

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **42,00 Euro**

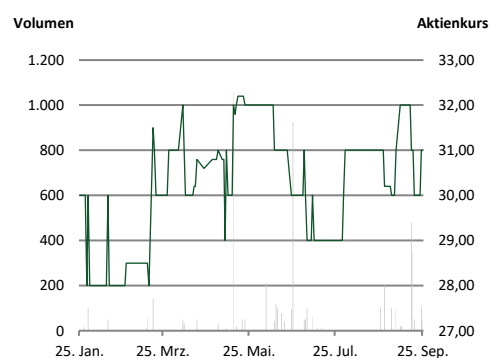
Kurspotenzial: **+35 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	31,00 Euro (Börse München)
Aktienanzahl (in Mio.)	1,17
Marktkap. (in Mio. Euro)	36,3
Enterprise Value (in Mio. Euro)	44,7
Ticker	WBAG:WOLF
ISIN	AT0000A25NJ6

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	32,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	28,00
3 M relativ zum CDAX	+4,7%
6 M relativ zum CDAX	-2,1%



Quelle: comdirect, Montega

Aktionärsstruktur

Management	22,8%
MuM Beteiligung	12,9%
Mäder AG	6,7%
Dr. A. Aufschnaiter	8,4%
Streubesitz	49,3%

Termine

H1 Bericht 30. September 2019

Prognoseanpassung

	2019e	2020e	2021e
Umsatz (alt)	51,4	58,9	66,6
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	3,3	4,8	6,2
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	1,74	2,68	3,51
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Erststudie 26. September 2019

Börsenneuling profitiert von steigendem Umweltbewusstsein

Als Spezialist im Bereich des Baus und der (Doppelwand-)Sanierung von Tankanlagen sowie der Reinigung verseuchter Böden und Gewässer agiert Wolftank-Adisa in globalen Märkten, die aufgrund des **steigenden Umweltbewusstseins** in Industrie und Gesellschaft sowie verschärfter Regulierungen eine stetig wachsende Nachfrage verzeichnen. Im Kerngeschäft der Tanksanierung (53% vom Umsatz in 2018) verfügt das Unternehmen dank seiner internationalen Präsenz über deutliche **Größenvorteile** gegenüber kleineren, zumeist nur lokal tätigen Konkurrenten und setzt mit innovativer Technologie wie eigenentwickelten Epoxidharzen und hydraulischen Reinigungsrobotern Marktstandards.

Die **starke Wettbewerbsposition** führte in der jüngeren Vergangenheit zu einem deutlichen Umsatzanstieg in diesem Segment (34% CAGR 2015-2018), das angesichts nachhaltiger Markttreiber und einer engen Beziehung zu Schlüsselkunden wie großen Mineralölgesellschaften auch in den kommenden Jahren durchschnittlich zweistellige Wachstumsraten verzeichnen dürfte (MONE: 12% CAGR 2019-2021). Der ebenfalls dynamisch wachsende Bereich der Umweltsanierung (29% vom Umsatz in 2018) agiert dank einer vergleichbaren Zielkundenbasis hierzu komplementär und sollte von der Expertise und dem Vertriebsnetz aus dem Kerngeschäft weiterhin spürbar profitieren.

Ergänzt wird dieses weitreichende Leistungsportfolio um Wolftank-Adisas Fähigkeit zur schlüsselfertigen Errichtung von LNG-Tankstellen, mit der sich das Unternehmen in einem **zukunftssträchtigen Markt** mit substanziellem Absatzvolumen positioniert hat. Das Flüssiggas ist dank elementarer Vorteile gegenüber herkömmlichen Treibstoffen insbesondere für den Antrieb von Nutzfahrzeugen u.E. eine ökologisch und ökonomisch unabdingbare Alternative, die mittelfristig eine international flächendeckende Infrastruktur zur Betankung erfordert. Das Potenzial in diesem Geschäftsfeld wird alleine durch aktuelle Pläne der EU und Chinas deutlich, die eine Ausweitung der verfügbaren Tankstellen bis 2030 um 1.800 (EU) bzw. bis 2025 um 20.000 Einheiten (China) vorsehen.

Dank dieses strukturellen Marktwachstums und in Anbetracht der fortschreitenden Internationalisierung der Gesellschaft dürfte Wolftank-Adisa in der Lage sein, den **Umsatz auch mittelfristig spürbar zu steigern** (MONE: 14,3% CAGR 2019-2021). Die Margenstruktur weist in Erwartung steigender Projektvolumina und operativer Effizienzsteigerungen ebenfalls noch deutliches Verbesserungspotenzial auf. Mittelfristig erachten wir eine EBITDA-Marge von 12,0% als realistisch (vs. 7,6% in 2018).

Aufgrund der sehr jungen Börsenhistorie nach dem Listing zu Beginn dieses Jahres befindet sich Wolftank-Adisa u.E. derzeit noch weitgehend unterhalb des Radars institutioneller Investoren. Mit dem avisierten positiven Newsflow, regelmäßigen Reportings sowie einer deutlich intensivierten Kapitalmarktkommunikation dürfte sich dies jedoch sukzessive ändern. Angesichts der **attraktiven Bewertung** mit einem EV/EBITDA 2020e von 6,9x sollten sich Investoren u.E. daher frühzeitig positionieren.

Fazit: Wir halten Wolftank-Adisa für einen attraktiv bewerteten Wachstumstitel und nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 42,00 Euro in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.

	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	44,5	51,4	58,9	66,6
Veränderung yoy	37,0%	15,5%	14,4%	13,1%
EBITDA	3,4	4,8	6,5	8,0
EBIT	1,7	3,3	4,8	6,2
Jahresüberschuss	0,7	2,0	3,1	4,1
Rohrertragsmarge	19,5%	20,6%	21,0%	21,2%
EBITDA-Marge	7,6%	9,4%	11,0%	12,0%
EBIT-Marge	3,7%	6,4%	8,1%	9,3%
Net Debt	12,3	6,8	4,0	0,4
Net Debt/EBITDA	3,6	1,4	0,6	0,1
ROCE	8,0%	20,9%	28,6%	34,7%
EPS	0,63	1,74	2,68	3,51
FCF je Aktie	0,69	0,89	1,84	2,66
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	13,3	9,2	6,9	5,6
EV/EBIT	27,0	13,6	9,3	7,2
KGV	49,2	17,8	11,6	8,8
P/B	11,3	3,8	2,7	2,0

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 31,00

INHALTSVERZEICHNIS

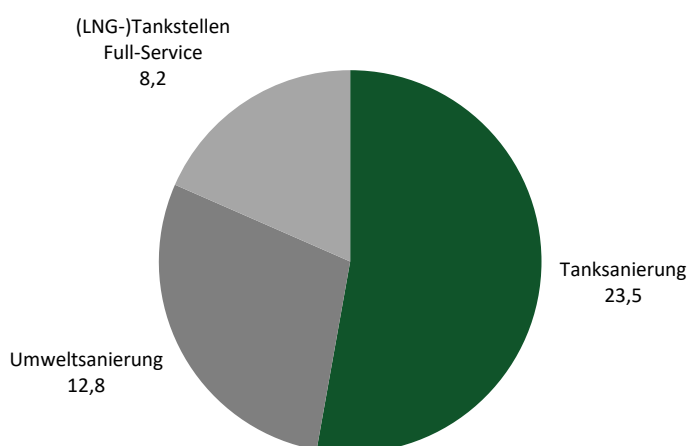
Investment Case	3
Aussichtsreiche Positionierung in strukturellen Wachstumsmärkten	3
Starke Wettbewerbsposition dank Größenvorteilen und Technologie-Expertise	5
Dynamisches Umsatzwachstum dürfte sich fortsetzen	6
Deutliche Margenausweitung erwartet	7
Guidance konservativ – Positiver Newsflow sollte anhalten	8
Attraktives Bewertungsniveau	8
Fazit	8
Timing und Sentiment	9
Positiver Newsflow seit dem Listing dürfte sich fortsetzen	9
SWOT	11
Stärken	11
Schwächen	11
Chancen	12
Risiken	12
Markt und Wettbewerb	13
Größenvorteile und hohe Wettbewerbsbarrieren bei der Tanksanierung	13
Hoher Tankstellenbestand bietet weitreichendes Marktpotenzial	13
Steigende Lagerkapazitäten für Öl und Chemikalien als zusätzlicher Treiber	15
Markt für Umweltsanierungen mit strukturellem Wachstum auf globaler Ebene	16
Ausbau der globalen LNG-Infrastruktur birgt substanzielles Wachstumspotenzial	17
Wettbewerbsqualität	21
Etabliertes und komplementäres Leistungsportfolio	22
Marktführerschaft und Größenvorteile durch internationale Präsenz	22
Langjährige Kundenbeziehungen und hohe Marktreputation	23
Aussichtsreiche Positionierung im wachstumsstarken Markt für LNG-Tankstellen	23
Finanzen	24
Starkes Umsatzwachstum in der jüngeren Vergangenheit	24
Dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung erwartet	24
Working Capital bietet Potenzial zur Verbesserung des Free Cashflows	28
Bilanzstruktur durch forderungintensives Auftragsgeschäft geprägt	28
Bewertung	30
DCF-Modell	30
Unternehmenshintergrund	32
Segmentbetrachtung	33
Kernprodukte	34
Wesentliche Absatzregionen	36
Management	37
Listing und Aktionärsstruktur	37
Anhang	39
Disclaimer	43

INVESTMENT CASE

Wolftank-Adisa bietet als Spezialist rund um die Sanierung von Tankanlagen, die Reinigung verseuchter Böden und Gewässer sowie den schlüsselfertigen Bau von (LNG-)Tankstellen ein umfangreiches Leistungsportfolio im Bereich der Petrochemischen Industrie und der Umwelttechnik. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren aus dem angestammten Kerngeschäft hochwertiger Tanksanierungen heraus zu einem etablierten Anbieter komplexer Umweltschutzleistungen für internationale Mineralölgesellschaften und Raffinerien sowie wie für Kommunen und Regierungsorganisationen entwickelt. Vor allem der im Jahr 2015 erfolgte Eintritt in den Bereich der Umweltsanierung hat die Wertschöpfungskette von Wolftank-Adisa um ein komplementäres Geschäftsfeld erweitert und ermöglicht seither wachsende Einsatzmöglichkeiten der langjährigen Sanierungsexpertise sowie die Realisierung von Synergien bei Kundenaufträgen.

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf dem italienischen Markt (Umsatzanteil ca. 70%), in dem Wolftank-Adisa seit Jahren über eine führende Position verfügt. Der Ausbau des Auslandsanteils an den Konzernerlösen stellt für das Management jedoch insbesondere angesichts eines dynamisch wachsenden Marktpotenzials in China (Umsatzanteil ca. 21%) eine wesentliche strategische Maßnahme dar, die mittelfristig zu einer entsprechenden Verschiebung führen dürfte. Auf operativer Segmentebene sollte der steigende Fokus auf den asiatischen Raum perspektivisch in einer sukzessiven Verlagerung mit einem wachsenden Anteil des bisher kleinsten Geschäftsbereichs des Full-Service-Providings für (LNG-)Tankstellen resultieren.

Umsätze nach Geschäftsbereichen (2018)
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

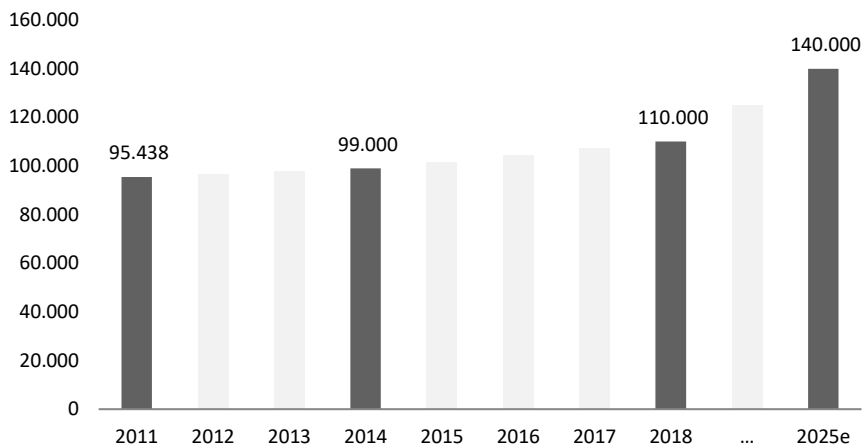
Aussichtsreiche Positionierung in strukturellen Wachstumsmärkten

Mit seiner langjährigen Expertise und seiner internationalen Präsenz hat sich Wolftank-Adisa in globalen Wachstumsmärkten positioniert, die vom nachhaltigen Megatrend des Umweltschutzes profitieren. Insbesondere das steigende Umweltbewusstsein in Industrie und Gesellschaft sowie verschärfte Regulierungen staatlicher Institutionen treiben die Nachfrage bezüglich der Renaturierung verseuchter Böden und Gewässer sowie präventiver Maßnahmen zur Vermeidung potenzieller Verunreinigungen.

Der für Wolftank-Adisa im Kerngeschäft der Tanksanierung relevante Tankstellenmarkt in Europa befindet sich insgesamt seit Jahren auf einem weitgehend konstanten Niveau von über 130.000 Einheiten und bietet damit ein umfangreiches Marktpotenzial adressierbarer Tanks. Dieser mit steigender Lebensdauer zunehmend sanierungsbedürftige Bestand dürfte auch mittelfristig ein aussichtsreiches Umsatzvolumen für spezialisierte Sanierungsunternehmen bieten, da die weiterhin starke Nachfrage nach Mineralölstoffen

durch den PKW- und LKW-Verkehr und die über Jahrzehnte ausgebaute Verkehrsinfrastruktur in Europa nach wie vor ein flächendeckendes Tankstellennetz erfordern. Im Gegensatz zum europäischen Markt weist das Tankstellennetz in China seit Jahren stetiges Wachstum auf (2,0% CAGR 2011-2018) und dürfte diesen Trend angesichts des Auf- und stetigen Ausbaus einer landesweit umfassenden Infrastruktur auch mittelfristig fortsetzen. So soll die Gesamtzahl von rund 110.000 Tankstellen in 2018 auf etwa 140.000 Einheiten in 2025 wachsen (3,5% CAGR).

Anzahl der Tankstellen in China

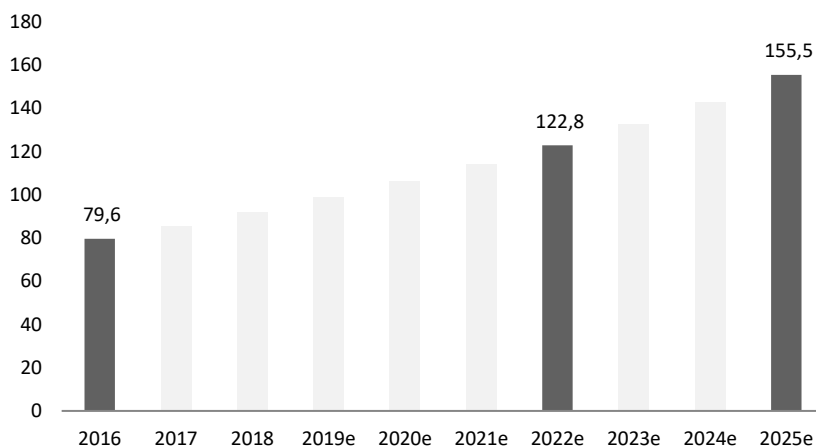


Quelle: Research and Markets, Montega

Ergänzt wird das Anwendungsfeld herkömmlicher Tankstellen um große Industrietanks für die Lagerung von Öl und sonstigen Chemikalien in Raffinerien und speziellen Lagerterminals. Auch dieser Bereich verzeichnet vor dem Hintergrund eines global wachsenden Bedarfs an fossilen Brennstoffen, steigenden Fördermengen von Öl und einer zunehmenden Nachfrage nach Terminals zur Lagerung von Flüssiggas stetiges Wachstum und erweitert den Zielmarkt von Wolf tank-Adisas Sanierungsleistungen signifikant. Nach Angaben von AlliedMarketResearch soll etwa allein der Umsatz im Bereich der Lagerung von Öl bis 2023 mit durchschnittlich 4,4% p.a. auf ein Niveau von 4,3 Mrd. US-Dollar steigen.

