

Update König & Bauer AG

Neue Mittelfristziele bis 2021 setzen Ausrufezeichen!

Kursziel auf 76,00€ erhöht

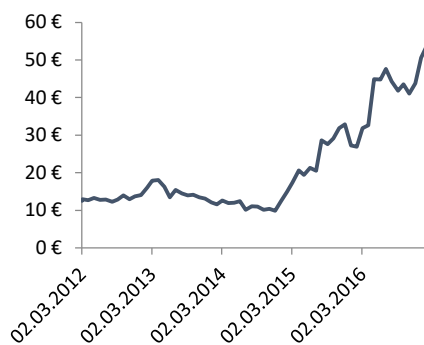
König & Bauer AG

Aktueller Kurs: 53,23 €	Kursziel: 76,00 € (alt: 63,00€)	Kurspotenzial: 42,80%
Marktkapitalisierung: 879,63	Branche: Spezialmaschinenbau	WKN: 719350

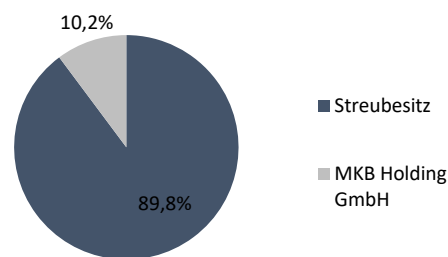
Unternehmensbeschreibung:

Die König & Bauer AG (KBA) zählt zu den größten Druckmaschinenherstellern weltweit. Kernkompetenz des Unternehmens ist die Entwicklung und Herstellung technologisch innovativer und wirtschaftlicher Drucksysteme und dazugehöriger peripherer Anlagen. Die heutige Muttergesellschaft der KBA-Gruppe ist in den neunziger Jahren aus der Fusion der früheren König & Bauer AG und KBA Planeta AG entstanden. KBA verfügt über die breiteste Produktpalette aller Anbieter in dem Bereich Druckmaschinen und ist einer der renommiertesten Lieferanten von Zeitungsrotationsmaschinen.¹

Kursverlauf der letzten 5 Jahre:



Aktionärsstruktur:



Schätzungen*	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	1.025,10	1.167,00	1.211,35	1257,38
Δ in %	-6,8%	13,8%	3,8%	3,8%
EBIT	29,70	84,58	85,38	98,68
EBIT-Marge	2,9%	7,3%	7,1%	7,9%
Ergebnis je Aktie	1,62 €	4,71 €	4,30 €	5,04 €
Dividende je Aktie	0,00 €	0,50 €	1,00 €	1,30 €

Kennzahlen

KGV	-	11,3	12,4	10,6
EV/EBITDA	-	11,3	7,3	6,1
Dividendenrendite	-	0,94%	1,88%	2,44%
ROCE	14,0%	31,1%	30,5%	35,9%
ROE	11,1%	24,5%	18,0%	18,7%

*Angaben in Mio. € (außer: Ergebnis je Aktie, Dividende je Aktie)

¹ vgl. Comdirect

Nach erfolgreicher Restrukturierung stärker denn je - Neue Strategie 2021

Das spricht für die Aktie...

- 70 Mio. € Ergebnispotenzial bis 2021
- Wachsendes Service-Geschäft führt zu höherer Marge
- Zukünftig wieder kontinuierliche Dividendenpolitik angestrebt

