

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **34,00 Euro** (zuvor: 38,00 Euro)

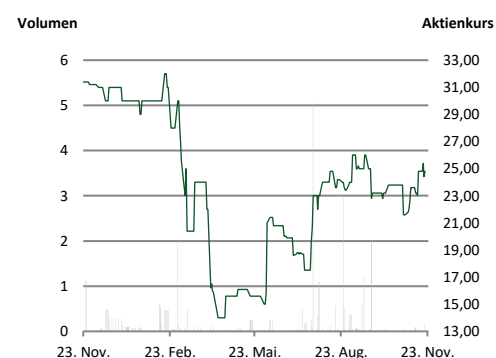
Kurspotenzial: **+43 Prozent**

Aktien­daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	23,80 Euro (München)
Aktienanzahl (in Mio.)	1,20
Marktkap. (in Mio. Euro)	28,6
Enterprise Value (in Mio. Euro)	39,9
Ticker	WAH
ISIN	AT0000A25NJ6

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	33,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	12,20
3 M relativ zum CDAX	+1,6%
6 M relativ zum CDAX	+43,5%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

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

Termine

GB 2020	April 2021
HV	10. Juni 2021

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	55,0	68,7	79,3
Δ in %	-37,3%	-26,6%	-24,4%
EBIT (alt)	3,0	6,4	8,4
Δ in %	n.m	-50,8%	-36,2%
EPS (alt)	1,22	3,27	4,59
Δ in %	n.m	-60,2%	-40,3%

Analyst

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

Publikation

Comment 24. November 2020

Verschärfte Corona-Auswirkungen in zentralen Absatzmärkten erfordern Senkung der Guidance

Die letzte Woche verkündete Anpassung der Jahresziele bringt auch bei Wolf­tank-Adisa die Anfälligkeit des Projektgeschäfts für signifikante Schwankungen bei makroökonomischen Turbulenzen zum Vorschein und deutet darauf hin, dass der Konzern erstmals seit mehr als fünf Jahren wieder einen rückläufigen Jahresumsatz verzeichnen wird. Der Fokus des Investment Cases sollte ungeachtet der kurzfristigen Schwierigkeiten u.E. weiterhin auf den nachhaltigen Perspektiven des Kerngeschäfts und den attraktiven M&A-Chancen liegen.

Geschäft in Italien und China in den vergangenen Wochen schleppender als erwartet: Die seit Verkündung der H1-Zahlen durchwachsener als erhoffte Geschäftsentwicklung ist primär auf die Situation in den beiden Schlüsselregionen Italien und China zurückzuführen. Im letztgenannten Markt wurde demnach zuletzt vermehrt beobachtet, dass die ebenfalls von der Corona-Krise gebeutelte, lobby-starke Stahlindustrie im Bereich von Tankanlagen auf den Austausch anstelle einer Sanierung alter Tanks drängt und somit gewichtige Potenziale für Akteure wie Wolf­tank-Adisa wegfallen. In Italien liegt der wesentliche Grund für die temporär niedrigeren Erlöseingänge hingegen in teils starken Verschiebungen fest geplanter Projekte, für die infolge pandemie-bedingter Verzögerungen bei den zuständigen Behörden noch keine Genehmigungen vorliegen. Auf Ergebnisebene kommt neben fehlenden Skaleneffekten zudem u.a. das in Italien als Maßnahme gegen die Corona-Krise erlassene Kündigungsverbot erschwerend hinzu, aufgrund dessen der nach Fusion der italienischen Konzerntöchter für H2 geplante Personalabbau nicht vollzogen werden kann. Alleine hieraus resultiert u.E. ein negativer Effekt von mehr als 0,8 Mio. Euro.

Prognosen an neue Rahmenbedingungen angepasst: Als Resultat der ausbleibenden Geschäftsdynamik in H2 erwartet der Vorstand für das Gesamtjahr nun einen Konzern­erlös von rund 35 Mio. Euro (zuvor: 51-61 Mio. Euro) und ein EBIT von -2 Mio. Euro (zuvor: 0,9-3,9 Mio. Euro). Zumindest das EBITDA dürfte jedoch im positiven Bereich bleiben. Wir haben unsere Schätzungen auf Basis der neuen Informationslage angepasst und uns auch für den weiteren Prognosezeitraum konservativer positioniert.

