

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 38,00 Euro (zuvor: 42,00 Euro)

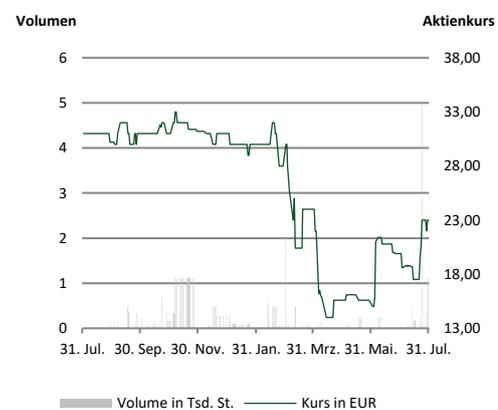
Kurspotenzial: +65 Prozent

Aktien­daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	23,00 Euro (München)
Aktienanzahl (in Mio.)	1,20
Marktkap. (in Mio. Euro)	27,7
Enterprise Value (in Mio. Euro)	38,9
Ticker	WAH
ISIN	AT0000A25NJ6

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	33,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	12,20
3 M relativ zum CDAX	+31,0%
6 M relativ zum CDAX	-12,7%



Aktionärsstruktur

Management	22,2%
MuM Beteiligung	14,0%
Mäder AG	6,5%
Dr. A. Aufschnaiter	8,2%
Streubesitz	49,1%

Termine

Hamburger Investorentag	20. August 2020
H1 Bericht	31. August 2020

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	58,9	66,6	74,9
Δ in %	-6,5%	3,1%	-
EBIT (alt)	4,8	6,2	7,6
Δ in %	-38,3%	3,3%	-
EPS (alt)	2,61	3,42	4,24
Δ in %	-53,3%	-4,4%	-

Analyst

Pierre Gröning
+49 40 41111 37 83
p.groening@montega.de

Publikation

Comment 3. August 2020

Operatives Geschäft trotz „Coronakrise“ weitgehend intakt – Zukäufe bedeuten Meilenstein für Expansionsbestrebungen

Nach der Verkündung der umfangreichen Kooperation mit der Eurotank Service Group in UK und dem erfolgreichen Markteintritt in Lateinamerika im ersten Quartal dieses Jahres sowie der Vorlage der Zahlen für das Geschäftsjahr 2019 hat Wolftank-Adisa in den vergangenen Wochen weitere positive Neuigkeiten gemeldet. Insbesondere die jüngst vollzogene Übernahme der Rovereta Srl sowie die strategische Minderheitsbeteiligung an der Petroltecnica SpA (ausführlich auf Seite 3-4) stellen unserer Ansicht nach einen bedeutenden Schritt bei den fortwährenden Expansionsbestrebungen dar und bekräftigen unsere positive Sicht auf die Wachstumsperspektiven des Unternehmens. Das operative Geschäft läuft indes zumindest im europäischen Kernmarkt weitgehend planmäßig und ist bisher trotz des hohen Umsatzanteils in Italien ohne substanzielle Einbußen durch die „Coronakrise“ gekommen.

Geschäftszahlen für 2019 offenbaren umsatzseitiges Rekordniveau: Der Mitte Juli bereitgestellte Geschäftsbericht für das abgelaufene Jahr 2019 wies leichte Abweichungen gegenüber den vorläufigen Zahlen von Ende April auf. Demnach konnte der Konzernerlös letztlich mit einem Wachstum um 16,3% yoy auf 51,8 Mio. Euro ein neues Rekordniveau erreichen (vorläufig: 52,0 Mio. Euro). Sowohl unsere Schätzung (51,4 Mio. Euro) als auch die Ende Q3/19 angehobene Guidance (mind. 50,0 Mio. Euro) wurden damit leicht übertroffen. Ausschlaggebend hierfür war insbesondere der überproportionale Zuwachs im Segment der Umweltsanierung, das mit einem Beitrag von 18,3 Mio. Euro (+43,0% yoy) etwa 35% des Konzernumsatzes erzielte und damit einen deutlich höheren Anteil ausmachte als im Jahr 2018 (29%). Auch die anderen beiden Bereiche der Tanksanierung (+4,3% yoy auf 24,5 Mio. Euro) sowie der (LNG-)Services (+10,1% yoy auf 9,0 Mio. Euro) verzeichneten einen erneuten Anstieg, was u.E. einen weiteren Beleg für die strukturell intakte Nachfrage entlang der gesamten Produkt- und Leistungspalette des Konzerns liefert. Auf geographischer Ebene waren erneut Italien (61%) und China (30%) die mit Abstand wichtigsten Märkte.

Ergebnis maßgeblich von Einmaleffekt beeinflusst: Ergebnisseitig konnten sowohl das operative EBITDA mit 3,0 Mio. Euro als auch das EBIT mit 1,3 Mio. Euro trotz der höheren Erlösbasis nicht an das Vorjahresniveau anknüpfen (3,2 Mio. Euro bzw. 1,7 Mio. Euro). Damit wurde auch die Guidance (EBITDA: 4,7 Mio. Euro; EBIT: 3,2 Mio. Euro) verfehlt. Dies ist neben Einmalkosten aus der Verschmelzung der italienischen Tochtergesellschaften (ca. 0,4 Mio. Euro) jedoch maßgeblich auf einen Sondereffekt zurückzuführen. So entschied Vorstand und Aufsichtsrat übereinstimmend, die bisher exklusive Bindung an den Lieferanten für die in der Tanksanierung verwendeten Epoxydharz-Rohprodukte (Mäder AG) mittels einer Zahlung i.H.v. ca. 1,6 Mio. Euro zu beenden. Ungeachtet der einmaligen Belastung des Konzernergebnisses dürfte Wolftank-Adisa zukünftig von dieser Entscheidung profitieren, da sich die vereinfachten Transportketten zu den jeweiligen Einsatzorten durch eine lokale Beschaffung ebenso wie verbesserte Einkaufspreise positiv auf die Marge auswirken sollten.

[weiter auf der nächsten Seite →](#)

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	44,5	51,8	55,0	68,7	79,3
Veränderung yoy	37,0%	16,3%	6,1%	24,9%	15,4%
EBITDA	3,4	4,6	4,7	8,4	10,6
EBIT	1,7	1,3	3,0	6,4	8,4
Jahresüberschuss	0,7	0,0	1,5	3,9	5,5
Rohertagsmarge	19,5%	28,2%	30,0%	31,1%	31,4%
EBITDA-Marge	7,6%	8,9%	8,5%	12,2%	13,4%
EBIT-Marge	3,7%	2,5%	5,4%	9,3%	10,6%
Net Debt	12,1	11,4	15,1	12,6	8,2
Net Debt/EBITDA	3,6	2,5	3,2	1,5	0,8
ROCE	8,0%	7,6%	12,5%	21,8%	26,4%
EPS	0,63	-0,04	1,22	3,27	4,59
FCF je Aktie	0,69	-2,51	0,42	1,33	3,11
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,5	8,5	8,3	4,6	3,7
EV/EBIT	23,5	29,6	13,2	6,1	4,6
KGV	36,5	n.m.	18,9	7,0	5,0
KBV	8,6	3,5	2,5	1,7	1,2

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 23,00

Bilanz- und Liquiditätsstruktur durch forderungsintensives Auftragsgeschäft geprägt

Eine wesentliche Veränderung hat sich bei dem Ausweis des Finanzmittelbestands ergeben. So betragen die Zahlungsmittel und -äquivalente gemäß Geschäftsbericht 2019 zum Ende der Periode rund -4,1 Mio. Euro, während der Vorjahreswert von 3,4 Mio. Euro auf -2,9 Mio. Euro angepasst wurde. Ursächlich hierfür ist eine neue Stellungnahme (Nr. 36) des Austrian Financial Reporting and Auditing Committee (AFRAC) zur Geldflussrechnung nach UGB aus Juni, laut welcher in den Zahlungsmittelfonds zukünftig auch Kontokorrentkredite einzubeziehen sind, wenn sie zur Disposition der flüssigen Mittel dienen.