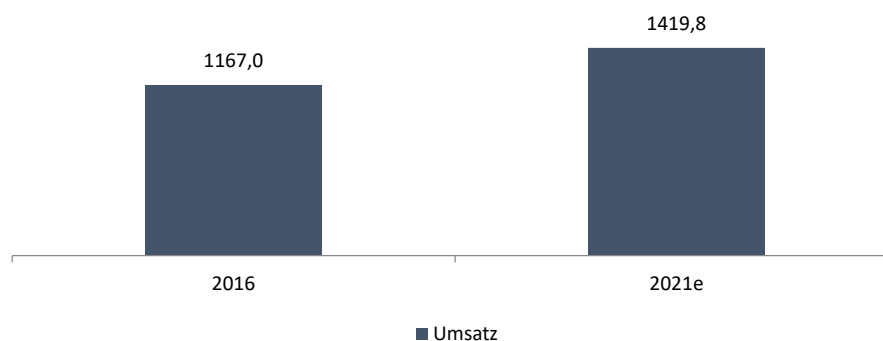
Die König & Bauer AG hat am 20.02. vorläufige Zahlen für das vergangene Geschäftsjahr veröffentlicht, die im Rahmen der Erwartungen ausgefallen sind. Während der Umsatz um 13,8% auf 1.167,0 Mio. € (LSe: 1.188,7) gestiegen ist, konnte sich das Vorsteuerergebnis mit einem Plus von 166,0% auf 79,0 Mio. € (LSe: 72,7) erneut deutlich überproportional verbessern. Hierbei muss jedoch berücksichtigt werden, dass es im vergangenen Jahr zu einer Zuschreibung auf im Rahmen der Restrukturierung im Jahr 2013/14 abgeschriebenes Sachanlagevermögen i.H.v. 22,0 Mio. € zu einem Sonderertrag gekommen ist. Bereinigt um diesen Effekt lag das Ergebnis vor Steuern bei 57,0 Mio. € (LSe: 54,7), was einem Plus von 91,9% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Bereinigt man darüber hinaus auch noch die Aufwendungen für die im vergangenen Jahr angefallenen Kosten im Zusammenhang mit der Druckmaschinenmesse Drupa, ergibt sich ein bereinigtes EBT i.H.v. 63,5 Mio. € (LSe: 61,2), entsprechend einem Gewinnplus von 113,8%. Nicht berücksichtigt sind hierbei weitere Aufwendungen i.H.v. 6-9 Mio. €, die im Zusammenhang mit der Beilegung von Rechtsstreitigkeiten angefallen sind. Damit hat König & Bauer die zuletzt im Rahmen der 9-Monatszahlen angehobene Prognose, die einen Umsatz zwischen 1.100 Mio. € und 1.200 Mio. € sowie eine bereinigte EBT-Marge von bis zu 5,0% vorsah, erreicht.

<u>Vorläufige Zahlen im Überblick (in Mio. €)</u>				
	<u>2015</u>	<u>2016p*</u>	<u>2016e (LS)</u>	<u>Δ in %</u>
Umsatz	1.025,1	1.167,0	1.188,7	+13,8%
EBT	29,7	79,0	72,7	+166,0%
EBT-Marge	2,9%	6,8%	6,1%	-
Ber. EBT (lt. KBA)	s.o.	57,0	54,7	+91,9%
Ber. EBT-Marge	-	4,9%	4,6%	-
Ber. EBT (lt. LS)**	s.o.	63,5	61,2	+113,8%
Ber. EBT-Marge	-	5,4%	5,2%	-
Dividende je Aktie	0,00€	0,50€	0,58€	-

*p=presented; **bereinigt um Zuschreibung und Drupa-Aufwand

Quelle: König & Bauer AG, Eigene Schätzungen

Bedeutend wichtiger neben den vorläufigen Zahlen für 2016 war jedoch die Bekanntgabe neuer Mittelfristziele, die weiteres Umsatz- sowie Gewinnwachstum erwarten lassen. Damit wurden diese nicht nur etwa einen Monat früher als erwartet (siehe Update vom 05.12.2016) veröffentlicht, sondern stellen auch die Erwartungen deutlich in den Schatten. Hierbei soll ausgehend vom aktuellen Umsatzniveau in den Jahren 2017-2021 ein organisches Wachstum von 4,0% p.a. (bisherige Prognose: 1.150 Mio. €) erzielt werden. Auf Basis dessen würde dies einem kumulierten Umsatzanstieg von 21,7% entsprechen, sodass sich ein Umsatzniveau von >1.400 Mio. € ergibt