Rückkehr auf Wachstumspfad in 2021 realistisch: Nach dem nun ersichtlichen Rücksetzer im außergewöhnlichen Jahr 2020 sollte die operative Entwicklung in 2021 nicht zuletzt dank des durch die Projektverschiebungen sehr starken Auftragsbestandes sowohl umsatz- als auch ertragsseitig wieder deutlich an Fahrt gewinnen. Entsprechend ist auch der Vorstand optimistisch, sodann bereits wieder ein organisches Erlösniveau wie in 2019 (> 50 Mio. Euro) bei verbesserter Profitabilität zu erzielen. Darüber hinaus könnte v.a. die avisierte Übernahme von Petroltecnica für einen massiven Wachstumsimpuls mit weiteren Synergien sorgen und den Konzern in eine neue Größenordnung (> 100 Mio. Euro Umsatz) heben.

Fazit: Der Umsatz- und Ergebniseinbruch in diesem Jahr führt die Anfälligkeit von Wolf­tank-Adisas Geschäftsmodell für kurzfristige Schwankungen vor Augen, beeinträchtigt u.E. aber die strukturellen Aussichten des Kerngeschäfts der Tank- und Umweltsanierung nur bedingt. Trotz eines gesenkten Kursziels von 34,00 Euro (zuvor: 38,00 Euro) erachten wir die Aktie auf dem aktuellen Niveau als zu niedrig bewertet und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	44,5	51,8	34,5	50,4	59,9
Veränderung yoy	37,0%	16,3%	-33,5%	46,2%	18,9%
EBITDA	3,4	4,6	0,1	5,0	7,3
EBIT	1,7	1,3	-1,8	3,1	5,4
Jahresüberschuss	0,7	0,0	-2,1	1,6	3,3
Rohertagsmarge	19,5%	28,2%	30,0%	30,5%	31,0%
EBITDA-Marge	7,6%	8,9%	0,3%	9,9%	12,2%
EBIT-Marge	3,7%	2,5%	-5,3%	6,2%	9,0%
Net Debt	12,1	11,4	17,5	15,4	12,2
Net Debt/EBITDA	3,6	2,5	169,2	3,1	1,7
ROCE	8,0%	7,6%	-8,0%	11,6%	19,3%
EPS	0,63	-0,04	-1,72	1,30	2,74
FCF je Aktie	0,69	-2,51	-1,57	1,05	2,05
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	1,2	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,8	8,7	385,6	8,0	5,5
EV/EBIT	24,1	30,3	n.m.	12,7	7,4
KGV	37,8	n.m.	n.m.	18,3	8,7
KBV	8,9	3,6	3,8	2,8	1,9

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 23,80

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-)Zertifizierungsniveaus 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 Hochleistungsepoxydharze 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 (Hochleistungsepoxydharze) 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