Die temporäre, mitunter auch signifikante, Nutzung von Kontokorrentlinien ist für das operative Tagesgeschäft von Wolf tank-Adisa nicht ungewöhnlich. Das Working Capital des Konzerns wird aufgrund der hohen Forderungsintensität des Geschäftsmodells im Wesentlichen durch die divergierenden Vergütungsstrukturen in den einzelnen Geschäftsbereichen beeinflusst und kann daher je nach Zusammensetzung des Auftragsportfolios unterjährig wie auch im Jahresvergleich starke Schwankungen aufweisen.

So beinhaltet etwa das Geschäftsfeld rund um die Errichtung von LNG-Tankstellen aufgrund der typischen Projektstruktur als eine Art des Anlagenbaus für gewöhnlich signifikante Anzahlungen (MONE: bis zu 30%) sowie regelmäßige Vergütungen nach Baufortschritt und ist daher tendenziell liquiditätsfördernd. Das im vergangenen Jahr stark gewachsene Geschäft der Umweltsanierung weist hingegen bei den für gewöhnlich mehrjährigen Projekten Zahlungsziele von bis zu 8 Monaten auf, bei denen Wolf tank-Adisa insbesondere bei Ausschreibungen von wichtigen Großkunden (wie u.a. ENI) keinen signifikanten Handlungsspielraum besitzt. Auch geographisch ist der Konzern einer hohen Heterogenität der kundenseitigen Zahlungsziele ausgesetzt. Während beispielsweise die Kundenstruktur des chinesischen Marktes für gewöhnlich eine Zahlung per Vorkasse ermöglicht, liegt das Zahlungsziel im bisherigen Hauptmarkt Italien bei durchschnittlich über 120 Tagen. Folglich spiegelt etwa die Bilanz auf der Aktivseite auch vornehmlich das forderungsintensive Geschäftsmodell wider und ist dort entsprechend vor allem durch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen i.H.v. 19,5 Mio. Euro geprägt (ca. 44% der Bilanzsumme).

Zur unumgänglichen Vorfinanzierung der ausstehenden Rechnungen im laufenden Tagesgeschäft verfügt Wolf tank-Adisa daher über umfangreiche Kontokorrentlinien, die regelmäßig genutzt werden. So betrug der ausgewiesene Finanzmittelbestand zum Ende des Geschäftsjahres 2019 trotz per Konzernbilanz vorhandener liquider Mittel von ca. 4,2 Mio. Euro gemäß Kapitalflussrechnung rund -4,1 Mio. Euro. Angesichts des geringen Ausfallrisikos der betreffenden Kunden (durchschnittlich 0-1% bei gewerblichen Großkunden und rund 2-3% bei kleinen Privatkunden) erachten wir diesen Umstand jedoch als insgesamt unkritisch.

Geschäft in europäischer Kernregion trotz „Coronakrise“ bisher weitgehend intakt

Mit Italien und China als wichtigste Zielmärkte ist Wolf tank-Adisa in Regionen aktiv, die in den vergangenen Monaten von der Coronavirus-Pandemie stark betroffen waren. Trotz eines mehrwöchigen Lockdowns in beiden Ländern hat das operative Geschäft jedoch zumindest in Italien laut Vorstand bisher keine substanziellen Einbußen verzeichnet. In China sollte nach aktuellem Stand hingegen von einem Umsatzrückgang ausgegangen werden.

Betrieb in Italien wieder vollständig aufgenommen: Im wichtigsten Absatzmarkt Italien (ca. 61% Umsatzanteil) konnte die Konzerntochter Wolf tank DGM S.r.l. ihre Projekte im Umweltschutz und der Tanksanierung mit kleineren Prozessverzögerungen weitgehend vorantreiben. Entscheidend hierfür war, dass die Aktivitäten von der italienischen Regierung zur Aufrechterhaltung der Energieversorgung und des nationalen Umweltsystems frühzeitig als systemrelevant eingestuft wurden. Dadurch konnten laufende ebenso wie neue Aufträge weiterhin vor Ort bearbeitet werden. Seit Ende Mai sind nunmehr alle Mitarbeiter inklusive des Vertriebs und der lokalen Produktion wieder im vollen Einsatz. Daher erwartet das Management nach aktuellem Stand auf Jahressicht keine signifikanten Umsatzeinbußen in diesem Markt. Eine Ergebnisbelastung resultiert jedoch aus dem in Italien als Maßnahme gegen die „Coronakrise“ erlassenen Kündigungsverbot, aufgrund dessen der nach Fusion der italienischen Konzerntöchter für H2 geplante Personalabbau nicht vollzogen werden kann.

Umsetzung von Projekten in China teilweise verzögert: Auch in China (30%) läuft das Geschäft seit einigen Wochen wieder schrittweise an. Zuvor musste Wolftank-Adisa angesichts der frühzeitigen Coronavirus-Verbreitung den bereits im Januar begonnenen Betriebsurlaub (Neujahrsfest in China) bis zum 10. Februar verlängern und in der Folge Verzögerungen bei der Verarbeitung von Bestelleingängen und Auslieferungen hinnehmen. Gemäß Management bestehen auf Jahressicht zwar durchaus Potenziale zur Aufholung der bisher verzeichneten negativen Auswirkungen, da die aufgetretenen Verzögerungen aus dem ersten Halbjahr mittels der bereits zu Jahresbeginn vorbereiteten Kapazitätsausweitungen im restlichen Jahresverlauf zumindest teilweise aufgeholt werden könnten. Insgesamt sollte derzeit jedoch mit einem spürbaren lokalen Umsatzrückgang gerechnet werden, solange die für die Tanksanierung elementare Reisetätigkeit der Fachkräfte vor Ort stark eingeschränkt ist und geplante Projekte nicht umgesetzt werden können. Letzteres wurde auch durch den Umstand erschwert, dass einige Großkunden (u.a. Sinopec) ihren eigenen Normalbetrieb erst zu Beginn des zweiten Halbjahres wieder vollständig aufgenommen haben.

Akquisitionsmeldungen als weiterer Meilenstein für Expansionspläne

Mit der Anfang Juni verkündeten mehrheitlichen Übernahme der Rovereta Srl sowie der strategischen Minderheitsbeteiligung an der bisherigen alleinigen Muttergesellschaft Petroltecnica SpA hat Wolftank-Adisa einen weiteren bedeutenden Schritt bei den avisierten Expansionsbestrebungen vollzogen.

Anteilerwerb zu attraktiven Konditionen: Der vereinbarte Kaufpreis für den Erwerb des Mehrheitsanteils (55,8%) an der in der Provinz Rimini (Italien) ansässigen Rovereta beträgt nach Unternehmensangaben rund 3 Mio. Euro. Die Transaktion wurde dabei durch Fremdkapital über die Europäische Investmentbank (EIB) zu attraktiven Konditionen finanziert (MONE: Zinssatz > 1% p.a.). In Anbetracht der nun rückwirkend erfolgten Konsolidierung ab Ende Juni sollte das Target in diesem Jahr angesichts eines Pro-Forma-Umsatzes von rund 10,0 Mio. Euro noch etwa 5,0 bis 6,0 Euro zum Konzernenerlös bei knapp zweistelliger EBITDA-Marge beisteuern. Unter dem Dach von Wolftank-Adisa dürfte das Unternehmen dank kosten- und vertriebsseitiger Synergien in der Lage sein, ein jährliches Wachstum im deutlich zweistelligen Prozentbereich bei einer Margenausweitung auch über das bisherige Konzernniveau hinaus zu realisieren (MONE: 12-15% EBITDA-Marge). Vor diesem Hintergrund fällt die Bewertung mit einem EV/EBITDA von rund 5 bis 6x u.E. angemessen aus.

