

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **45,00 Euro**

Kurspotenzial: **+16 Prozent**

Aktiendaten

KURS (Schlusskurs Vortag)	38,85 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	5,04
Marktkap. (in Mio. Euro)	196,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	241,7
Ticker	UZU
ISIN	DE0007551509

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	41,34
52 Wochen-Tief (in Euro)	24,50
3 M relativ zum CDAX	+12,3%
6 M relativ zum CDAX	+18,8%



Quelle: Capital IQ
 ■ Volume in Tsd. St. — Kurs in EUR

Aktionärsstruktur

Streubesitz	19,0%
Familie Utz	55,0%
Polysshare GmbH	26,0%

Termine

Q2 Bericht	28. August 2015
Q3 Bericht	13. November 2015

Prognosen Anpassung

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	253,4	288,9	326,4
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	18,9	22,6	26,6
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	2,46	2,99	3,54
Δ in %	-	-	-

Analyst

Alexander Drews
 +49 40 41111 37 84
 a.drews@montega.de

Publikation

Erststudie 21. Mai 2015

Der Boden für Wachstum ist gelegt

Die Uzin Utz AG ist einer der führenden Bodenspezialisten in Europa. Über die sechs Konzernmarken bietet das Familienunternehmen Premiümlösungen für die Verlegung und Bearbeitung von Böden. Zum Produktportfolio zählen u.a. Grundierungen, Klebstoffe oder auch Bodenbearbeitungsmaschinen. Kunden sind Fachhandwerker, die weniger preissensibel sind, aber deutlich höhere Anforderungen an die Produktqualität stellen.

Der wettbewerbsintensive Markt für Bodensysteme ist direkt von der europäischen Baukonjunktur abhängig, die sich in den letzten Jahren schwach entwickelt hat. Uzin gelang es dennoch, gegen den Markttrend zu wachsen. Grundlage für diesen Erfolg sind 1) eine klare Fokussierung auf die Nische der Bodensysteme, 2) eine hohe Produktqualität, die ein Preispremium zulässt, 3) stetige Produktinnovationen und 4) ein umfassender Service. Diese Differenzierungsmerkmale führen dazu, dass Uzin regelmäßig von den Kunden zum besten Anbieter gewählt wird und sich gegenüber Branchengrößen wie Henkel (Thomsit) oder PCI (BASF-Tochter) behaupten kann.

Seit 2011 führt Uzin ein umfangreiches Investitionsprogramm in neue Fabriken, Produkte und den Vertrieb durch. Mittelfristiges Ziel ist es, den Umsatz von aktuell 230 Mio. Euro bis 2019 auf 400 Mio. Euro annähernd zu verdoppeln. Das Unternehmen will u.a. seine vorteilhafte Wettbewerbsposition nutzen, um in den europäischen Zielmärkten den Marktanteil auf 18-28% auszubauen (aktuell: 6-25%). Mit der Eröffnung der ersten Fabrik in den USA im Sommer wird u.E. allein in dieser Region der Umsatz mittelfristig um 40 Mio. Euro auf über 50 Mio. Euro gesteigert werden. Dabei sollte das Unternehmen auch Rückenwind von der Marktseite bekommen. So wird sowohl für die USA als auch Europa nach zuletzt schwierigen Jahren wieder mit einer Belebung der Baukonjunktur gerechnet. Treiber sind Nachholeffekte und das sehr niedrige Zinsniveau.

Das erwartete, dynamische Umsatzwachstum dürfte mit einer weiteren Ergebnissteigerung einhergehen. So hatten die Vorlaufkosten für neue Fabriken und Produkte seit 2011 zu einer spürbaren Ergebnisbelastung geführt. Nachdem im laufenden Jahr die wesentlichen Investitionen abgeschlossen sind, erwarten wir eine Rückkehr der Profitabilität auf das ursprüngliche EBIT-Margenniveau von 8-9%. Hierdurch dürfte sich das EBIT bis 2019 auf 32 Mio. Euro verbessern.

Der starke Kursanstieg in den letzten 12 Monaten verdeutlicht, dass der Markt dieses Wachstumspotenzial bereits erkannt hat. Dennoch sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau weiteres Upside für langfristig orientierte Investoren. Unser DCF-Modell impliziert einen fairen Wert der Aktie bei 45,00 Euro. Dieses Ergebnis wird auch von der Peergroup-Analyse gestützt.

Fazit: Uzin zeichnet sich durch eine hervorragende Wettbewerbsposition aus, die dazu führen sollte, dass der Konzern in den nächsten Jahren sein Umsatz- und Ergebnisniveau deutlich erhöhen wird. Wir nehmen daher die Coverage der Uzin Utz AG mit dem Rating Kaufen auf, das Kursziel lautet 45,00 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	217,0	230,4	253,4	288,9	326,4
Veränderung yoy	4,7%	6,2%	10,0%	14,0%	13,0%
EBITDA	20,8	23,6	26,6	30,3	34,3
EBIT	13,9	16,3	18,9	22,6	26,6
Jahresüberschuss	10,0	10,9	12,4	15,1	17,8
Rohertagsmarge	56,6%	57,2%	57,7%	57,4%	57,1%
EBITDA-Marge	9,6%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	6,4%	7,1%	7,5%	7,8%	8,1%
Net Debt	40,9	45,8	47,0	45,7	43,0
Net Debt/EBITDA	2,0	1,9	1,8	1,5	1,3
ROCE	9,7%	10,5%	11,4%	13,0%	14,5%
EPS	1,99	2,16	2,46	2,99	3,54
FCF je Aktie	-0,59	0,66	0,64	1,24	1,73
Dividende	0,80	0,90	0,98	1,20	1,42
Dividendenrendite	2,1%	2,3%	2,5%	3,1%	3,7%
EV/Umsatz	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,6	10,3	9,1	8,0	7,1
EV/EBIT	17,5	14,9	12,8	10,7	9,1
KGV	19,5	18,0	15,8	13,0	11,0
P/B	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 38,85

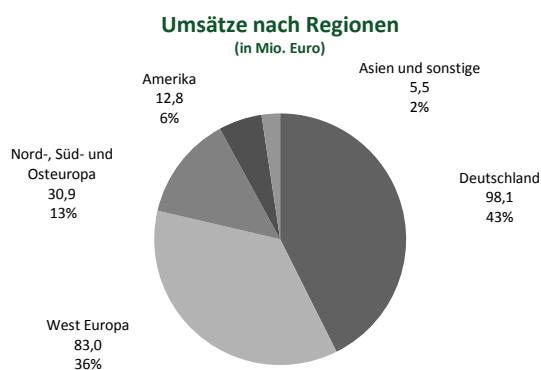
INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Europäische Baubranche erholt sich langsam	3
Marktführer durch Qualität und Innovation	4
Umsatzwachstum dürfte sich beschleunigen	5
EPS-Verdopplung bis 2019 avisiert	6
Guidance sehr konservativ - Kurzfristiger Newsflow sollte gut ausfallen	7
Aktie bietet weiterhin Upside	7
Fazit	7
Timing und Sentiment	8
Newsflow dürfte weiterhin positiv ausfallen	8
SWOT	9
Stärken	9
Schwächen	9
Chancen	9
Risiken	9
Markt und Wettbewerb	10
Markt für Bodensysteme	10
Europäischer Bodenmarkt von Wirtschaftskrise gezeichnet	10
Bauwirtschaft in Westeuropa mit ersten Erholungstendenzen	11
Anziehender deutscher Wohnungsbaumarkt als treibende Kraft	12
US-Markt wieder mit deutlicher Belegung	13
Wettbewerbsqualität	15
Mehrmarkenstrategie - Spezialisten für alle Bereiche	15
Vorsprung durch Innovation	16
Umfassender Service stärkt Kundenbindung	18
Lokale Präsenz in den Zielmärkten	18
Finanzen	19
Uzin mit guter Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2014	19
Jahresauftakt nach Maß	19
Beschleunigung des Wachstums in den kommenden Jahren erwartet	19
Investitionsphase abgeschlossen – Margen dürften wieder steigen	21
Gute Bilanzqualität	23
Verlässlicher Dividendenzahler	24
Bewertung	25
DCF-Modell	25
Peergroup	27
Unternehmenshintergrund	29
Food Chain	31
Anhang	33
Disclaimer	37

INVESTMENT CASE

Die Uzin Utz Gruppe ist einer der führenden Komplettanbieter für Bodensysteme in Europa. Mit Ausnahme des eigentlichen Bodenbelags stellt das Unternehmen über seine sechs Marken nahezu alle Produkte rund um das Thema Bodenverlegung und -pflege selber her. Zum Sortiment zählen beispielsweise Estriche, Klebstoffe, Bodenbearbeitungsmaschinen und Reinigungsprodukte. Als Premiumanbieter mit dem höchsten Qualitätsanspruch fokussiert sich Uzin dabei ausschließlich auf die weniger preissensible Kundengruppe der Fachhandwerker, die entweder direkt oder über den Großhandel beliefert werden.

Zu den wichtigsten Märkten von Uzin zählen Deutschland, die Niederlande, Frankreich und Großbritannien. Zusätzlich ist das Unternehmen seit einigen Jahren sehr erfolgreich in den USA aktiv und wird hier im Sommer die erste Produktionsstätte in Betrieb nehmen. Die regionale Umsatzaufteilung ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: Unternehmen

Europäische Baubranche erholt sich langsam

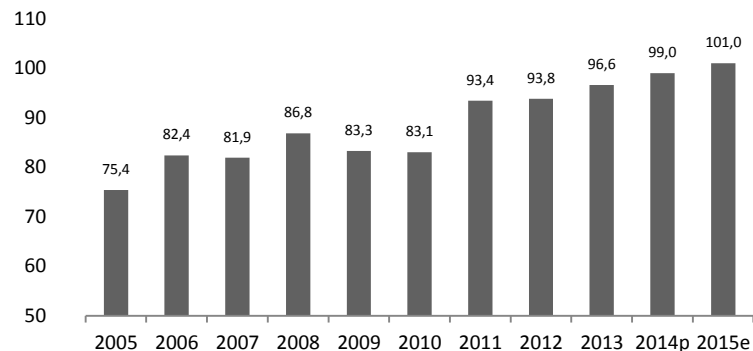
Die Nachfrage nach Bodensystemen ist stark von der Entwicklung des Hochbaus abhängig, da Fußböden meist bei Neubauten oder größeren Renovierungen verlegt bzw. ausgetauscht werden. Entsprechend handelt es sich hierbei um einen sehr reifen Markt, der sich im Einklang mit der gesamten Bauwirtschaft entwickelt und somit nur moderate Wachstumsraten aufweist. Aufgrund der seit Jahren anhaltenden Rezession in der europäischen Bauwirtschaft war die Fläche der verlegten Böden zuletzt sogar rückläufig. Uzin ist es dennoch gelungen, über Marktanteilsgewinne in diesem schweren Umfeld zu wachsen (unbereinigtes CAGR 10 Jahre: 6,6%).

Nach einer leichten Erholung der Bauaktivitäten in 2014 (+1%) erwartet Euroconstruct für die kommenden Jahre eine Steigerung der Wachstumsraten. Insgesamt sollen der Wohnungsbau und der Nichtwohnhochbau bis 2017 mit 6,5% bzw. 6,0% zulegen (real). Damit dürfte das Bauvolumen aber immer noch unter dem Wert von 2011 liegen. Lediglich die für Uzin wichtigen Arbeiten an Bestandsmaßnahmen (rund 80% Umsatzanteil) werden voraussichtlich in 2016 wieder den Ausgangswert erreichen.

Deutscher Wohnungsbau als treibende Kraft

Deutlich positiver gestaltete sich die Entwicklung in Deutschland (Uzin-Umsatzanteil: 43%). Dank eines starken Wohnungsbausektors stiegen die Umsätze im Bauhauptgewerbe seit 2011 sukzessive an. Für das laufende Jahr erwartet der Hauptverband der Bauindustrie ein Umsatzplus von 2% für die gesamte Branche und 3% für den Wohnungsbau. Die nachfolgende Grafik fasst die historische und prognostizierte Umsatzentwicklung des Bauhauptgewerbes zusammen.

Umsatz Bauhauptgewerbe in Deutschland
(in Mrd. Euro)



Quelle: Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V.

Nullzinspolitik treibt Investitionen ins Eigenheim

Wachstumstreiber sind die zu geringe Wohnungsbautätigkeit Anfang des Jahrtausends (Nachholeffekt), steigende Zuwanderungsraten, die gute Beschäftigungslage und das sehr niedrige Zinsniveau. Letzteres dürfte vor allem auch die Renovierungsnachfrage treiben, da die Sparneigung der Deutschen durch die Nullzinspolitik auf ein Rekordtief gefallen ist. Neben steigenden Konsumausgaben wird daher vor allem auch in die Verbesserung des Eigenheims investiert. So stiegen laut GfK die Ausgaben für Renovierungen in 2014 um 10% an. Diese Entwicklung dürfte sich durch die jüngste Entscheidung der EZB zum Aufkauf von Staatsanleihen fortsetzen.

Marktführer durch Qualität und Innovation

Uzin ist einer der wenigen Hersteller, die sich ausschließlich auf die Nische der Bodensysteme spezialisiert haben. Dabei konkurriert die Gruppe in ihren europäischen Zielmärkten meist mit größeren Konzernen, die jedoch deutlich weniger fokussiert sind. Wichtige Wettbewerber sind u.a. Henkel (Thomsit), die Schweizer Sika (inkl. Schönox) oder die zur BASF gehörende PCI.

Uzin differenziert sich in diesem intensiven Wettbewerbsumfeld vor allem durch die folgenden Punkte:

- **Klarer Fokus auf Nische der Bodensysteme:** Uzin ist ausschließlich auf Bodensysteme spezialisiert. In dieser Nische besticht das Unternehmen durch eine einzigartige Produkttiefe und -breite, die kaum von einem Wettbewerber erreicht wird.
- **Höchste Produktqualität:** Bei der Mehrmarkenstrategie handelt es sich um keine preisliche oder qualitative Differenzierung. Alle sechs Konzernmarken bieten Premiümlösungen für den Fachhandwerker, die sich durch die höchste Produktqualität auszeichnen und deshalb höher gepreist sind als die Konkurrenz.
- **Innovationsführerschaft:** Zur Absicherung des Wettbewerbsvorsprungs wird das Produktsortiment stetig weiterentwickelt. Entsprechend liegt der Umsatzanteil von Produkten, die nicht älter als 5 Jahre sind, bei über 50%. Neben den verbesserten Produkteigenschaften zeichnen sich die Weiterentwicklungen auch durch eine höhere Sicherheit für den Verarbeiter (emissionsarm) und ökologische Verträglichkeit aus.
- **Servicequalität:** Für den Fachhandwerker ist bei der Kaufentscheidung neben der Produktqualität vor allem auch der Service relevant. Uzin engagiert daher bei der technischen Beratung Handwerksmeister, die auf Augenhöhe mit dem Kunden kommunizieren und bei der Projektplanung unterstützen. Dies bietet dem Verarbeiter einen klaren Mehrwert, der höhere Preise rechtfertigt.
- **Internationale Präsenz:** Angesichts der regional unterschiedlichen Produkthanforderungen und eines hohen Anteils der Transportkosten am

Produktpreis, ist die lokale Präsenz in den Zielmärkten unerlässlich. Uzin hat daher Produktionsstandorte in 9 verschiedenen Ländern, die die Kernmärkte in Europa, den USA und Südostasien beliefern.