Ebenso wie im Segment der Tanksanierung agiert Wolf tank-Adisa auch mit dem komplementären Geschäft der Umweltsanierung in einem strukturell wachsenden Marktumfeld.

Weltweiter Umsatz mit Umweltsanierungen
(in Mrd. USD)



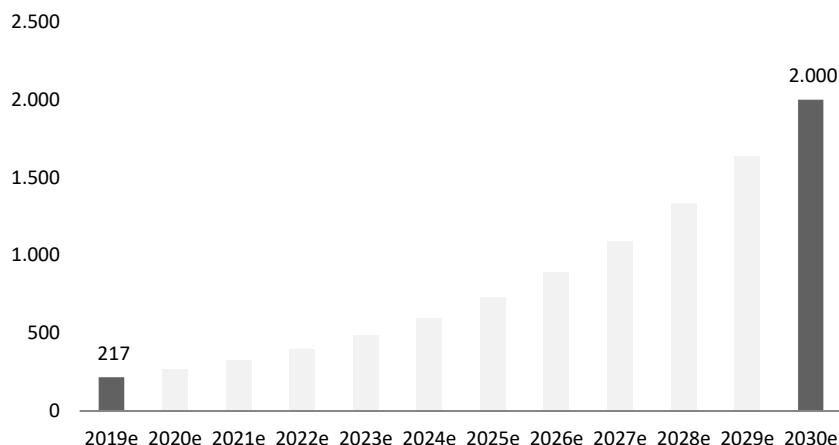
Quelle: AlliedMarketResearch, Technavio, Montega

So haben die global fortgeschrittene Industrialisierung und die Expansion vieler für die Umwelt sensibler Wirtschaftszweige in den vergangenen Jahrzehnten dazu geführt, dass die Reinigung von Böden und Gewässern sowie die Renaturierung stark beanspruchter Lebensräume auf globaler Ebene spürbar an Bedeutung gewonnen hat. Demnach soll das weltweite Umsatzvolumen mit Umweltsanierungen laut Research and Markets bis 2025 mit einer durchschnittlichen Rate von 7,7% p.a. auf ein Gesamtvolumen von 155,5 Mrd. USD steigen. Das stetig wachsende Umweltbewusstsein in Industrie und Gesellschaft sowie steigende Umweltauforderungen auf politischer Ebene dürften als nachhaltige Kerntreiber dieser Entwicklung jedoch auch weit darüber hinaus für kontinuierliches Wachstum sorgen.

Unter Nutzung seiner langjährigen Erfahrungen und der Expertise als Full-Service-Provider bei konventionellen Tankstellen hat sich Wolftank-Adisa schließlich auch mit seiner Fähigkeit zum schlüsselfertigen Aufbau von LNG-Tankstellen in einem zukunftssträchtigen Geschäftsfeld positioniert, das dem Unternehmen langfristige Wachstumsperspektiven bietet. Das Flüssiggas erfährt aufgrund seiner ökologischen und ökonomischen Vorteile gegenüber konventionellen Treibstoffen vor allem als Alternative für Nutzfahrzeuge eine stetig wachsende Bedeutung und spielt mittlerweile eine zentrale Rolle in den Zukunftsstrategien vieler Staaten.

Die für eine höhere Penetration unabdingbare Anforderung einer flächendeckenden Infrastruktur zur Betankung der Fahrzeuge sollte mittelfristig folglich zu einem dynamischen Nachfragewachstum bei qualifizierten Anbietern führen. Dies wird nicht zuletzt bei einer Betrachtung aktueller Planungsdaten ersichtlich. So soll das LNG-Netz gemäß dem Branchenverband NGVA Europe allein in Europa von derzeit 217 Tankstellen bis 2030 auf ca. 2.000 Einheiten steigen, während die chinesische Regierung derzeit die Errichtung von rund 20.000 LNG-Tankstellen bis 2025 plant. Dank der bereits aufgebauten Vertriebskanäle aus dem Sanierungsgeschäft sowie der etablierten Beziehungen zu Schlüsselkunden sowohl in Europa als auch in China dürfte Wolftank-Adisa u.E. perspektivisch spürbar von dieser Marktentwicklung profitieren.

Anzahl der LNG-Tankstellen in Europa



Quelle: NGVA Europe, Montega

Starke Wettbewerbsposition dank Größenvorteilen und Technologie-Expertise

Wolftank-Adisa zählt insbesondere in seinem Kerngeschäft der Sanierung und Reinigung industrieller Tanks zu den **internationalen Marktführern**. Die nahezu globale Präsenz des Unternehmens durch die operativen Tochtergesellschaften, eigene Vertriebsbüros sowie zahlreiche Verkaufspartner in Europa, Asien und Afrika garantieren eine hohe Kundennähe sowie kurze Liefer- und Vertriebswege. Die gute Positionierung entlang der gesamten Wertschöpfungskette spiegelt sich dabei in einem branchenweit einzigartigen Track

Record mit über 25.000 erfolgreich durchgeführten Tanksanierungen bei über 11.000 Kunden in den vergangenen 30 Jahren wider.

Aus der internationalen Präsenz ergeben sich für Wolftank-Adisa innerhalb des stark fragmentierten Marktumfelds deutliche **Größenvorteile** gegenüber den kleineren, zumeist lediglich lokal tätigen Konkurrenten. Dank seiner länderübergreifenden Strukturen kann das Unternehmen internationale Aufträge regelmäßig an Subunternehmer vor Ort weitergeben und gegenüber diesen die Verwendung der eigenen Epoxidharze und Anwendungstechniken durchsetzen. Vor allem bei der Auftragsgewinnung von großen Schlüsselkunden wie global agierenden Mineralölgesellschaften dient dies als elementarer Wettbewerbsvorteil.

Ein weiteres Abgrenzungsmerkmal ist das **diversifizierte und komplementäre Produktportfolio** von Wolftank-Adisa. Das Unternehmen hat seine langjährige Erfahrung in der Tanksanierung und die etablierten Kunden- und Vertriebsstrukturen dazu genutzt, um sein Leistungsangebot um das komplementäre Geschäftsfeld der Reinigung versuchter Böden und Gewässer sinnvoll zu erweitern. Hieraus ergeben sich essenzielle Synergien beim Aufbau und dem Erhalt einer engen Kundenbindung, da etwa neben Kommunen und Regierungsorganisationen mit Tankstellenbetreibern, Mineralölgesellschaften und Raffinerien Schlüsselkunden aus der Tanksanierung auch im Bereich der Umweltsanierung zu wichtigen Zielgruppen zählen. Auch der Bereich des Full-Service-Providings für Tankstellen fügt sich nahtlos an die anderen Geschäftsbereiche an. So bietet Wolftank-Adisa neben der Errichtung von Tankstellen und der Sanierung von Tanks den Betreibern auch umfangreiche Serviceleistungen inklusive der fortlaufenden Überwachung sanierter Anlagen mittels eigenentwickelter Leckwarnsysteme, die eine permanente Fernkontrolle ermöglichen. Das Unternehmen erreicht damit insgesamt eine äußerst breite Abdeckung der Wertschöpfungskette und verfügt folglich über deutliche Vorteile gegenüber lokalen Wettbewerbern, die keinen vollständigen Leistungsumfang anbieten (Anwendung von speziell entwickeltem lösungsmittelfreiem Epoxidharz mit chemischer und mechanischer Beständigkeit, Installationsexpertise sowie zugehörige Bodensanierung).

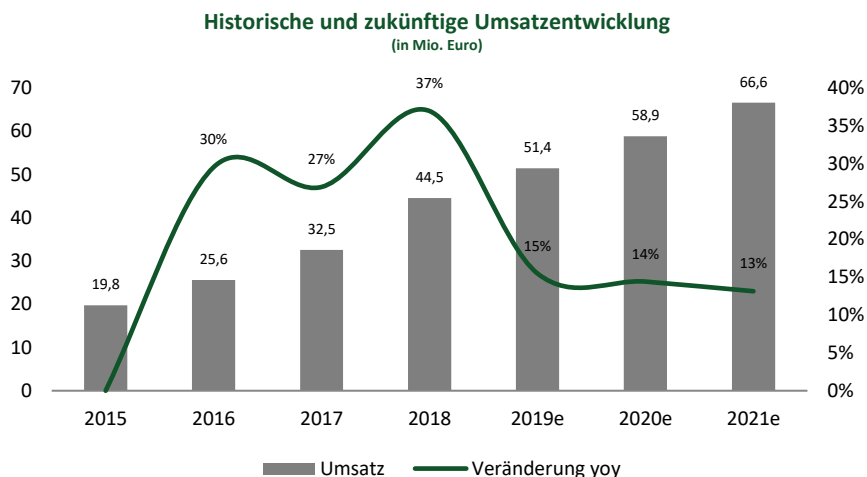
Darüber hinaus besitzt Wolftank-Adisa dank intensiver Forschungs- und Entwicklungsarbeit eine **starke eigene Technologiekompetenz** in den adressierten Produktbereichen. Mit seinem patentierten DOPA-Verfahren für die Tanksanierung unter Einsatz eigenentwickelter Hochleistungsepoxydharze ist das Unternehmen insbesondere im Spezialbereich des nachträglichen Umbaus von einwandigen in doppelwandige Tanks klarer Technologieführer und kann daher auf eine hohe Kundenakzeptanz bauen. Des Weiteren greift Wolftank-Adisa bei der Tanksanierung auf eigenentwickelte Reinigungsroboter zurück, die einen unbemannten Einstieg in unterirdische Tanks ermöglichen und damit eine maximale Sicherheit bei Einsätzen mit Gefahrenstoffen in geschlossenen Räumen bieten. Gleichzeitig werden dadurch der Arbeitskräftebedarf sowie die Durchlaufzeit des Sanierungsprozesses im Vergleich zur Konkurrenz verringert. Insgesamt setzt Wolftank-Adisa in seinem Kerngeschäft damit auch qualitativ aktuelle Industriestandards.

Dynamisches Umsatzwachstum dürfte sich fortsetzen

In der jüngeren Vergangenheit konnte Wolftank-Adisa seinen Umsatz kontinuierlich mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten steigern (31,1% CAGR 2016-2018). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 lag der Anstieg mit 37,0% auf 44,5 Mio. Euro dabei noch einmal deutlich über dem Niveau der Vorjahre. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Umsatzzuwachs um rund 15,5% auf 51,4 Mio. Euro. Neben einem zusätzlichen Beitrag aus der erstmaligen Konsolidierung der in 2018 erworbenen spanischen Tochtergesellschaft Alternativas Ecológicas (MONE: ca. 1,6 Mio. Euro) dürfte die erfreuliche Auftragslage, unter anderem mit einem im April verkündeten Großauftrag für LNG-Tankstellen in Italien, und das ungebrochen positive Sentiment in allen drei Geschäftsbereichen zu der Fortsetzung des Wachstumstrends auf Gruppenebene führen. Unsere Schätzungen liegen damit über dem vom Management derzeit avisierten Umsatzniveau von rund 45,0 Mio. Euro, das wir damit für deutlich zu konservativ halten.

Im mittelfristigen Prognosezeitraum bis 2021 rechnen wir weiterhin mit zweistelligen prozentualen Wachstumsraten, wenngleich aufgrund der mittlerweile deutlich höheren

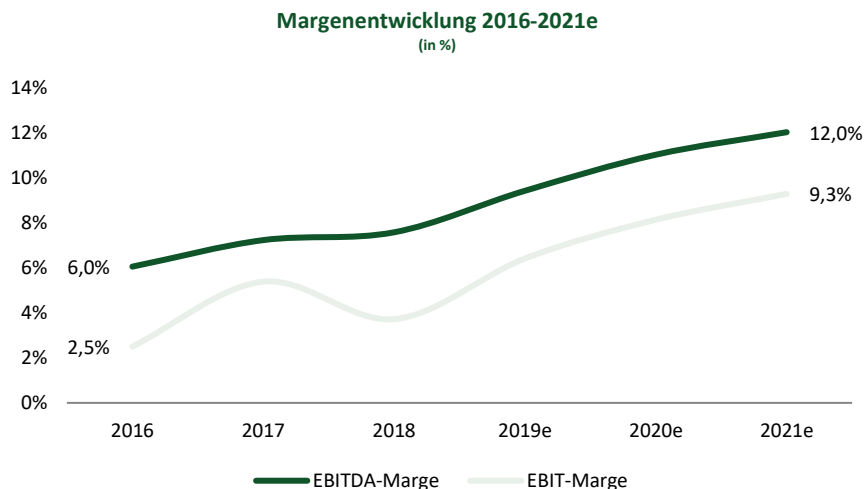
Basis insgesamt von einer Verlangsamung des Wachstums gegenüber der jüngeren Vergangenheit ausgegangen werden sollte. Unsere Erwartungen resultieren in einem Umsatzniveau von rund 66,6 Mio. Euro in 2021. Potenzielle Akquisitionen im Rahmen der vom Unternehmen forcierten Internationalisierungsstrategie sind dabei noch nicht berücksichtigt.



Quelle: Unternehmen, Montega

Deutliche Margenausweitung erwartet

Während Wolfstank-Adisa sein EBITDA im letzten Geschäftsjahr 2018 trotz eines deutlichen Personalaufbaus überproportional um 43,5% auf 3,4 Mio. steigern konnte, sank das EBIT aufgrund höher Abschreibungen als Resultat der erstmaligen Konzernkonsolidierung (v.a. Abschreibungen auf Firmenwerte nach österreichischem UGB) leicht um 5,4% auf rund 1,7 Mio. Euro. Die negative Profitabilitätsentwicklung auf EBIT-Ebene ist u.E. jedoch vor dem Hintergrund, dass allein rund ein Drittel der verzeichneten Abschreibungen auf den einmaligen Konsolidierungseffekt zurückzuführen ist, ein singuläres Ereignis. Die erwartete starke operative Entwicklung dürfte ab dem aktuellen Jahr somit auch wieder zu einer sukzessiven Ausweitung der EBIT-Marge führen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Wir antizipieren demnach eine deutliche Margenausweitung und rechnen bis 2021 mit einer EBITDA-Marge von 12,0% bzw. einer EBIT-Marge von 9,3%, womit das Unternehmen den vom Vorstand avisierten Zielkorridor von 10% bis 15% auf EBITDA-Ebene erreichen

sollte. Die Entwicklung resultiert neben Skaleneffekten bei steigenden Projektvolumina und noch nicht vollständig ausgeschöpften Synergiepotenzialen zwischen den operativen Segmenten vor allem aus den vom Management eingeleiteten Effizienzmaßnahmen zur Optimierung der Konzernstruktur sowie einer steigenden Profitabilität der internationalen Tochtergesellschaften, die derzeit z.T. noch deutlich margenverwässernde Beiträge liefern. Des Weiteren gehen wir für die kommenden Jahre aufgrund einer schrittweisen Rückführung der relativ hoch verzinsten Anleihen von einem verbesserten Finanzergebnis sowie einer Normalisierung der Steuerquote auf rund 25% aus. Diese Faktoren sollten dazu führen, dass das zuletzt erreichte EPS von 0,63 Euro auf 3,51 Euro 2021 steigt.