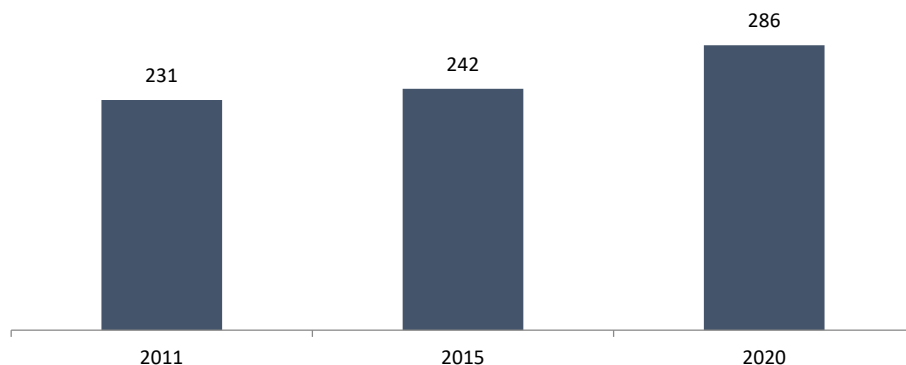


Quelle: König & Bauer AG, Eigene Schätzungen

Hintergrund dessen ist das erwartete Wachstum im Verpackungsdruck (ca. 70% Umsatzanteil), dem in den kommenden Jahren ein stabiles Wachstum vorausgesagt wird. Offiziellen Prognosen zu Folge soll das Marktwachstum zwischen 3-5% pro Jahr betragen. Der weltweite Markt für Verpackungsdrucke soll bis 2020 jährlich um rund 3,4% wachsen. Grundlage hierfür ist, dass heutzutage fast jedes Produkt in einer Verpackung verkauft wird und auch zukünftig nicht durch digitale Medien ersetzbar ist. Insbesondere in den Schwellenländern ist als Folge der wachsenden Mittelschicht, rasch steigenden Einkommen und der Urbanisierung mit dem deutlichsten Wachstum zu rechnen. Aber auch der zunehmende Online-Handel, verbunden mit der Möglichkeit von Retouren führt zu einer höheren Nachfrage nach Verpackungen. Zukünftig werden jedoch auch weiterhin die Märkte China, USA, Japan, Deutschland und Großbritannien die fünf führenden Regionen im Verpackungsdruck bleiben.

Insbesondere das Thema Digitaldruck ist hierbei von besonderer Relevanz. Individuelle Lösungen bei Verpackungen, wie farbige Gestaltung, Logo, eine optimale Passform und damit verbunden einer sicheren Verpackung bekommen eine immer wichtigere Bedeutung. Ein weiterer wichtiger Effekt durch die individuelle Gestaltung ist hierbei den Kunden durch die Verpackung bestmöglich anzusprechen. Daneben werden spezielle Verpackungen beispielsweise für Senioren, Singles oder die wachsende Mittelschicht (v.a. in den BRIC-Staaten) immer wichtiger. Ebenso durch den Umstand, dass immer mehr Menschen in die Städte ziehen und hierdurch der Lebensmittelverbrauch steigt, führen zu einer erhöhten Nachfrage für die Verpackungshersteller. Angesichts dessen, dass jährlich ca. 1,3 Mrd. Tonnen Nahrungsmittel weggeschmissen werden, da sie auf dem Weg vom Erzeuger zum Verbrauch verderben, bekommt die Verpackung beim Schutz und Frischhalten eine immer größere Bedeutung.

Umsatz im Markt mit Verpackungsdrucken weltweit (in Mrd. \$)