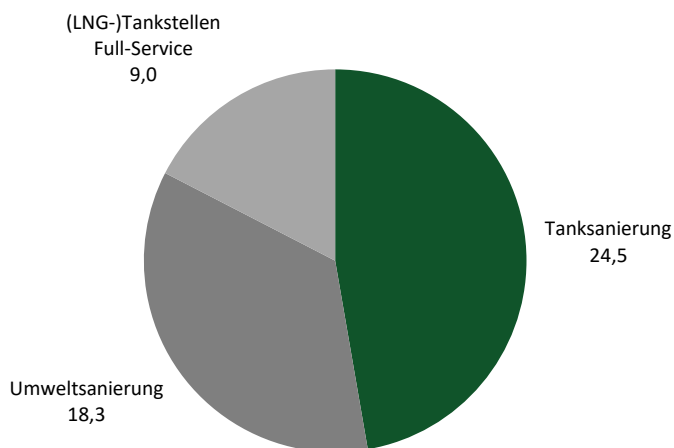


Quelle: Unternehmen, Stand: 2019

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



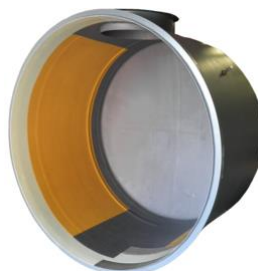
Quelle: Unternehmen

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

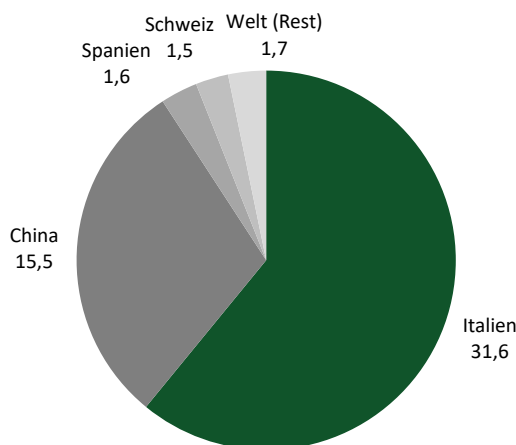


Quelle: Unternehmen

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.

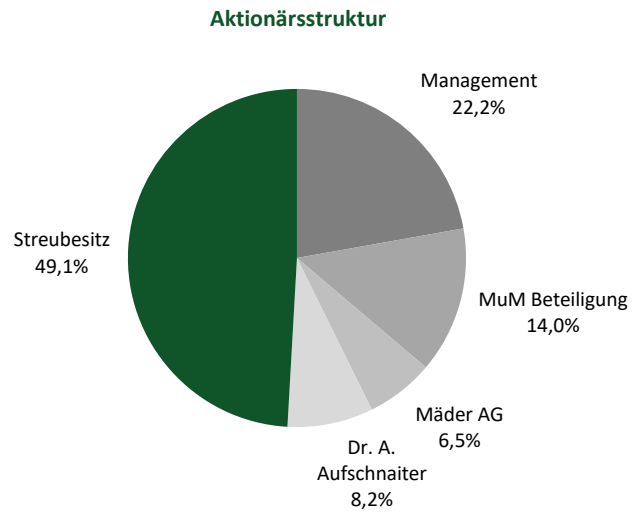
Listing und Aktionärsstruktur

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 zufluss. 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 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	34,5	50,4	59,9	69,1	77,4	85,2	92,0	93,8
Veränderung	-33,5%	46,2%	18,9%	15,4%	12,0%	10,0%	8,0%	2,0%
EBIT	-1,8	3,1	5,4	7,2	7,9	8,5	8,7	8,0
EBIT-Marge	-5,3%	6,2%	9,0%	10,4%	10,2%	10,0%	9,5%	8,5%
NOPAT	-1,4	2,4	4,0	5,4	5,9	6,4	6,6	6,0
Abschreibungen	1,9	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	1,8
in % vom Umsatz	5,6%	3,7%	3,2%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,0	-0,7	-1,3	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4	0,0
- Investitionen	-1,9	-1,8	-1,9	-2,1	-2,4	-2,3	-2,4	-1,8
Investitionsquote	5,6%	3,6%	3,2%	3,1%	3,1%	2,8%	2,6%	2,0%
Übriges	-0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,5	1,3	2,3	3,0	3,3	3,9	4,1	5,4
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Present Value	-1,5	1,3	2,0	2,3	2,4	2,5	2,5	40,7
Kumuliert	-1,5	-0,2	1,7	4,1	6,4	9,0	11,4	52,1

Wertermittlung (Mio. Euro)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	52,1
Terminal Value	40,7
Anteil vom Tpv-Wert	78%
Verbindlichkeiten	15,4
Liquide Mittel	4,2
Eigenkapitalwert	40,9
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2020-2023 26,1%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2020-2026 17,8%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2027 2,0%
	EBIT-Marge 2020-2023 5,1%
	EBIT-Marge 2020-2026 7,1%
	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%	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%	
1,20	33,99	9,75%	27,94	29,70	30,66	31,68	33,95	9,75%	27,94	29,70	30,66	31,68	33,95
	+Upside / -Downside	9,50%	29,33	31,23	32,27	33,38	35,85	9,50%	29,33	31,23	32,27	33,38	35,85
	Aktienkurs (Euro)	9,25%	30,81	32,86	33,99	35,20	37,90	9,25%	30,81	32,86	33,99	35,20	37,90
	Modellparameter	9,00%	32,40	34,62	35,85	37,17	40,12	9,00%	32,40	34,62	35,85	37,17	40,12
	Fremdkapitalquote	8,75%	34,09	36,50	37,84	39,29	42,54	8,75%	34,09	36,50	37,84	39,29	42,54
	Fremdkapitalzins												
	Marktrendite												
	risikofreie Rendite												