Guidance konservativ – Positiver Newsflow sollte anhalten

Für das laufende Geschäftsjahr 2019 hatte Wolftank-Adisa sein Umsatzziel bereits im März angehoben und erwartet nach ursprünglich 43,0 Mio. Euro nun 45,0 Mio. Euro bei einem EBITDA von 4,4 Mio. Euro sowie einem EBIT von 2,9 Mio. Euro. In Anbetracht einer seither weiterhin starken Auftragslage und dem ungebrochen positiven Sentiment in allen drei Geschäftsbereichen erachten wir jedoch auch die aktualisierte Guidance als konservativ und halten eine Anhebung im weiteren Jahresverlauf für wahrscheinlich.

Daneben waren die bisherigen Monate der noch sehr jungen Börsenhistorie von Wolftank-Adisa seit dem Listing im Januar kapitalmarktseitig vor allem von zwei Kapitalerhöhungen zu Ausgabepreisen von 26,58 Euro bzw. 30,00 Euro pro Aktie geprägt. Durch diese sind dem Unternehmen insgesamt rund 3,8 Mio. Euro zugeflossen, die vornehmlich zur Finanzierung der intensivierten Internationalisierungspläne eingesetzt werden sollen. Operativ gehörte neben dem Abschluss von zwei strategischen Kooperationen in Europa und China insbesondere die Verkündung eines ersten Großauftrags für LNG-Tankstellen in Italien zu den wesentlichen Ereignissen. Angesichts der positiven Signalwirkung dieses Rahmenprojekts und einer gemäß Management starken Pipeline internationaler Verhandlungen rechnen wir mit weiteren Aufträgen und somit positivem operativen Newsflow in den kommenden Quartalen. Darüber hinaus ist von Wolftank-Adisa künftig eine deutlich verstärkte Kapitalmarktkommunikation zu erwarten, wodurch die Aufmerksamkeit der Aktie bei potenziellen Investoren sukzessive gesteigert werden sollte.

Attraktives Bewertungsniveau

Wir haben Wolftank-Adisa auf Basis eines DCF-Modells bewertet, woraus eine klare Unterbewertung der Aktie ersichtlich wird.

In Anbetracht des strukturellen Nachfragewachstums in den adressierten Zielmärkten gehen wir mittelfristig von stetigem organischen Wachstum aus, das sich zusammen mit realisierbaren Synergiepotenzialen und Effizienzsteigerungen auf Gruppenebene unmittelbar positiv auf den Verlauf des Free Cashflows auswirken sollte. Unter Annahme eines Betas von 1,4 und eines WACC von 9,25% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert der Aktie von 42,00 Euro**. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 35%.

Fazit

Wolftank-Adisa ist ein bisher am Kapitalmarkt u.E. zu wenig sichtbarer Spezialist im Bereich der Petrochemischen Industrie und der Umwelttechnik, der sich dank hoher Innovationskraft und gezielter Zukäufe in den vergangenen Jahren ein branchenweit einzigartiges Leistungsportfolio aufgebaut hat. Das Unternehmen hat sich mit seiner Expertise bei der Tanksanierung, der Umweltsanierung sowie der Fähigkeit zur Errichtung von LNG-Tankstellen in zukunftssträchtigen Zielmärkten positioniert, von deren Wachstum Wolftank-Adisa überproportional profitieren dürfte. Dank seiner länderübergreifenden Präsenz, weiterer Internationalisierungspläne und tiefgreifenden Synergiepotenzialen der operativen Segmente sollte das Unternehmen mittelfristig mit einem Erlösniveau im hohen zweistelligen Millionenbereich und einer zweistelligen EBITDA-Marge sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig in neue Dimensionen vorstoßen, die die Kapitalmarktvisibilität spürbar erhöhen dürften. Die aktuelle Bewertung von Wolftank-Adisa spiegelt diese attraktiven Zukunftsaussichten des Unternehmens u.E. jedoch nicht ausreichend wider. Wir nehmen die Aktie daher mit dem Rating „Kaufen“ und einem Kursziel von 42,00 Euro in die Coverage auf.

TIMING UND SENTIMENT

Das Listing der Aktie von Wolftank-Adisa erfolgte im Januar dieses Jahres an der Börse Wien im neuen Marktsegment „direct market plus“. Unmittelbar danach wurde darüber hinaus ein Zweitlisting im Segment „m:access“ der Börse München vollzogen. Aufgrund dieser noch sehr jungen Börsenhistorie ohne fortlaufenden Freihandel (derzeit noch untertägige Preisfeststellung per Auktion in Wien) sind Erläuterungen zur bisherigen Kursentwicklung u.E. nur bedingt aussagekräftig.

Kapitalmarktseitig waren die vergangenen Monate insbesondere durch zwei Transaktionen geprägt. So wurde kurz nach der Notierung Ende Januar zur Finanzierung des weiteren Wachstums im Rahmen der avisierten Internationalisierungsambitionen eine Barkapitalerhöhung zu einem Ausgabepreis von 26,58 Euro durchgeführt, wodurch dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös i.H.v. etwa 2,0 Mio. Euro zufluss. Eine weitere Kapitalmaßnahme zu einem Platzierungspreis von 30,00 Euro und einem daraus resultierenden Erlös von 1,8 Mio. Euro wurde Anfang August erfolgreich abgeschlossen. Damit hat die Gesellschaft die Voraussetzungen geschaffen, um die vorhandenen Wachstumschancen in den bislang adressierten Endmärkten realisieren und gleichzeitig notwendige Kapazitäten für den Eintritt in weitere Länder aufbauen zu können.

Positiver Newsflow seit dem Listing dürfte sich fortsetzen

Operativ konnte Wolftank-Adisa seit der Börsennotiz mehrere positive Neuigkeiten vermelden:

- **Anhebung der Jahresziele:** Bereits Mitte März hob das Unternehmen sein Umsatzziel für das laufende Geschäftsjahr angesichts überplanmäßiger Auftragseingänge dank einer stärker als erwarteten Nachfrage in allen drei Geschäftsbereichen von 43 Mio. Euro auf 45 Mio. Euro an.
- **Großauftrag im LNG-Bereich:** Anfang April konnte ein erster Großauftrag zur Errichtung von LNG-Tankstellen mit einem Umsatzvolumen von insgesamt 4 Mio. Euro in Italien vermeldet werden. Auftraggeber sind der staatliche italienische Erdgasversorger und ein Konsortium von Transportunternehmen, die sich zudem die Option auf umfangreiche Folgeaufträge gesichert haben. Mit diesem Projekt konnte Wolftank-Adisa einen richtungsweisenden Erfolg bei den angestrebten Wachstumszielen in diesem Segment verzeichnen.
- **Kooperation in China:** Mitte Mai hat Wolftank-Adisa eine langfristige Zusammenarbeit im Bereich Umweltschutz mit der chinesischen Stadt Ningbo verkündet, die u.a. die Nutzung der Reinigungstechnologie des Unternehmens im Chemie- und Industriepark Ningbo sowie weitere Aktivitäten bei der Sanierung von Industrietanks beinhaltet. Aufgrund der unmittelbaren Nähe zum Wirtschaftsdistrikt Zhenhai mit dem größten Rohöllager sowie einem der größten Chemie- und Industrieparks Chinas bietet die Kooperation mit Ningbo aussichtsreiches Umsatzpotenzial, das das Wachstum in allen drei Geschäftsfeldern von Wolftank-Adisa langfristig unterstützen dürfte.

Das positive Sentiment dürfte auch in den kommenden Monaten Bestand haben und in Form von operativem Newsflow sowie einer gesteigerten Kapitalmarktpräsenz potenzielle Treiber für die Aktie hervorbringen:

- **Weitere Auftragsverkündungen:** Der Großauftrag für LNG-Tankstellen in Italien sowie die Zusammenarbeit mit der Stadt Ningbo beinhalten nicht nur per se das Potenzial für die Bekanntgabe von Folgeaufträgen, sondern dürften u.E. auch eine gewisse Signalwirkung für weitere Kunden und Partner haben. Wir gehen daher davon aus, dass der positive Newsflow in diesem Bereich anhalten wird und weitere Aufträge von Industriekunden und Städten bzw. Kommunen in den kommenden Quartalen vermeldet werden können.
- **Intensivere Kapitalmarktkommunikation:** Angesichts des erst zu Jahresbeginn erfolgten Börsengangs, der geringen Marktkapitalisierung sowie der äußerst geringen Liquidität der Aktie ist Wolftank-Adisa bei institutionellen Investoren bisher noch weitgehend unbekannt. Die vom Management geplante intensivere

Kapitalmarktkommunikation in Form von zahlreichen Roadshows und Konferenzteilnahmen dürfte zusammen mit den zukünftigen Reportings dazu führen, dass die Bekanntheit des Unternehmens spürbar steigt und der Aktienkurs folglich von dem zugrundeliegenden operativen Newsflow sukzessive profitieren sollte.

Fazit: Aufgrund der noch sehr jungen Börsenhistorie ohne nennenswerten Aktienhandel befindet sich Wolftank-Adisa derzeit noch außerhalb des Radars vieler institutioneller Investoren. Dadurch hatten die seither publizierten Meldungen keinen signifikanten Einfluss auf die Aktie. Insgesamt dürfte sich die Bekanntheit des Unternehmens durch eine intensivere Kapitalmarktkommunikation in den kommenden Quartalen jedoch spürbar erhöhen. Zudem gehen wir nach der Erhöhung der Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr und dem gemeldeten Großauftrag im LNG-Bereich davon aus, dass der positive operative Newsflow des Unternehmens in den nächsten Monaten anhalten wird. Vom Zusammenspiel dieser beiden Faktoren dürfte auch der Aktienkurs bei steigender Bekanntheit nachhaltig profitieren.

SWOT

Dank seiner jahrelangen Erfahrung hat sich Wolftank-Adisa mit einer starken Wettbewerbsposition erfolgreich im Markt für Sanierungen und Reinigungen von Tanks, insbesondere im Spezialbereich des nachträglichen Umbaus von einwandigen in doppelwandige Tanks, etabliert. Bei einem weltweiten Netzwerk von über 11.000 Kunden zählen große Mineralölgesellschaften zu den wichtigsten Auftraggebern, mit denen zum Teil zeitweise Exklusivverträge bestehen. Auch in den fragmentierten Wettbewerbsfeldern der Geschäftsbereiche Umweltsanierung und Full-Service-Providing für Tankstellen konnte sich das Unternehmen in attraktiven Wachstumsnischen positionieren und das Produkt- und Dienstleistungsportfolio kontinuierlich ausbauen. Zudem besitzt Wolftank-Adisa als eines von wenigen Unternehmen in Europa das Know-how zur vollständigen Planung und schlüsselfertigen Errichtung von LNG-Tankstellen. Den zahlreichen Stärken stehen jedoch auch einige Schwächen gegenüber, die vor allem in der derzeit noch hohen Abhängigkeit von wichtigen Großkunden und den unternehmensinternen Kapazitätsgrenzen mit dem aktuellen Personalbestand begründet sind.

Stärken

- Patentiertes Verfahren zur Doppelwand-Tanksanierung auf Basis eigener Epoxidharze
- Branchenweit einzigartiger Track Record mit über 25.000 erfolgreich durchgeführten Tanksanierungen in den letzten 30 Jahren
- Etablierte Vertragsbeziehungen mit großen Mineralölgesellschaften und enge Kontakte zu Entscheidungsträgern in Schlüsselmärkten
- Breite Abdeckung der Wertschöpfungskette inkl. wachsender wiederkehrender Umsätze (Sanierung, Service, fortlaufende Überwachung)
- Hohe Markteintrittsbarrieren durch erforderliche Zertifizierungen und anspruchsvolle Sicherheitsstandards
- Starke Marktposition durch Technologie- und Know-how-Führerschaft sowie eine internationale Präsenz im Vergleich zum Großteil der lokalen Wettbewerber
- Attraktive Positionierung in aussichtsreichen Wachstumsmärkten wie Umweltsanierung und LNG-Tankstellen

Schwächen

- Vergleichsweise hohe Branchenabhängigkeit von der Mineralölindustrie und wichtigen Großkunden
- Kapazitätsgrenzen werden mit aktuellem Personalbestand schnell erreicht, wodurch ein Outsourcing einzelner Aufträge notwendig ist
- Intensiver Wettbewerb im Geschäftsbereich der Umweltsanierung, der die Preissetzungsmacht begrenzt und eine Etablierung in neuen geographischen Regionen erschwert

Chancen ergeben sich insbesondere aus der avisierten Internationalisierungsstrategie in volumenträchtige Märkte wie China, die bei einer voranschreitenden Expansion deutliche Wachstumsimpulse liefern dürfte. Auch die Geschäftsausweitung auf angrenzende Bereiche wie die Sanierung von Trink- und Abwasserleitungen bietet weitreichende Potenziale. Während letztere Option aufgrund der jahrelangen Expertise im Sanierungsgeschäft ohne signifikante Aufwendungen umgesetzt werden könnte, erfordert der Ausbau internationaler Kapazitäten u.E. umfangreiche Investitionen, wodurch mittelfristig weitere Kapitalmaßnahmen notwendig erscheinen.

Chancen

- Expansion in zukunftssträchtige Auslandsmärkte (u.a. Afrika, Asien mit Fokus auf China und Indien sowie Südamerika)
- Zunehmende Geschäftsausweitung vom Tankstellen- (unterirdisch) zum Tanklagermarkt (oberirdisch)
- Vorhandenes Know-how ohne Erfordernis signifikanter Investitionen für die Erweiterung des Geschäftsmodells nutzbar (z.B. Sanierung und Reinigung von Trink- und Abwasserleitungen)
- Zunehmende Bedeutung der Renaturierung und Wiederaufbereitung von Böden sowie Gewässern durch wachsendes Umweltbewusstsein
- Globales Nachfragewachstum für die Errichtung von LNG-Tankstellen eröffnet aussichtsreiche Wachstumsperspektiven
- Aufgrund des umfangreichen technischen Know-hows und der noch geringen Marktkapitalisierung ein Übernahmekandidat für größere Branchenplayer

Risiken

- Relativ hohe Konjunkturabhängigkeit des Geschäftsmodells
- Hohes prognostiziertes Wachstum abhängig von weiteren Großaufträgen (v.a. in China), deren Visibilität zum aktuellen Zeitpunkt gering ist
- Entwicklung alternativer Treibstoffe, die den Trend zu LNG eingrenzen oder ablösen könnten
- Aufbau von internationalen Kapazitäten erfordert umfangreiche Investitionen, wodurch weitere Kapitalerhöhungen notwendig sein könnten

Fazit: Wolftank-Adisa befindet sich u.E. dank jahrelanger Branchenerfahrung und einer hohen Produktqualität in einer aussichtsreichen Position, um vom prognostizierten Wachstum in den adressierten Kernmärkten der Tank- und Umweltsanierung sowie dem Aufbau einer globalen LNG-Infrastruktur nachhaltig zu profitieren. Zudem dürfte eine sukzessive Ausweitung des Geschäfts samt avisierten Internationalisierung die derzeitige hohe Branchenabhängigkeit von der Mineralölindustrie und wichtigen Großkunden in den kommenden Jahren bedeutend verringern. Hierfür werden jedoch zunächst signifikante Investitionen notwendig sein.