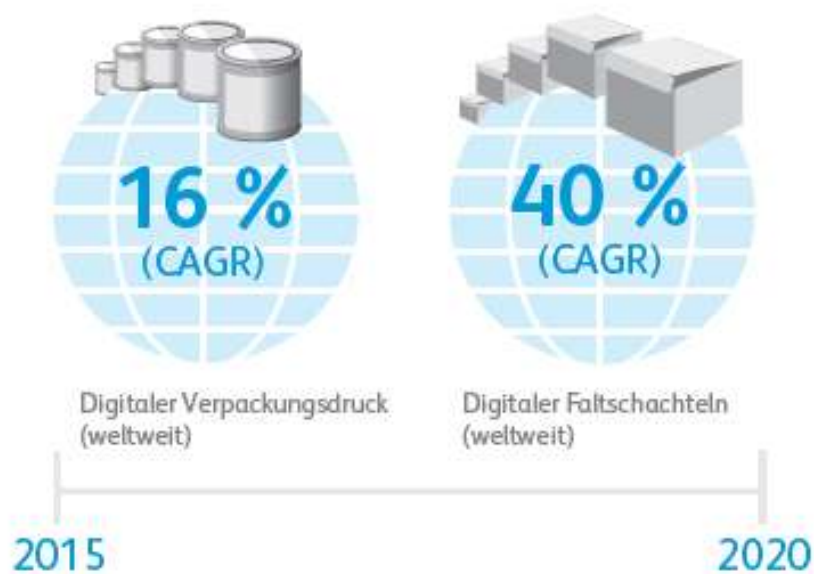


Quelle: VDMA, NPES; November 2016

Dementsprechend zuversichtlich sind auch entsprechende Studien diesbezüglich. Nach einer Studie von Xeros aus dem vergangenen Jahr soll der digitale Verpackungsdruck ausgehend von 2015 bis 2020 ein jährliches Wachstum von 16% verzeichnen. Noch deutlich stärker soll der Markt für digitale Faltschachteln wachsen, dem bis 2020 ein jährliches Wachstum von 40% vorhergesagt wird. Dieser Bereich ist auch für KBA besonders attraktiv, da hier weniger Anbieter am Markt agieren und sich somit bessere bzw. höhere Margen erzielen lassen. Faltschachteln werden beispielsweise zum Versenden von Paketen bei Amazon, Zalando oder der Deutschen Post genutzt.

Um hierbei die Marktchancen bestmöglich zu nutzen, wurde bereits im September 2014 mit Hewlett Packard (HP) im Digitaldruck für den Wellpappen-Verpackungsdruck eine entsprechende Kooperation geschlossen. HP ist für diesen Bereich bezüglich der weiteren Marktentwicklung sehr optimistisch, sodass nach einem noch überschaubaren Betrag in 2016 dieser im Laufenden Geschäftsjahr zunehmen sollte. Auf der letztjährigen Hauptversammlung wurde eine Zahl von 12 Maschinen (pro Maschine ca. 5 Mio. \$, 55% Umsatzanteil KBA) genannt, die in einem eingeschwungenen Zustand erreicht werden könne.

Für den digitalen Verpackungsdruck wird bis 2020 ein jährlicher Gesamtzuwachs (CAGR) von etwa **16 %** erwartet. Für Faltschachteln liegt die Prognose bei **40 %**.



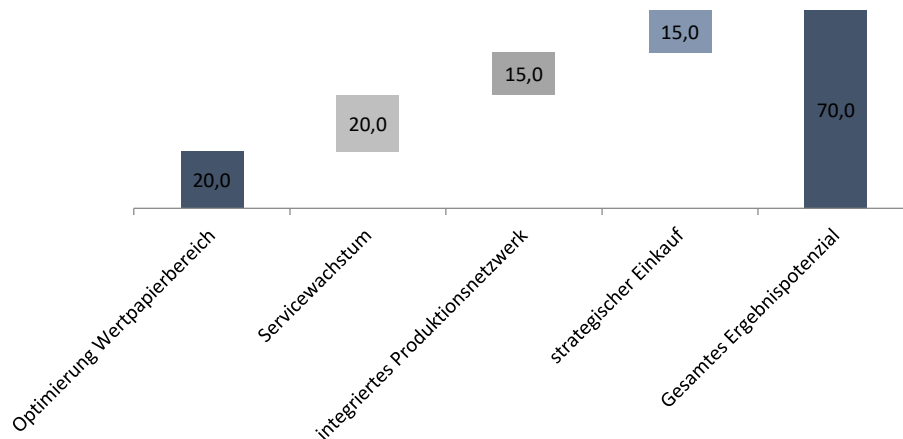
Quelle: Xerox; 2016

Ergebnisseitig soll in den Jahren 2017-2021 ein Ergebnispotenzial von bis zu 70 Mio. € gehoben werden, dass auf 4 Säulen zum Tragen kommen soll