Auch bei der Beteiligung an Roveretas bisheriger Muttergesellschaft Petroltecnica (10,0%) wurden u.E. attraktive Konditionen vereinbart. So erhält Wolftank-Adisa angesichts der operativ prekären Lage des Targets trotz des Minderheitsanteils das Recht, einen Geschäftsführer sowie den Aufsichtsratsvorsitzenden zu stellen und damit maßgeblichen Einfluss auf bereits laufende sowie kurzfristig geplante Restrukturierungsmaßnahmen zu nehmen. Hinsichtlich einer potenziellen Anteilsaufstockung besteht darüber hinaus die Option, die Beteiligung zu einer Bewertung von 6x Equity Value/EBITDA auf bis zu 50,0% + 1 Aktie zu erhöhen und dadurch die Kontrolle über die Gesellschaft zu erlangen. Die Entscheidung hierüber dürfte innerhalb der nächsten 12 Monate fallen.

Wir erachten diese Konstellation insofern als attraktiv, dass Wolftank-Adisa den für die Beteiligung an Rovereta gezahlten Kaufpreis von rund 3 Mio. Euro unmittelbar als Kapital für entsprechende Effizienzmaßnahmen bei Petroltecnica nutzen kann. Unter Annahme eines Konzernumsatzes von rund 45,0 bis 50,0 Mio. Euro (exkl. Rovereta) und einer Ziel-EBITDA-Marge von ca. 10,0% nach Umsetzung der Restrukturierungsmaßnahmen (vs. negatives EBITDA in 2019) dürfte für den restlichen Anteil (40,0% + 1 Aktie) nach unserer Schätzung ein Kaufpreis von etwa 3,0 bis 4,0 Mio. Euro anfallen (MONE: basierend auf einem EV von ca. 30 Mio. Euro und einer Nettoverschuldung von ca. 20 Mio. Euro). Dabei zieht der Vorstand gemäß eigener Aussage auch in Erwägung, zumindest einen Teilbetrag der etwaigen Transaktion mit eigenen Aktien zu bezahlen. Bei Vollzug würde das Umsatzniveau von Wolftank-Adisa auf Basis unserer aktuellen Prognosen folglich auf über 100 Mio. Euro ansteigen und dem Konzern damit zu einer neuen Größenordnung verhelfen.

Strategisch guter Fit mit hohem Synergiepotenzial: Als spezialisiertes Recycling-Unternehmen verfügt Rovereta über einen hohen technischen Standard bei der Wiederaufbereitung von kontaminiertem Erdreich und Wasser inklusive eines akkreditierten Labors für Bodenproben. Die ausschließlich durch aufwändige behördliche Genehmigungen zu erlangende Aufbereitungskapazität des Unternehmens beträgt derzeit rund 228.000 Tonnen pro Jahr. Die Integration der entsprechenden Aufbereitungsanlagen in die eigene Wertschöpfungskette ist für Wolf tank-Adisa dabei von elementarem Nutzen, da die bei Umweltsanierungsprojekten abgetragenen Boden- und Wassermengen zukünftig nicht mehr ausschließlich zu externen Dienstleistern, sondern je nach geographischer Lage auch zu einer der Anlagen von Rovereta gebracht werden können. Alleine durch diese Synergie bei den Entsorgungskosten erwartet der Vorstand daher bis Ende 2021 jährliche Einsparungseffekte von mindestens 0,4 bis 0,5 Mio. Euro. Zudem können entsprechend aufbereitete Wertstoffe wie Öl und Erde fortan auch selbst wiederverwertet und profitabel verkauft werden.

Neben weiteren Synergien im Einkauf und im Bereich Forschung & Entwicklung bietet darüber hinaus vor allem die Beteiligung an der ebenfalls auf die Wiederaufbereitung von Böden und Gewässern spezialisierten Petroltecnica Zugang zum Know-how, das für die Planung und den Bau der Wiederaufbereitungsanlagen selbst notwendig ist. Damit kann Wolf tank-Adisa die eigene Wertschöpfungstiefe effizient erhöhen und entsprechende Lösungen innerhalb des internationalen Vertriebsnetzwerks den Bestandskunden weltweit zugänglich machen. Die Technologie und das Leistungsangebot der beiden Targets stellen u.E. somit eine sinnvolle Erweiterung von Wolf tank-Adisas Produktpalette dar, sodass die Integration der Gesellschaften in die Strukturen des Konzerns spürbare Synergien u.a. im internationalen Vertrieb zur Folge haben dürfte.

Jahresziele reflektieren geringe Visibilität für das restliche Geschäftsjahr

Ungeachtet der ermutigenden Signale aus Italien und der vielversprechenden Übernahme von Rovereta plant der Vorstand angesichts der weiterhin geringen Visibilität für den restlichen Jahresverlauf nach wie vor lediglich damit, das Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres zu erreichen. Im jüngst veröffentlichten Geschäftsbericht wurde diese Erwartungshaltung bestätigt. Quantitativ impliziert die Guidance demnach einen Konzernerlös von rund 52,0 Mio. Euro sowie ein um die letztjährigen Sondereffekte i.H.v. 2,0 Mio. Euro bereinigtes stabiles EBITDA von 5,0 Mio. Euro bzw. EBIT von 3,3 Mio. Euro.

Die Prognose reflektiert u.E. einerseits die aktuell weiterhin geringe Planbarkeit im Bereich der Tanksanierung (24,5 Mio. Euro Umsatzbeitrag in 2019), der u.a. für das diesjährige Geschäftsergebnis in China sowie im neu adressierten südamerikanischen Markt (v.a. in Brasilien und Mexiko) von entscheidender Bedeutung ist. Solange dort aufgrund der eingeschränkten Reisemöglichkeiten und kundenseitiger Verzögerungen zentrale Projekte nicht entscheidend vorangetrieben werden können, berücksichtigt der Vorstand demnach einen im Jahresvergleich rückläufigen Umsatz in diesem Bereich. Das Segment der Umweltsanierung dürfte nach aktuellem Stand hingegen von 18,3 Mio. Euro in 2019 auf ein Niveau von über 25,0 Mio. Euro deutlich wachsen (inkl. 5,0-6,0 Mio. Euro Beitrag durch Rovereta). Unter Annahme einer weitgehend stabilen Entwicklung im dritten Geschäftsbereich der Projektierung und des Baus von Tankanlagen (9,0 Mio. Euro in 2019) impliziert die aktuelle Guidance demnach einen Erlösrückgang bei Tanksanierungen von mehr als 20% im Vergleich zum Vorjahr.

Ergebnisseitig ergibt sich andererseits eine zusätzliche Belastung aus dem derzeit in Italien geltenden Kündigungsverbot, das als Maßnahme gegen die Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie bis zum Jahresende erlassen wurde. Dadurch kann der für H2/20 geplante Personalabbau, der infolge der Verschmelzung der italienischen Tochtergesellschaften angedacht war, in diesem Jahr nicht umgesetzt werden. Der hieraus resultierende Kosteneffekt dürfte u.E. bei rund 0,6 bis 0,8 Mio. Euro liegen.

In Anbetracht des zu erwartenden Beitrags von Rovereta erachten wir die aktuelle Jahresprognose umsatzseitig als eher defensives Szenario und positionieren uns entsprechend oberhalb der Guidance (MONE: 55,0 Mio. Euro). Gleichzeitig tragen auch wir der momentan eingeschränkten Planbarkeit des Projektgeschäfts Rechnung und gehen von einem organischen Erlösrückgang im mittleren einstelligen Prozentbereich aus. Die Zielsetzung für EBITDA und EBIT erscheint u.E. trotz des höher zu erwartenden Umsatzvolumens vor dem Hintergrund des negativen Personalkosteneffekts in Italien eher ambitioniert, sodass wir unsere Ergebnisschätzungen entsprechend reduzieren.

Darüber hinaus haben wir unser Modell grundlegend überarbeitet, um u.a. die Übernahme von Rovereta und die Minderheitsbeteiligung an Petroltecnica sowie leicht positive Margeneffekte infolge der Aufhebung der exklusiven Bindung an den Lieferanten für Epoxydharz-Rohprodukte ab dem kommenden Jahr abzubilden.