MARKT UND WETTBEWERB

Wolftank-Adisa adressiert mit seinem Produkt- und Dienstleistungsportfolio im bisherigen Kerngeschäft die globalen Märkte der Tank- und Umweltsanierung. Zukünftig will sich das Unternehmen zudem als einer der führenden Anbieter für den Bau von LNG-Tankstellen etablieren. Aktuell besteht das Kundenportfolio zu rund 80% aus Unternehmen der Ölindustrie, bei denen die Lagerung von Petrolprodukten in industriellen Tankanlagen notwendig ist. Hierzu zählen etwa Mineralölgesellschaften, Raffinerien, Tankterminals oder herkömmliche Tankstellen, für die Wolftank-Adisa die Überwachung, Wartung und Sanierung der Tanks übernimmt und im Schadensfall auch bei der Reinigung betroffener Böden und Gewässer aktiv wird. Das Unternehmen hat sich mit dieser Expertise in einer wachstumsstarken Marktnische positioniert und besitzt mit selbst hergestellten Hochleistungsepoxyharzen für den Korrosionsschutz der Tanks, eigenentwickelten Reinigungsrobotern sowie einem patentierten Sanierungsverfahren wesentliche Abgrenzungsmerkmale gegenüber potenziellen Wettbewerbern.

Größenvorteile und hohe Wettbewerbsbarrieren bei der Tanksanierung

Da bei der Sanierung von Tankanlagen der Umgang mit hochsensitiven Chemikalien zumeist unvermeidlich ist, haben Auftraggeber besondere Sicherheits- und Schutzanforderungen bei der Auswahl der Dienstleister. Diese müssen ihrerseits über speziell geschultes Personal und das notwendige technische Know-how verfügen, um derartige Aufträge mit den dafür erforderlichen Qualitäts- und Sicherheitsstandards durchführen zu können. Anbieter von Tanksanierungen müssen zusätzlich spezifische staatliche Zulassungen vorweisen, um sich als Akteur mit hoher Reputation nachhaltig am Markt positionieren zu können. Insgesamt ist der Sanierungsmarkt somit von hohen Wettbewerbsbarrieren geprägt, die einen erfolgreichen Eintritt in diesen Nischenmarkt spürbar erschweren.

Die von Wolftank-Adisa adressierten Märkte weisen grundlegend eine fragmentierte Struktur auf. Auf der Angebotsseite agieren vornehmlich vergleichsweise kleine und zumeist mittelständische Wettbewerber mit geringem Internationalisierungsgrad, die zudem ein wesentlich kleineres Angebotsportfolio bieten und mit Wolftank-Adisa lediglich in einzelnen Teilbereichen konkurrieren können. Auf der Nachfrageseite existieren zahlreiche Unternehmen, vor allem aus der Öl- und Chemiebranche, deren Tanks aufgrund von Korrosionsschäden sowie Verschleiß entweder gereinigt und saniert oder vollständig ausgetauscht werden müssen. Hierbei ist die Sanierungsleistung von Wolftank-Adisa jedoch um bis zu 50% günstiger als eine Neuanschaffung.

In diesem Marktumfeld kann das Unternehmen auf ein umfangreiches Kundennetzwerk bauen und dank seiner Größe auch Aufträge auf internationaler Basis durchführen. Dieser Größenvorteil soll durch eine konsequent verfolgte Internationalisierungsstrategie, deren Fokus aktuell insbesondere auf dem dynamisch wachsenden asiatischen Markt liegt, in den kommenden Jahren weiter ausgebaut werden. Bei erfolgreicher Penetration dieses wichtigen Schlüsselmarktes besitzt Wolftank-Adisa u.E. somit insgesamt das Potenzial, zu einem der wenigen globalen Player dieser Branche zu werden.

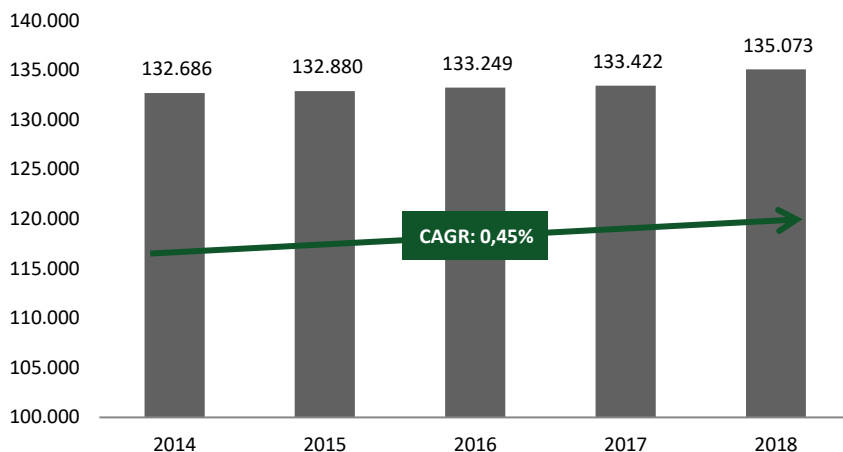
Hoher Tankstellenbestand bietet weitreichendes Marktpotenzial

Im klassischen Sanierungsgeschäft ist der Tankstellenmarkt vor allem in Europa für Wolftank-Adisa von zentraler Bedeutung. Das Unternehmen verfolgt hier die Strategie, sich als Full-Service-Dienstleister für die jeweiligen Betreiber zu positionieren. Das angebotene Leistungsspektrum beinhaltet dabei neben der bloßen Reinigung und Sanierung der Tanks auch die Übernahme weiterführender Dienstleistungen wie etwa die Installation von Leckwarnanlagen oder eine umfassende technische Beratung.

In Europa werden Tankstellen üblicherweise von großen Mineralölgesellschaften (z.B. Aral oder Shell) oder unabhängigen, oftmals regional tätigen, Inhabern betrieben. Die dort verbauten Tanks müssen im Regelfall nach durchschnittlich 10 bis 30 Jahren entweder vollständig ersetzt oder eben saniert werden, während bloße Reinigungsarbeiten mitunter in kürzeren Zeitabständen notwendig bzw. gesetzlich vorgeschrieben sind.

Die Anzahl der Tankstellen in Europa befindet sich seit Jahren insgesamt auf einem weitgehend konstanten Niveau von über 130.000 Einheiten.

Anzahl der Tankstellen in 30 europäischen Ländern

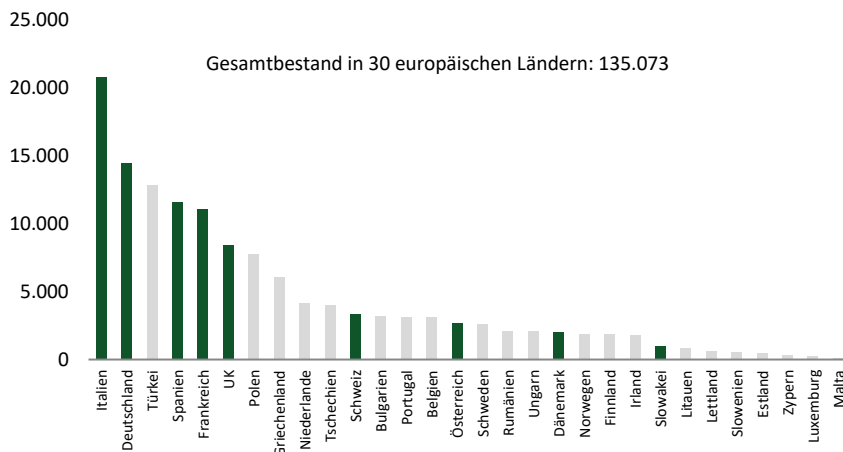


Quelle: FuelsEurope

Wesentlicher Grund hierfür ist die weiterhin starke Nachfrage nach Mineralölstoffen durch den PKW- und LKW-Verkehr und die über Jahrzehnte ausgebaute Verkehrsinfrastruktur in Europa, die ein möglichst flächendeckendes Tankstellennetz erfordert. Hieraus ergibt sich für Anbieter von Reinigungs- und Sanierungsleistungen derzeit sowie u.E. auch mittelfristig ein substantielles adressierbares Marktpotenzial, da trotz der steigenden Bedeutung von alternativen Antriebsarten wie der Elektromobilität eine flächendeckende Infrastruktur zur Betankung von Fahrzeugen mit fossilen Brennstoffen in absehbarer Zeit weiterhin benötigt wird. Somit dürfte der Bestand sanierungsfähiger und zunehmend -bedürftiger Tanks auch mittel- bis langfristig für ein nachhaltiges Wachstum der Sanierungsunternehmen sorgen, selbst wenn man zukünftig aufgrund des zunehmenden Trends zu Elektrofahrzeugen von einer sukzessiv sinkenden Gesamtzahl klassischer europäischer Tankstellen für fossile Brennstoffe ausgehen sollte.

Im europäischen Markt befindet sich Wolfstank-Adisa mit seiner Präsenz in fünf der sechs Länder mit dem höchsten Tankstellenbestand u.E. in einer aussichtsreichen Position, um von dem zunehmenden Sanierungsbedarf in den kommenden Jahren zu profitieren.

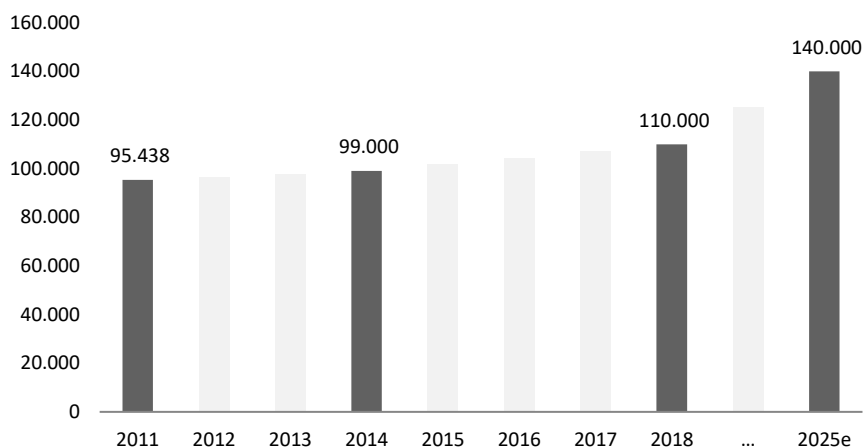
Anzahl der Tankstellen in 30 europäischen Ländern im Jahr 2018



Quelle: FuelsEurope; grün = Länder, in denen Wolfstank-Adisa in 2018 Umsatzwirksam aktiv war

Das adressierbare Potenzial in Europa wird durch die Präsenz des Unternehmens in China, das bereits aktuell mit einem Umsatzanteil von rund 21% nach Italien den größten Beitrag zum Konzernerlös leistet, signifikant erweitert. Im Gegensatz zum europäischen Markt ist das dortige Tankstellennetz in den vergangenen Jahren im Zuge des Auf- und stetigen Ausbaus einer umfassenden Verkehrsinfrastruktur kontinuierlich gewachsen, um den Bedarf von mittlerweile allein mehr als 200 Mio. PKWs bedienen zu können.

Anzahl der Tankstellen in China



Quelle: Research and Markets, Montega

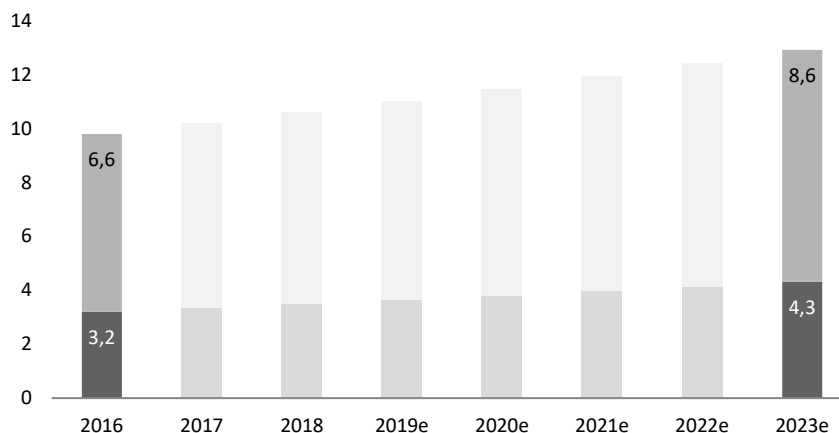
So ist die Anzahl herkömmlicher Tankstellen in China, die bislang zum Großteil von staatlichen Unternehmen wie CNPC, Sinopec und CNOOC betrieben werden, seit 2011 um rund 15% auf ein Niveau von ca. 110.000 gestiegen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 1,5% entspricht. Zwischen 2014 und 2018 lag diese sogar bei 2,7%. Dieser Trend dürfte auch in den kommenden Jahren insbesondere vor dem Hintergrund fortwähren, dass die von China im Jahr 2018 veröffentlichten Verbote und Restriktionen ausländischer Investitionen (sogenannte Negativliste) eine Lockerung des Betriebs von Tankstellen durch internationale Gesellschaften vorsieht. Im Zuge dessen haben zahlreiche Branchengrößen ihre Absicht erklärt, das Tankstellennetz des Landes deutlich auszuweiten. Allein Shell avisiert dabei, bis 2025 etwa 2.200 zusätzliche Tankstellen betreiben zu wollen, während BP in den kommenden fünf Jahren rund 1.000 neue Einheiten errichten will. Somit dürfte das langfristige Marktpotenzial in China gegenüber dem aktuellen Bestand noch deutlich steigen.

Steigende Lagerkapazitäten für Öl und Chemikalien als zusätzlicher Treiber

Neben dem Anwendungsfeld der herkömmlichen Tankstellen kann Wolftank-Adisa seine Sanierungsleistungen vor allem bei großen Raffinerien und Terminals für die Lagerung von Öl und sonstigen Chemikalien einsetzen. Auch in diesem Bereich ist ein substantielles Marktpotenzial vorhanden, das aufgrund des stetig steigenden Ressourcenverbrauchs auf globaler Ebene sukzessive wächst.

Eine Veranschaulichung hierfür liefern unter anderem Daten zum globalen Umsatzvolumen mit der Öl- bzw. Chemikalienlagerung: Laut AlliedMarketResearch soll allein der Umsatz im Bereich der Lagerung von Öl von 3,2 Mrd. US-Dollar im Jahr 2016 mit durchschnittlich 4,4% p.a. auf ein Niveau von 4,3 Mrd. US-Dollar in 2023 steigen. Bei sonstigen Chemikalien ist das Marktvolumen mit 6,6 Mrd. US-Dollar und einem prognostizierten Wachstum von rund 3,9% p.a. auf 8,6 Mrd. US-Dollar im gleichen Betrachtungszeitraum noch einmal doppelt so groß. Die Wachstumsraten sind dabei weitgehend vergleichbar mit den Prognosen zur Entwicklung der globalen Lagerkapazität, nach denen beispielsweise das verfügbare Volumen zur Öllagerung im Jahr 2018 bei über 1 Mrd. m³ lag und bis 2024 um rund 3% p.a. wachsen soll.