1. Optimierung im Wertpapierbereich
2. Wachstum im Service-Geschäft
3. Integriertes Produktionsnetzwerk
4. Strategischer Einkauf

Im einzelnen heißt dies, dass beispielsweise im Wertpapierbereich z.B. dem Kunden durch Partnerschaften mehr angeboten werden soll, wodurch einerseits das Angebot erhöht und die Wettbewerbsposition gestärkt wird und andererseits die Volatilität in diesem Bereich reduziert werden soll. Die positiven Ergebniseffekte im Servicegeschäft resultieren daraus, dass in diesem Bereich generell höhere Ergebnismargen (zweistellige Marge) erzielt werden und durch einen steigenden Anteil dieses Bereichs (Ziel 30%, akt. ca. 25%) führt dies zu einem entsprechenden Ergebnisbeitrag. Durch einen verbesserten Produktionsverbund, effizientere, "rundere" Abläufe und damit einhergehend einer höheren Produktivität sollen weitere Ergebniseffekte durch ein integriertes Produktionsnetzwerk erzielt werden. Durch einen zielgerichteteren, konzernweiten Einkauf sollen sich weitere Ergebnispotenziale ergeben.

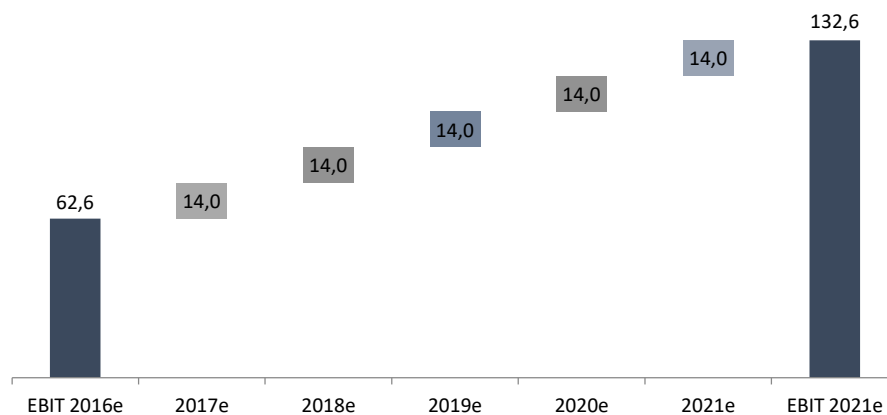
Übeleitungsrechnung EBIT (in Mio. €)



Quelle: König & Bauer AG

Diese Ergebnispotenziale sollen sich laut Unternehmensangaben im Zeitraum 2017-2021 weitgehend gleichmäßig auf die einzelnen Jahre verteilen, sodass mit einer jährlichen Ergebnisverbesserung von 14 Mio. € zu rechnen ist. Insgesamt würde dies einem jährlichen Gewinnwachstum von 19,2% bzw. einem Gewinnpotenzial von knapp 112% entsprechen. Der Gewinn sollte sich daher in den kommenden 5 Jahren hierdurch mehr als verdoppeln. Die EBIT-Marge soll zwar in einer Spanne zwischen 4-9% liegen, angesichts dieses Ergebnispotenzials, zusammen mit dem erwarteten Umsatzwachstum ist das Erreichen der oberen Spanne jedoch als sehr realistisch einzuschätzen. Damit liegt die Prognose, die bisher bei EBT eine Spanne zwischen 4-6% vorsah (ca. 50 Basispunkte unterhalb des EBIT), nach oben hin ein deutlich höheres Gewinnpotenzial als bislang.