Die hohe Wettbewerbsqualität wird durch zahlreiche Auszeichnungen unterstrichen. So wurde Uzin zum wiederholten Mal in der Großhandelsumfrage der Fachzeitschrift BTH Heimtex von den Kunden zum besten Anbieter gewählt. Zudem wurde das Unternehmen von der WirtschaftsWoche als zweitinnovativster Mittelständler in Deutschland geehrt.

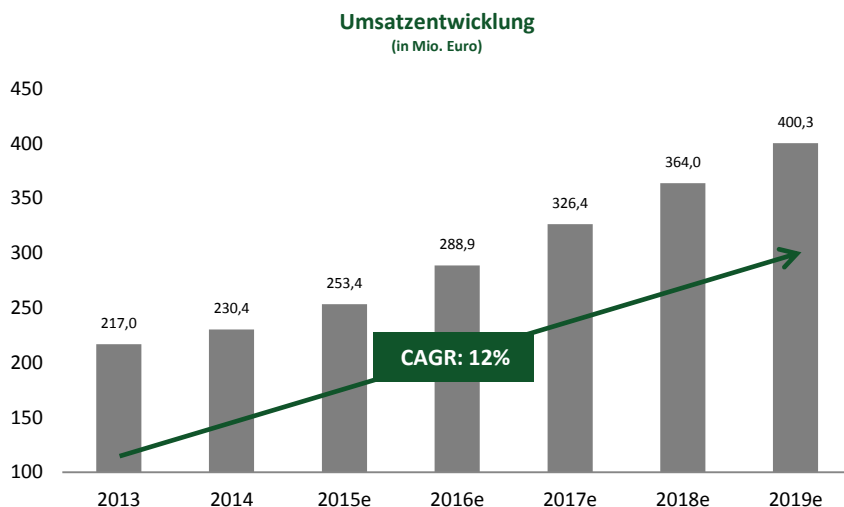
Umsatzwachstum dürfte sich beschleunigen

Die klare und von den Kunden wahrgenommene Differenzierung im Wettbewerb hat dazu geführt, dass Uzin trotz der schwierigen Marktbedingungen seinen Umsatz in den letzten 10 Jahren kontinuierlich steigern konnte. Lediglich in 2009 musste aufgrund der Finanzkrise ein Umsatzrückgang von 2,9% hingenommen werden. Das unbereinigte CAGR lag bei 6,6%, während das deutsche Bauhauptgewerbe nur ein CAGR von 2,2% verzeichnete.

Für die kommenden Jahre gehen wir von einer Verdoppelung der Wachstumsraten bei Uzin Utz aus. Bis 2019 sollte der Umsatz daher von 230 Mio. Euro auf 400 Mio. Euro ansteigen. Dies deckt sich mit der Mittelfristplanung des Unternehmens. Wir stützen unsere Prognosen auf die folgenden Punkte:

- **Kapazitäten ausgebaut:** Das Wachstum der vergangenen Jahre hatte dazu geführt, dass zuletzt am Rande der Kapazitätsgrenze produziert wurde. Uzin hat daher verstärkt in neue Fabriken investiert. Die Investitionsquote erreichte mit 8,7% in 2013 ihren Höhepunkt (Industriedurchschnitt: 3%). Mit der Eröffnung der Fabriken in den Niederlanden in 2014 sowie in den USA und Deutschland in 2015 dürfte die Investitionsphase vorerst abgeschlossen sein und das Umsatzpotenzial deutlich steigen.
- **Marktanteilsgewinne:** Uzin konnte in den letzten Jahren seine Marktanteile in Deutschland und Europa deutlich ausbauen (aktuell: 6-25%). Die Strategie für die kommenden Jahre sieht vor, sich auf die bestehenden Kernmärkte zu fokussieren und hier die Marktanteile auf 18-28% zu erhöhen. Angesichts der hohen Wettbewerbsqualität und der bereits erzielten Erfolge in den letzten Jahren halten wir dieses Ziel für gut erreichbar.
- **Verbesserung der Marktlage:** Neben der eigenen Stärke dürfte Uzin in den kommenden Jahren auch von Nachholeffekten in der europäischen Bauwirtschaft profitieren. Diese sollten zu einer insgesamt steigenden Nachfrage nach Bodensystemen führen.

Die von uns prognostizierte Umsatzentwicklung bis 2019 ist nachfolgend dargestellt.



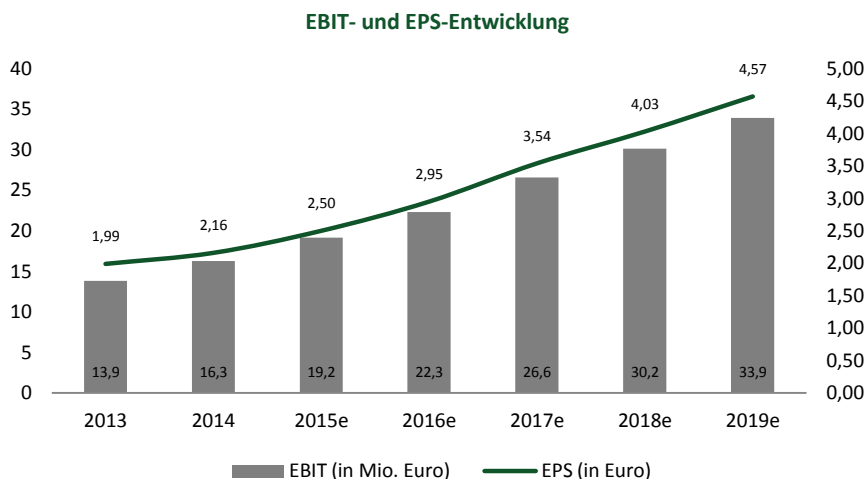
Quelle: Unternehmen, Montega

EPS-Verdopplung bis 2019 avisiert

Der von uns prognostizierte Umsatzanstieg auf 400 Mio. Euro sollte den wesentlichen Ergebnistreiber bis 2019 darstellen. Darüber hinaus sehen wir auf EBIT-Ebene ein Verbesserungspotenzial der Marge um 1PP bis 2PP. Dies ist eine Folge von:

- **Rückgang der Investitionen auf Normalniveau:** Insbesondere die hohe Investitionstätigkeit seit 2011 hatte dazu geführt, dass die EBIT-Marge von 9% in 2010 auf 6,4% in 2013 gefallen ist. Durch den Wegfall der Ramp-up-Kosten dürfte sich die Ertragskraft wieder auf dem vorherigen Niveau stabilisieren. Dies ist bereits in der positiven Margenentwicklung in 2014 zu beobachten (7,1%).
- **Rückläufige Materialkostenquote:** Uzin sollte kurzfristig vor allem von den niedrigen Rohstoffkosten profitieren. Da das Unternehmen zudem auf kontinuierliche Preiserhöhungen setzt, dürfte die Materialkostenquote weiter fallen.

Den positiven Effekten auf der Materialkostenseite stehen jedoch die höheren Aufwendungen für den Ausbau des Vertriebs gegenüber. Wir gehen daher davon aus, dass Uzin mittelfristig ein EBIT-Margenniveau von 8-9% erzielen wird. Der Rückgang der Investitionen sollte außerdem dazu führen, dass die Verschuldung zurückgefahren und somit der Finanzaufwand reduziert wird. Hierdurch dürfte das EPS leicht überproportional zum EBIT steigen, wie die nachfolgende Grafik zeigt.



Quelle: Unternehmen, Montega

Guidance sehr konservativ - Kurzfristiger Newsflow sollte gut ausfallen

Die oben beschriebene Umsatz- und Ergebnisentwicklung sollte dazu beitragen, dass die Aktie nachhaltig steigt. Daneben sehen wir aber auch kurzfristige Kurstreiber, die vor allem aus der konservativen Guidance des Unternehmens resultieren. So hatte der Vorstand auf der Bilanzpressekonferenz Mitte April die Ziele für 2015 sehr vorsichtig formuliert. Wie im letzten Jahr wird mit leichten Umsatz- und Ergebniszuwächsen gerechnet. Wir gehen davon aus, dass die Guidance zu konservativ ist und im Jahresverlauf angehoben werden muss. Hierfür sprechen u.a. die sehr gut ausgefallenen Q1-Zahlen. So wurde der Umsatz im traditionell schwächsten Quartal um mehr als 9% auf 60,9 Mio. Euro gesteigert. Das EBIT verbesserte sich von 3,5 Mio. Euro auf 3,9 Mio. Euro.

Aktie bietet weiterhin Upside

Der positive Kursverlauf der Aktie deutet darauf hin, dass der Markt zunehmend das Wachstumspotenzial von Uzin erkennt. Allerdings implizieren unsere beiden Bewertungsverfahren weiterhin eine Unterbewertung der Aktie in der Größenordnung von 7-23%. Hierbei treffen wir folgende Annahmen:

- **DCF:** Unter der Prämisse einer Beschleunigung des Wachstums und einer Rückkehr des Margenniveaus auf 7-9% sowie der Zugrundelegung eines WACC von 7,39% resultiert ein Kursziel von 45,00 Euro je Aktie.
- **Peergroup:** Die Peergroup unterstützt das Ergebnis der DCF-Bewertung, wenngleich das Upside etwas geringer ausfällt (KGV: 7-23%).

Wir legen das Kursziel für die Uzin Utz Aktie auf Basis unsers DCF-Modells auf 45,00 Euro fest.

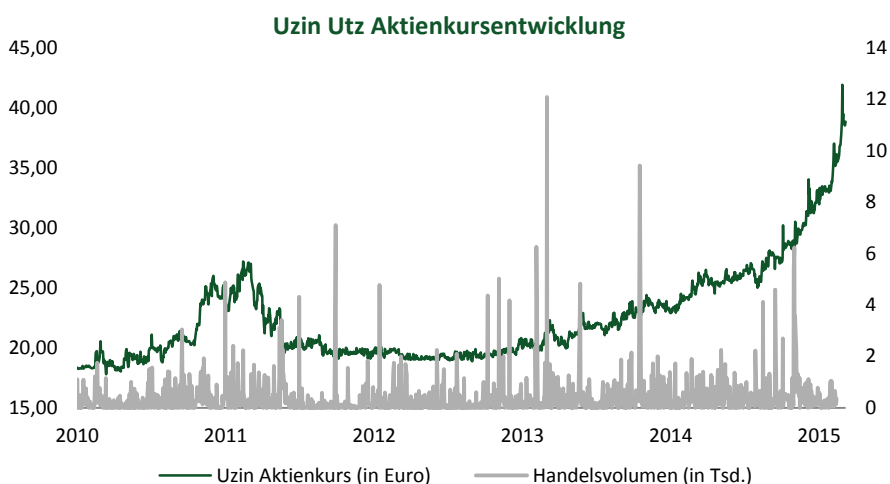
Fazit

Die Uzin Utz AG ist der führende Anbieter von Systemen für die Bodenverlegung. Aufgrund der hohen Wettbewerbsqualität ist es dem Unternehmen in den letzten Jahren gelungen, gegen den Markttrend zu wachsen und somit Marktanteile zu gewinnen. Gleichzeitig hat das Unternehmen massiv in neue Produkte und Produktionskapazitäten investiert, weshalb die Margen zuletzt gelitten haben. Mit dem Abschluss der Investitionsphase dürfte sich das Umsatz- und Ergebnisniveau bis 2019 verdoppeln. Getrieben wird diese Entwicklung durch weitere Marktanteilsgewinne sowie eine Aufhellung der europäischen und amerikanischen Baukonjunktur. Der Markt hat dieses Potenzial bereits erkannt, weshalb die Aktie in den letzten Monaten deutlich zugelegt hat. Allerdings sehen wir auf dem aktuellen Kursniveau weiterhin Upsidepotenzial. Insbesondere Value Investoren mit einem starken Fokus auf klare Wettbewerbsvorteile und stabile Cashflows sollten ein Investment in Erwägung ziehen.

Wir nehmen die Coverage der Uzin Utz Aktie mit dem Rating Kaufen auf. Das Kursziel wird bei 45,00 Euro festgelegt.

TIMING UND SENTIMENT

Die Uzin Utz Aktie verzeichnet seit Anfang 2013 einen anhaltenden Aufwärtstrend. Mit einem Schlusskurs von 39,90 Euro am 12. Mai wurde das bisherige All-Time-High erreicht. Getrieben wird die Aktie von den sich verbessernden Fundamentaldaten des Unternehmens, den zukünftigen Wachstumserwartungen und der allgemein sehr guten Marktstimmung. Trotz einer Marktkapitalisierung von über 196 Mio. Euro liegt das Handelsvolumen aber immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Dies liegt vor allem am geringen Streubesitz der Aktie von 19%. Zudem ist die Bekanntheit der Uzin Utz AG aufgrund der sehr spärlichen Kapitalmarktkommunikation gering.