Umsatz im globalen Markt der Öl- und Chemikalienlagerung (in Mrd. USD)



Quelle: AlliedMarketResearch, Technavio, Montega

Wolftank-Adisa hat in diesen Endmärkten nach eigenen Angaben ein weltweites Potenzial von ca. 1.000 Lagerterminals mit jeweils 100 bis 200 Industrietanks identifiziert, wobei u.E. insbesondere im asiatischen Raum die Lagerkapazitäten mittel- bis langfristig noch weiter ausgebaut werden dürften. Westliche Treiber für einen entsprechenden Ausbau sind u.a.:

- **Wachsender Bedarf nach fossilen Brennstoffen** und zunehmende Produktion von chemischen Produkten insbesondere in wachstumsstarken Schwellenländern
- **Steigende Fördermengen von Erdöl**, die zusätzliche Lagerkapazitäten bis zum Weitertransport oder der Weiterverarbeitung erfordern
- **Zunehmende Nachfrage** nach LNG- und LPG-Terminals zur Lagerung von Flüssiggas
- **Notwendigkeit des Ausbaus strategischer Ölreserven** im Hinblick auf politische Spannungen und makroökonomische Verwerfungen

Das Unternehmen selbst erwartet im Geschäftsbereich der Sanierung von Tankstellen sowie Groß- und Lagertanks mittels einer gezielten Adressierung der großen Lagerterminals, eines Ausbaus von Rahmenverträgen mit großen Ölgesellschaften und Tankstellenbetreibern sowie der fortschreitenden internationalen Expansion in den kommenden Jahren deutliches Umsatzwachstum und beziffert das adressierbare Marktpotenzial auf ca. 16 Mrd. Euro.

Markt für Umweltsanierungen mit strukturellem Wachstum auf globaler Ebene

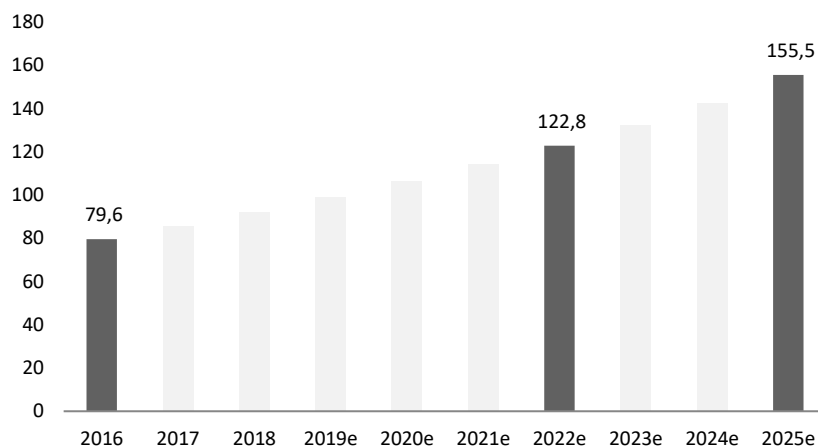
Durch den Zukauf der heutigen Tochtergesellschaft Maremma Ecologia im Jahr 2015 hat Wolftank-Adisa seine Wertschöpfungskette um das komplementäre Geschäftsfeld der Reinigung versuchter Böden und Gewässer sinnvoll erweitert, in dem das Unternehmen seine Expertise und das Vertriebsnetz aus seinem Kerngeschäft ebenfalls nutzen kann. So zählen neben Kommunen und Regierungsorganisationen mit Tankstellenbetreibern, Mineralölgesellschaften und Raffinerien Schlüsselkunden aus der Tanksanierung auch im Bereich der Umweltreinigung zu wichtigen Kunden.

Wolftank-Adisa hat sich damit in einem strukturell wachsenden Markt positioniert, der trotz eines im Vergleich zur Tanksanierung deutlich intensiveren Wettbewerbsumfelds aufgrund der weltweit steigenden Nachfrage auch langfristig aussichtsreiches Umsatzpotenzial bietet. Demnach haben vor allem die rapide fortgeschrittene Industrialisierung und der Ausbau vieler für die Umwelt sensibler Wirtschaftszweige wie die Sektoren rund um Öl und Gas, Bergbau, Fortwirtschaft oder Chemie dazu geführt, dass die Boden- und Wasserreinigung sowie die Renaturierung stark beanspruchter Lebensräume in vielen Ländern spürbar an Bedeutung gewinnt.

So soll der weltweite Markt für Umweltsanierungen nach Angaben von Zion Market Research von 2016 bis 2022 mit einer durchschnittlichen Rate von 7,5% p.a. auf ein Gesamtvolumen von 122,8 Mrd. USD steigen, während Research and Markets einen Wert von 155,5 Mrd. USD im Jahr 2025 prognostiziert (+7,7% p.a.).

Weltweiter Umsatz mit Umweltsanierungen

(in Mrd. USD)



Quelle: Zion Market Research, Research and Markets, Montega

Das Wachstum verteilt sich dabei vor allem auf die globalen Industrienationen, wobei insbesondere der asiatische Raum, getrieben von China, zukünftig einen überdurchschnittlichen Anstieg verzeichnen dürfte. Wesentliche Treiber dieses Trends sind u.a.:

- **Wachsendes Umweltbewusstsein** und Beachtung ökologischer sowie ökonomischer Folgen sowohl innerhalb der Industrie als auch in der Gesellschaft
- **Steigende Umweltauflagen** auf politischer Ebene und verschärfte Regulierungen durch staatliche oder supranationale Institutionen
- **Zunehmende Sichtbarkeit des Einflusses auf Natur und Bevölkerung**, die eine nachhaltige Behandlung von Böden und Gewässern erfordert

Ein weiterer Wachstumstreiber und damit einhergehend eine Veranschaulichung der Komplementarität von Wolfstank-Adisas Geschäftsmodell liegt in der Struktur des klassischen Tankstellenmarkts in Europa. So ergibt sich dort aus dem mittelfristig prognostizierten Rückgang des Tankstellenbestands aussichtsreiches Umsatzpotenzial im Bereich der Umweltsanierung, da ein Abbau der Infrastruktur oftmals mit erforderlichen Boden- und Gewässerreinigungen in der unmittelbaren Umgebung der Tankanlagen einhergeht.

Folglich sieht auch Wolfstank-Adisa laut dem jüngst veröffentlichten Geschäftsbericht deutlich steigendes Interesse an der eigenen Sanierungstechnologie für die Boden- und Grundwasserreinigung auf internationaler Ebene und erwartet in diesem Geschäftsfeld dynamisches Umsatzwachstum in den kommenden Jahren. Das Unternehmen beziffert das mittelfristig adressierbare Marktvolumen auf rund 120 Mrd. Euro, was weitgehend mit den aufgezeigten Branchendaten übereinstimmt.

Ausbau der globalen LNG-Infrastruktur birgt substanzielles Wachstumspotenzial

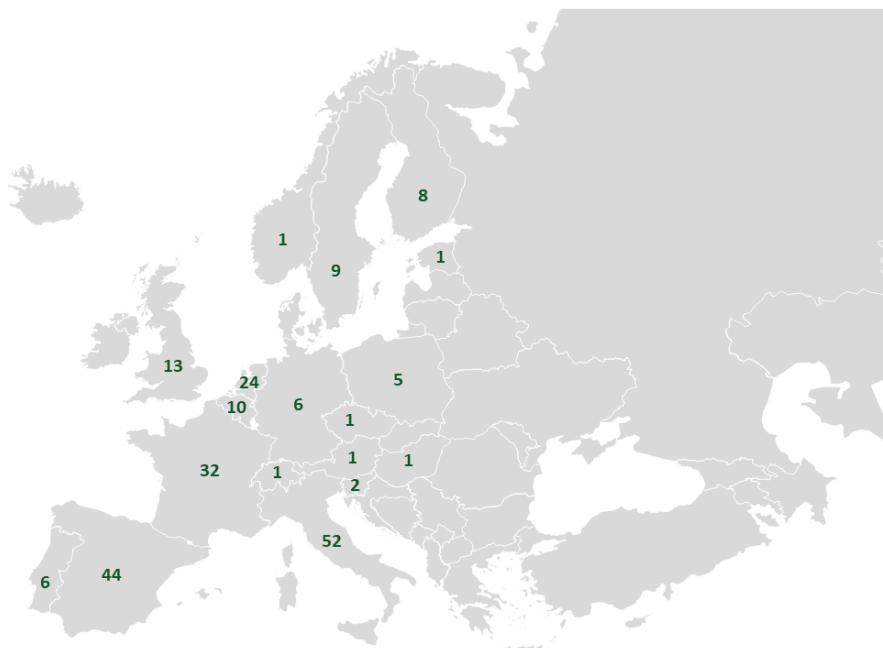
Neben dem historischen Kerngeschäft der Gesellschaft hat sich mit der wachsenden Bedeutung des Flüssigerdgases LNG („Liquified Natural Gas“) als alternativer Treibstoff vor allem für Nutzfahrzeuge in den vergangenen Jahren ein weiterer globaler Wachstumsmarkt für Wolfstank-Adisa entwickelt.

Dank seines umfassenden Know-hows in angrenzenden Bereichen beabsichtigt das Unternehmen, sich auch als einer der führenden Generalunternehmer für den

schlüsselfertigen Aufbau von LNG-Tankstellen zu positionieren. Dabei kann es auf seine langjährigen Erfahrungen und die Expertise als Full-Service-Provider bei konventionellen Tankstellen zurückgreifen und bereits aufgebaute Vertriebskanäle aus dem Sanierungsgeschäft effizient nutzen. So konnte Woltank-Adisa im April bereits einen ersten Großauftrag für den Bau entsprechender Anlagen i.H.v. rund 4 Mio. Euro von dem staatlichen italienischen Erdgasversorger vermelden, der die Option auf volumenträchtige Folgeaufträge beinhaltet. Mittelfristig sollen laut Management 50 bis 60 LNG-Tankstellen unter der Federführung von Woltank-Adisa allein in Italien entstehen.

Aufgrund der noch vergleichsweise geringen Penetration dieses Treibstoffs existiert in Europa bisher lediglich eine rudimentäre LNG-Infrastruktur. So zählt der Branchenverband NGVA Europe in Europa nach aktuell verfügbaren Informationen nur 217 solcher Tankstellen, von denen der Großteil in Italien, Spanien, Frankreich und den Niederlanden zu finden ist. Für eine konkurrenzfähige Positionierung von sowie eine flächendeckende Versorgung mit LNG als Kraftstoffalternative, insbesondere für den Nutzfahrzeugsektor, ist jedoch ein signifikanter Ausbau des bestehenden Netzes unerlässlich.

Anzahl der LNG-Tankstellen in Europa (Stand: September 2019)



Quelle: NGVA Europe

Es ist allgemein davon auszugehen, dass die Nachfrage nach LNG in den kommenden Jahren signifikant steigen wird, da es gegenüber anderen Kraftstoffen elementare Vorteile besitzt:

- LNG ist **umweltfreundlicher** als herkömmliche Treibstoffe und weist im Vergleich deutlich geringere Emissionswerte auf. Damit kann es einen spürbaren Beitrag zur Erreichung der global zunehmend schärferen Klimaschutzziele leisten.
- Mit LNG betriebene Fahrzeuge sind **deutlich leiser** im Vergleich zum konventionellen Verkehr, sodass es vor allem in besiedelten Gebieten förderlich für den Lärm- und Umweltschutz ist.
- Die Betankung mit LNG ist **preisgünstiger** als die Verwendung von Benzin oder Diesel. Im wettbewerbsintensiven Transportsektor können dadurch signifikante Kosteneinsparungspotenziale realisiert werden.

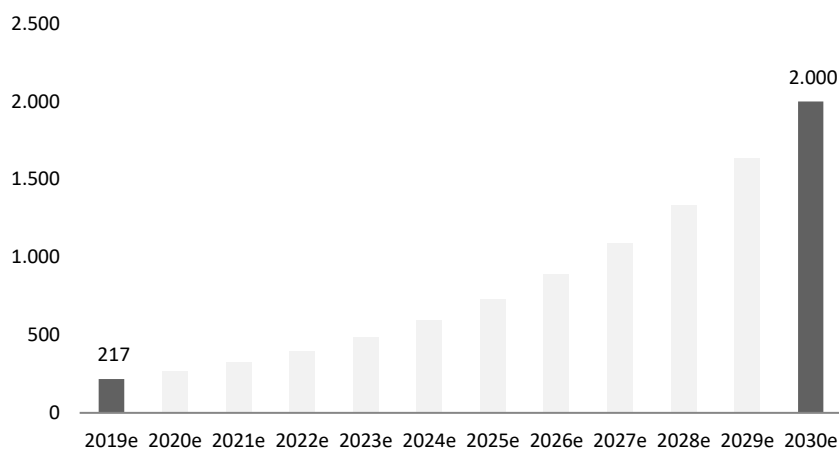
Nicht zuletzt aufgrund dieser Faktoren ist vor allem der Transportsektor von einer zunehmenden Wachstumsdynamik bei der Anzahl von Fahrzeugen mit LNG-Antrieb geprägt. So soll etwa gemäß NGVA Europe die Zahl der LNG-Schwerlastfahrzeuge von

aktuell rund 6.000 bis 2030 auf rund 280.000 steigen, während im PKW-Bereich immerhin nahezu eine Verzehnfachung von 1,3 Mio. auf rund 12,6 Mio. Fahrzeuge prognostiziert wird. Darüber hinaus verwenden weitere global ausgerichtete Transportsektoren wie beispielsweise die Kreuzfahrt- und Containerschifffahrt zunehmend LNG als Treibstoff und geben erste Umrüstungen in Auftrag oder haben entsprechende Schiffe bereits zu Testzwecken in Betrieb. Insbesondere in der Schifffahrt handelt es sich u.E. damit um einen Trend, der mit den verschärften Regulierungen der International Maritime Organization (IMO) ab dem kommenden Jahr deutlich an Dynamik gewinnen sollte und eine zeitnahe Ausweitung der LNG-Infrastruktur zwingend erforderlich macht.

Auch auf politischer Ebene arbeiten staatliche Institutionen ebenso wie führende Kraftstoffkonzerne aufgrund der ökonomischen und ökologischen Vorteile intensiv an einer schnellen Verbreitung der LNG-Nutzung. So unterstützt etwa die EU über Förderprogramme den Aufbau entsprechender Tankstellen, während beispielsweise Deutschland derzeit die Errichtung von drei umfangreichen Import-Terminals plant, um eine größere Menge LNG von Schiffen aufnehmen und zwischenlagern zu können. Sobald der Ausbau einer flächendeckenden Infrastruktur in den kommenden Jahren weiter vorangetrieben wird, dürfte Wolf tank-Adisa u.E. spürbar von diesen Wachstumsimpulsen profitieren.

Das volumenträchtige Potenzial wird dabei anhand aktueller Prognosen ersichtlich. So erwartet NGVA Europe, dass das LNG-Netz bis 2030 allein in Europa auf ca. 2.000 Tankstellen steigen soll.

Anzahl der LNG-Tankstellen in Europa

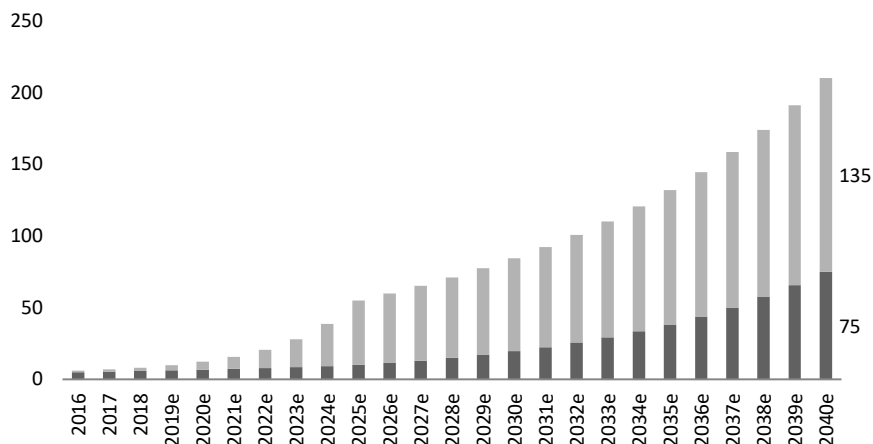


Quelle: NGVA Europe, Montega

Neben Europa ist insbesondere der chinesische LNG-Markt für die Wachstumspläne von Wolf tank-Adisa in diesem Geschäftsbereich von zentraler Bedeutung. Das Unternehmen plant, zukünftig zusammen mit einem Partner vor Ort mittels eines Joint Ventures das substanzielle Marktpotenzial zu erschließen und dort am dynamisch wachsenden LNG-Netzwerk zu partizipieren.