Fazit

Wolftank-Adisa konnte auch im Jahr des Börsengangs 2019 an den dynamischen Wachstumskurs der jüngeren Vergangenheit anknüpfen und erlösseitig ein neues Rekordniveau erreichen. Nach den Geschäftsausweitungen in UK und Südamerika im Auftaktquartal wurde mit der Übernahme von Rovereta sowie der strategischen Minderheitsbeteiligung am eigenen Konkurrenten Petroltecnica nun ein weiterer Meilenstein bei den fortwährenden Expansionsplänen erreicht. Dieser verspricht attraktive Synergiepotenziale und könnte den Konzern bereits im nächsten Jahr in eine neue Größenordnung heben. Die Coronavirus-Pandemie dürfte den Verbleib auf dem organischen Wachstumspfad in diesem Jahr zwar temporär verhindern, strukturell erachten wir die übergeordneten Treiber in den Kernbereichen der Tank- und Umweltsanierung jedoch als vollkommen intakt und sind vom Investment Case daher unverändert überzeugt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von 38,00 Euro (zuvor: 42,00 Euro) infolge der angepassten Prognosen und der Fortschreibung des DCF-Modells.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Wolftank-Adisa Holding AG ist seit über 30 Jahren in der Petrochemischen Industrie und der Umwelttechnik aktiv. Mit innovativen Produkten und Anwendungsprozessen sowie einem hohen Qualitätsstandard inklusive des höchsten (Ex-)Zertifizierungs-niveaus hat sich die Wolftank-Gruppe eine marktführende Stellung im Bereich der Doppelwand-Sanierung und Wartung (u.a. Leckschutz) von Tankanlagen und Tankstellen, Raffinerien und chemischen Tanks auf dem europäischen Markt erarbeitet. Mithilfe patentierter Anwendungstechnologien unter Einsatz der eigenentwickelten Hochleistungsepoxyharze wird eine kostengünstige und effiziente Instandsetzung sanierungsbedürftiger Tankanlagen samt Ausbau zum hochwertigen Doppelwand-Standard ermöglicht. Des Weiteren wird die Wertschöpfungskette mit kontinuierlicher Fernüberwachung der sanierten Anlagen um eine spezifische Serviceleistung erweitert. Die in den letzten Jahren erfolgreich umgesetzte Buy-and-Build-Strategie ermöglicht es dem Unternehmen, als Anbieter in sämtlichen Mitgliedsstaaten Europas mit lokal zugelassenem Personal und gleichem Qualitätsstandard zu arbeiten. Darüber hinaus ist Wolftank-Adisa das einzige Unternehmen weltweit, das per Personeneinstieg unterirdische Tankanlagen von ExxonMobil betreten darf. Im Rahmen der Internationalisierungsstrategie sollen zukünftig verstärkt Kunden in neuen Endmärkten wie Asien oder Afrika angesprochen werden, da dort die Wachstumsaussichten vor allem im Bereich der Errichtung von LNG-Anlagen besonders hoch sind, bei denen das Unternehmen über eine umfangreiche Expertise verfügt. Die Gesellschaft konnte im Geschäftsjahr 2019 mit ihren durchschnittlich 196 Mitarbeitern einen Konzernumsatz von 51,8 Mio. Euro sowie ein EBIT von 1,3 Mio. Euro erzielen.

Wesentliche Meilensteine der Unternehmenshistorie:

- 1987** Gründung des Tanksanierers Wolf Tankschutz KG (heute Wolftank Systems S.p.A.)
- 2000** Einführung der DOPA-Technologie für die Innenauskleidung und dadurch den Umbau von Tanks in eine doppelwandige Struktur zur kontinuierlichen Überwachung der Behälter und redundanten technischen Auslegung
- 2012** Exklusivvertrag für die Restauration unterirdischer Tanks mit ExxonMobil
- 2014** 15.000 erfolgreich umgesetzte DOPA-Anwendungen in Europa
MBO der italienischen Wolftank Systems S.p.A. und der schweizerischen Adisa Service- und Entwicklungs AG (Hochleistungsepoxyharze) mit der daraus resultierenden Entstehung der Marke Wolftank-Adisa
- 2015** Rahmenvertrag mit ENI zur flächendeckenden In-Situ-Bodensanierung sowie Erwerb eines Mehrheitsanteils an der Maremmana Ecologia, einem italienischen Spezialisten für Umweltsanierung (90,23%)
- 2016** Entwicklung eines Roboters zur mannlosen Reinigung und Innenbeschichtung von Tanks
- 2018** Übernahme der DRK 32, einem deutschen Anbieter für Doppelrohrsystem- und Tankinnenhüllentechnologie (95%), sowie Akquisition eines Mehrheitsanteils an der spanischen Tankanlagen-Sanierungsgesellschaft Alternativas Ecológicas (60%)
- 2019** Listing an der Wiener Börse und an der Börse München (m:access) sowie Durchführung von zwei Kapitalerhöhungen zur weiteren Wachstumsfinanzierung mit einem Bruttoemissionserlös von insgesamt rund 3,8 Mio. Euro
Großauftrag zur Errichtung von LNG-Tankstellen i.H.v. etwa 4,0 Mio. Euro durch den italienischen staatlichen Erdgasversorger und ein Konsortium von Transportunternehmen
- 2020** Geschäftsausweitung in UK durch umfangreiche Kooperation mit der Eurotank Service Group sowie erfolgreicher Markteintritt in Südamerika mit der Gründung der Wolftank LATAM Latinoamérica in Sao Paulo (Brasilien)
Akquisition der spanischen Sometec Aqua, mehrheitliche Übernahme des italienischen Recycling-Unternehmens Rovereta Srl (55,8%) sowie strategische Beteiligung am Umweltsanierungsdienstleister Petroltecnica SpA (10,0%)

Die internationale Präsenz der Unternehmensgruppe spiegelt sich in der aktuellen Organisationsstruktur durch zahlreiche voll- oder teilkonsolidierte Tochtergesellschaften wider. Durch die Akquisitionen von AlterEco und DRK 32 in 2018 sowie die Anteilsübernahmen von Sometec Aqua, Rovereta und Petroltecnica in 2020 hat sich die Anzahl der zum Konsolidierungskreis des Konzerns gehörenden Gesellschaften auf insgesamt 13 Einheiten erhöht.

Weltweites Netzwerk der Wolfstank-Adisa Holding AG



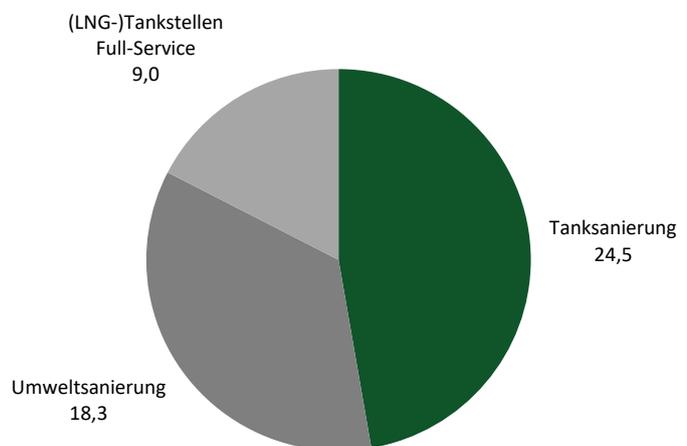
Quelle: Unternehmen, Stand: 2019

Segmentbetrachtung

Die operative Geschäftstätigkeit der Gruppe gliedert sich in drei Segmente, bei denen innovative Lösungen zum Schutz der Luft, des Erdreichs und des Grundwassers im Fokus stehen. Bei Betrachtung der Umsatzverteilung für das Jahr 2019 zeigt sich, dass das Kerngeschäft der Tanksanierung mit einem Umsatzanteil von ca. 47% den größten Beitrag leistet. Es folgen die Umwelt- und Bodensanierung mit etwa 35% sowie das Segment der (LNG-)Services mit rund 17% Umsatzanteil.