Beta	WACC	ewiges Wachstum	Sensitivität Wert je Aktie (Euro)					EBIT-Marge ab 2027e						
			WACC	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%	
1,40	9,2%	2,0%	9,75%	28,65	29,65	30,66	31,66	32,66	9,75%	28,65	29,65	30,66	31,66	32,66
			9,50%	30,16	31,22	32,27	33,32	34,37	9,50%	30,16	31,22	32,27	33,32	34,37
			9,25%	31,78	32,89	33,99	35,10	36,20	9,25%	31,78	32,89	33,99	35,10	36,20
			9,00%	33,52	34,68	35,85	37,01	38,17	9,00%	33,52	34,68	35,85	37,01	38,17
			8,75%	35,39	36,62	37,84	39,06	40,29	8,75%	35,39	36,62	37,84	39,06	40,29

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	44,5	51,8	34,5	50,4	59,9
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	34,5	50,4	59,9
Materialaufwand	35,7	35,3	24,1	35,0	41,3
Rohertrag	8,7	14,6	10,3	15,4	18,6
Personalaufwendungen	4,7	6,5	8,1	7,7	8,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,0	4,2	2,5	3,2	3,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,7	0,3	0,5	0,6
EBITDA	3,4	4,6	0,1	5,0	7,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	2,3	0,9	0,9	0,9
EBITA	2,6	2,3	-0,8	4,1	6,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	1,7	1,3	-1,8	3,1	5,4
Finanzergebnis	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,4
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8	0,5	-2,6	2,5	5,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	0,5	-2,6	2,6	5,0
EE-Steuern	0,4	0,4	-0,6	0,6	1,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	0,1	-1,9	1,9	3,7
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4	0,1	-1,9	1,9	3,7
Anteile Dritter	-0,2	0,1	0,1	0,4	0,4
Jahresüberschuss	0,7	0,0	-2,1	1,6	3,3

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%	69,5%	69,0%
Rohertrag	19,5%	28,2%	30,0%	30,5%	31,0%
Personalaufwendungen	10,6%	12,5%	23,5%	15,2%	14,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,5%	8,1%	7,2%	6,4%	5,8%
Sonstige betriebliche Erträge	3,2%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	7,6%	8,9%	0,3%	9,9%	12,2%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8%	4,5%	2,7%	1,7%	1,5%
EBITA	5,8%	4,4%	-2,4%	8,2%	10,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0%	0,9%	1,5%	1,0%	0,9%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	1,1%	0,9%	1,4%	1,0%	0,8%
EBIT	3,7%	2,5%	-5,3%	6,2%	9,0%
Finanzergebnis	-1,9%	-1,6%	-2,2%	-1,2%	-0,7%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,9%	1,0%	-7,5%	5,0%	8,3%
Außerordentliches Ergebnis	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,0%	1,0%	-7,5%	5,1%	8,3%
EE-Steuern	1,0%	0,8%	-1,9%	1,3%	2,1%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,0%	0,2%	-5,6%	3,8%	6,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,0%	0,2%	-5,6%	3,8%	6,3%
Anteile Dritter	-0,5%	0,2%	0,4%	0,7%	0,8%
Jahresüberschuss	1,5%	-0,1%	-6,0%	3,1%	5,5%

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	7,9
Sachanlagen	6,3	6,3	9,7	10,0	10,4
Finanzanlagen	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Anlagevermögen	11,5	11,6	19,1	19,0	19,0
Vorräte	5,5	6,1	5,7	5,9	7,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,8	19,5	15,1	20,0	22,8
Liquide Mittel	3,4	4,2	2,2	2,3	3,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Umlaufvermögen	29,6	32,7	25,9	31,1	36,1
Bilanzsumme	41,1	44,3	44,9	50,1	55,1
PASSIVA					
Eigenkapital	3,2	8,0	7,5	10,4	14,8
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	9,5	13,9	16,5
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6
Verbindlichkeiten	38,0	36,5	35,8	38,1	38,7
Bilanzsumme	41,1	44,3	44,9	50,1	55,1