In der Tat verzeichnet China neben Indien das mit Abstand größte Nachfragewachstum im globalen LNG-Markt. Dort soll die Nachfrage nach LNG bis 2040 auf ca. 135 Mrd. m³ p.a. steigen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 23% entspricht. In Indien soll das Nachfragevolumen im gleichen Jahr bei etwa 75 Mrd. m³ liegen (+12% p.a.).

LNG-Nachfrage in Indien und China
(in Mrd. m³)



Quelle: Braemar, Montega

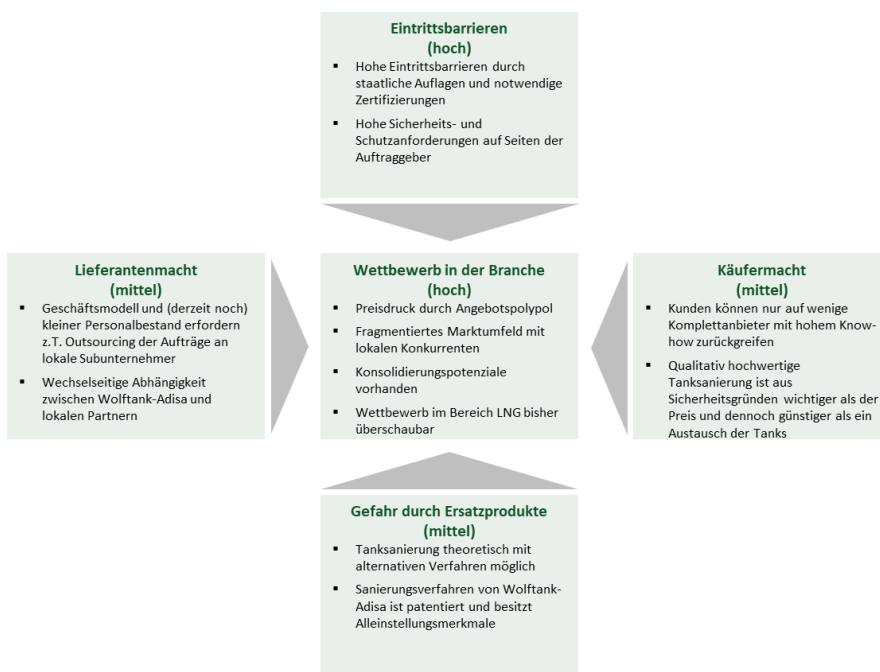
Die wesentlichen Treiber dieser prognostizierten Entwicklung ähneln denen in Europa. LNG ist ein elementarer Bestandteil der chinesischen Regierungsstrategie zur Diversifizierung des Energieverbrauchs sowie zur Senkung der Abhängigkeit von Schweröl und Kohle, deren Schadstoffe sowohl die Natur und als auch die Bevölkerung zunehmend belasten. Durch eine flächendeckende LNG-Versorgung könnten die Emissionen und die damit einhergehende Umweltverschmutzung spürbar gesenkt werden. Folglich plant die chinesische Regierung derzeit die Errichtung von 20.000 LNG-Tankstellen bis 2025, was noch einmal rund dem Zehnfachen der geplanten Anzahl an LNG-Tankstellen in Europa bis 2030 entspricht.

Wolftank-Adisa beziffert das globale Marktvolumen in diesem Bereich auf rund 15 Mrd. Euro, das durch die avisierte Internationalisierungsstrategie mit verstärkten Aktivitäten in Asien, Osteuropa und Nahost sowie einer Ausweitung der Rahmenverträge mit großen Tankstellenbetreibern und Mineralölgesellschaften wie ExxonMobil, ENI, Shell, Sinopec oder Petrochina gezielt adressiert werden soll.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Wolftank-Adisa hebt sich insbesondere durch Größenvorteile aufgrund seiner länderübergreifenden Präsenz und die damit verbundene führende Marktposition im Bereich der Tanksanierungen (Retrofit von einwandigen in doppelwandige Tanks) von zumeist nur lokal tätigen Wettbewerbern ab. Auch qualitativ setzt das Unternehmen dank seiner eigenentwickelten Epoxidharze und dem patentierten Sanierungsverfahren Marktstandards. Diese dominierende Position im Kerngeschäft wird darüber hinaus um das umfangreiche Know-how in den Geschäftsfeldern Umweltsanierung und Full-Service-Providing für Tankstellen ergänzt. Mit diesem umfassenden und komplementären Leistungsportfolio besitzt das Unternehmen einen klaren Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Konkurrenten, die sich lediglich auf Teillösungen beschränken oder keinen vollständigen Leistungsumfang mit der Anwendung von Epoxidharz, Installationsexpertise sowie der angrenzenden Bodensanierung anbieten.

Wettbewerbsposition von Wolftank-Adisa



Quelle: Montega

Die Wettbewerbsqualität von Wolftank-Adisa ist u.E. insbesondere durch die folgenden Aspekte gekennzeichnet:

- **Etabliertes und komplementäres Produkt- und Dienstleistungsportfolio**, das einerseits aus einem langjährig erfolgreich angewendeten Tankreinigungsverfahren besteht und zum anderen durch innovatives Know-how in angrenzenden Geschäftsfeldern ergänzt wird
- **Marktführerschaft** bei doppelwandigen Tanksanierungen und Größenvorteile durch internationale Präsenz
- **Langjährige Kundenbeziehungen** zu global tätigen Ölgesellschaften und weiteren Abnehmerbranchen sowie **hohe Markt Reputation**
- **Aussichtsreiche Positionierung** im dynamisch wachsenden LNG-Markt

Etabliertes und komplementäres Leistungsportfolio

Mit seinem patentierten DOPA-Verfahren für die Sanierung durch den Ausbau von einwandigen in doppelwandige Tanks kann Wolftank-Adisa auf eine langjährige Anwendungshistorie mit über 25.000 erfolgreich durchgeführten ober- und unterirdischen Tanksanierungen zurückblicken. Die Kundenakzeptanz des eigenen Sanierungsverfahrens ist folglich äußerst hoch, was auch anhand der internationalen Kundenstruktur deutlich wird, die beispielsweise mehrere der weltweit führenden Mineralölkonzerne beinhaltet. Des Weiteren kann das Unternehmen bei der Tanksanierung auf eigenentwickelte Roboter zurückgreifen, mit Hilfe derer der Arbeitskräftebedarf im Vergleich zur Konkurrenz geringer ist, die Durchlaufzeit der Tanksanierung verkürzt und zeitgleich die Sicherheit des Reinigungsprozesses deutlich erhöht wird. Der Einsatz dieser effizienten Roboter im Sanierungsprozess veranschaulicht zudem die hohe Technologiekompetenz der Gesellschaft. Ein weiterer Vorteil ist die skalierbare Einsatzmöglichkeit des DOPA-Verfahrens durch ausgewählte Drittanbieter. In solchen Fällen hat Wolftank-Adisa zusätzlich die Möglichkeit, die selbst hergestellten und für die Tanksanierung benötigten Epoxidharze profitabel an die beauftragten Subunternehmer weiterzuverkaufen.

Ein weiteres Qualitätsmerkmal liegt in der hohen Expertise hinsichtlich des Full-Service-Providings für Tankstellen sowie bei Umweltsanierungen. Wolftank-Adisa ist eines der wenigen Unternehmen, das dem Tankstellenmarkt die komplette Bandbreite an Produkten und Dienstleistungen anbieten kann. Hierzu zählen sowohl die Planung und der Bau als auch die Wartung kompletter Tankanlagen. Das Unternehmen adressiert damit gleichzeitig die wichtigste Zielbranche für Tanksanierungen und schafft so Synergiepotenziale zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen. Als einer der wenigen Anbieter verfügt Wolftank-Adisa zudem über das Know-how zur Errichtung von LNG-Tankstellen, die in den kommenden Jahren eine signifikant steigende Bedeutung einnehmen dürften.

In den letzten Jahren konnte das Unternehmen zudem durch die Abwicklung von bereits rund 500 Aufträgen umfangreiche Expertise im Bereich der Umweltsanierung aufbauen. Dieser Geschäftsbereich orientiert sich primär an den Bedürfnissen der Ölindustrie und fokussiert sich aktuell auf die Reinigung von verseuchten Böden und Gewässern, zumeist in geographischer Nähe zu bestehenden oder ehemaligen Tankanlagen. Dieser stark wachsende Nischenmarkt sollte u.E. zunehmend vom steigenden Umweltbewusstsein und strengeren Umweltauflagen durch staatliche Behörden profitieren.

Marktführerschaft und Größenvorteile durch internationale Präsenz

Im wettbewerbsintensiven und fragmentierten Markt doppelwandiger Tanksanierungen konnte sich Wolftank-Adisa als führender Anbieter etablieren. Die starke Wettbewerbsposition resultiert dabei aus der langjährigen Expertise in diesem äußerst spezialisierten Bereich und dem in der Branche anerkannten Sanierungsverfahren, das mit seiner effizienten Verfahrensweise Alleinstellungsmerkmale aufweist. Als Resultat dieser etablierten Positionierung kann das Unternehmen regelmäßig eine überdurchschnittlich hohe Anzahl an Aufträgen gewinnen, was es ermöglicht, internationale Aufträge regelmäßig an Subunternehmer vor Ort weiterzugeben und gegenüber diesen die Verwendung der eigenen Epoxidharze und Anwendungstechniken durchzusetzen.

In den vergangenen Jahren hat Wolftank-Adisa sein internationales Vertriebsnetzwerk sukzessive in mehrere Länder ausgerollt und konnte dadurch vor Ort mit eigens geschulten Fachkräften bereits zahlreiche Sanierungen mit konstant hoher Qualität durchführen (Proof of Concept). Auch für die kommenden Quartale hat das Unternehmen weitere Sanierungsprojekte in der Pipeline, die den internationalen Footprint weiter erhöhen dürften. Hierzu zählen u.a. Projekte in Lateinamerika, Russland und Indien. Des Weiteren soll der dynamisch wachsende chinesische Markt in Zukunft verstärkt adressiert werden, von dem sich das Management in absehbarer Zeit spürbare Wachstumsimpulse verspricht. Im Fokus stehen hierbei der Ausbau der Aktivitäten rund um die Errichtung von LNG-Tankstellen und die Durchführung von Bodensanierungen.

Langjährige Kundenbeziehungen und hohe Marktreputation

Seit der Unternehmensgründung im Jahr 1987 war Wolftank-Adisa bereits für mehr als 11.000 gewerbliche Kunden tätig und besitzt dadurch eine hohe Bekanntheit am Markt. Zudem zeigen die stetig gestiegenen Auftragseingänge, dass das unternehmenseigene DOPA-Verfahren eine anerkannte und oftmals präferierte Alternative zu konventionellen Methoden der Sanierung von einwandigen zu doppelwandigen Tanks darstellt. Da eine Sanierung durch Wolftank-Adisa im Regelfall einen Kostenvorteil von bis zu 50% im Vergleich zur Neuanschaffung besitzt, stellt sie eine attraktive Lösung für zahlreiche Kunden dar.

Die hohe Marktreputation wird durch die Kundenstruktur verdeutlicht, die weltweit führende Mineralölgesellschaften beinhaltet, mit denen zum Teil und zeitweise exklusive Rahmenverträge bestehen. Hierzu gehören Akteure wie der italienische Konzern ENI, die französische Gesellschaft Total, die niederländische Shell, die britische BP oder Tamoil. Bei dem US-Konzern ExxonMobil ist Wolftank-Adisa sogar als weltweit einzigem Unternehmen der Personeneinstieg in unterirdische Tankanlagen gestattet. Die intensiven Kundenbeziehungen zu diesen gewichtigen Branchengrößen und relevanten Entscheidungsträgern bieten u.E. eine starke Grundlage, um auf internationaler Basis weitere Marktanteile zu gewinnen und zusätzliche Auslandsmärkte für das Kerngeschäft erschließen zu können.

Aussichtsreiche Positionierung im wachstumsstarken Markt für LNG-Tankstellen

Wolftank-Adisa besitzt als einer der wenigen europäischen Anbieter die Expertise für die Planung und den schlüsselfertigen Bau von LNG-Tankstellen. Da LNG essenzielle Vorteile gegenüber konventionellen fossilen Brennstoffen bietet, dürfte die Bedeutung von LNG als Kraftstoff u.E. langfristig signifikant zunehmen. Das Unternehmen sollte von der sukzessiven Errichtung der LNG-Infrastruktur in Europa und Asien spürbar profitieren und weitere Wachstumsimpulse realisieren. Erste Erfolge sind in diesem Zusammenhang bereits sichtbar: Im April konnte ein bedeutender Auftrag i.H.v. rund 4,0 Mio. Euro zur Errichtung von LNG-Tankstellen für den italienischen staatlichen Energieversorger gewonnen werden, der die Option auf mehrere Folgeaufträge beinhaltet. Zukünftig sollen neben dem italienischen Markt insbesondere die Potenziale in China adressiert werden, wo bis 2025 insgesamt 20.000 neue LNG-Tankstellen errichtet werden dürften.

FINANZEN

Anmerkung: Aufgrund der noch sehr jungen Börsenhistorie von Wolftank-Adisa liegt lediglich ein geprüfter Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2018 vor. Alle weiteren Angaben zu historischen Kennzahlen beziehen sich auf ungeprüfte Informationen des Unternehmens.

Starkes Umsatzwachstum in der jüngeren Vergangenheit

Wolftank-Adisa verzeichnete im vergangenen Geschäftsjahr 2018 erneut eine dynamische operative Entwicklung mit deutlich zweistelligem Erlöswachstum. Der Konzernumsatz stieg im Vergleich zum Vorjahr um 37,0% auf 44,5 Mio. Euro, womit das Unternehmen seine Wachstumsrate nach rund 29,5% in 2016 und 26,9% in 2017 noch einmal deutlich erhöhen konnte. Insbesondere das angestammte Kerngeschäft der Tanksanierung (+40,3% yoy auf 23,5 Mio. Euro) sowie das Segment Umweltsanierung (+61,4% yoy auf 12,8 Mio. Euro) wiesen dabei einen signifikanten Zuwachs auf. Auf geographischer Ebene lieferten Italien mit einem Anteil von 70,0% und China mit 21,1% die mit Abstand größten Umsatzbeiträge.

Ergebnisseitig konnte Wolftank-Adisa seine Profitabilität zumindest auf EBIT-Ebene vor allem aufgrund von deutlich gestiegenen Abschreibungen als Folge der erstmaligen Konzernkonsolidierung (1,7 Mio. Euro in 2018 vs. 0,6 Mio. Euro in 2017) im Vergleich zum Vorjahr nicht steigern. So sank das EBIT nach einem substantiellen Anstieg auf 1,8 Mio. Euro in 2017 (+173,4% yoy) auf 1,7 Mio. Euro in 2018, was einem Rückgang von 5,4% und einer Marge von 3,7% entspricht (-170 BP). Das EBITDA hingegen stieg trotz eines umfangreichen Personalaufbaus überproportional um 43,5% auf 3,4 Mio. Euro, was u.E. das Skalierungspotenzial des operativen Geschäfts bei steigenden Projektvolumina unterstreicht. Dennoch ist das Margenniveau mit einer erzielten EBITDA-Marge von 7,6% (+40 BP) noch deutlich von dem vom Management avisierten Zielkorridor von 10% bis 15% entfernt.