Quelle: Unternehmen, Montega

Newsflow dürfte weiterhin positiv ausfallen

Uzin hat Mitte April glänzende Geschäftszahlen präsentiert. Umsatz und Ergebnis konnten erneut gesteigert werden. Die Guidance fiel hingegen zurückhaltend aus. So wurde nur ein leichter Umsatz- und Ergebnisanstieg in Aussicht gestellt. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Guidance von Uzin traditionell sehr vorsichtig ausfällt. Bereits die sehr guten Q1-Zahlen deuten darauf hin, dass es im Laufe des Jahres erneut zu einer Anhebung der Guidance kommen sollte. Der Newsflow in den kommenden Monaten dürfte entsprechend gut ausfallen:

- **Neue US-Fabrik:** Im Juni wird voraussichtlich die erste Fabrik in den USA eröffnet werden. Uzin erzielte hier in 2014 einen Umsatz von 13 Mio. Euro. Die Produkte wurden bisher aus Europa geliefert. Mit der Neueröffnung können Frachtkosten eingespart und deutlich mehr Kunden beliefert werden. Entsprechend sollte der US-Umsatz in der zweiten Jahreshälfte überproportional ansteigen.
- **Positive Entwicklung der Baukonjunktur:** Die europäische Baukonjunktur verzeichnete einen witterungsbedingt schwächeren Jahresstart. Allerdings wurde mit dem historisch milden Winter in 2014 eine sehr hohe Basis geschaffen. In den kommenden Monaten sollten die wesentlichen Indikatoren ins Plus drehen. Neben Deutschland dürfte sich die Bauwirtschaft u.a. in Großbritannien oder auch Polen positiv entwickeln. Nach einem leichten Plus in 2014 erwartet Euroconstruct daher eine weitere Belebung der Baunachfrage. Dies dürfte sich auch positiv auf Uzin auswirken.

Fazit: Die Aktie dürfte von der Wachstumsphantasie profitieren. Wir sehen daher trotz der bereits sehr guten Kursentwicklung weiteres Upsidepotenzial. Angesichts des geringen Streubesitzes kann ein Investment jedoch nur über einen längeren Zeitraum aufgebaut werden.

SWOT

Die Uzin Utz AG verfügt über eine gute Wettbewerbsposition, die durch die hohe Innovationskraft und die starken Marken nachhaltig abgesichert ist. Den Stärken stehen jedoch Schwächen in Form der anspruchsvollen Marktbedingungen gegenüber. Zudem ist die Liquidität der Aktie gering. Als Chance sehen wir insbesondere die Auslandsexpansion des Unternehmens.

Stärken

- Gute Wettbewerbsposition durch klare Fokussierung auf Premiumsegment im Nischenmarkt Bodensysteme.
- Preispremium durchsetzbar aufgrund der hohen Innovationsfähigkeit und des daraus resultierenden nachhaltigen Wettbewerbsvorsprungs.
- Servicekonzept bietet spürbaren Mehrwert für den Kunden.
- Gute Bilanzqualität mit stabilen operativen Cashflows.

Schwächen

- Bauchemiemarkt weist nur moderates Wachstumstempo auf.
- Intensiver Wettbewerb führt zu mittelmäßigen Kapitalrenditen.
- Wettbewerber (Henkel, BASF, Sika, Mapei) sind deutlich größer als Uzin.
- Geringe Liquidität in der Aktie durch niedrigen Streubesitzanteil von 19%.
- Börsensegment General Standard bietet nur durchschnittliche aktienrechtliche Informationspflichten für Investoren.

Chancen

- Neueröffnung des Werkes in den USA ermöglicht weitere Internationalisierung.
- Erholung der europäischen Baukonjunktur bietet erhebliches Wachstumspotenzial.
- Trend zu besserer Wohnqualität in Entwicklungsländern wie China lässt mittelfristig auf einen großen Premiummarkt außerhalb Europas und den USA schließen.
- Beschleunigung des Wachstums durch Übernahme kleinerer Wettbewerber.

Risiken

- Steigender Wettbewerbsdruck durch Großkonzerne wie Henkel und Saint-Gobain.
- Risiko von Fehlinvestitionen in neuen und bisher wenig bekannten Märkten wie z.B. den USA.
- Belastung des Schweizer Produktionsstandorts durch weitere Frankenaufwertung.

MARKT UND WETTBEWERB

Uzin Utz ist im europäischen, amerikanischen und asiatischen Bausektor tätig und wird zur Branche der Bauchemie gezählt. Diese umfasst sowohl kleine mittelständische Spezialanbieter als auch Weltkonzerne wie BASF oder Henkel. Zusammen erwirtschaften die mehr als 100 deutschen Hersteller rund 7,6 Milliarden Euro Jahresumsatz. Dies entspricht laut Verbandsangaben der Hälfte des europäischen Marktvolumens und etwa einem Drittel des Weltmarktes.

Markt für Bodensysteme

Uzin Utz ist einer der wenigen Hersteller in der Bauchemie, die ausschließlich auf den Nischenmarkt Bodensysteme spezialisiert sind. Das Unternehmen hat eine marktführende Stellung in Deutschland und den Niederlanden inne (>25% Marktanteil). Die meisten Wettbewerber sind darüber hinaus auch in anderen Bereichen aktiv. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Marktteilnehmer in Europa (alphabetische Auflistung).

Unternehmen	Umsatz	Leistungsspektrum (Auszug)	Hintergrund
Ardex	540 Mio. Euro	Bodensysteme, Rohbau, Wandspachtelmasse, Abdichtungen	Familienunternehmen
Bona	170 Mio. Euro	Systeme für Holzfußböden	Schwedisches Familienunternehmen
Bostik	1.430 Mio. Euro	Klebstoffe für Industrie, Bau, Verbraucher	Total Tochter
F. Ball	40 Mio. GBP	Bodensysteme	Marktführer in UK
Henkel Thomsit	16.355 Mio. Euro	Bodensysteme	Henkel
Kiesel	40 Mio. Euro	Bodensysteme	Familienunternehmen
Mapei	2.300 Mio. Euro	Bodensysteme, Fassade, Wand, WDVS	Weltmarktführer bei Bauklebstoffen
PCI	200 Mio. Euro	Bodensysteme, Beton- und Mauerwerkssanierung, Fassade	BASF Tochter
Saint-Gobain Weber	2.300 Mio. Euro	Bodensysteme, Fassade, Wand, WDVS	Deutsche Tochter von Saint-Gobain
Schönox	185 Mio. Euro	Bodensysteme	2013 von Sika gekauft
Sika	5.570 Mio. CHF	Dicht- und Klebstoffe für den Bau und die Industrie	Übernahme durch Saint-Gobain geplant
Uzin Utz	230 Mio. Euro	Bodensysteme	Familienunternehmen

Quelle: Montega

Anhaltende Konsolidierungsphase

Bei Produkten rund um Thema Bodensysteme handelt es sich um einen reifen Markt, der sich, ähnlich wie die gesamte Bauwirtschaft, durch moderate Wachstumsraten, einen mittleren Preisdruck und eine steigende Konsolidierung auszeichnet. Uzin Utz hat als Marktführer beispielsweise in den letzten 15 Jahren mehr als zehn Gesellschaften übernommen. Als Konsolidierer ist in den letzten Jahren auch die Schweizer Sika aufgetreten. So wurde u.a. Schönox, einer der größten Konkurrenten von Uzin Utz von AkzoNobel durch Sika erworben und dem eigenen Produktportfolio für Bodensysteme hinzugefügt. Aktuell kämpft Sika jedoch gegen die geplante Übernahme durch Saint-Gobain. Angesichts einer Vielzahl kleinerer Familienunternehmen mit einem geringen Internationalisierungsgrad und niedriger Profitabilität ist auch in den kommenden Jahren mit Übernahmen zu rechnen.

Europäischer Bodenmarkt von Wirtschaftskrise gezeichnet

Die Krise der europäischen Bauwirtschaft macht sich in den Zahlen zu den verlegten Bodenbelägen deutlich. Diese sind seit Jahren rückläufig. In 2013 wurden ca. 2,6 Mrd. m² Bodenbeläge in Europa verlegt. Den größten Anteil haben immer noch textile Beläge, gefolgt von Naturstein/Keramik und Laminat. Einziger Bodenbelag, der in den letzten Jahren ein leichtes Wachstum verzeichnen konnte, war Vinyl. Hierbei handelt es sich um die sogenannten Designbeläge, die durch ihre Gestaltungsvielfalt, Pflegeleichtigkeit und einfache Verlegung bestechen.

Verbrauch Bodenbeläge 2011 bis 2013

Bodenbelagsart	Westeuropa			Osteuropa		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Textile Bodenbeläge	750,2	725,4	701,8	243,4	254,4	261,3
PVC-Bodenbeläge	216,5	214,3	211,4	237,5	246,3	256,8
Linoleum	26,7	24,0	23,0	1,1	1,0	0,9
Parkett	96,9	91,2	89,0	37,9	38,0	37,4
Keramische Bodenfliesen	258,0	247,0	239,6	129,5	130,0	147,3
Sonstige Bodenbeläge	491,4	462,1	446,2	205,1	211,4	214,3
Geamtverbrauch	1.839,7	1.764,0	1.711,0	854,5	881,1	918,0

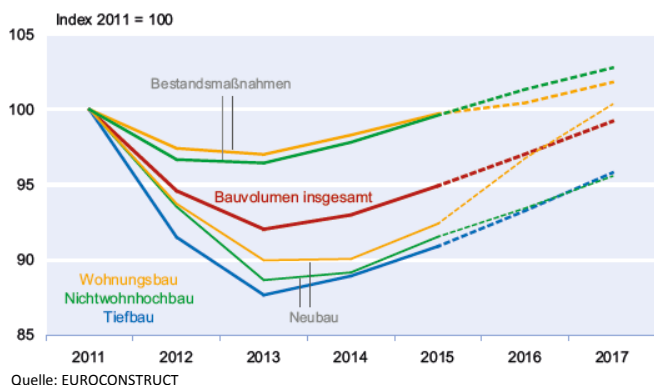
Quelle: BTH-Heimtex

Angaben in Mio. m²

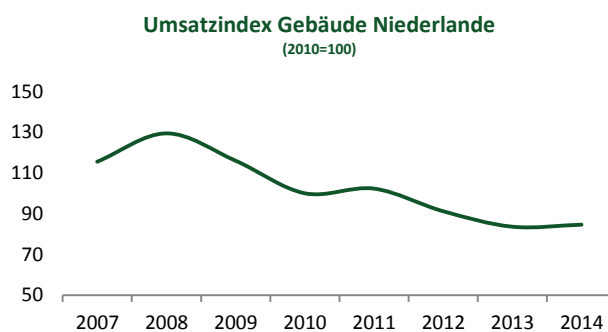
Uzin Utz bietet als Vollsortimentanbieter Lösungen für alle Bodenbeläge an und ist somit nicht von der Nachfrage nach bestimmten Bodenbelagsarten abhängig. Da jedoch in den letzten Jahren das gesamte Marktvolumen (in m²) zurückging, ist darauf hinzuweisen, dass das Wachstum von Uzin vor allem durch die eigene Wettbewerbsstärke getrieben wird (Marktanteilsgewinne, Preiserhöhungen).

Bauwirtschaft in Westeuropa mit ersten Erholungstendenzen

Ausschlaggebend für die Entwicklung des Bodenmarktes in Europa ist die Entwicklung des Hochbaus. Der europäische Bausektor hat ein Volumen von rund 1,3 Billionen Euro (EUROCONSTRUCT). Davon entfallen rund 400 Mrd. Euro auf den Nichtwohnhochbau und rund 600 Mrd. Euro auf den Wohnungsbausektor. Während vor der Finanzkrise der Großteil des Wohnungsbaus auf Neubauten zurückzuführen war, hat sich das Bild mittlerweile gedreht. In den Jahren 2007 bis 2011 ging die Neubautätigkeit um 40% zurück. Der Rückgang bei Bestandsgebäuden war deutlich moderater, so dass aktuell rund 55% des Marktvolumens auf Arbeiten an bestehenden Gebäuden zurückzuführen sind und 45% auf Neubauten. Gravierende Umsatzeinbrüche gab es vor allem in Spanien, Irland oder dem für Uzin Utz relevanten Markt Niederlande. Hier ging der Umsatz um 35% zurück (siehe Grafik). In 2014 gab es jedoch zum ersten Mal seit 2011 wieder ein leichtes Plus von 1%.



Quelle: EUROCONSTRUCT



Quelle: Statistics Netherlands

Der Tiefpunkt in der europäischen Bauwirtschaft dürfte mittlerweile durchschritten sein. Für den Zeitraum 2015-2017 erwartet Euroconstruct einen Anstieg des Bauvolumens im Wohnungsbausektor um 6,5% (real). Wachstumsimpulse kommen vor allem aus Deutschland und Großbritannien. In Frankreich und Italien dürfte die Lage hingegen weiterhin schwierig bleiben.

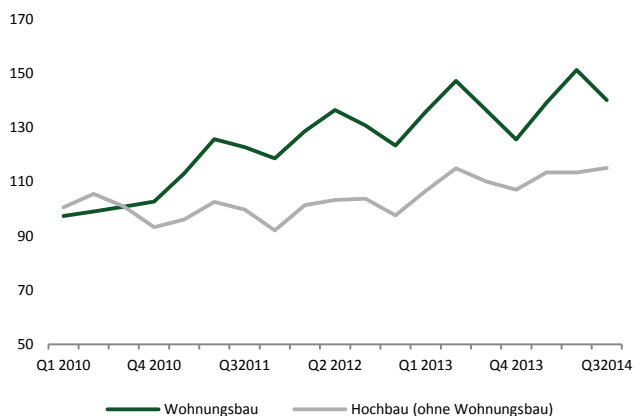
Anziehender deutscher Wohnungsbaumarkt als treibende Kraft

Ausschlaggebend für die positive Entwicklung der deutschen Baukonjunktur ist der Wohnungsbaumarkt. Dieser wird sowohl von der steigende Neubautätigkeit als auch höheren Ausgaben für Renovierungen getragen.

Steigende Umsätze im Wohnungsbau

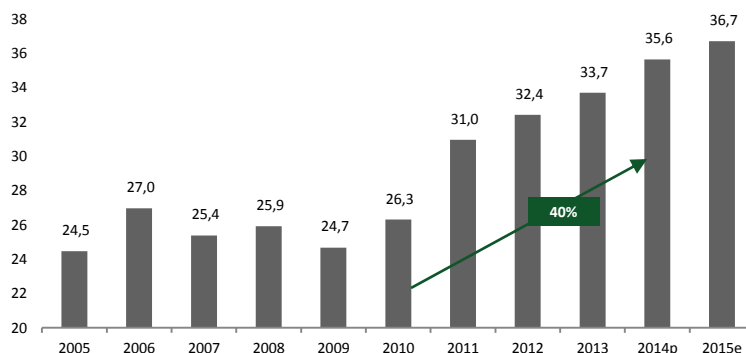
Der Auftragsbestand im Wohnungsbau liegt mittlerweile 40% über dem Niveau von 2010. Entsprechend geht der Hauptverband der Bauindustrie auch in 2015 von einer Fortsetzung des Wachstums aus (+3% Umsatzwachstum). Wachstumstreiber sind u.a. das niedrige Zinsumfeld, die hohe Beschäftigungsquote und ein zu geringes Angebot an Wohnraum. Letzteres resultiert aus einer deutlich gestiegenen Zuwanderungsrate und der zu geringen Bautätigkeit Anfang der 2000er Jahre (Nachholeffekt).

Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe
(Volumenindex / 2010=100)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Baugewerblicher Umsatz im deutschen Wohnungsbau
(in Mrd. Euro)

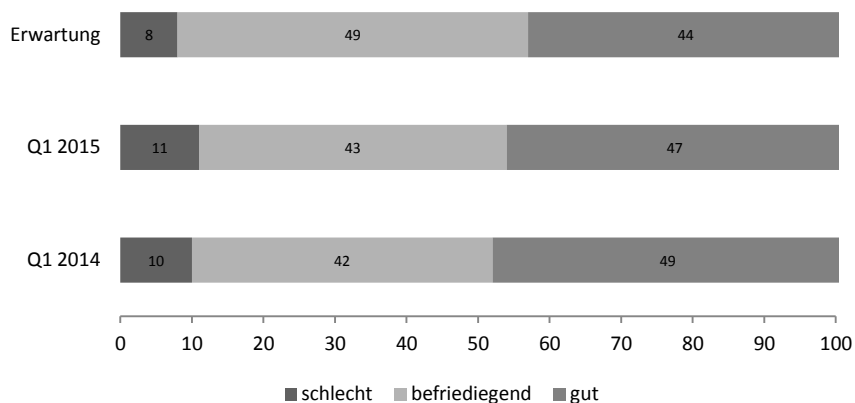


Quelle: Statistisches Bundesamt, Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Prognosen)

Renovierungsausgaben stiegen in 2014 um 10% - Handwerker bleiben optimistisch

Auch der für Uzin besonders wichtige Renovierungsmarkt (80% Umsatzanteil) dürfte in den kommenden Jahren weiter zulegen. Allein in 2014 sind die Ausgaben laut Marktforschungsinstitut GfK um 10% gestiegen. Angesichts der niedrigen Zinsen ist die Sparneigung der Deutschen auf ein Rekordtief gefallen. Viele Wohneigentümer investieren daher in die Verbesserung des Eigenheims anstatt zu sparen. Dieser Trend dürfte sich nach der jüngsten Entscheidung der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen noch verschärft haben. Entsprechend bewerten die Handwerker im Ausbaugewerbe (Verlegung von Böden) ihre Situation weiterhin positiv. Rund 92% der Befragten erwarten eine gute oder befriedigende Geschäftslage. Dies entspricht einem neuen Spitzenwert.

Umfrage zur Geschäftslage im Ausbaugewerbe



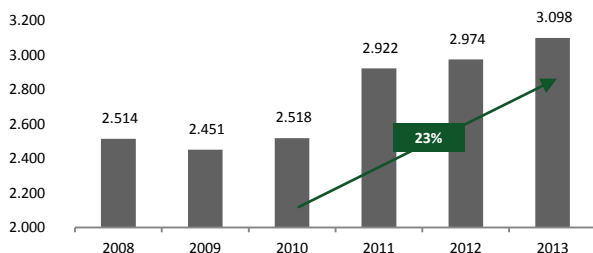
Quelle: ZDH

Deutscher Bodenmarkt dürfte weiterhin moderate Wachstumsraten verzeichnen

Der Umsatz im deutschen Markt für die Verlegung von Fußböden, Fliesen und die Tapeziererei lag 2013 bei rund 3,1 Mrd. Euro. Gleichzeitig wurden laut Verbandsangaben im Baugewerbe 150 Mio. Euro mit Klebstoffen umgesetzt. Wir schätzen daher, dass der von Uzin Utz adressierte deutsche Teilmarkt ein Volumen von 300-400 Mio. Euro aufweist (Bodenvorbereitung, Kleben, Pflegen).

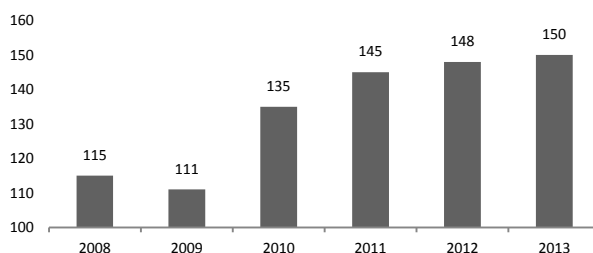
Aufgrund von Nachholeffekten konnte insbesondere in den Jahren nach der Finanzkrise 2010/2011 ein deutliches Marktwachstum verzeichnet werden. In den letzten Jahren fiel das Wachstum jedoch wieder auf ein moderates Niveau zurück, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

Umsatzentwicklung Fußboden und Tapezerei
(Fußboden-, Fliesen-, und Plattenlegerei, Tapeziererei / in Mio. Euro)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Umsatzentwicklung Klebstoffe im Baugewerbe
(in Mio. Euro)

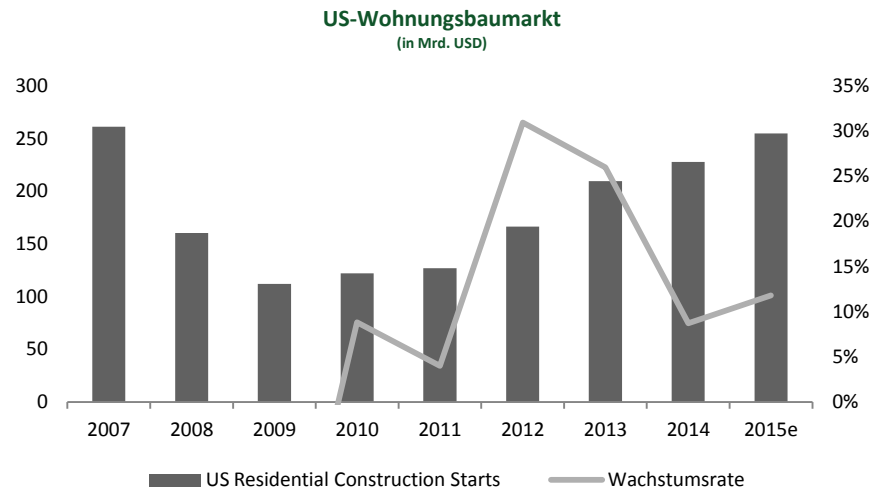


Quelle: Industrieverband Klebstoffe

Angesichts der insgesamt positiven Wachstumserwartungen des Hauptverbands der Deutschen Bauindustrie gehen wir auch für den deutschen Bodenmarkt von einem Umsatzwachstum im niedrigen einstelligen Prozentbereich aus.

US-Markt wieder mit deutlicher Belebung

Der US-Wohnungsbaumarkt konnte sich in den letzten Jahren von den Folgen der Finanzkrise erholen. Im Gegensatz zur schwachen Entwicklung der europäischen Baukonjunktur, hat sich der Wert der neu begonnen Baumaßnahmen seit 2009 mehr als verdoppelt und dürfte im laufenden Jahr nahezu das Vorkrisenniveau erreichen. Treiber sind auch hier die gute Beschäftigungssituation auf dem US-Arbeitsmarkt, steigende Löhne und niedrige Zinsen.

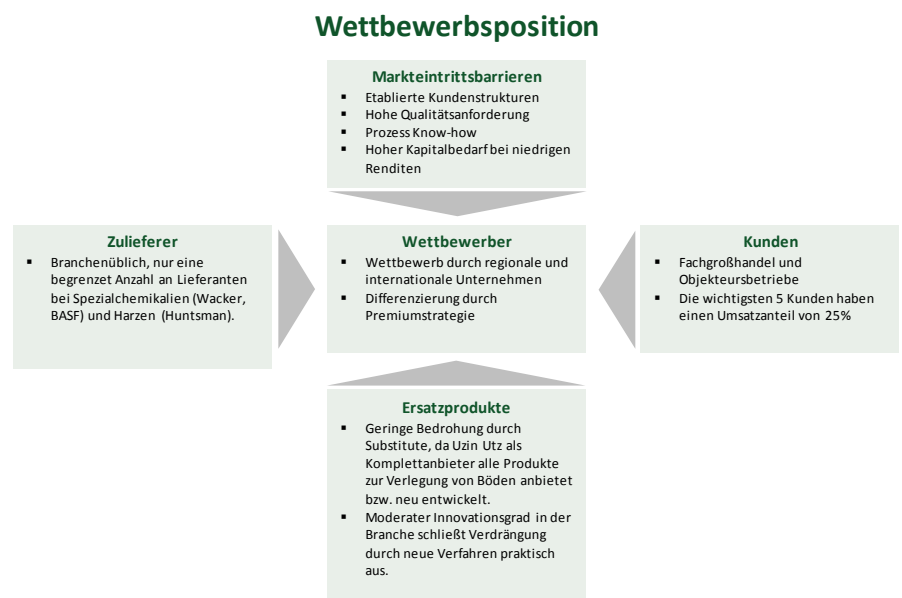


Quelle: McGraw Hill

WETTBEWERBSQUALITÄT

Der europäische Bauchemie Markt verfügt u.E. über mittelgroße Markteintrittsbarrieren. Größte Hürden für neue Wettbewerber sind die etablierten Kundenbeziehungen und das hohe Qualitätsniveau bzw. Prozess-Know-how. Markteintritte erfolgen meist über Zukäufe oder die Ausweitung der eigenen Produktpalette auf benachbarte Anwendungen. Der Einstieg vollkommen neuer Wettbewerber ist aufgrund der vergleichsweise hohen Kapitalintensität in Verbindung mit mittelmäßigen Renditen (ROCE: 8-12%) hingegen unwahrscheinlich. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Differenzierung notwendig, um nachhaltig die Kapitalkosten zu erwirtschaften.

Uzin Utz verfolgt daher eine Premiumstrategie in der Nische für Bodenverlegung und -bearbeitung. Das Unternehmen differenziert sich gegenüber den lokalen und internationalen Wettbewerbern durch eine klare Qualitäts- und Innovationsführerschaft, die ein geringes Preispremium ermöglicht (4% Premium). Der Erfolg dieser Strategie wird durch die dominierende Marktstellung in Deutschland und den Niederlanden deutlich. Der Marktanteil liegt hier laut Unternehmensangaben bei über 25%. Die Wettbewerbsposition von Uzin Utz ist in der nachfolgenden Abbildung zusammengefasst.



Quelle: Montega

Neben der klaren Fokussierung auf die Nische der Bodensysteme sehen wir insbesondere folgende Faktoren, die die exzellente Wettbewerbsposition des Unternehmens nachhaltig absichern:

- **Hohe Produktqualität**
- **Innovationsleader**
- **Umfassender Service**
- **Internationale Marktpräsenz**

Mehrmarkenstrategie - Spezialisten für alle Bereiche

Uzin Utz verfolgt eine Mehrmarkenstrategie, bei der es sich jedoch nicht um eine preisliche oder qualitative Differenzierung handelt. Der Fokus liegt stets auf höchster Produktqualität. Die einzelnen Marken bilden daher Premiumlösungen für unterschiedliche Anwendungen in der Nische für Bodenverlegung und -bearbeitung. Dabei deckt Uzin nahezu alle Wertschöpfungsschritte von der Bodenvorbereitung bis zur Pflege

ab. Lediglich der eigentliche Bodenbelag wird nicht selbst produziert. Die Wertschöpfungskette der Uzin Utz Gruppe ist nachfolgend dargestellt.



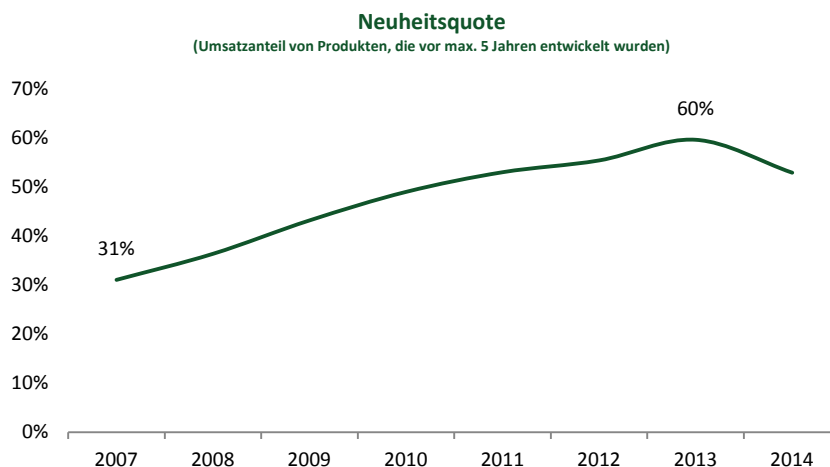
Durch die Spezialisierung der sechs Konzernmarken werden die Vorteile eines Vollsortimentanbieters (Produktbreite) mit dem eines Spezialisten verbunden (Produkttiefe), so dass Uzin als One-Stop-Shop bei Objekteuren und Großhändlern auftreten kann. Entsprechend wird das Sortiment von den Kunden als das beste am Markt wahrgenommen. Die nachfolgende Grafik fasst die unterschiedliche Spezialisierung der sechs Marken zusammen:

Marke	Lösung
Uzin	Systemlösungen in höchster Qualität für das Kleben und Haften von Böden und Parkett.
Wolff	Werkzeug und Maschinen für Belagsentfernung, -verlegung und Unterbodenvorbereitung.
Pallmann	Spezialist für Parkettböden. Von der Untergrundvorbereitung über Schleifmaschinen bis hin zur Pflege und Reinigung bietet Pallmann alles für die Verlegung von Parkettböden.
Arturo	Spezialist für Kunstharzböden.
Codex	Spezialist für das Verlegen von Fliesen und Naturstein.
RZ	Reinigungs- und Pflegeprodukte für Böden aller Art.

Insbesondere die Kernmarke Uzin verfügt über ein ausgezeichnetes Markenimage. Dies wird durch die jährliche BTH Heimtex-Umfrage bestätigt. Mit der Note 1,0 liegt Uzin in der Kategorie „Starke Marke“ deutlich vor dem zweitplatzierten Wettbewerber Henkel Thomsit mit 1,4. Als zweite Konzernmarke findet sich Pallmann unter den Top 10.

Vorsprung durch Innovation

Um seinen Wettbewerbsvorsprung im Premiumsegment zu behaupten, fokussiert sich Uzin Utz auf eine stetige Weiterentwicklung des Produktsortiments. Hierfür wurde 2006 das Ziel ausgegeben, mehr als 50% der Umsätze mit Produkten zu erzielen, die nicht älter als 5 Jahre sind (zuvor: 20-30%). Dieses Ziel wurde mittlerweile deutlich übertroffen, wie die nachfolgende Grafik zeigt.