Umsätze nach Geschäftsbereichen (2019)

(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Tanksanierung (47%): Das Segment der Tanksanierung ist das ursprüngliche und nach wie vor größte Geschäftsfeld des Unternehmens. Durch das patentierte DOPA-Verfahren werden Groß- und Lagertanks saniert und fehlerhafte Stellen ausgebessert. Der Einbau eines doppelwandigen Bodens kann einen zukünftigen Austritt giftiger und anderer sensibler Stoffe und folglich eine potenzielle Bodenverunreinigung verhindern. Daher richtet sich dieses Segment vornehmlich an Raffinerien, Tankterminals oder Unternehmen aus der Chemie- und Lebensmittelindustrie. Weltweit existieren mehr als 1.000 Lagerterminals mit zahlreichen Industrietanks, sodass ausreichende Sanierungsziele durch die bestehende Marktstruktur geboten werden, bei einer Vielzahl derer aufgrund des fortgeschrittenen Alters oder des schlechten Zustands der Tanks mittlerweile eine dringende Notwendigkeit der Sanierung besteht. Eine Bearbeitung ist durch eine der vielen lokalen Gesellschaften und Partnerunternehmen des Wolf tank-Konzerns schnell und kostengünstig möglich. Durch die Übernahme wesentlicher Wettbewerber in den letzten Jahren hat sich das Unternehmen als europaweiter Marktführer positioniert, während für potenzielle neue Konkurrenten aufgrund von Sicherheitsauflagen und einer Vielzahl notwendiger Zertifizierungen hohe Eintrittsbarrieren existieren. Weiterhin besitzt Wolf tank-Adisa zahlreiche Exklusivrechte für die Arbeit bei weltweit führenden Mineralölkonzernen, die eine Tankbesteigung und Innenraumsanierung einzig durch die Wolf tank-Mitarbeiter möglich machen. Im Geschäft der Tanksanierungen erwirtschaftete das Unternehmen im Jahr 2019 einen Umsatz von rund 24,5 Mio. Euro.

Umweltsanierung (35%): Wachsendes Umweltbewusstsein und verschärfte staatliche Auflagen für die Industrie sind wesentliche Wachstumstreiber für den zweiten Geschäftsbereich der Sanierung von Böden und Gewässern. In der erweiterten Wertschöpfung führt Wolf tank-Adisa die Reinigung von verseuchten Böden und Trinkwasser im Umfeld von Tanks vornehmlich direkt vor Ort durch (in situ). Die Bodenaufbereitung erfolgt auf mechanischer, biologischer und chemischer Basis mit anschließender Freigabe durch die zuständige Behörde. In Kombination mit dem Segment der Tanksanierung greifen die Geschäftsbereiche ineinander und ermöglichen die Realisierung von Synergieeffekten. Zielkunden sind neben Mineralölgesellschaften auch Kommunen und Regierungsorganisationen. Das Segment der Umwelt- und Bodensanierung generierte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 18,3 Mio. Euro.

Full-Service-Dienstleistungen (LNG) (17%): Als Full-Service-Ingenieurdienstleister agiert Wolf tank-Adisa als One-Stop-Shop für die schlüsselfertige Errichtung von Tankstellen und unterstützt Unternehmen von der Planung bis zur Inbetriebnahme und Überwachung. Neben der entsprechenden Fachkenntnis über herkömmliche Anlagen besitzt das Unternehmen hier auch eine besondere Expertise im Bereich der LNG-Tankstellen. LNG (Liquified Natural Gas) ist verflüssigtes Erdgas und kommt bislang vor allem im Schwerlastenverkehr als Kraftstoff zum Einsatz. Durch die zunehmende Entkopplung des Erdgaspreises vom Erdöl sowie die strengeren Anforderungen an Schadstoffemissionen dürfte die Bedeutung von LNG als Antriebsmittel auf dem Weltmarkt künftig jedoch sukzessive steigen. Zudem hat LNG in flüssigem Zustand ein mehr als 600-fach geringeres Volumen als Erdgas und kann daher effizienter gelagert und über größere Distanzen in Tanks transportiert werden. Wolf tank-Adisa unterstützt Unternehmen bei der Planung, dem Bau, der Sanierung, der Erweiterung und der Demontage eines (LNG-)Standortes und entsprechender Terminals. Zudem umfasst dieser Geschäftsbereich die Fernüberwachung und Wartung der Tanks, da LNG bei Kontakt mit Sauerstoff höchst explosiv und schädlich ist. Im diesem noch jungen Segment lag der Umsatz in 2019 bei 9,0 Mio. Euro.

Kernprodukte

Das Produktportfolio von Wolf tank-Adisa umfasst spezifizierte Systemlösungen für technisch anspruchsvolle Projekte im Bereich der Tanksanierung und Wartung in der Ölbranche und Chemieindustrie. Die Sanierung von beschädigten Tanks ist im Regelfall die kostengünstigere Alternative gegenüber einer Neuanschaffung und kann zu Einsparungen von bis zu 50% führen. Durch Einsatz der DOPA-Technologie sowie eines patentierten Hightech-Epoxidharzes werden gefährdete Tanks saniert und mithilfe einer Spezialbeschichtung versiegelt. Kritische Stellen sind beispielsweise der Boden und das Dach von Tanks oder die Schutzwand bei Türmen von Kraftwerken. Die erfolgreiche Entwicklung eines vollständig hydraulisch betriebenen Reinigungsroboters ermöglicht dem

Unternehmen darüber hinaus einen unbemannten Einstieg in unterirdische Tanks und garantiert maximale Sicherheit bei Einsätzen mit Gefahrenstoffen. Durch diese Automatisierung und Vereinfachung des Reinigungsverfahrens kann zudem die Effizienz gegenüber den Prozessen etwaiger Konkurrenten gesteigert werden. Sämtliche Sanierungsverfahren der Gesellschaft sind zertifiziert und entsprechen nationalen und internationalen Produktstandards. Die beiden Kernelemente sind nachstehend ausführlicher erläutert.

Eigenentwickelter Reinigungsroboter „TCR 15“ von Wolf tank-Adisa



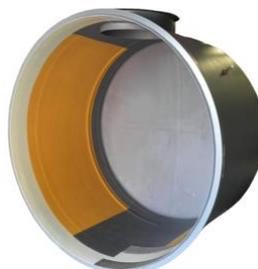
Quelle: Unternehmen

DOPA-Technologie: Lagertanks für potenziell umweltschädliche Flüssigkeiten erfordern hohe Anfangsinvestitionen und sind während des Einsatzes schweren Umwelteinflüssen (Witterung, aggressive Chemikalien) ausgesetzt. Die eigens entwickelte DOPA-Technologie kommt vor allem bei unterirdischen Tanks zur Anwendung und bietet durch eine Doppelbeschichtung der Wand Kontaminationsschutz des umliegenden Erdreiches. Durch eine Kombination aus Stahl, Epoxidharzen, Aluminium und einem leitenden Überzug werden insgesamt sechs verschiedene Schichten auf den originären Tankboden aufgetragen. Der Überzug bietet, vor allem durch den Einsatz des patentierten Epoxidharzes, vollkommene Beständigkeit gegen eine Vielzahl giftiger und verunreinigender Stoffe wie Bioethanol, Biodiesel und anderen Chemikalien. Bei Veredelung der gesamten Oberfläche wird mittels einer Vakuumtechnologie eine Art Doppelboden erschaffen, der durch eine kontinuierliche Fernüberwachung des Innenraums einen Auslaufschutz garantiert. Ein wesentlicher Vorteil des Doppelbodens ist zudem die Schaffung eines Zwischenraums, wodurch der Austausch eines Tanks nicht mehr erforderlich ist und die Lebenszeit signifikant verlängert wird. Weiterhin werden die Zeit des Stillstands während der Reparatur und damit einhergehend die Wartungskosten im Vergleich zu anderen Methoden deutlich reduziert. Die Fernüberwachungssysteme des Tankinnenraums und Leckwarngeräte, die automatisiert und rund um die Uhr aktiv sind, erweitern das Komplettangebot des Unternehmens entsprechend. Die DOPA-Technologie entspricht den höchsten Umweltsicherheitsstandards nach EN 13160 Klasse 1 und weist eine Vielzahl von weiteren Zertifizierungen (u.a. DiBt, MIL-PRF-4556F) sowie eine TÜV-Zulassung auf. Insgesamt ist die Technologie schon mehr als 30 Jahre branchenweit erprobt und bei mehr als 25.000 Tanks eingesetzt worden.