Wolftank-Adisa Holding AG - FY 2018	2018	2017	yoy
Umsatz	44,5	32,5	37,0%
EBITDA	3,4	2,4	43,5%
EBITDA-Marge	7,6%	7,2%	
EBIT	1,7	1,8	-5,4%
EBIT-Marge	3,7%	5,4%	

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr hat Wolftank-Adisa sein Umsatzziel aufgrund der starken Auftragsentwicklung bereits im März angehoben. Nach einer ursprünglichen Guidance von 43,0 Mio. Euro erwartet das Unternehmen nun einen Erlös von rund 45,0 Mio. Euro bei einem EBITDA von 4,4 Mio. Euro sowie einem EBIT von 2,9 Mio. Euro, was entsprechende Margen von 9,9% (+230 BP) bzw. 6,5% (+280 BP) impliziert.

Angesichts der erfreulichen Auftragslage und dem ungebrochen positiven Sentiment in allen drei Geschäftsbereichen erachten wir die kommunizierten Ziele insgesamt als eher konservativ. So gehen wir für das aktuelle Geschäftsjahr 2018 von einer Steigerung des Gesamtumsatzes um rund 15,5% auf 51,4 Mio. Euro aus, die damit über dem vom Management avisierten Anstieg von lediglich 0,9% liegt. Das stärkste Wachstum erwarten wir dabei mit 21,5% yoy auf 15,6 Mio. Euro im Segment der Umweltsanierung. Die Wachstumsrate im Bereich der Tanksanierung (+13,5% yoy auf 26,7 Mio. Euro) sollte nach dem deutlich zweistelligen Anstieg im vergangenen Jahr und der damit verbundenen höheren Basis nun etwas geringer ausfallen, während das zukunftssträchtige Segment des Full-Service-Providings für (LNG-)Tankstellen mitunter von ersten Beiträgen aus dem im April verkündeten Großauftrag in Italien spürbar profitieren dürfte (+12,5% yoy auf 9,2 Mio. Euro).

Neben den organischen Wachstumstreibern sollte sich auch die zum 31.12.2018 erstmalig vorgenommene Konsolidierung der erworbenen Alternativas Ecológicas (AlterEco) deutlich

positiv auf die Umsatzentwicklung im aktuellen Geschäftsjahr auswirken. Wir rechnen mit einem Beitrag der spanischen Tochtergesellschaft von rund 1,6 Mio. Euro.

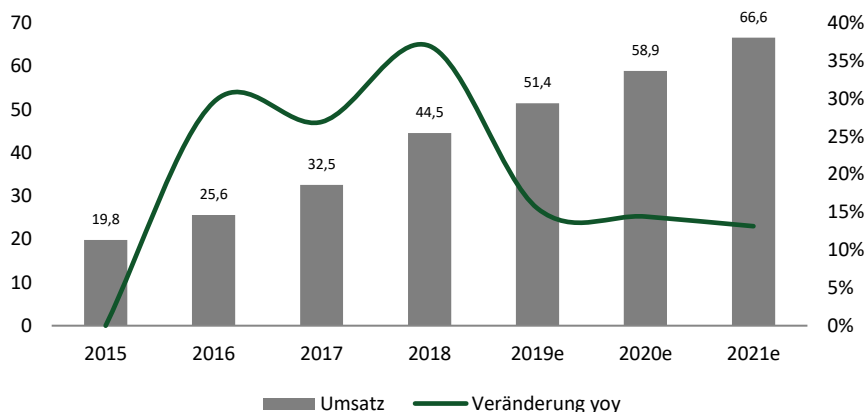
Auf der Kostenseite gehen wir von einer leicht verbesserten Rohertragsmarge von 20,6% (VJ: 19,5%) aus, die aus eintretenden Skalierungseffekten und Effizienzsteigerungen in der Beschaffung als Resultat der konzernweiten Konsolidierung resultieren dürfte. Die Personalkosten dürften sich nach dem signifikanten Aufbau in 2018, als die durchschnittliche Mitarbeiterzahl von 119 auf 169 anstieg, ab dem aktuellen Geschäftsjahr sukzessive stabilisieren und damit ebenfalls zu einer schrittweisen Margenausweitung beitragen.

Darüber hinaus dürften sich auch die vom Management eingeleiteten Maßnahmen zur Vereinfachung der Konzernstruktur und Effizienzsteigerung in den operativen Prozessen ab dem laufenden Geschäftsjahr schrittweise auf die Margenstruktur auswirken. Insbesondere im italienischen Geschäft rund um die Tochtergesellschaften Hitrac Fuel Systems, Gastech Service, Desmo-EPC und Maremmana Ecologia will das Unternehmen durch gezielte Restrukturierungen zur Komplexitätsreduktion sowie eine Verstärkung gruppeninterner Dienstleistungen spürbare Synergien heben. Das Einsparungspotenzial soll laut Vorstand bei mindestens 0,5 Mio. Euro p.a. liegen. Wenngleich wir davon ausgehen, dass der Großteil dieser Kostenreduktionen erst in 2020 sichtbar wird, dürfte die Einleitung der avisierten Maßnahmen bereits in diesem Jahr marginal unterstützend für die Kostenbasis wirken.

Insgesamt resultieren unsere Prognosen in einem EBITDA-Wachstum von 43,6% auf 4,8 Mio. Euro (VJ: 3,4 Mio. Euro), was einer EBITDA-Marge von 9,4% entspricht (VJ: 7,6%). Das EBIT dürfte sich mit einem Anstieg um rund 99,1% auf 3,3 Mio. Euro nahezu verdoppeln (VJ: 1,7 Mio. Euro) und damit eine EBIT-Marge von 6,4% (VJ: 3,7%) implizieren.

Der mittelfristige Prognosezeitraum bis 2021 dürfte u.E. weiterhin von zweistelligen prozentualen Wachstumsraten geprägt sein, wenngleich wir aufgrund der mittlerweile deutlich höheren Basis von einer Verlangsamung gegenüber den verzeichneten Raten der jüngeren Vergangenheit ausgehen (MONE: 14,3% CAGR 2019-2021 vs. 31,1% CAGR 2016-2018). Diese Erwartung resultiert in einem Umsatzniveau von rund 66,6 Mio. Euro in 2021. Auf Segmentebene sollten dabei in diesem sowie im nächsten Jahr insbesondere die beiden angestammten Geschäftsfelder der Tankanierung und Umweltsanierung zu dem prognostizierten Anstieg beitragen, während wir uns hinsichtlich des Bereichs der LNG-Tankstellen zunächst noch konservativ positionieren. Hier gehen wir davon aus, dass die flächendeckende Nachfrage erst ab 2021 deutlich an Dynamik gewinnen wird und der Geschäftsbereich fortan die konzernweit höchsten Wachstumsraten verzeichnen wird.

Historische und zukünftige Umsatzentwicklung
(in Mio. Euro)



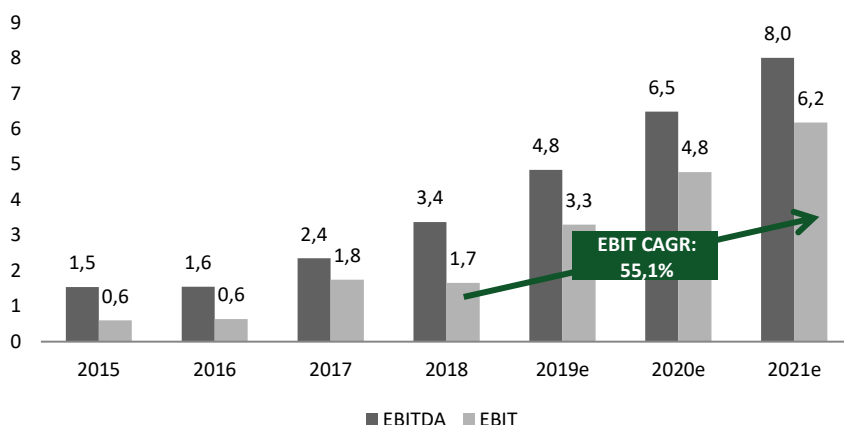
Quelle: Unternehmen, Montega

Profitables Wachstum dürfte zweistellige EBITDA-Marge ermöglichen

Auf Ergebnisebene gehen wir im Vergleich zu der Umsatzentwicklung von einem überproportionalen Aufwärtstrend aus, der in einer sukzessiven Margenausweitung resultieren sollte. Wesentliche Treiber der erwarteten Profitabilitätsverbesserung beinhalten u.E.:

- **Skaleneffekte** durch steigende Volumina der eingehenden Projekte, die Wolftank-Adisa dank ausgebauter Kapazität mittelfristig mit höheren Margen realisieren kann
- **Synergiepotenziale** innerhalb der operativen Segmente, dank derer das Unternehmen beispielsweise seinen Umsatz im Bereich der Umweltsanierung durch die Nutzung der Vertriebsstrukturen aus dem Kerngeschäft der Tanksanierung zu attraktiven Margen ausbauen kann
- Umsetzung interner **Effizienzmaßnahmen** wie etwa einer Optimierung der Konzernstrukturen und operativen Prozesse hinsichtlich des Geschäfts in Italien, die zu spürbaren Kosteneinsparungen führen sollten
- **Steigende Profitabilität erworbener Tochtergesellschaften** wie der in 2018 akquirierten Alternativas Ecológicas, die aufgrund der erstmaligen Konsolidierung zum 31.12.2018 im aktuellen Geschäftsjahr noch einen verwässernden Effekt auf das Margenniveau haben dürfte (MONE: ca. 1,6 Mio. Euro Umsatz bei nahezu ausgeglichenem EBIT)
- **Unterdurchschnittliches Wachstum der Abschreibungen** nach dem substantiellen Anstieg als Resultat der erstmaligen Konsolidierung in 2018, das zu einer sukzessiven Verbesserung der EBIT-Marge beiträgt

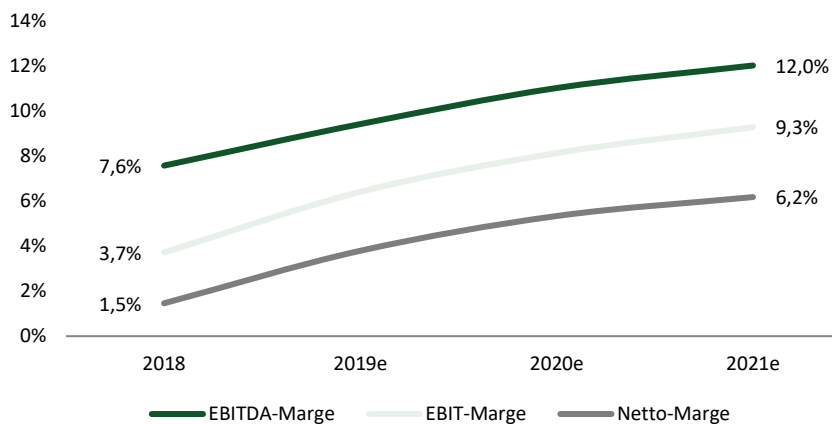
Profitabilitätsentwicklung 2015-2021e
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega

Ohne Einbezug potenzieller anorganischer Wachstumsmöglichkeiten im Rahmen der avisierten Internationalisierungsstrategie sollte Wolftank-Adisa nach unseren Prognosen bis 2021 auf Konzernebene ein EBIT von 6,2 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 9,3% erreichen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 55,1% entspricht. Das EBITDA dürfte im gleichen Zeitraum auf 8,0 Mio. Euro steigen, wodurch die Marge mit 12,0% die mittelfristige Zielspanne des Managements (10-15%) erreicht.

Margenentwicklung 2018-2021e
(in %)



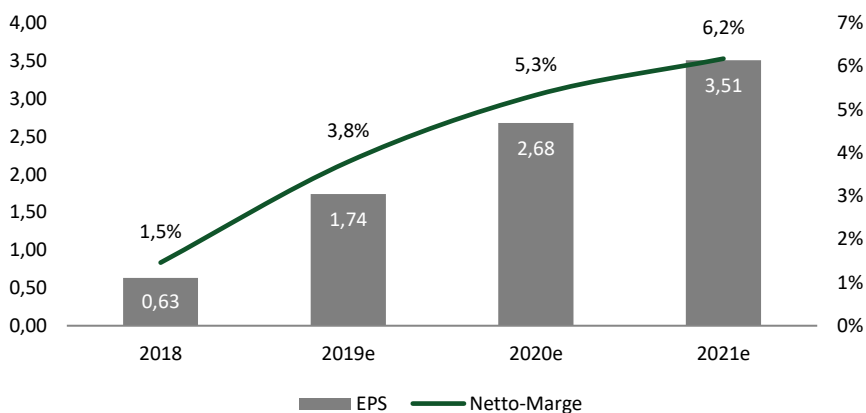
Quelle: Unternehmen, Montega

Neben der Verbesserung der operativen Marge erwarten wir ebenso einen deutlichen Anstieg der Nettomarge auf ca. 6% in 2021, womit die Steigerung des Nettoergebnisses insgesamt eine noch höhere Dynamik aufweisen sollte. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem zwei Faktoren:

- **Spürbar sinkender Zinsaufwand** durch eine sukzessive Tilgung der ausstehenden Anleihen (MONE: 1,25 Mio. Euro p.a.), die mit einem Coupon von 5,5% p.a. im Vergleich zu den Bankverbindlichkeiten des Unternehmens deutlich höher verzinst sind (MONE: ca. 4,0% p.a.)
- **Normalisierte Steuerquote** (MONE: 25%) gegenüber dem vergangenen Geschäftsjahr 2018, als Wolf tank-Adisa als Folge nicht anrechenbarer Verluste ausländischer Tochtergesellschaften eine deutlich erhöhte Steuerlast (51%) tragen musste

Entsprechend der erwarteten Nettomargenverbesserung zeigen unsere Schätzungen eine stetige Aufwärtsbewegung bei der EPS-Entwicklung für den Planungszeitraum 2018 bis 2021 auf.

EPS- und Nettomargenentwicklung 2018-2021e
(in Euro und %)



Quelle: Unternehmen, Montega

Working Capital bietet Potenzial zur Verbesserung des Free Cashflows

Das Working Capital von Woltank-Adisa wird aufgrund der hohen Forderungsintensität des Geschäftsmodells im Wesentlichen durch die divergierenden Vergütungsstrukturen in den einzelnen Geschäftsbereichen beeinflusst und kann daher je nach Zusammensetzung des Auftragsportfolios unterjährig wie auch im Jahresvergleich starke Schwankungen aufweisen.

So beinhaltet etwa das Geschäftsfeld rund um die Errichtung von LNG-Tankstellen aufgrund der typischen Projektstruktur als eine Art des Anlagenbaus für gewöhnlich signifikante Anzahlungen (MONE: bis zu 30%) sowie regelmäßige Vergütungen nach Baufortschritt und ist daher tendenziell liquiditätsfördernd. Das Geschäft der Umweltsanierung rund um die Tochtergesellschaft Maremmana Ecologia weist hingegen bei den für gewöhnlich mehrjährigen Projekten Zahlungsziele von bis zu 8 Monaten auf, bei denen Woltank-Adisa insbesondere bei Ausschreibungen von wichtigen Großkunden keinen signifikanten Handlungsspielraum besitzt.