Quelle: Unternehmen

Die Produktinnovationen zeichnen sich dabei regelmäßig durch bessere Verarbeitungseigenschaften aber auch ökologische Verträglichkeit aus. So war Uzin einer der ersten Hersteller, der bereits in den 90er Jahren auf gesundheitsschädliche Lösungsmittel in seinen Klebstoffen verzichtet hat. Mittlerweile ist der Großteil des Produktsortiments mit dem Siegel „Blauer Engel“ bzw. „EMICODE“ ausgezeichnet, die lösemittelfreie und emissionsarme Bauprodukte kennzeichnen. Ein aktueller Schwerpunkt liegt in der Substitution von fossilen durch nachwachsende Rohstoffe. Mit der Uzin Terra-Line wird beispielsweise bei einer Fläche von 1.000 m² rund 250 kg CO₂ eingespart.

Die hohe Produktqualität, die auf ein kontinuierliches Innovationsmanagement zurückzuführen ist, spiegelt sich auch im BTH-Ranking wieder. Die untere Tabelle zeigt, dass Uzin auch in 2014 in der Großhandelsumfrage zum besten Anbieter gewählt wurde. Die WirtschaftsWoche hat das Unternehmen sogar zum zweitinnovativsten Mittelständler in Deutschland gekürt.

BTH Heimtex Großhandels-Umfrage Verlegewerkstoffe

Rang	Marke	Wert
1	Uzin	1,7
2	Henkel Thomsit	2,0
	Schönox	2,0
4	Kiesel	2,1
5	PCI	2,2
6	Ardex	2,3
	Bostik	2,3
8	Bona	2,4
	Mapei	2,4
10	Pallmann	2,5
	Saint-Gobain Webi	2,5
	Sika	2,5

Quelle: BTH Heimtex 2014

Umfassender Service stärkt Kundenbindung

Aufgrund der ausschließlichen Adressierung von Fachhandwerkern entweder über den Großhandel oder direkt über Objektorsbetriebe ist insbesondere auch der Service ausschlaggebend für die Kaufentscheidung und die langfristige Kundenbindung. Diese Käuferschicht ist weniger preissensibel als der Privatanwender, hat jedoch einen deutlich höheren Anspruch an die Produktqualität und Betreuung. Uzin Utz bietet daher eine Vielzahl von Serviceleistungen für die Handwerker an, die von der Verkaufsberatung über regelmäßige Schulungen bis hin zur Vermittlung von Aufträgen reicht (BOD die Bodengestalter, Netzwerk Boden, Netzwerk der besten Fliesenleger). In der Beratung sind beispielweise Handwerksmeister aktiv, die mit ihren Kunden auf Augenhöhe kommunizieren und bei technischen Fragen fachgerecht unterstützen. Dieses Rundum-Paket führt zu einer starken Kundenbindung, die u.E. eine der wesentlichen Markteintrittsbarrieren darstellt.

Lokale Präsenz in den Zielmärkten

Für eine erfolgreiche Internationalisierungsstrategie ist die lokale Präsenz aus mehreren Gründen unerlässlich.

- **Lokale Unterschiede:** Die Produkthanforderungen sind von Land zu Land unterschiedlich. Dies gilt es auch bei der Produktentwicklung zu berücksichtigen.
- **Transportkosten:** Uzin-Produkte wie Zement, Spachtelmassen oder Kleber weisen meist einen niedrigen Preis pro Kilogramm auf. Gleichzeitig werden bereits für kleine Räume große Mengen benötigt. Transportkosten haben daher eine hohe Bedeutung bei den Gesamtkosten des Produktes.
- **Nähe zum Kunden:** Insbesondere bei der Vorbereitung besteht ein hoher Beratungsbedarf, der durch lokale Vertriebsmitarbeiter abgedeckt werden muss. Zudem müssen die Produkte sehr kurzfristig an die Baustelle angeliefert werden, weshalb auch an die Logistik hohe Anforderungen gestellt werden.

Uzin hat daher mittlerweile Produktionsgesellschaften in Deutschland, Frankreich, der Schweiz, China, Indonesien, Polen, Slowenien, den Niederlanden und den USA aufgebaut. Hierdurch können die Zielmärkte in Europa, Nordamerika und Asien besser bedient werden. Über das Logistikzentrum in Ulm bietet das Unternehmen zudem einen 24h-Lieferservice in Deutschland an.

FINANZEN

Uzin mit guter Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2014

Die Uzin Utz AG verzeichnete in 2014 ein Umsatzwachstum von 6,2% auf 230,4 Mio. Euro. Wachstumsregionen waren Westeuropa und Nordamerika. Während das Unternehmen in Deutschland, UK und den USA auch von der guten Baukonjunktur profitierte, dürfte das Wachstum in den Niederlanden und Frankreich vor allem auf Marktanteilsgewinne zurückzuführen sein, da sich die Bauwirtschaft hier weiterhin schwach entwickelte. Deutliche Rückgänge verzeichnete Uzin hingegen in Osteuropa (-20%) und Südeuropa (-14%), wenngleich die Regionen mit einem Umsatzanteil von 10% nur eine untergeordnete Bedeutung für den Konzern aufweisen.

Das operative Ergebnis konnte überproportional verbessert werden (+17,5%). Die EBIT-Marge stieg auf 7,1%. Dies ist hauptsächlich auf eine Verbesserung der Rohmarge um 70bps zurückzuführen, die mit 42,6% den besten Wert seit 2009 erreicht hat. Neben den gefallen Rohstoffpreisen dürften sich hier auch Preiserhöhungen positiv ausgewirkt haben. Aufgrund eines deutlich höheren Steuersatzes (weniger Verlustvorträge, mehr Gewinn in Ländern mit höheren Steuersätzen) konnte das EPS-Wachstum mit 8,3% jedoch nicht ganz mit dem EBIT-Wachstum Schritt halten. Die wichtigsten Kennzahlen sind nachfolgend dargestellt.

Uzin Utz AG Kennzahlen	Q4/14	Q4/13	2014	2013	yoy
Umsatz	55,5	53,1	230,4	217,0	6,2%
EBITDA	5,0	3,7	23,6	20,8	13,0%
<i>EBITDA-Marge</i>	9,1%	7,0%	10,2%	9,6%	
EBIT	3,2	2,9	16,3	13,9	17,5%
<i>EBIT-Marge</i>	5,7%	5,5%	7,1%	6,4%	
Periodenüberschuss	2,9	2,2	10,9	10,0	8,5%

Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Jahresauftakt nach Maß

Für das laufende Jahr erwartet der Vorstand ein leichtes Umsatzwachstum bei einer stabilen Margenentwicklung. Allerdings ist anzumerken, dass die Guidance von Uzin Utz traditionell sehr vorsichtig ausfällt. Insbesondere vor dem Hintergrund der durchgeführten Investitionen halten wir die aktuelle Zielsetzung für zu konservativ. Diese Einschätzung untermauern die sehr guten Q1-Zahlen. Im traditionell schwachen Q1 konnte der Umsatz um 9,3% auf 60,9 Mio. Euro verbessert werden. Das EPS stieg leicht überproportional auf 0,43 Euro. Die nachfolgende Tabelle fasst die wesentlichen Kennzahlen für Q1 zusammen.

Uzin Utz AG Kennzahlen	Q1/15	Q1/14	yoy
Umsatz	60,9	55,7	9,3%
EBIT	3,9	3,5	11,3%
<i>EBIT-Marge</i>	6,4%	6,3%	
EPS	0,43	0,38	13,2%

Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Beschleunigung des Wachstums in den kommenden Jahren erwartet

Uzin Utz hat in den letzten Jahren verstärkt in den Ausbau der Kapazitäten und die Produktentwicklung investiert. Wir gehen davon aus, dass die Investitionsphase mittlerweile abgeschlossen ist und das Unternehmen zu einem deutlichen Wachstumssprung ansetzen wird, der dazu führen sollte, dass bis 2019 die Umsatzschwelle von 400 Mio. Euro erreicht wird. Dies deckt sich auch mit den langfristigen Zielen, die in der Strategie 2019 formuliert worden sind.

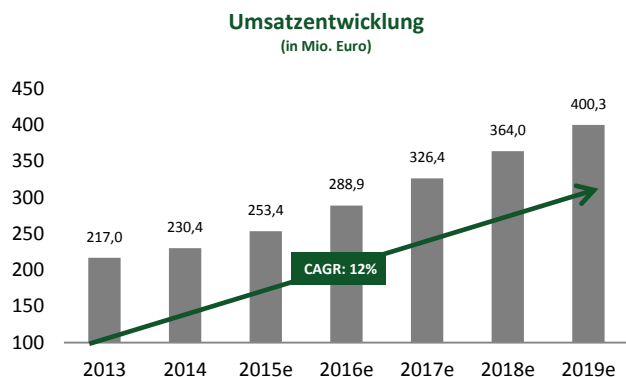
Fokussierung auf Kernmärkte

Uzins Strategie in den kommenden Jahren wird es sein, das Wachstum auf bereits erschlossenen Märkten zu forcieren. Dies reduziert das Risiko, Fehlinvestitionen zu tätigen, da die adressierten Märkte und die Kundenbedürfnisse bereits bekannt sind. Hierzu soll der Marktanteil in Zielregionen auf ein Niveau von 18-28% steigen (aktuell: 6-25%). Da der Markt für Bodensysteme in Europa jedoch nur moderate Wachstumsraten aufweist, könnte diese Strategie zu einer Intensivierung des Wettbewerbs führen. So könnten Produzenten versuchen, Marktanteile über Preisnachlässe zu sichern (temporärer Preiskampf). Wir halten dieses Risiko jedoch für überschaubar. Uzin konkurriert immer über die Qualität und die technische Beratung, jedoch nicht über den Preis. Die Wettbewerber sind in der Regel bereits günstiger als Uzin.

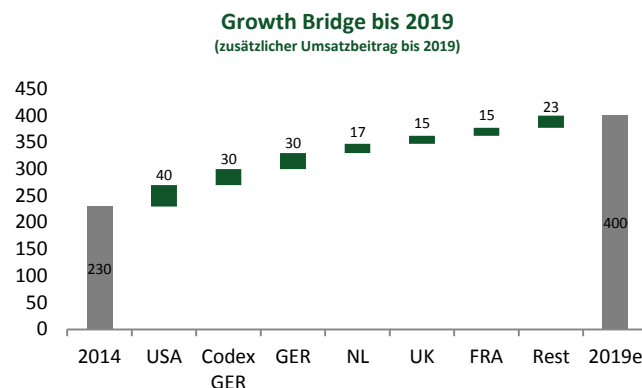
Wir sehen insbesondere folgende Märkte, auf denen Uzin in den kommenden Jahren seine Stellung deutlich ausbauen sollte:

- **USA:** In den USA bieten Unternehmen wie Homedepot oder USG Spachtelmassen mit einer durchschnittlichen Qualität an. Da jedoch die Anforderungen der Handwerker steigen, erschließen zunehmend europäische Anbieter wie Uzin Utz den Markt. Derzeit liegt der Umsatz in dieser Region lediglich bei 13 Mio. Euro. Die Produkte wurden bisher relativ kostspielig aus Deutschland importiert. Im Sommer wird jedoch eine lokale Produktionsstätte eröffnet. Das Werk verfügt über eine Kapazität von 12.000 Tonnen Spachtelmasse. Wir schätzen das zusätzliche Umsatzpotenzial auf 40 Mio. Euro.
- **Fliesen Deutschland:** Die vergleichsweise junge Marke Codex von Uzin Utz hat aktuell einen Marktanteil von 5% auf dem deutschen Fliesenmarkt (24 Mio. Euro Umsatz). Unangefochtener Marktführer ist die zur BASF gehörende PCI (rund 40%). Codex verfolgt das Ziel, seine Vertriebsstruktur erheblich auszubauen und die Marke bei Fliesenlegern besser zu positionieren. Bei einer Verdoppelung des Marktanteils auf 10% gehen wir von einem Mehrumsatz von ca. 30 Mio. Euro aus.
- **Boden & Maschinen Deutschland:** Auch im Bereich Boden und Maschinen gehen wir von einem Umsatzzuwachs im Heimatmarkt von 30 Mio. Euro aus. Hier sollte u.a. auch die gefallene Sparneigung der Deutschen die für Uzin wichtigen Ausgaben für Renovierungen treiben.
- **Niederlande:** Uzin Utz konnte in den letzten Jahren in den Niederlanden deutlich wachsen und erzielt hier mittlerweile 35 Mio. Euro Umsatz. Durch die Eröffnung des neuen Werkes im letzten Jahr (grünste Fabrik Europas) dürfte der Umsatz bis 2019 auf über 50 Mio. Euro zulegen. Neben dem Gewinn weiterer Marktanteile sollte insbesondere auch die Erholung der niederländischen Bauwirtschaft zu diesem Wachstum beitragen.
- **UK:** In Großbritannien konnte Uzin seit 2007 seinen Marktanteil von 7% auf zuletzt rund 15% ausbauen. Damit ist man nach dem einheimischen Anbieter Ball & Co die Nr. 2. Wir gehen davon aus, dass der Umsatz sich in dieser Region bis 2019 mehr als verdoppeln sollte.
- **Frankreich:** Uzin konnte hier in 2014 trotz der schwachen Baukonjunktur weiter wachsen und Marktanteile gewinnen. Wir gehen davon aus, dass sich der Umsatz hier bis 2019 auf 30 Mio. Euro verdoppelt. Hierzu dürften neben Marktanteilsgewinnen auch die Einführung der Marke Codex beitragen.
- **Restliches Europa & Asien:** Insbesondere die Erholung der Baukonjunktur in Osteuropa und ein steigendes Asiengeschäft sollten zu einem Mehrumsatz von über 20 Mio. Euro führen.

Das von uns erwartete Wachstum in den Zielmärkten ist nachfolgend dargestellt.