Epoxidharz: Besonders aggressive Stoffe wie Ethanol und Methanol oder andere chemisch gefährliche Substanzen sammeln sich oftmals am Boden des Tanks und machen diesen damit zum gefährdetsten Bereich für Materialermüdung, Spannungsrisskorrosion oder statische Belastungsbrüche. Das Risiko einer Verunreinigung durch umweltgefährdende Flüssigkeiten steigt dadurch erheblich. Durch ein Fernüberwachungssystem können Beschädigungen oder gefährdete Stellen im Tank erkannt und durch den lokalen Einsatz von Epoxidharzen ausgebessert werden. Die patentierte Formel des Harzes versiegelt den betroffenen Bereich vollständig und schützt den Tank vor weiteren Beeinträchtigungen. Im Gegensatz zu herkömmlichen Harzen ist das Epoxidharz von Wolf tank-Adisa speziell für den petrochemischen Anwendungsbereich entwickelt worden und garantiert Sicherheit vor hochsensiblen und schädlichen Flüssigkeiten. Das Harz ist aufgrund des flüssigen Zustandes universell einsetzbar, weist eine kurze Bearbeitungszeit auf, eröffnet die Möglichkeit einer lokalen Reparatur und bietet langlebigen Schutz. Zudem birgt das Harz während des Einsatzes dank seiner Freiheit von Lösungsmitteln nicht die Gefahr einer Explosion und kann

problemlos als Präventionsmaßnahme zum Gewässerschutz eingesetzt werden, sodass Umweltverschmutzungen effizient verhindert werden.

Beschichtungsanwendungen zum Umbau von einwandigen in doppelwandige Tanks

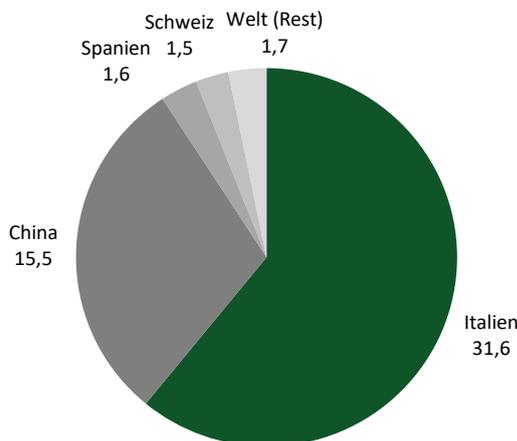


Quelle: Unternehmen

Wesentliche Absatzregionen

Im Geschäftsjahr 2019 erwirtschaftete Wolftank-Adisa rund 60,9% seines Umsatzes in Italien und 29,9% in China. Der Rest entfiel mit 3,2% auf Spanien, 2,8% auf die Schweiz sowie auf 23 weitere Länder im restlichen Europa, in Asien und Afrika. Es ist u.E. jedoch davon auszugehen, dass insbesondere durch die avisierte Internationalisierung mit der intensivieren Adressierung des Marktpotenzials in China, Südamerika und Afrika der Umsatzanteil außerhalb Europas in den kommenden Jahren signifikant steigen wird.

Umsätze nach Regionen (2019)
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Das Bestreben einer Erschließung der asiatischen, südamerikanischen und afrikanischen Märkte ist vor allem auf die substanziellen Wachstumschancen des LNG-Marktes in diesen Regionen zurückzuführen. Die Umstellung der Energieversorgung auf nachhaltige Quellen und striktere regulatorische Vorgaben zur Emissionsreduktion von Schadstoffen sollten die LNG-Nachfrage in den kommenden Jahren deutlich verstärken. Vor allem in den Großstädten der APAC-Region herrscht eine starke Luftverschmutzung, sodass die Notwendigkeit einer Antriebsumstellung hin zu alternativen Energieversorgungsformen von Fahrzeugen immer größer wird. LNG als Antriebsmittel kann sowohl bei Fahrzeugen auf dem Land als auch auf dem Wasser eingesetzt werden und reduziert die Abgasemissionen signifikant. Zudem ist eine Umrüstung wesentlich kostengünstiger als die Anschaffung, der Betrieb und der Unterhalt von Elektrofahrzeugen.

Während vor allem China mittlerweile eine besonders strikte Vorgehensweise im Umgang mit Abgasen aufweist und zu einer Umstellung auf alternative Treibstoffe drängt, ist die Infrastruktur von Tankstellen für solche Betankungen derzeit noch unzureichend. Eben dieses unzureichende Infrastrukturnetz von LNG-Tankstellen eröffnet für Wolftank-Adisa aussichtsreiche mittelfristige Wachstumschancen. Zusätzliches Wachstumspotenzial besteht darüber hinaus jedoch auch bei einer Erschließung dieser Regionen durch die Sanierung von bestehenden Tanks mittels der eigenen Epoxidharze.

Management

Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich vom CEO **Dr. Peter Werth** geleitet.



Dr. Peter Werth wurde im Rahmen des MBO im Jahr 2014 zum CEO ernannt. Zu seinen Aufgabenschwerpunkten gehören neben der strategischen Ausrichtung des Konzerns vor allem die operative Steuerung der Tochtergesellschaften. Der studierte Ingenieur war bis zum MBO mehrere Jahre als COO der Vorgängergesellschaft Wolftank Systems GmbH in Bozen tätig. Vor seinem Eintritt in das Unternehmen war Herr Dr. Werth langjährig in diversen Führungspositionen der hofer AG aktiv und weist daher umfassende Erfahrungen im Management international aufgestellter technikorientierter Unternehmen auf. Als Vorstand der Wolftank-Adisa Holding AG gehört er gleichzeitig zu den größten Einzelaktionären der Gesellschaft.

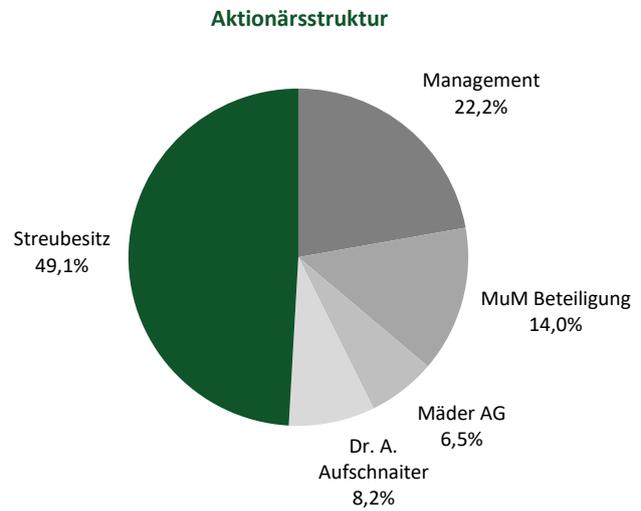
Listing und Aktionärsstruktur

Die Wolftank-Adisa Holding AG ist seit Januar 2019 börsennotiert. Das erfolgte Listing sowohl in Wien als auch im Segment „m:access“ in München war dabei eine strategisch wichtige Wachstumsentscheidung für die Gesellschaft. Die nahezu gleichzeitige Notierung in Deutschland und Österreich eröffnet dem Unternehmen Zugang zu einer Vielzahl von Investoren und unterstützt die avisierte internationale Expansion. Das Listing im neu geschaffenen „direct market plus“ der Wiener Börse ist mit geringeren Zugangsvoraussetzungen und Folgepflichten behaftet. Es wird lediglich die Veröffentlichung der Halbjahreszahlen und des Jahresabschlusses innerhalb einer gewissen Wochenfrist vorgeschrieben. Des Weiteren ist das Führen eines Unternehmenskalenders verpflichtend. Auch die Notierung im „m:access“ ist mit geringeren Anforderungen gegenüber dem Regulierten Markt verbunden. Zusätzlich zu den österreichischen Vorgaben sind hier im Wesentlichen ein Grundkapital von mindestens 1,0 Mio. Euro, ein Jahresabschluss und die Billigung des Wertpapierprospekts durch die BaFin vorgeschrieben.