Übeleitungsrechnung EBIT 2016 - 2021 (in Mio. €)



Quelle: König & Bauer AG, Eigene Schätzungen

Ebenso Bestandteil der neuen Mittelfristziele ist, zukünftig wieder eine Dividende zu zahlen. Nachdem letztmalig für das Geschäftsjahr 2012 eine Dividende i.H.v. 40 Cent je Aktie gezahlt wurde, soll nun für 2015 das erste Mal nach der Restrukturierung in den Jahren 2013/14 wieder eine Dividende von 50 Cent (LSe: 58 Cent) gezahlt werden. Zukünftig soll diese zwischen 15-35% des Konzernjahresüberschusses betragen, sodass in den kommenden Jahren mit einer Dividendenrendite von 1,5-2,5% (2017e: 1,9%, 2018e: 2,4%) gerechnet werden sollte. Dies würde jeweils einer Ausschüttungsquote von rund 23% bzw. knapp 26% entsprechen. Um aber auch die Eigenkapitalbasis zu stärken, soll die Eigenkapitalquote zukünftig auf >45% (30.09.16: 25,8%) ansteigen. Der Grund für die niedrige Eigenkapitalquote ist insbesondere dem hohen Bestand an Pensionsrückstellungen i.H.v. zuletzt 228,3 Mio. € geschuldet, die im Zuge der Niedrigzinsen massiv angestiegen waren, bedingt durch einen

niedrigeren Diskontierungszinssatz. Daher hat sich das Unternehmen dazu entschlossen, die Pensionsrückstellungen durch eine Ausfinanzierung an eine Pensionskasse mit einem Volumen von rund 65 Mio. € zu reduzieren. Dies soll sich über einen Zeitraum von 5 Jahren erstrecken und somit die späteren Cashflows entlasten, da durch eine insgesamt steigende Lebenserwartung der Menschen die Belastungen steigen. Allein hierdurch sollte sich in den kommenden Jahren eine Verbesserung der Eigenkapitalquote i.H.v. 200 Basispunkten ergeben.

Des Weiteren wurde durch eine Selbstanzeige in der Schweiz im Rahmen von möglichen Defiziten bei der Anti-Korruptionsüberwachung ein gegen die Tochtergesellschaft KBA-NotaSys geführtes Verfahren durch eine Einigung mit der schweizerischen Bundesanwaltschaft beigelegt. Hierdurch ergibt sich eine Zahlung i.H.v. 27,8 Mio. €, die jedoch in früheren Jahren bereits zurückgestellt wurde. Die Zahlung soll sich laut Unternehmensangaben über mehrere Jahre (LSe: 3 Jahre) verteilen. Zudem wurden weitere Rechtsstreitigkeiten über 11 Mio. € beigelegt. Laut Unternehmensangaben sind hierfür im Jahr 2016 nochmalige Einmalaufwendungen zwischen 6-9 Mio. € angefallen, die das Ergebnis belastet haben, jedoch nicht im bereinigten Ergebnis berücksichtigt wurden. Zusammen mit dem Aufwand für die Drupa im letzten Jahr (6,5 Mio. €) ergibt sich allein hierdurch ein Ergebnispotenzial im Laufenden Jahr zwischen 12,5-15,5 Mio. €. Jedoch sollten sowohl für Messen in diesem Jahr (ca. 2 Mio. €) sowie kleinere Garantiefälle (Wegfall ca. 5 Mio. €) entsprechende Beträge berücksichtigt werden, sodass sich in Anbetracht dessen dennoch eine Ergebnisverbesserung i.H.v. etwa 9,5 Mio. € ergibt.

Letztlich wurde durch die Aktivierung latenter Steuern auf Verlustvorträge i.H.v. 33 Mio. € (25%=8,3 Mio. € ergebniswirksam, 75%=24,8 Mio. € ergebnisneutral/LSe: 30 Mio. € vollständig ergebniswirksam) das Nettoergebnis positiv beeinflusst. Hierdurch wird sowohl im vergangenen Geschäftsjahr als auch in den kommenden Jahren durch **Verlustvorträge von zuletzt rund 400 Mio. € in der AG und etwa 500 Mio. € im Konzern** mit einer entsprechend niedrigen Steuerquote zu rechnen sein und damit sowohl einem positiven Effekt auf das Ergebnis je Aktie als auch auf den operativen Cashflow.