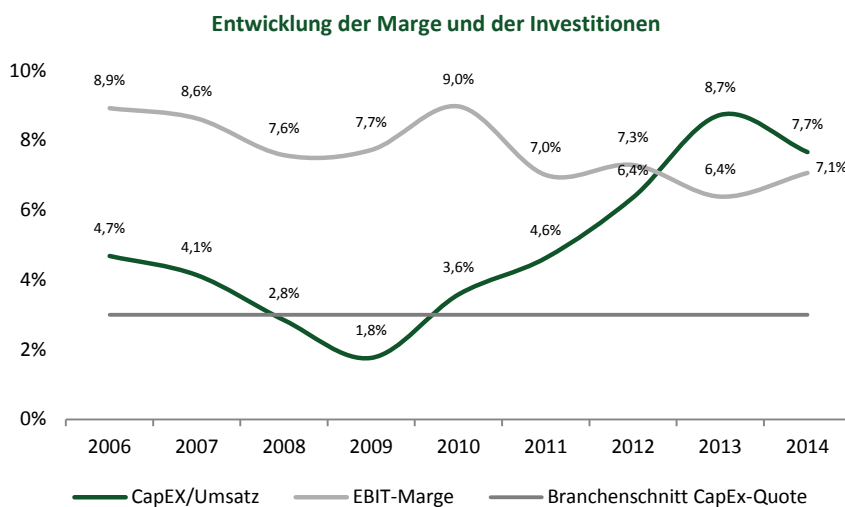
Quelle: Unternehmen, Montega



Quelle: Unternehmen, Montega

Investitionsphase abgeschlossen – Margen dürften wieder steigen

Uzin Utz hat seit der Finanzkrise 2008/2009 massiv in neue Fertigungsstätte, Übernahmen und die Produktentwicklung investiert. Die Investitionsquote lag in den letzten Jahren deutlich über dem Branchenschnitt von 3%. Zu den wichtigsten Investments in den letzten Jahren zählten u.a. die neuen Fabriken in den Niederlanden (ca. 15 Mio. Euro) und den USA (ca. 10 Mio. Euro). Diese Investitionen haben Spuren in der Profitabilität von Uzin hinterlassen. So fiel die EBIT-Marge von 9% in 2010 auf ein Tief von 6,4% in 2013. Da die größten Vorhaben mittlerweile abgeschlossen sind, erwarten wir wieder eine Verbesserung der Margen und des Free-Cashflows.



Quelle: Unternehmen, Montega

Margenniveau von 8-9% avisiert

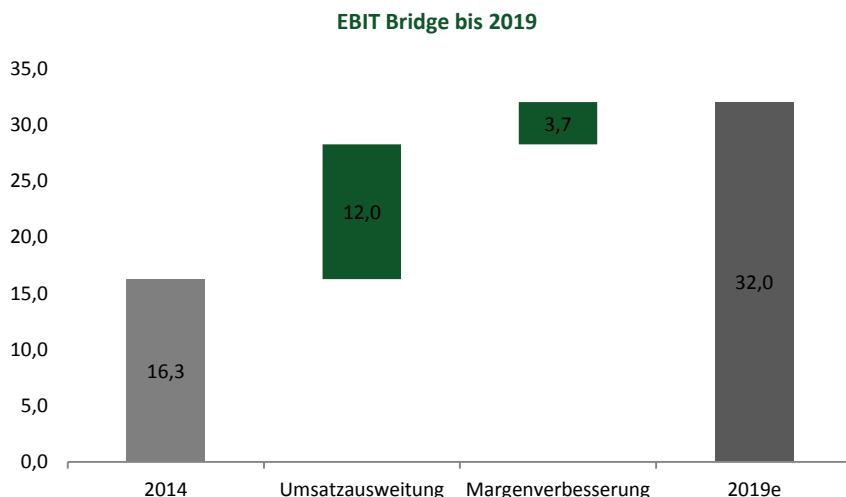
Vor der Investitionsphase erzielte Uzin Utz eine EBIT-Marge in der Bandbreite von 7,6% - 9%. Wir halten dies für ein mittelfristig erzielbares Niveau, das auch von anderen Premium-Unternehmen der Branche erreicht wird. So hatten die engsten Peers wie AkzoNobel, Sika oder Sto in der Vergangenheit Margen in der Bandbreite von 6-11%. Nachfolgend ist die von uns prognostizierte Entwicklung der wesentlichen Kostenkomponenten dargestellt.

- **Materialkostenquote:** Zu den wichtigsten erdölbasierten Einsatzstoffen von Uzin gehören Dispersionspulver, Polyurethane und Verpackungsmaterialien. Hier hat das Unternehmen bereits in 2014 vom gefallen Ölpreis profitiert. Diese Entwicklung dürfte sich auch im laufenden Jahr fortsetzen. Da Uzin trotz

stagnierender bzw. fallender Rohstoffkosten Preiserhöhungen durchsetzen kann, gehen wir von einer weiterhin fallenden Materialkostenquote aus.

- **Personalkostenquote:** Die Personalkostenquote bei Uzin Utz ist von 23,4% in 2006 auf 27,7% in 2014 angestiegen. Da das Unternehmen bestrebt ist, seinen Marktanteil in den Kernmärkten auszubauen, dürften die Personalaufwendungen insbesondere im Vertrieb weiter überproportional zulegen. Wir gehen daher von einer leicht steigenden Personalkostenquote aus.
- **Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Die sbA enthalten zu einem großen Teil Vertriebskosten, Ausgangsfrachten und Lagerkosten, die umsatzabhängig sind. Wir gehen daher von einer stabilen sbA-Quote aus.
- **Abschreibungen:** Mit der Inbetriebnahme der Fabrik in den USA ist die Investitionsphase des Konzerns abgeschlossen. Der Peak bei den Abschreibungen dürfte daher in 2015/16 erreicht werden und in den Jahren danach wieder leicht abnehmen.

Die nachfolgende Grafik zeigt die einzelnen Komponenten des EBIT-Wachstums bis 2019.

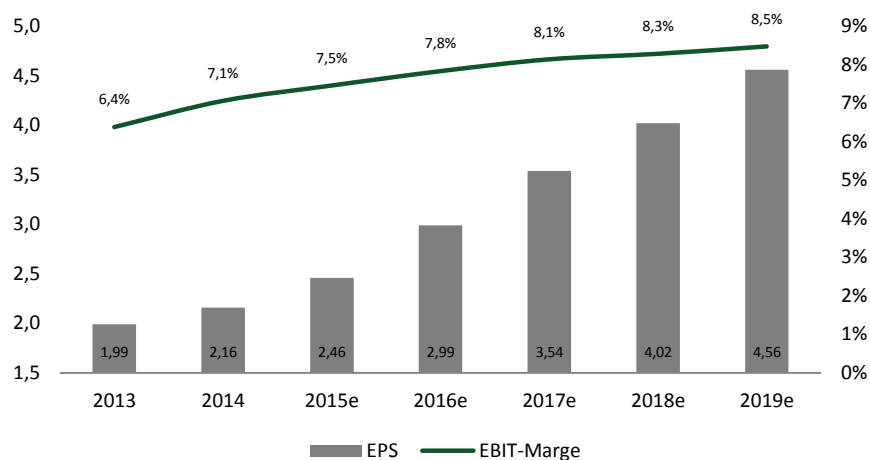


Quelle: Unternehmen, Montega

Überproportionaler EPS-Anstieg

Aufgrund der abgeschlossenen Investitionsphase dürfte die Verschuldung wieder sukzessive zurückgeführt werden. Gleichzeitig sollte Uzin vom gefallenem Zinsniveau profitieren, so dass die Zinsbelastung in den kommenden Jahren wieder leicht abnehmen sollte. In Verbindung mit den steigenden Umsätzen und Margen dürfte das EPS daher überproportional zulegen und sich bis 2019 auf 4,56 Euro mehr als verdoppeln.

Margen- und EPS-Entwicklung

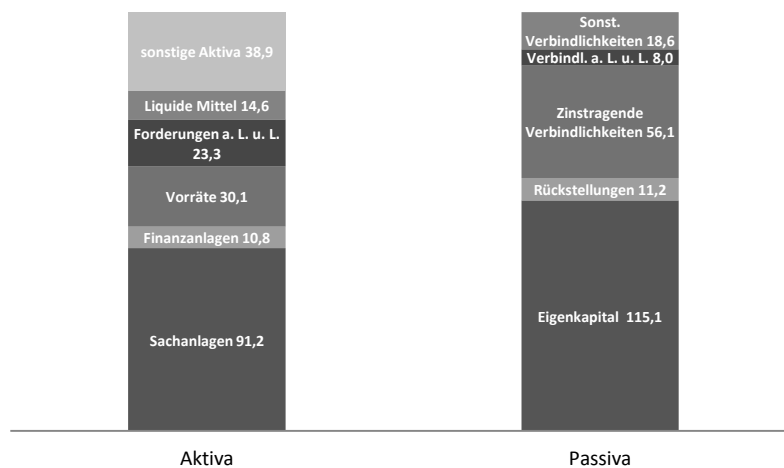


Quelle: Unternehmen, Montega

Gute Bilanzqualität

Die Bilanz spiegelt auf der Aktivseite das anlagenintensive Geschäftsmodell der Uzin Utz AG wider und ist entsprechend vor allem durch die Sachanlagen i.H.v. 91,2 Mio. Euro geprägt. Diese haben sich durch umfangreiche Investitionen gegenüber dem Vorjahr um rund 10 Mio. Euro erhöht. Auch das Umlaufvermögen ist leicht angestiegen und beträgt nunmehr 74,7 Mio. Euro (VJ: 70,6 Mio. Euro). Die Working-Capital-Quote liegt bei 19,7%. Die sonstigen Aktiva beinhalten mit 25,9 Mio. Euro überwiegend Goodwill.

Bilanzstruktur
(per 31.12.2014; in Mio. Euro)

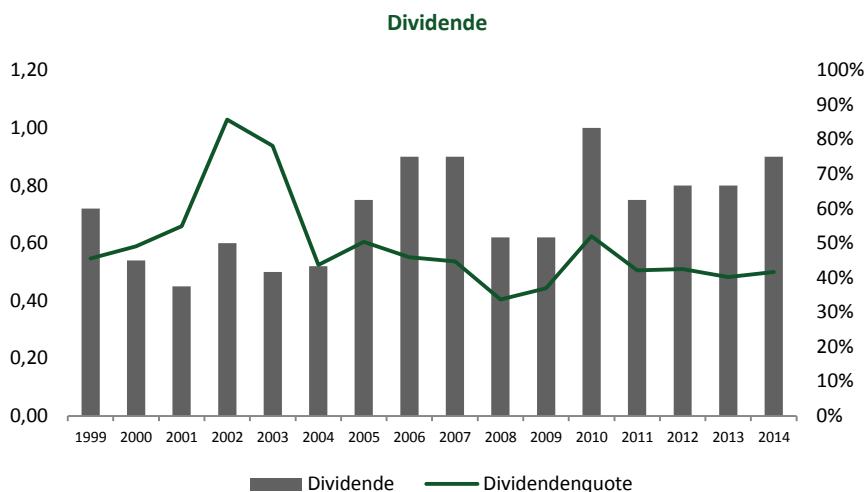


Quelle: Unternehmen

Die Passivseite verdeutlicht mit einem Eigenkapitalbestand von 115,1 Mio. Euro (EK-Quote 55,1%) die gesunde Bilanzstruktur der Uzin Utz AG. Die zinstragenden Verbindlichkeiten haben sich gegenüber dem Vorjahr nur moderat auf 56,1 Mio. Euro erhöht (VJ: 48,4 Mio. Euro), wovon der überwiegende Teil Restlaufzeiten von mehr als einem Jahr aufweist. Die Finanzierung der Assets ist somit langfristig gesichert. Insgesamt ist das Unternehmen damit sehr solide aufgestellt.

Verlässlicher Dividendenzahler

Uzin Utz hat seit dem Börsengang 1997 ununterbrochen eine Dividende gezahlt. Dabei verfolgt das Unternehmen das Ziel, ca. 40%-50% des Jahresüberschusses auszuschütten. Dies hat in der Vergangenheit jedoch dazu geführt, dass die Dividende mit dem Jahresergebnis Schwankungen unterworfen war, wie die nachfolgende Grafik zeigt.



Quelle: Unternehmen

Wir gehen davon aus, dass aufgrund der rückläufigen Investitionstätigkeit und des damit geringeren Kapitalbedarfs bei einem gleichzeitig höheren Jahresüberschuss die Dividende in den kommenden Jahren steigen und die Quote wieder im Zielkorridor von 40-50% liegen wird.

BEWERTUNG

Wir führen die Bewertung der Uzin Utz AG anhand eines DCF-Modells durch und plausibilisieren unsere Ergebnisse durch eine Peergroup-Analyse. Beide Verfahren deuten auf eine Unterbewertung der Aktie hin. Auf Basis des fairen DCF-Wertes legen wir das Kursziel für die Uzin Utz Aktie bei 45,00 Euro fest.

DCF-Modell

Wir gehen in unserem DCF-Modell von einer deutlichen Beschleunigung des Wachstums in den kommenden Jahren aus. Dies dürfte dazu führen, dass bis 2019 die Umsatzmarke von 400 Mio. Euro erreicht wird. Wachstumstreiber sind die Gewinnung weiterer Marktanteile in bestehenden Märkten, die Auslandsexpansion in neuen Märkten wie den USA und eine Verbesserung der Baukonjunktur in Europa.

Nach dem Abschluss der großen Investitionsvorhaben dürfte die EBIT-Marge wieder das Ausgangsniveau von 7-9% erreichen. Die Investitionsquote dürfte sich entsprechend wieder dem Branchendurchschnitt von 3% annähern und zusammen mit einer stabilen Working-Capital-Quote zu einem Anstieg der Free-Cashflows führen.

Das verwendete Beta von 1,35 reflektiert das zyklische Geschäftsmodell sowie die vergleichsweise hohe Verschuldung von 2x Net Debt/EBITDA.

Die risikolose Rendite wird mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 50% ergibt sich ein WACC von 7,39%.