Am 25. Januar 2019 wurde zu Zwecken der Wachstumsfinanzierung eine Barkapitalerhöhung durchgeführt. Im Rahmen der damit verbundenen Privatplatzierung wurden 76.579 Aktien der Gesellschaft zu einem Ausgabebetrag von 26,58 Euro pro Aktie bei institutionellen Investoren platziert, wodurch dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös i.H.v. etwa 2,0 Mio. Euro zuzufloss. Eine weitere Kapitalmaßnahme mit der Ausgabe von 60.000 Aktien zu einem Platzierungspreis von 30,00 Euro und einem daraus resultierenden Erlös von 1,8 Mio. Euro wurde am 24. Juni 2019 verkündet und am 08. August 2019 erfolgreich abgeschlossen. Schließlich wurden am 12. Dezember 2019 ebenfalls im Rahmen der Barkapitalerhöhung 31.556 neue Aktien bei institutionellen Investoren platziert. Das Grundkapital der Wolftank-Adisa Holding AG beträgt seitdem 1,203 Mio. Euro, eingeteilt in ebenso viele auf den Inhaber lautende Stammaktien.

Nach den erfolgten Kapitalerhöhungen im Jahr 2019 werden derzeit etwa 50,9% des Aktienbestandes von Mitgliedern des Managements und Ankerinvestoren gehalten, unter denen das aktuelle Management um CEO Dr. Peter Werth mit einem Anteil von ca. 22,2% den größten Anteil hält. Weitere signifikante Beteiligungen entfallen auf die MuM

Industriebeteiligungen GmbH (14,0%), die Mäder AG (6,5%) sowie Herrn Dr. A. Aufschnaiter (8,2%), der als stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats von Wolf tank-Adisa agiert. Die übrigen 49,1% befinden sich nach aktuellem Stand im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
Angaben in Mio.Euro								
Umsatz	55,0	68,7	79,3	89,3	96,4	102,2	106,3	108,4
Veränderung	6,1%	24,9%	15,4%	12,6%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%
EBIT	3,0	6,4	8,4	10,0	9,5	9,6	9,6	9,2
EBIT-Marge	5,4%	9,3%	10,6%	11,2%	9,8%	9,4%	9,0%	8,5%
NOPAT	2,2	4,8	6,3	7,5	7,1	7,2	7,2	6,9
Abschreibungen	1,7	2,0	2,2	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9
in % vom Umsatz	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,3	-2,8	-2,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,9	-0,5
- Investitionen	-1,6	-2,0	-2,3	-2,6	-2,8	-2,6	-2,6	-1,9
Investitionsquote	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,6%	2,4%	1,8%
Übriges	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,8	1,5	3,4	4,6	4,4	4,8	4,9	5,6
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Present Value	0,8	1,3	2,7	3,5	3,0	3,0	2,8	40,4
Kumuliert	0,8	2,1	4,8	8,3	11,3	14,3	17,1	57,4

Wertermittlung (Mio. Euro)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	57,4
Terminal Value	40,4
Anteil vom Tpv-Wert	70%
Verbindlichkeiten	15,4
Liquide Mittel	4,2
Eigenkapitalwert	46,2
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2020-2023 17,5%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2020-2026 11,6%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2027 2,0%
	EBIT-Marge 2020-2023 9,1%
	EBIT-Marge 2020-2026 9,2%
	Langfristige EBIT-Marge ab 2027 8,5%

Aktienzahl (Mio.)	Wert je Aktie (Euro)	Sensitivität Wert je Aktie (Euro)					ewiges Wachstum						
		WACC	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%	9,25%	9,50%	9,75%			
1,20	38,42	9,75%	32,28	34,02	34,96	35,98	38,22	9,75%	32,28	34,02	34,96	35,98	38,22
	+Upside / -Downside 67%	9,50%	33,73	35,60	36,63	37,73	40,18	9,25%	35,27	37,30	38,42	39,62	42,29
	Aktienkurs (Euro) 23,00	9,00%	36,91	39,11	40,33	41,64	44,58	8,75%	38,66	41,06	42,40	43,83	47,06

Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2027e				
		WACC	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
Fremdkapitalquote 30,0%	9,75%	32,76	33,86	34,96	36,07	37,17
Fremdkapitalzins 5,0%	9,50%	34,31	35,47	36,63	37,79	38,95
Marktrendite 9,0%	9,25%	35,98	37,20	38,42	39,64	40,86
risikofreie Rendite 2,50%	9,00%	37,76	39,05	40,33	41,62	42,90
	8,75%	39,68	41,04	42,40	43,75	45,11

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	44,5	51,8	55,0	68,7	79,3
Bestandsveränderungen	-0,5	-2,4	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	44,4	49,9	55,0	68,7	79,3
Materialaufwand	35,7	35,3	38,5	47,3	54,4
Rohertrag	8,7	14,6	16,5	21,4	24,9
Personalaufwendungen	4,7	6,5	8,3	9,3	10,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,0	4,2	4,1	4,4	4,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8
EBITDA	3,4	4,6	4,7	8,4	10,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	2,3	0,8	1,0	1,1
EBITA	2,6	2,3	3,9	7,4	9,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	1,7	1,3	3,0	6,4	8,4
Finanzergebnis	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8	0,5	2,2	5,9	8,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	0,5	2,2	5,9	8,2
EE-Steuern	0,4	0,4	0,6	1,5	2,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	0,1	1,7	4,4	6,1
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4	0,1	1,7	4,4	6,1
Anteile Dritter	-0,2	0,1	0,2	0,5	0,6
Jahresüberschuss	0,7	0,0	1,5	3,9	5,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-1,2%	-4,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,8%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	99,6%	96,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	80,1%	68,1%	70,0%	68,9%	68,6%
Rohertrag	19,5%	28,2%	30,0%	31,1%	31,4%
Personalaufwendungen	10,6%	12,5%	15,0%	13,5%	13,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,5%	8,1%	7,5%	6,4%	5,8%
Sonstige betriebliche Erträge	3,2%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	7,6%	8,9%	8,5%	12,2%	13,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8%	4,5%	1,4%	1,4%	1,4%
EBITA	5,8%	4,4%	7,1%	10,8%	12,0%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	1,1%	0,9%	0,9%	0,7%	0,6%
EBIT	3,7%	2,5%	5,4%	9,3%	10,6%
Finanzergebnis	-1,9%	-1,6%	-1,3%	-0,8%	-0,4%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,9%	1,0%	4,1%	8,5%	10,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,0%	1,0%	4,1%	8,6%	10,3%
EE-Steuern	1,0%	0,8%	1,0%	2,1%	2,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,0%	0,2%	3,1%	6,4%	7,7%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,0%	0,2%	3,1%	6,4%	7,7%
Anteile Dritter	-0,5%	0,2%	0,4%	0,7%	0,8%
Jahresüberschuss	1,5%	-0,1%	2,7%	5,7%	7,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,9	4,6	8,7	8,3	8,0
Sachanlagen	6,3	6,3	9,6	10,0	10,5
Finanzanlagen	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Anlagevermögen	11,5	11,6	19,0	19,0	19,1
Vorräte	5,5	6,1	6,5	8,1	9,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,8	19,5	21,3	26,3	30,2
Liquide Mittel	3,4	4,2	4,6	5,0	7,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Umlaufvermögen	29,6	32,7	35,3	42,3	49,9
Bilanzsumme	41,1	44,3	54,3	61,3	69,0
PASSIVA					
Eigenkapital	3,2	8,0	11,2	16,5	23,3
Anteile Dritter	-0,1	-0,2	1,6	1,6	1,6
Rückstellungen	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	15,5	15,6	19,7	17,7	15,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	15,5	14,3	15,2	19,0	21,9
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6
Verbindlichkeiten	38,0	36,5	41,5	43,2	44,1
Bilanzsumme	41,1	44,3	54,3	61,3	69,0