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%	19,4%	16,6%	14,4%
Sachanlagen	15,4%	14,3%	21,6%	20,0%	18,9%
Finanzanlagen	0,8%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%
Anlagevermögen	28,0%	26,2%	42,5%	38,0%	34,5%
Vorräte	13,4%	13,8%	12,7%	11,8%	12,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	43,4%	44,1%	33,6%	39,9%	41,4%
Liquide Mittel	8,3%	9,5%	4,9%	4,5%	6,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,9%	6,5%	6,4%	5,7%	5,2%
Umlaufvermögen	72,0%	73,8%	57,6%	62,0%	65,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	7,8%	18,0%	16,7%	20,7%	26,8%
Anteile Dritter	-0,3%	-0,4%	3,6%	3,2%	2,9%
Rückstellungen	3,9%	2,2%	2,1%	1,9%	1,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,7%	35,3%	43,8%	35,2%	28,4%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	37,7%	32,3%	21,2%	27,7%	29,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,2%	12,7%	12,5%	11,2%	10,2%
Verbindlichkeiten	92,5%	82,4%	79,7%	76,1%	70,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

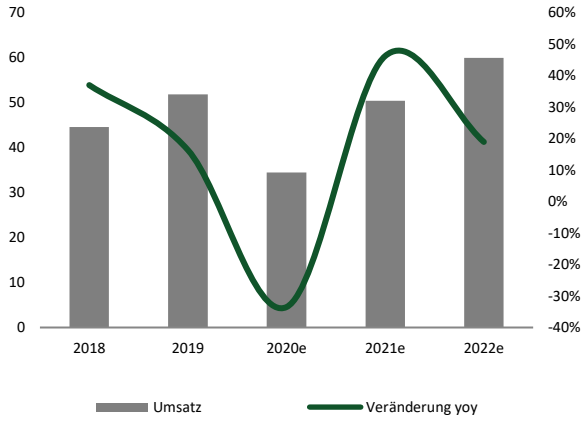
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,4	0,1	-1,9	1,9	3,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	2,3	0,9	0,9	0,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	-0,1	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	0,0	3,8	5,7
Veränderung Working Capital	-0,7	-3,7	0,0	-0,7	-1,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,0	-1,1	0,0	3,1	4,4
CAPEX	-1,3	-1,7	-1,9	-1,8	-1,9
Sonstiges	0,4	-0,3	-3,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,9	-2,0	-4,9	-1,8	-1,9
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	-2,0	0,1	1,2
Endbestand liquide Mittel	-2,9	-4,1	-6,1	-6,0	-4,8

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

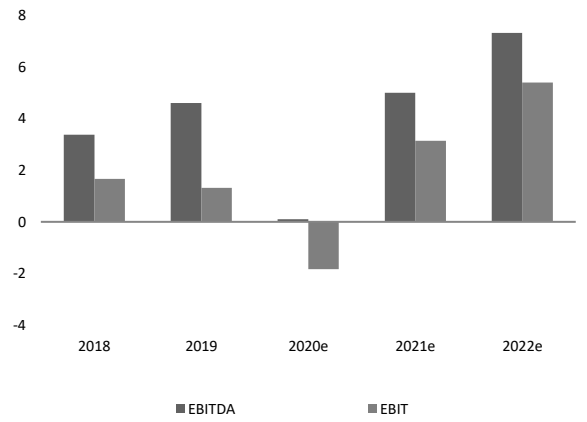
Kennzahlen Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	19,5%	28,2%	30,0%	30,5%	31,0%
EBITDA-Marge (%)	7,6%	8,9%	0,3%	9,9%	12,2%
EBIT-Marge (%)	3,7%	2,5%	-5,3%	6,2%	9,0%
EBT-Marge (%)	2,0%	1,0%	-7,5%	5,1%	8,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,0%	0,2%	-5,6%	3,8%	6,3%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	8,0%	7,6%	-8,0%	11,6%	19,3%
ROE (%)	54,7%	-1,4%	-26,5%	17,1%	27,5%
ROA (%)	1,6%	-0,1%	-4,6%	3,1%	6,0%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	12,1	11,4	17,5	15,4	12,2
Net Debt / EBITDA	3,6	2,5	169,2	3,1	1,7
Net Gearing (Net Debt/EK)	3,9	1,5	1,9	1,3	0,7
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,7	-2,8	-1,9	1,3	2,5
Capex / Umsatz (%)	3%	4%	6%	4%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	15%	17%	31%	22%	20%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,9	0,8	1,2	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,8	8,7	385,6	8,0	5,5
EV/EBIT	24,1	30,3	-	12,7	7,4
EV/FCF	55,9	-	-	31,7	16,1
KGV	37,8	-	-	18,3	8,7
KBV	8,9	3,6	3,8	2,8	1,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