Für die Uzin Utz AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 45,00 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
Umsatz	253,4	288,9	326,4	364,0	400,3	432,4	449,7	458,7
Veränderung	10,0%	14,0%	13,0%	11,5%	10,0%	8,0%	4,0%	2,0%
EBIT	18,9	22,6	26,6	30,2	30,0	32,4	31,5	32,1
EBIT-Marge	7,5%	7,8%	8,1%	8,3%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%
NOPAT	13,2	15,8	18,6	21,1	21,0	22,7	22,0	22,5
Abschreibungen	7,7	7,7	7,7	7,7	9,6	10,4	10,8	11,0
in % vom Umsatz	3,0%	2,7%	2,4%	2,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-3,3	-6,3	-6,6	-6,5	-6,8	-6,0	-3,2	-2,4
- Investitionen	-13,6	-10,2	-10,2	-10,2	-10,1	-10,8	-11,2	-11,5
Investitionsquote	5,4%	3,5%	3,1%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	4,1	7,0	9,5	12,1	13,7	16,3	18,4	19,6
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Present Value	3,9	6,3	8,0	9,4	10,0	11,0	11,5	214,4
Kumuliert	3,9	10,2	18,2	27,6	37,6	48,6	60,1	274,5

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	274,5
Terminal Value	214,4
Anteil vom Tpv-Wert	78%
Verbindlichkeiten	60,4
Liquide Mittel	14,6
Eigenkapitalwert	228,8

Aktienzahl (Mio.)	5,04
Wert je Aktie (Euro)	45,14
+Upside / -Downside	25%
Aktienkurs (Euro)	36,00

Modellparameter

Fremdkapitalquote	50,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,35
WACC	7,4%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2015-2018	12,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	11,3%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	2,0%
EBIT-Marge	2015-2018	7,9%
EBIT-Marge	2015-2020	7,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	7,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
7,89%	35,78	38,48	40,00	41,65	45,45
7,64%	37,79	40,76	42,45	44,29	48,54
7,39%	39,97	43,26	45,14	47,19	51,97
7,14%	42,34	46,00	48,09	50,40	55,80
6,89%	44,93	49,00	51,35	53,95	60,10

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2022e

WACC	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,50%
7,89%	37,13	38,66	40,19	41,72	43,25
7,64%	39,40	41,03	42,65	44,28	45,90
7,39%	41,89	43,62	45,35	47,08	48,81
7,14%	44,63	46,47	48,32	50,17	52,01
6,89%	47,65	49,62	51,60	53,57	55,55

Peergroup

Zur Plausibilisierung des DCF-Modells führen wir eine Peergroup-Analyse durch. Aufgrund der sehr hohen Fokussierung von Uzin Utz auf das Geschäftsfeld Bodensysteme bieten sich allerdings nur sehr wenige börsennotierte Peers an. Lediglich Sika ist (noch) börsennotiert. Von den vier herangezogenen Peergroup-Unternehmen ist Sika daher der einzige direkte Wettbewerber. Die schweizerische Forbo produziert komplette Bodenbeläge und hat daher einen anderen Schwerpunkt. AkzoNobel und Sto sind in benachbarten Anwendungen der Bauchemie tätig. Nachfolgend werden die Unternehmen kurz vorgestellt.

AkzoNobel N.V.

Die niederländische AkzoNobel ist eines der global führenden Unternehmen in der Herstellung von Farben, Beschichtungen (u.a. Bodenbeschichtungen) und anderen Produkten der Spezialchemie. Haupteinsatzfelder im Bauwesen sind sowohl Gebäude als auch der Infrastrukturbau. Der Konzernumsatz belief sich in 2014 auf rund 14,3 Mrd. Euro bei einer EBIT-Marge von 6,9% (EBIT 987 Mio. Euro). AkzoNobel ist weltweit in mehr als 80 Ländern präsent und hat über 47.000 Mitarbeiter.

Forbo International SA

Die Forbo-Gruppe mit Sitz in der Schweiz produziert Bodenbeläge, Bauklebstoffe sowie Antriebs- und Leichtfördertechnik. Das Angebot im Bereich Flooring Systems umfasst Linoleum und Vinylböden, Sauberlaufsysteme, Teppichfliesen sowie Nadelvliesbeläge und Textilböden für private Wohngebäude sowie Gewerbe- und Industriebauten. Forbo erreichte 2014 mit über 5.100 Mitarbeitern einen Nettoumsatz von 1,23 Mrd. CHF und ein EBIT von 149,4 Mio. CHF. Die EBIT-Marge lag bei 12,2%.

Sika AG

Die Schweizer Sika AG ist ein Unternehmen der Spezialchemie und gilt als Weltmarktführer im Bereich der chemischen Baustoffe. Kernkompetenz ist die Entwicklung und Produktion von Produkten und Systemen für das Kleben, Dichten, Dämpfen, Verstärken und Schützen von Tragstrukturen im Bauwesen und in der Industrie, darunter auch Bodenbeschichtungen. In 2014 wurde mit 16.895 Mitarbeitern ein Nettoerlös von 5,571 Mio. CHF erwirtschaftet. Das Betriebsergebnis belief sich auf 633,2 Mio. CHF, die EBIT-Marge dementsprechend auf 11,4%.

Sto SE & Co. KGaA

Sto ist einer der weltweit größten Hersteller von Fassadensystemen (insb. Wärmedämmsysteme). Darüber hinaus werden weitere Produkte rund um den Hausbau angeboten, wie z.B. Lacke und Lasuren, Akustiksysteme und Innenraumprodukte. Zum Portfolio gehören daneben auch Spezialprodukte für die Betoninstandsetzung, Bodenbeschichtungen sowie Werkzeuge und Maschinen für den Bausektor. Im Geschäftsjahr 2014 erzielte der Sto-Konzern mit knapp 4.800 Mitarbeitern Umsatzerlöse i.H.v. von 1,2 Mrd. Euro. Das EBIT lag bei 97 Mio. Euro (EBIT-Marge 8,0%).

Peergroup Uzin Utz AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			KGV		
		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Akzo Nobel NV	69,28	1,37	1,32	1,27	24,65	17,38	16,16
Forbo Holding AG	1180,00	1,61	1,66	1,60	19,06	17,92	16,37
Sika AG	3219,00	1,48	1,48	1,38	18,59	16,48	15,70
Sto SE & Co. KGaA	160,90	0,65	0,63	0,61	15,55	15,96	15,56
Mittelwert		1,28	1,27	1,22	19,46	16,93	15,95
Uzin Utz AG	38,9	1,05	0,95	0,84	17,99	15,79	12,99
Potenzial		22%	33%	45%	8%	7%	23%
Fairer Wert je Aktie		49,30	54,70	60,60	42,00	41,70	47,70

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT		
		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Akzo Nobel NV	19617,1	11,61	9,51	8,99	18,30	13,47	12,53
Forbo Holding AG	1976,2	10,68	10,60	10,05	13,23	13,07	12,31
Sika AG	8231,0	10,31	9,59	9,12	13,00	11,98	11,43
Sto SE & Co. KGaA	790,3	6,23	6,17	5,82	8,15	8,03	7,56
Mittelwert		9,71	8,97	8,50	13,17	11,64	10,96
Uzin Utz AG	241,7	10,26	9,08	7,97	14,85	12,78	10,68
Potenzial		-5%	-1%	7%	-11%	-9%	3%
Fairer Wert je Aktie		36,20	38,20	42,00	33,40	34,50	40,10

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Die Peergroup deutet auf KGV-Basis auf eine Unterbewertung der Uzin Aktie hin. Die anderen Multiples implizieren hingegen eine weitestgehend faire Bewertung.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Uzin Utz Gruppe ist ein weltweit agierender Hersteller von Werkstoffen und Werkzeugen für die Neuverlegung, Renovierung und Erhaltung von Bodenbelägen aller Art. Mit ihren sechs spezialisierten Marken UZIN, WOLFF, Pallmann, Arturo, Codex und RZ bietet die Gruppe ein komplettes Produktprogramm rund um das Thema Boden. Hierzu zählen Klebstoffe, Spachtelmassen, Beschichtungen, Parkettlacke, Reinigungs- und Pflegeprodukte sowie Maschinen für die Bodenbearbeitung. Kernkunden der Uzin Utz Gruppe sind professionelle Bodenleger aus der Bau- und Handwerksbranche sowie Architekten und Bauherren. Neben Deutschland befinden sich Produktionsstätten des Unternehmens in Frankreich, der Schweiz, den Niederlanden, China, Indonesien, Polen und Slowenien. Zudem wurde 2014 ein neues Werk in den USA errichtet, das im Mai 2015 die Produktion aufnehmen soll. Im Geschäftsjahr 2014 erzielte die Unternehmensgruppe mit durchschnittlich 915 Mitarbeitern einen Konzernumsatz in Höhe von 230 Mio. Euro.

Wichtige Meilensteine der Unternehmensgeschichte sind im Folgenden kurz dargestellt:

- 1911** Gründung der Georg Utz GmbH & Co KG – Handelsfirma in Wien
- 1919** Erwerb einer Produktionsstätte in Ulm
- 1948** Anmeldung der Marke UZIN beim Patentamt München
- 1950** Start der Produktion von Bodenbelagsklebstoffen und Spachtelmassen
- 1994** Beginn der verstärkten Erschließung der europäischen Märkte
- 1997** Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und Börsengang
- 2001-13** Zahlreiche Firmenübernahmen (u.a. Wolff, Pallmann, RZ)
- 2013** Errichtung einer neuen Produktionsstätte in Ilsfeld, Deutschland
- 2014** Eröffnung einer neuen Fabrik in den Niederlanden;
Baubeginn einer neuen Produktionsstätte in Dover, Delaware, USA

Konzernmarken

UZIN:

UZIN ist mit einer mehr als 50-jährigen Geschichte die Traditionsmarke der Gruppe und bietet umfangreiche Systemlösungen für das Kleben und Haften von Böden und Parkett. Neben Spezialestrichen, Grundierungen, Spachtelmassen und Spezialprodukten für die fachgerechte Vorbereitung von Untergründen gehören speziell auf die verschiedenen Belagarten (Textil, Lino, Gummi, PVC etc.) abgestimmte UZIN-Klebstoffe zum Sortiment.

WOLFF:

WOLFF ist die Maschinen- und Werkzeugmarke der Uzin Utz Gruppe und international als Spezialist für die Oberflächenvorbereitung und -bearbeitung beim Fachhandwerk etabliert. Das Produktprogramm unterteilt sich in die Anwendungsbereiche Bodenbelagsentfernung, Unterbodenvorbereitung und Bodenverlegung. Die Kernkompetenz bilden die WOLFF-Stripper zur Entfernung von Bodenbelägen. In diesem Bereich ist WOLFF Marktführer. Die Produkte werden über den Fachgroßhandel vertrieben. Darüber hinaus wird ein Ersatzteil- und Reparaturservice angeboten.

Pallmann:

Die Marke Pallmann gehört seit der Übernahme im Jahr 2001 zur Uzin Utz Gruppe. Die Produktpalette ist speziell für Anwendungen im Bereich Parkettböden konzipiert. Das Produktspektrum umfasst Produkte für die Untergrundvorbereitung, Klebstoffe, Schleifmaschinen sowie Reinigungs- und Pflegemittel.

Arturo:

Arturo ist eine Spezialmarke für Kunstharzböden. Die Einsatzbereiche dieser Böden sind vielfältig und reichen von allgemeinen Industrieanwendungen mit hohen Ansprüchen an thermische, chemische oder physikalische Belastungen über hygienische Beschichtungen für die Lebensmittelindustrie oder das Gesundheitswesen bis hin zu Bodenkonzepten für Gewerbeflächen, Tiefgaragen oder private Wohnungen.

codex:

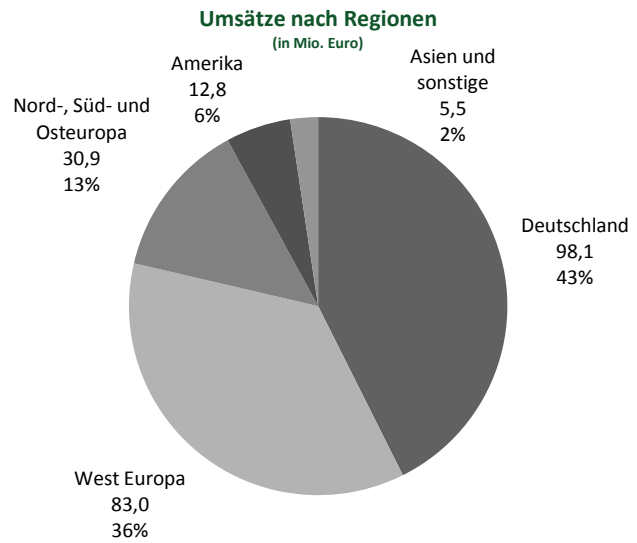
Die Marke codex ist speziell auf die Anforderungen von professionellen Fliesen- und Natursteinlegern aus dem traditionellen Handwerk zugeschnitten. Das Angebot reicht von Fliesen- und Fugenmörtel bis hin zu Spezialprodukten zur Untergrundvorbereitung.

RZ:

RZ ist seit 2008 Teil des Konzernportfolios und damit die jüngste Marke der Uzin Utz Gruppe. Sie bietet ein breites Sortiment für die Reinigung, Pflege und Werterhaltung von Bodenbelägen aller Art und richtet sich sowohl an Profi-Anwender wie auch anspruchsvolle Endverbraucher.

Märkte und Umsatz

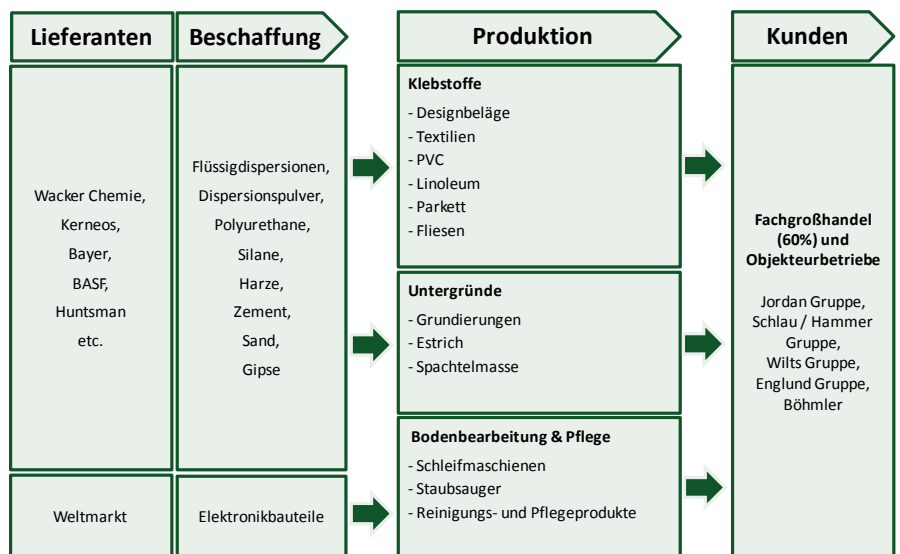
Die Uzin Utz Gruppe ist in 48 Ländern rund um den Globus vertreten. Den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit bilden Deutschland und die übrigen europäischen Märkte, vor allem in Westeuropa. So hat Uzin Utz neben dem Heimatmarkt Deutschland auch in den Niederlanden die Marktführerschaft inne. Darüber hinaus ist die Gruppe im Raum Asien-Pazifik und in Amerika tätig. Im Jahr 2014 lag der Auslandsanteil der Umsätze bei 56,3% (+1,8 Prozentpunkte ggü. Vorjahr).