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,8%	10,4%	16,0%	13,6%	11,5%
Sachanlagen	15,4%	14,3%	17,7%	16,3%	15,2%
Finanzanlagen	0,8%	1,5%	1,2%	1,1%	1,0%
Anlagevermögen	28,0%	26,2%	35,0%	31,0%	27,7%
Vorräte	13,4%	13,8%	12,0%	13,2%	13,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	43,4%	44,1%	39,2%	42,9%	43,8%
Liquide Mittel	8,3%	9,5%	8,4%	8,2%	10,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,9%	6,5%	5,3%	4,7%	4,2%
Umlaufvermögen	72,0%	73,8%	64,9%	69,0%	72,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	7,8%	18,0%	20,7%	26,9%	33,7%
Anteile Dritter	-0,3%	-0,4%	3,0%	2,6%	2,3%
Rückstellungen	3,9%	2,2%	1,8%	1,6%	1,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,7%	35,3%	36,2%	28,8%	22,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	37,7%	32,3%	28,0%	31,0%	31,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,2%	12,7%	10,4%	9,2%	8,2%
Verbindlichkeiten	92,5%	82,4%	76,4%	70,5%	63,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

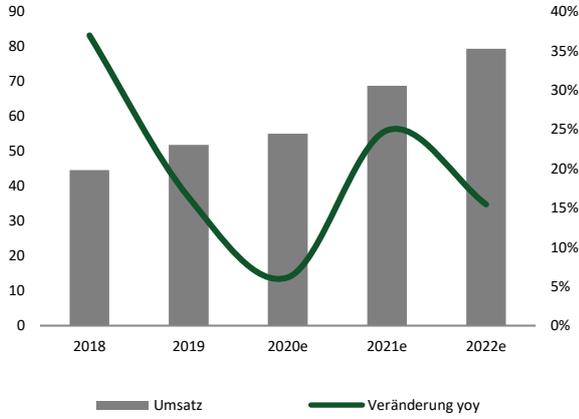
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,4	0,1	1,7	4,4	6,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	2,3	0,8	1,0	1,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,7	2,6	3,4	6,4	8,3
Veränderung Working Capital	-0,7	-3,7	-1,3	-2,8	-2,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,0	-1,1	2,1	3,6	6,0
CAPEX	-1,3	-1,7	-1,6	-2,0	-2,3
Sonstiges	0,4	-0,3	-3,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,9	-2,0	-4,6	-2,0	-2,3
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,8	-1,8	2,1	-2,0	-2,0
Sonstiges	0,1	3,8	0,8	0,8	0,7
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,7	1,9	2,9	-1,2	-1,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,7	-1,2	0,4	0,4	2,4
Endbestand liquide Mittel	-2,9	-4,1	-3,7	-3,3	-0,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

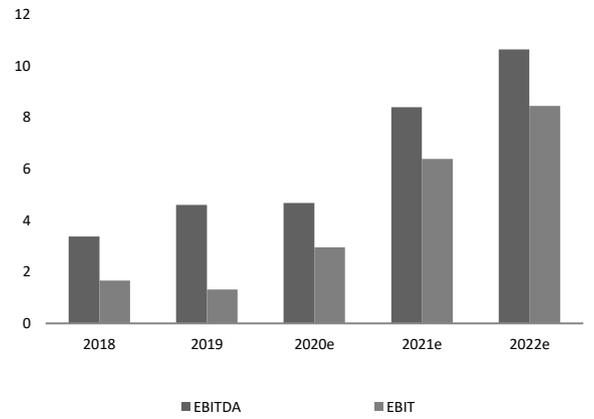
Kennzahlen Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	19,5%	28,2%	30,0%	31,1%	31,4%
EBITDA-Marge (%)	7,6%	8,9%	8,5%	12,2%	13,4%
EBIT-Marge (%)	3,7%	2,5%	5,4%	9,3%	10,6%
EBT-Marge (%)	2,0%	1,0%	4,1%	8,6%	10,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,0%	0,2%	3,1%	6,4%	7,7%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	8,0%	7,6%	12,5%	21,8%	26,4%
ROE (%)	54,7%	-1,4%	18,8%	30,6%	30,5%
ROA (%)	1,6%	-0,1%	2,7%	6,4%	8,0%
Solvanz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	12,1	11,4	15,1	12,6	8,2
Net Debt / EBITDA	3,6	2,5	3,2	1,5	0,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	3,9	1,5	1,2	0,7	0,3
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,7	-2,8	0,5	1,6	3,7
Capex / Umsatz (%)	3%	4%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	15%	17%	20%	19%	20%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,5	8,5	8,3	4,6	3,7
EV/EBIT	23,5	29,6	13,2	6,1	4,6
EV/FCF	54,5	-	77,6	24,3	10,4
KGV	36,5	-	18,9	7,0	5,0
KBV	8,6	3,5	2,5	1,7	1,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

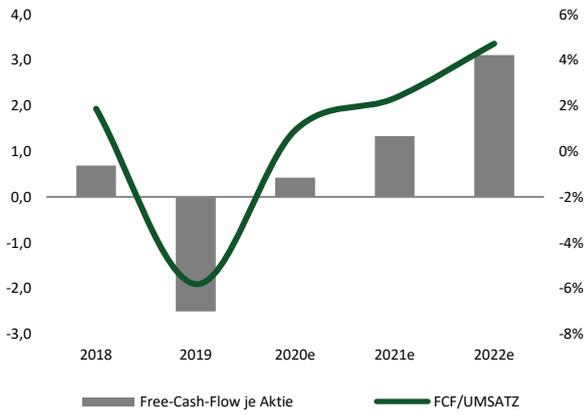
Umsatzentwicklung



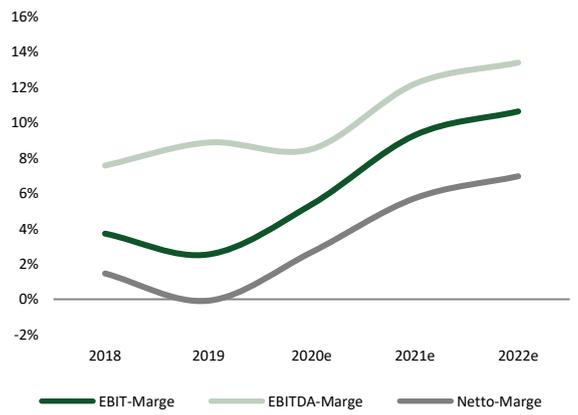
Ergebnisentwicklung



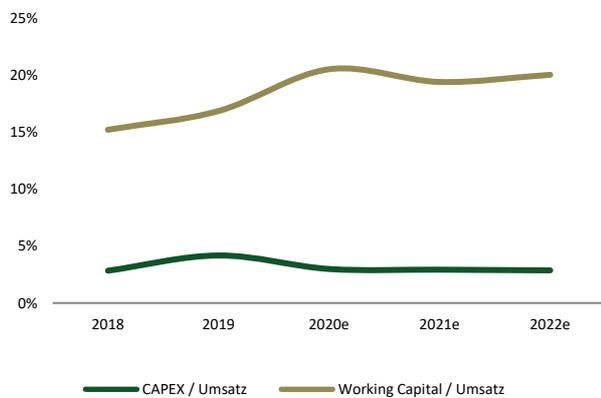
Free-Cash-Flow Entwicklung



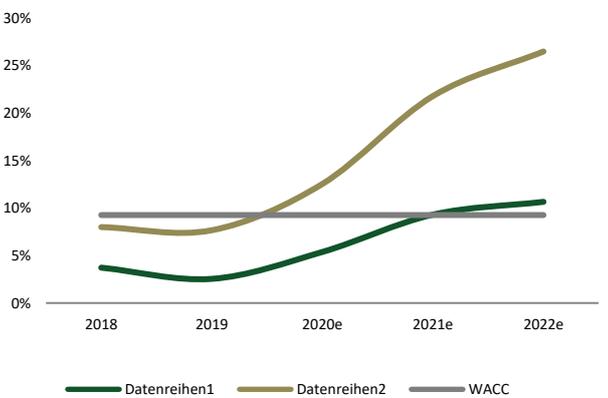
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	26.09.2019	31,00	42,00	+35%
Kaufen	07.10.2019	31,00	42,00	+35%
Kaufen	25.02.2020	28,00	42,00	+50%
Kaufen	03.08.2020	23,00	38,00	+65%