Aktion

Durch die Vorlage der neuen, deutlich höheren Mittelfristziele hat die König & Bauer AG ein Ausrufezeichen am Kapitalmarkt gesetzt. Für einen Maschinenbauer ist ein derart hohes Ergebnispotenzial, trotz bereits abgeschlossener Restrukturierung eine Seltenheit. Damit hat das Unternehmen für Anleger eine klare Richtung aufgezeigt, sodass die Aktie trotz des starken Kursanstiegs der letzten 2 Jahre weiteres Potenzial verspricht. Durch die **Wiederaufnahme der Dividendenzahlung** beteiligt die Gesellschaft zukünftig auch wieder ihre Anteilseigner und bietet somit ein weiteres Kaufargument. Mit Blick auf die Ergebnispotenziale für die kommenden 5 Jahre und die damit verbundene **attraktive Bewertung (EV/EBITDA 17e/18e 7,3/6,1; KGV 17e/18e: 12,4/10,6)** ist die König & Bauer Aktie auf dem aktuellen Kursniveau weiterhin nicht teuer und bietet weiteres Aufwärtspotenzial. Ich habe daher im Zuge der vorläufigen Zahlen und der neuen Mittelfristziele meine Prognosen angepasst und insbesondere meine Ergebnisschätzungen für 2017 & 2018 deutlich erhöht. Im Rahmen dessen **steigt das Kursziel deutlich von bisher 63,00€ auf 76,00€** (WACC: 7,7%, TV-Wachstum: 1,0%, TV-EBIT-Marge: 1,0%), einhergehend mit einem **Kurspotenzial von knapp 43%**. Mein Modell basiert jedoch noch auf den Schätzungen für 2016 und wird entsprechend mit dem Geschäftsbericht am 22.03.2017 auf 2017 umgestellt, sodass dann eine **nochmalige Kurszielerhöhung sehr wahrscheinlich** ist.

	<u>Schätzungsänderungen</u>					
	2016 (alt)	Δ in %	2017 (alt)	Δ in %	2018 (alt)	Δ in %
Umsatz	1.188,8	-1,8%	1.219,4	-0,7%	1.250,0	+0,6%
EBIT	78,3	+8,0%	67,4	+26,7%	71,8	+37,4%
EBT	72,7	+8,7%	62,7	+28,6%	67,8	+39,7%
Ergebnis je Aktie	5,69€	-17,2%	3,34€	+28,7%	3,61€	+39,6%
Dividende je Aktie	0,58€	-13,8%	0,67€	+49,3%	0,90€	+44,4%

Quelle: König & Bauer AG, Eigene Schätzungen

Disclaimer

Allgemeine Hinweise:

Der Autor übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Inhalte dienen ausschließlich dem privaten Gebrauch und stellen keine Finanzanalyse gemäß § 34b WpHG in Verbindung mit FinAnV dar. Den Ausführungen liegen Quellen zugrunde, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Für die Richtigkeit des Inhalts wird trotzdem keine Haftung übernommen werden. Deshalb ist auch die Haftung für Vermögensschäden, die sich aus dem Gebrauch der Informationen für die eigene Anlageentscheidung möglicherweise ergeben, ausgeschlossen. Auch stellen die vorgestellten Szenarien oder Strategien keinesfalls einen Aufruf zur Nachbildung dar, auch nicht stillschweigend. Vor jedem Geschäft beziehungsweise vor jeder Transaktion sollte geprüft werden, ob sie im Hinblick auf die persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse geeignet sind.

Hinweise zu Interessenskonflikten:

Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Artikel Wertpapiere erwähnt werden, die sich im Besitz des Verfassers befinden. Dadurch entstehende Interessenkonflikte können nicht ausgeschlossen werden.

Hinweise zu Kurszielen:

Die genannten Kursziele sind mittels eines eigenen DCF-Modells ermittelt und sind damit zukunftsorientiert. Sie stellen somit ein Risiko hinsichtlich der Schätzungen sowie der zukünftigen Entwicklung dar. Die dafür verwendeten Schätzungen und Annahmen sind eigene und unterliegen damit Unsicherheiten, die das Kursziel erheblich beeinflussen können. Auch können politische sowie wirtschaftliche Risiken unvorhergesehen eintreffen, die im Modell nicht berücksichtigt werden können.