Quelle: Unternehmen

Food Chain

Die nachfolgende Grafik fasst die Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



Quelle: Montega, Unternehmen

Management

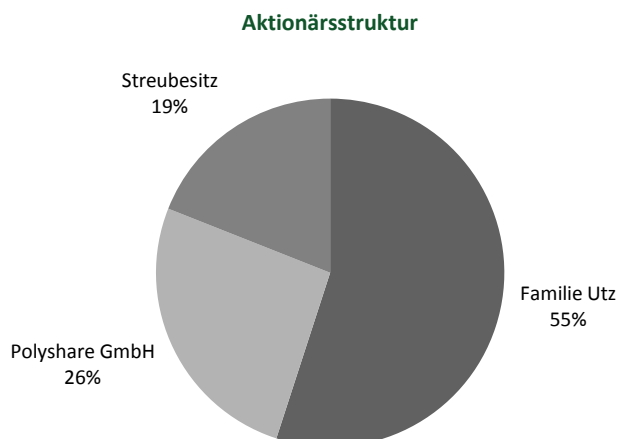
Dr. H. Werner Utz ist Vorstandsvorsitzender der Uzin Utz AG und bereits seit 1978 Mitglied der Geschäftsführung. Er leitet überdies die Ressorts Strategie, Marketing, Technischer Produktservice sowie Entwicklung und Produkttechnik. 2016 wechselt er voraussichtlich in den Aufsichtsrat.

Thomas Müllerschön ist seit 2002 Mitglied des Vorstands und verantwortlich für die Ressorts Vertrieb, Betrieb und Logistik, Controlling, Finanz- und Rechnungswesen, Konzernorganisation sowie Personal und Zentraleinkauf. Thomas Müllerschön wurde 1968 in Rottenacker (Alb-Donau-Kreis) geboren. Der studierte Diplom-Betriebswirt und Diplom-Wirtschaftsingenieur trat 1994 als Assistent Finanz- und Rechnungswesen, Controlling in die Uzin Utz AG ein. 1996 wurde er Assistent des Vorstandsvorsitzenden Dr. H. Werner Utz. Zwei Jahre später übernahm er die Leitung des kaufmännischen Kundenservices. 2001 wurde er zum kaufmännischen Leiter mit Prokura ernannt.

Ab dem 1. Januar 2016 wird Herr Müllerschön neuer Vorstandsvorsitzender der Uzin Utz AG. Er übernimmt die Bereiche Unternehmensstrategie, Finanzen & Controlling, Personal, IT & Recht, Organisation und Einkauf.

Aktionärsstruktur

Die Uzin Utz AG ist an der Frankfurter Börse im Segment General Standard gelistet. Das gezeichnete Kapital i.H.v. 15.132.957 Euro verteilt sich auf 5.044.319 Stammaktien. Diese werden zu rund 55% von Mitgliedern der Familie Utz gehalten. Der zweitgrößte Aktionär ist die Alberdingk Boley GmbH, die über Polyshare etwa 26% der Anteile hält. Alberdingk Boley ist ein Lieferant von Uzin Utz. Die Beteiligung wurde bereits 1982 erworben und danach aufgestockt. Die verbleibenden 19% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	217,0	230,4	253,4	288,9	326,4
Bestandsveränderungen	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	216,8	229,7	253,4	288,9	326,4
Materialaufwand	93,9	97,8	107,2	123,1	140,0
Rohertrag	122,9	131,8	146,2	165,8	186,4
Personalaufwendungen	59,7	63,9	70,9	80,9	90,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	47,7	48,6	53,7	60,7	68,5
Sonstige betriebliche Erträge	5,3	4,3	5,1	6,1	7,2
EBITDA	20,8	23,6	26,6	30,3	34,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,5	5,7	6,0	6,1	6,2
EBITA	15,4	17,9	20,6	24,2	28,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5
EBIT	13,9	16,3	18,9	22,6	26,6
Finanzergebnis	-1,4	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1
EBT	12,4	15,1	17,7	21,5	25,5
EE-Steuern	2,3	4,2	5,3	6,5	7,6
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,1	10,9	12,4	15,1	17,8
Anteile Dritter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	10,0	10,9	12,4	15,1	17,8

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

G&V (in % vom Umsatz) Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,08%	-0,30%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktiviert Eigenleistungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gesamtleistung	99,9%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	43,3%	42,5%	42,3%	42,6%	42,9%
Rohertrag	56,6%	57,2%	57,7%	57,4%	57,1%
Personalaufwendungen	27,5%	27,7%	28,0%	28,0%	27,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,0%	21,1%	21,2%	21,0%	21,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,4%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%
EBITDA	9,6%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5%	2,5%	2,4%	2,1%	1,9%
EBITA	7,1%	7,8%	8,1%	8,4%	8,6%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%
EBIT	6,4%	7,1%	7,5%	7,8%	8,1%
Finanzergebnis	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,3%
EBT	5,7%	6,5%	7,0%	7,4%	7,8%
EE-Steuern	1,1%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,7%	4,7%	4,9%	5,2%	5,5%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	4,6%	4,7%	4,9%	5,2%	5,5%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	33,1	32,2	30,7	29,3	28,0
Sachanlagen	81,3	91,2	98,6	102,5	106,3
Finanzanlagen	6,4	10,8	10,8	10,8	10,8
Anlagevermögen	120,9	134,3	140,2	142,7	145,2
Vorräte	28,9	30,1	32,7	36,8	41,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,7	23,3	25,7	29,3	33,1
Liquide Mittel	10,2	14,6	10,1	10,4	10,1
Sonstige Vermögensgegenstände	7,9	6,7	6,7	6,7	6,7
Umlaufvermögen	70,6	74,7	75,2	83,2	90,9
Bilanzsumme	191,5	209,0	215,4	225,9	236,1
PASSIVA					
Eigenkapital	108,6	115,1	123,0	133,1	144,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	9,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	48,4	56,1	52,9	51,9	48,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,1	8,0	9,7	11,1	12,5
Sonstige Verbindlichkeiten	16,3	18,6	18,6	18,6	18,6
Verbindlichkeiten	82,9	93,9	92,4	92,8	91,2
Bilanzsumme	191,5	209,0	215,4	225,9	236,1

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,3%	15,4%	14,3%	13,0%	11,9%
Sachanlagen	42,5%	43,7%	45,8%	45,4%	45,0%
Finanzanlagen	3,4%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%
Anlagevermögen	63,1%	64,3%	65,1%	63,2%	61,5%
Vorräte	15,1%	14,4%	15,2%	16,3%	17,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,4%	11,2%	11,9%	13,0%	14,0%
Liquide Mittel	5,3%	7,0%	4,7%	4,6%	4,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,1%	3,2%	3,1%	3,0%	2,8%
Umlaufvermögen	36,9%	35,7%	34,9%	36,8%	38,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	56,7%	55,1%	57,1%	58,9%	61,4%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	4,8%	5,4%	5,2%	5,0%	4,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	25,3%	26,9%	24,6%	23,0%	20,7%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,5%	8,9%	8,6%	8,2%	7,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	43,3%	44,9%	42,9%	41,1%	38,6%
Verbindlichkeiten	43,3%	44,9%	42,9%	41,1%	38,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

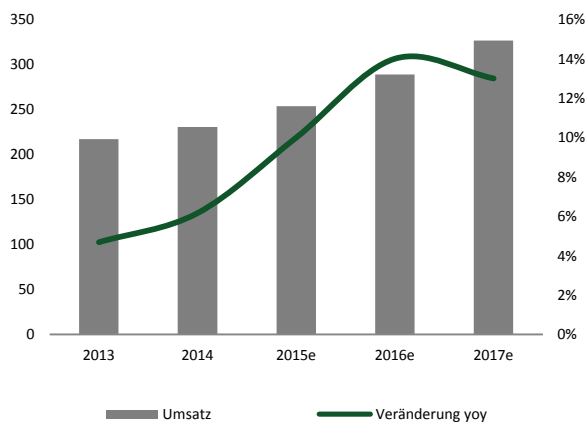
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	10,1	10,9	12,4	15,1	17,8
Abschreibung Anlagevermögen	5,5	5,7	6,0	6,1	6,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,6	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,9	3,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	16,8	22,9	20,1	22,8	25,5
Veränderung Working Capital	-0,8	-1,9	-3,3	-6,3	-6,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	16,0	21,0	16,8	16,5	18,9
CAPEX	-18,9	-17,7	-13,6	-10,2	-10,2
Sonstiges	0,4	-2,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-18,6	-20,3	-13,6	-10,2	-10,2
Dividendenzahlung	-4,0	-4,0	-4,5	-5,0	-6,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,6	7,2	-3,2	-1,0	-3,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,4	3,2	-7,7	-6,0	-9,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-5,0	3,9	-4,5	0,3	-0,3
Endbestand liquide Mittel	10,2	14,6	10,1	10,4	10,1

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

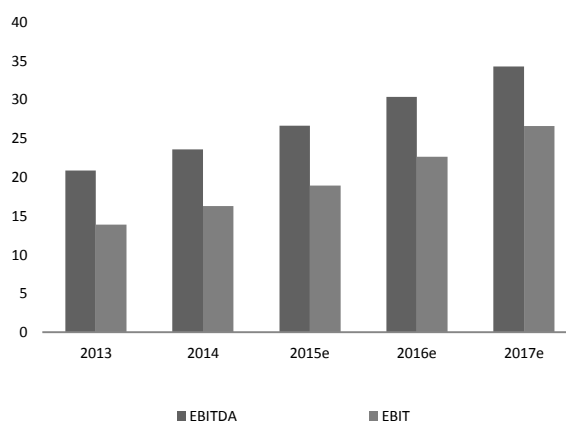
Kennzahlen Uzin Utz AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ertragsmargen					
Bruttomarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertragsmarge (%)	56,6%	57,2%	57,7%	57,4%	57,1%
EBITDA-Marge (%)	9,6%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge (%)	6,4%	7,1%	7,5%	7,8%	8,1%
EBT-Marge (%)	5,7%	6,5%	7,0%	7,4%	7,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	4,7%	4,7%	4,9%	5,2%	5,5%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	9,7%	10,5%	11,4%	13,0%	14,5%
ROE (%)	9,8%	10,0%	10,8%	12,3%	13,4%
ROA (%)	5,2%	5,2%	5,8%	6,7%	7,5%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	40,9	45,8	47,0	45,7	43,0
Net Debt / EBITDA	2,0	1,9	1,8	1,5	1,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-3,0	3,4	3,2	6,3	8,7
Capex / Umsatz (%)	9%	9%	5%	4%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	20%	19%	19%	18%	18%
Bewertung					
EV/Umsatz	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	11,6	10,3	9,1	8,0	7,1
EV/EBIT	17,5	14,9	12,8	10,7	9,1
EV/FCF	-	72,2	74,4	38,6	27,7
KGV	19,5	18,0	15,8	13,0	11,0
P/B	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
Dividendenrendite	2,1%	2,3%	2,5%	3,1%	3,6%

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

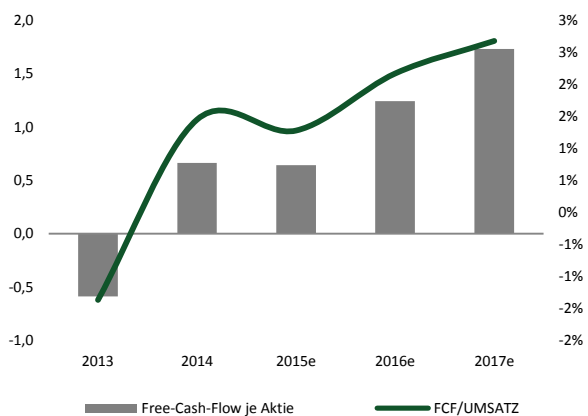
Umsatzentwicklung



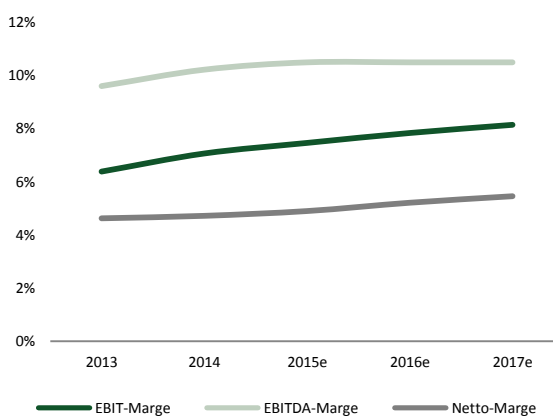
Ergebnisentwicklung



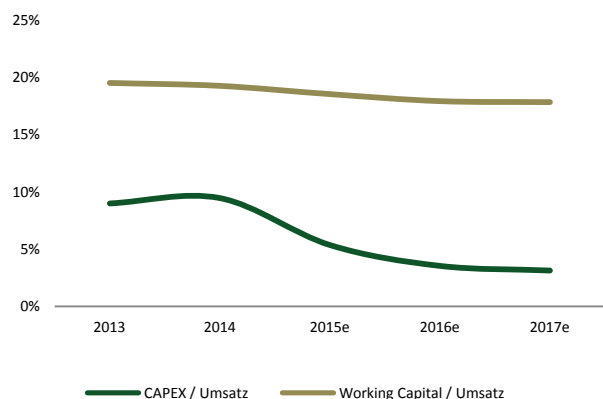
Free-Cash-Flow Entwicklung



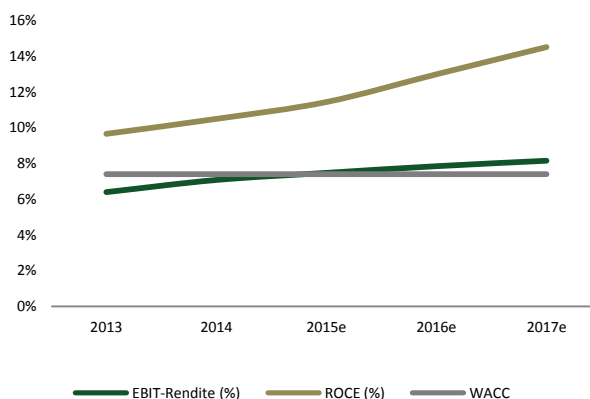
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 21.05.2015):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 21.05.2015):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

- Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24-28

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	21.05.2015	38,85	45,00	+16%
