmen mit erhöhter Geschwindigkeit zurück in die schwarzen Zahlen geführt werden.

Obwohl der Verkauf des Verlustbringers das Potenzial für eine deutliche Stabilisierung und erheblich bessere Geschäftszahlen birgt, bestehen kurzfristig auch noch erhebliche Risiken. Durch die hohen Verluste und den vereinbarten negativen Kaufpreis im niedrigen einstelligen Millionenbereich sind die Eigenmittel der Dachgesellschaft, der STS Group AG, so stark geschmolzen, dass nun nur noch ein Eigenkapital in

Höhe von weniger als der Hälfte des Grundkapitals (6 Mio. Euro) vorhanden ist. Daher muss eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen werden. Die Durchführung einer Kapitalerhöhung könnte nach unserer Einschätzung notwendig sein.

Schlussendlich muss das neue Management zeigen, dass es in der Lage ist, die organisatorische Neuaufstellung unter schwierigen Rahmenbedingungen erfolgreich zu bewältigen. Diese Übergangsphase ist mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Obwohl das Unternehmen sehr günstig bewertet ist und unser an die Abspaltung des Acoustics-Bereichs angepasstes Bewertungsmodell mit einem Kursziel von 4,30 Euro deutliches Erholungspotenzial signalisiert, senken wir unsere Anlageempfehlung vorerst auf „Hold“, bis dem Unternehmen eine operative und bilanzielle Stabilisierung gelungen ist.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	136,4	98,9	96,8	94,8	93,3	92,3	92,0	92,3	93,3
1. Immat. VG	23,8	11,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
2. Sachanlagen	102,9	78,2	77,9	75,8	74,3	73,4	73,0	73,3	74,4
II. UV Summe	120,0	106,9	105,6	115,5	125,0	135,3	146,5	158,8	172,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	68,6	31,0	28,2	33,3	39,6	47,3	56,4	66,9	79,2
II. Rückstellungen	21,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	33,3	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7	33,7
2. Kurzfristiges FK	132,8	129,3	128,7	131,5	133,2	134,9	136,7	138,7	140,8
BILANZSUMME	256,5	205,7	202,4	210,3	218,3	227,6	238,5	251,0	265,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	362,8	257,5	250,9	283,7	302,7	321,6	342,4	365,1	390,3
Gesamtleistung	369,6	257,5	250,9	283,7	302,7	321,6	342,4	365,1	390,3
Rohertrag	160,3	114,1	110,4	124,8	133,2	141,5	150,6	160,7	171,7
Adj. EBITDA	17,6	5,2	20,5	24,6	26,3	27,9	29,7	31,7	33,9
EBIT	-6,5	-31,8	3,5	11,3	13,0	14,6	16,4	18,4	20,6
EBT	-9,9	-35,6	-0,8	7,1	8,9	10,8	12,7	14,9	17,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	-12,1	-37,6	-2,8	5,1	6,3	7,7	9,1	10,6	12,2
JÜ	-12,1	-37,6	-2,8	5,1	6,3	7,7	9,1	10,6	12,2
EPS	-2,02	-6,26	-0,47	0,84	1,06	1,28	1,51	1,76	2,04

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	36,6	-4,0	12,7	16,2	18,4	19,7	21,0	22,4	23,9
CF aus Investition	-15,0	-11,5	-13,0	-11,2	-11,8	-12,3	-12,9	-13,6	-14,3
CF Finanzierung	-35,6	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquidität Jahresanfa.	33,2	17,2	14,8	14,4	19,5	26,1	33,5	41,5	50,3
Liquidität Jahresende	17,2	14,8	14,4	19,5	26,1	33,5	41,5	50,3	59,9

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	-9,6%	-29,0%	-2,6%	13,1%	6,7%	6,3%	6,4%	6,7%	6,9%
EBITDA-Marge	4,9%	2,0%	8,2%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
EBIT-Marge	-1,8%	-12,4%	1,4%	4,0%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%	5,3%
EBT-Marge	-2,7%	-13,8%	-0,1%	2,7%	3,1%	3,4%	3,8%	4,2%	4,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	-3,3%	-14,6%	-1,1%	1,8%	2,1%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Bastian Brand

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Bastian Brand

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

Die vorliegende Analyse wurde am 14.08.2020 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 14.08.2020 um 7:40 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
14.05.2020	Speculative Buy	7,00 Euro	1), 3), 4)
04.05.2020	Speculative Buy	7,00 Euro	1), 3), 4)
12.03.2020	Speculative Buy	7,50 Euro	1), 3), 4)
13.01.2020	Speculative Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
19.11.2019	Speculative Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
10.10.2019	Speculative Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
14.08.2019	Speculative Buy	10,00 Euro	1), 3), 4)
21.05.2019	Speculative Buy	14,10 Euro	1), 3)
15.04.2019	Speculative Buy	15,10 Euro	1), 3), 4)

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.