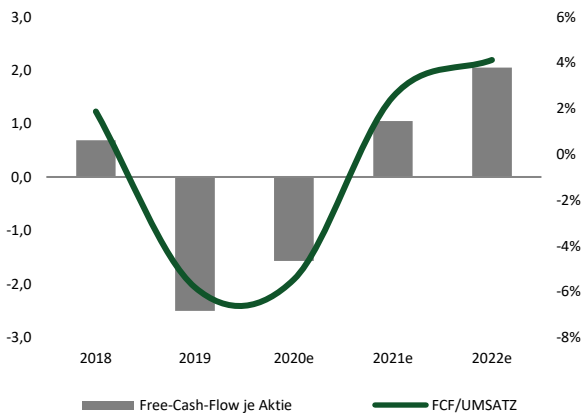
Umsatzentwicklung



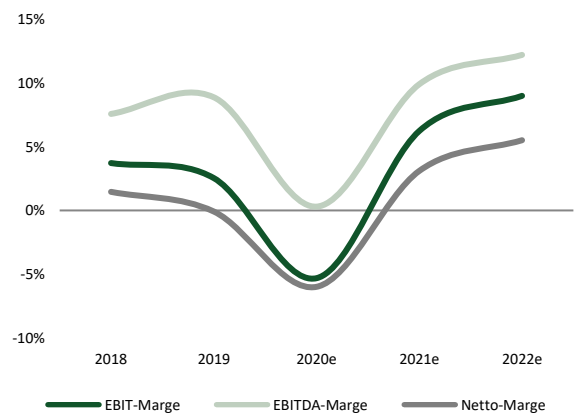
Ergebnisentwicklung



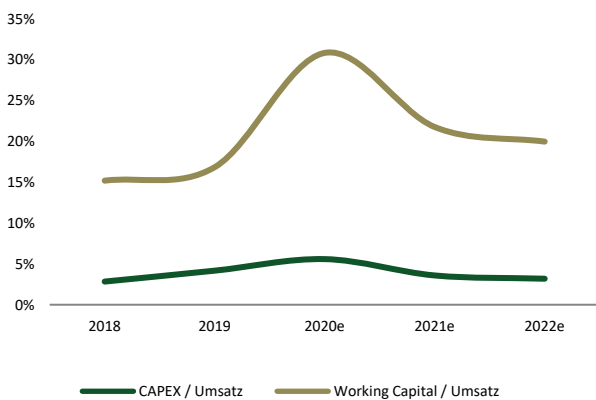
Free-Cash-Flow Entwicklung



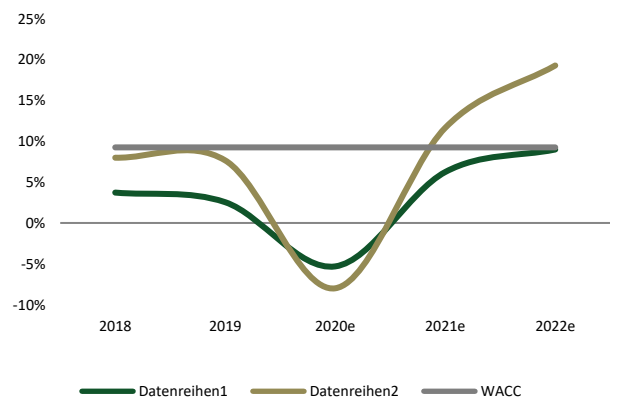
Margenentwicklung



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%
Kaufen	08.09.2020	25,80	38,00	+47%
Kaufen	24.11.2020	23,80	34,00	+43%