Auch geographisch ist Woltank-Adisa einer hohen Heterogenität der kundenseitigen Zahlungsziele ausgesetzt. Während dies im bisherigen Hauptmarkt Italien bei durchschnittlich 121 Tagen liegt, ermöglicht die Kundenstruktur des chinesischen Marktes für gewöhnlich Zahlung per Vorkasse. Der mittelfristig avisierte signifikant steigende Anteil Chinas an Woltank-Adisas Gesamtumsatz sollte somit positive Effekte für das Working Capital und folglich den Free Cashflow des Unternehmens haben.

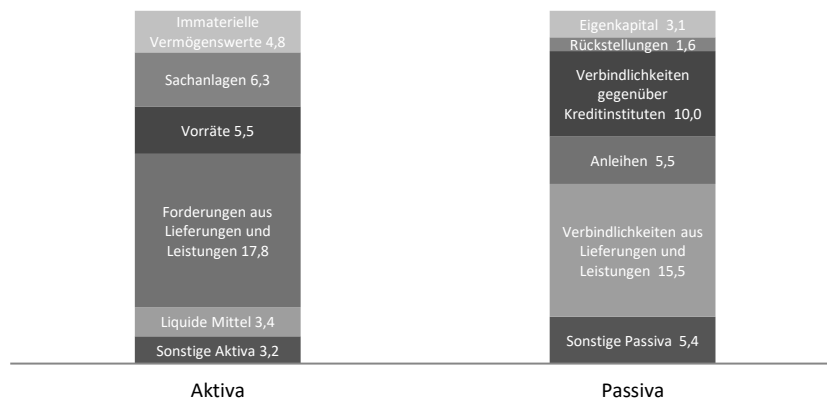
Unter Annahme dieser für Woltank-Adisa vorteilhaften Entwicklung und angesichts des erwarteten positiven Geschäftsverlaufs insbesondere im zukunftssträchtigen LNG-Markt prognostizieren wir eine stetige Verbesserung des Free Cashflows und erwarten einen Anstieg von 0,7 Mio. Euro in 2018 auf rund 3,1 Mio. Euro in 2021, was einem FCF je Aktie von etwa 2,66 Euro entspricht.

Bilanzstruktur durch forderungsintensives Auftragsgeschäft geprägt

Die Bilanz spiegelt auf der Aktivseite insbesondere das forderungsintensive Geschäftsmodell von Woltank-Adisa wider und ist dort entsprechend vor allem durch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen i.H.v. 17,8 Mio. Euro geprägt (43,4% der Bilanzsumme). Diese sind hauptsächlich das Resultat vergleichsweise langer Zahlungsziele von durchschnittlich 121 Tagen im bisherigen Hauptmarkt Italien, auf den rund 84% der gesamten Forderungssumme entfallen. Der Anteil des Geschäfts in China hingegen liegt bei weniger als 1%, da die chinesischen Kunden von Woltank-Adisa im Regelfall per Vorkasse zahlen. Das Ausfallrisiko schätzen wir demnach insgesamt als gering ein. Nach Unternehmensangaben beträgt die entsprechende Quote 0% bei gewerblichen Großkunden und rund 3% bei kleinen Privatkunden.

Die liquiden Mittel lagen zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres mit 3,4 Mio. Euro zwar bei einem Anteil von lediglich 8,3% der Bilanzsumme, dürften sich durch die in diesem Jahr durchgeführten Kapitalerhöhungen jedoch spürbar erhöht haben, sofern sie nicht zur Tilgung von Fremdkapital verwendet wurden. Durch die beiden Maßnahmen im Januar (1,8 Mio. Euro) und August (2,0 Mio. Euro) ist dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös i.H.v. insgesamt rund 3,8 Mio. Euro zugeflossen.

Bilanzstruktur (per 31.12.2018; in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Die Passivseite ist vor allem durch die dem Geschäftsmodell konforme Höhe der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gekennzeichnet. Diese machten per Ende 2018 mit ca. 15,5 Mio. Euro etwa 37,7% der Bilanzsumme aus. Der übrige Anteil erklärt sich im Wesentlichen durch ausstehende Anleihen i.H.v. ca. 5,5 Mio. Euro sowie Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten von 10,0 Mio. Euro, die vor dem Börsengang als zentrales Finanzierungsinstrument genutzt wurden. Der Betrag der im Vergleich zum übrigen zinstragenden Fremdkapital höher verzinsten Anleihen (MONe: 5,5% p.a.) hat sich im Jahresvergleich durch das Auslaufen einer Tranche jedoch bereits um 1,25 Mio. Euro verringert und wird sich planmäßig auch in diesem Jahr um weitere 1,25 Mio. Euro reduzieren. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Finanzierungsstruktur sukzessive in Richtung niedriger verzinsten Fremdkapitalkomponenten bewegen wird.

Die Eigenkapitalquote lag vor der Börsennotierung entsprechend bei lediglich 7,5%. Nach den durchgeführten Kapitalerhöhungen, bei denen das Grundkapital der Gesellschaft insgesamt um knapp 136.579 Aktien von 1,03 Mio. Euro auf 1,17 Mio. Euro erhöht wurde, dürfte die Kennzahl mittlerweile jedoch gestiegen sein.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von Wolf tank-Adisa anhand eines DCF-Modells durchgeführt. Die zugrundeliegenden Annahmen werden im Folgenden erläutert.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die vergleichsweise sicheren mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die auf einer starken Positionierung in zukunftsträchtigen Geschäftsfeldern mit strukturellem Nachfrageanstieg beruhen.

Im mittelfristigen Prognosezeitraum bis 2022 sollte Wolf tank-Adisa u.E. in der Lage sein, seinen Umsatz mit Wachstumsraten im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zu steigern (MONE: 13,9% CAGR 2019-2022). Dies sollte dazu führen, dass spätestens 2022 die Umsatzschwelle von knapp 75 Mio. Euro erreicht wird. Als wesentliche Wachstumstreiber erachten wir neben der voranschreitenden Auslandsexpansion vor allem das strukturelle Nachfragewachstum nach Tank- und Umweltsanierungen angesichts erhöhten Umweltbewusstseins und schärferer Regulierungen sowie die langfristig spürbar steigende Bedeutung von LNG als Treibstoff auf globaler Ebene. Langfristig haben wir einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsraten unterstellt, um die Wahrscheinlichkeit konjunktureller Abschwächungen zu berücksichtigen. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Unsere Planungen beinhalten dabei lediglich das organische Wachstumspotenzial des Unternehmens. Vor dem Hintergrund der avisierten Internationalisierungspläne in allen Geschäftsbereichen ist es möglich, dass Wolf tank-Adisa zur Etablierung in aussichtsreichen Absatzmärkten oder zur Komplementierung spezifischer Technologien weitere Akquisitionen durchführt.

Dank realisierbarer Skaleneffekte durch steigende Projektvolumina sowie der eintretenden Kostensynergien nach erfolgter Restrukturierung der bislang administrativ ineffizienten Auslandseinheiten dürfte das Margenniveau trotz zusätzlicher Kapazitätsausweitungen mittelfristig deutlich steigen. Wir gehen in der Spitze von einer EBIT-Marge von 10,2% bzw. einer EBITDA-Marge von 12,8% im Jahr 2022 aus, die damit innerhalb der vom Management als Zielkorridor ausgewiesenen Spanne von 10 bis 15% liegt. Im Anschluss nehmen wir einen sukzessiven Margenrückgang um rund 220 BP an, sodass dem Modell zur Berechnung des Terminal Value eine EBIT-Marge von 8,0% zugrunde liegt.

Das verwendete Beta von 1,4 berücksichtigt zwar die starke Wettbewerbsposition von Wolf tank-Adisa, reflektiert aber zugleich die zyklische Nachfrage insbesondere bei Schlüsselkunden der Mineralölindustrie ebenso wie den derzeit noch äußerst geringen Streubesitz der Aktie, der die Wahrscheinlichkeit volatiler Kursbewegungen deutlich erhöht.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere 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 30% ergibt sich ein WACC von 9,25%.

Für Wolf tank-Adisa ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 42,00 Euro**.

DCF Modell								
Angaben in Mio.Euro	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
Umsatz	51,4	58,9	66,6	74,9	80,9	85,7	89,2	91,0
<i>Veränderung</i>	15,5%	14,4%	13,1%	12,4%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%
EBIT	3,3	4,8	6,2	7,6	7,6	7,7	7,6	7,3
<i>EBIT-Marge</i>	6,4%	8,1%	9,3%	10,2%	9,4%	9,0%	8,5%	8,0%
NOPAT	2,3	3,6	4,6	5,7	5,7	5,8	5,7	5,5
Abschreibungen	1,5	1,7	1,8	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
<i>in % vom Umsatz</i>	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3
- Investitionen	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0	-1,6
<i>Investitionsquote</i>	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,3%	2,2%	1,7%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,5	2,6	3,5	4,6	4,6	4,9	4,9	5,2
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Present Value	1,4	2,4	2,9	3,5	3,2	3,1	2,9	38,3
Kumuliert	1,4	3,8	6,7	10,2	13,4	16,5	19,4	57,7

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	57,7
Terminal Value	38,3
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	15,5
Liquide Mittel	7,1
Eigenkapitalwert	49,2

Aktienzahl (Mio.)	1,17
Wert je Aktie (Euro)	42,03
+Upside / -Downside	36%
Aktienkurs (Euro)	31,00
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,40
WACC	9,2%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2019-2022	13,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2019-2025	9,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2026	2,0%
EBIT-Marge	2019-2022	8,5%
EBIT-Marge	2019-2025	8,7%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2026	8,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,75%	36,08	37,77	38,69	39,68	41,87
9,50%	37,48	39,30	40,31	41,38	43,77
9,25%	38,97	40,94	42,03	43,20	45,81
9,00%	40,55	42,70	43,89	45,16	48,02
8,75%	42,25	44,58	45,88	47,28	50,42

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2026e

WACC	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
9,75%	36,75	37,72	38,69	39,67	40,64
9,50%	38,26	39,29	40,31	41,33	42,35
9,25%	39,89	40,96	42,03	43,11	44,18
9,00%	41,62	42,76	43,89	45,02	46,15
8,75%	43,50	44,69	45,88	47,07	48,26

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Wolftank-Adisa Holding AG ist seit über 30 Jahren in der Petrochemischen Industrie und der Umwelttechnik aktiv. Mit innovativen Produkten und Anwendungsprozessen sowie einem hohen Qualitätsstandard inklusive des höchsten (Ex-)Zertifizierungs-niveaus hat sich die Wolftank-Gruppe eine marktführende Stellung im Bereich der Doppelwand-Sanierung und Wartung (u.a. Leckschutz) von Tankanlagen und Tankstellen, Raffinerien und chemischen Tanks auf dem europäischen Markt erarbeitet. Mithilfe patentierter Anwendungstechnologien unter Einsatz der eigenentwickelten Hochleistungsepoxyharze wird eine kostengünstige und effiziente Instandsetzung sanierungsbedürftiger Tankanlagen samt Ausbau zum hochwertigen Doppelwand-Standard ermöglicht. Des Weiteren wird die Wertschöpfungskette mit kontinuierlicher Fernüberwachung der sanierten Anlagen um eine spezifische Serviceleistung erweitert. Die in den letzten Jahren erfolgreich umgesetzte Buy-and-Build-Strategie ermöglicht es dem Unternehmen, als Anbieter in sämtlichen Mitgliedsstaaten Europas mit lokal zugelassenem Personal und gleichem Qualitätsstandard zu arbeiten. Darüber hinaus ist Wolftank-Adisa das einzige Unternehmen weltweit, das per Personeneinstieg unterirdische Tankanlagen von ExxonMobil betreten darf. Im Rahmen der Internationalisierungsstrategie sollen zukünftig verstärkt Kunden in neuen Endmärkten wie Asien oder Afrika angesprochen werden, da dort die Wachstumsaussichten vor allem im Bereich der Errichtung von LNG-Anlagen besonders hoch sind, bei denen das Unternehmen über eine umfangreiche Expertise verfügt. Die Gesellschaft konnte im Geschäftsjahr 2018 mit ihren durchschnittlich 169 Mitarbeitern einen Konzernumsatz von 44,5 Mio. Euro sowie ein EBIT von 1,66 Mio. Euro erzielen.

Wesentliche Meilensteine der Unternehmenshistorie:

- 1987** Gründung des Tanksanierers Wolf Tankschutz KG (heute Wolftank Systems S.p.A.) in Italien
- 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, einem der größten Mineralölkonzerne weltweit
- 2014** 15.000 erfolgreich umgesetzte DOPA-Anwendungen in Europa
- 2014** MBO der italienischen Wolftank Systems S.p.A. und der schweizerischen Adisa Service- und Entwicklungs AG (Hochleistungsepoxyharze) mit der daraus resultierenden Entstehung der Marke Wolftank-Adisa
- 2015** Rahmenvertrag mit ENI zur flächendeckenden In-Situ-Bodensanierung, einem der führenden Mineralölkonzerne weltweit
- 2015** 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%)
- 2018** Akquisition eines Mehrheitsanteils an der spanischen Tankanlagen-Sanierungsgesellschaft Alternativas Ecológicas (AlterEco; 60%)
- 2019** Listing an der Wiener Börse und an der Börse München (m:access)
- 2019** Durchführung von zwei Kapitalerhöhungen zur weiteren Wachstumsfinanzierung mit einem Bruttoemissionserlös von insgesamt rund 3,8 Mio. Euro
- 2019** Großauftrag zur Errichtung von LNG-Tankstellen i.H.v. etwa 4,0 Mio. Euro durch den italienischen staatlichen Erdgasversorger und ein Konsortium von Transportunternehmen

Die internationale Präsenz der Unternehmensgruppe spiegelt sich in der aktuellen Organisationsstruktur durch zahlreiche Tochtergesellschaften wider. Vor allem durch die Übernahme des größten Wettbewerbers Maremmana Ecologia und der Akquisitionen von AlterEco und DRK 32 hat sich die Anzahl der Gesellschaften der Gruppe in 2018 auf insgesamt 8 Einheiten erhöht.

Weltweites Netzwerk der Wolfstank-Adisa Holding AG

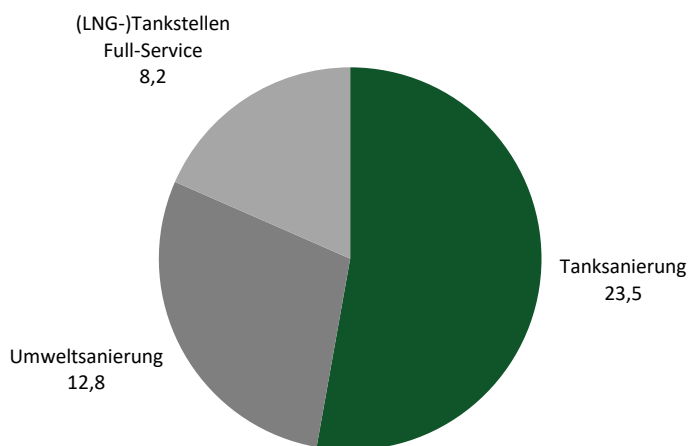


Quelle: Unternehmen

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 2018 zeigt sich, dass das Kerngeschäft der Tanksanierung mit einem Umsatzanteil von 53% den größten Beitrag leistet. Es folgen die Bodensanierung mit etwa 29% sowie das stark wachsende Segment der (LNG-)Services mit 18% Umsatzanteil, das mittelfristig jedoch zum größten Geschäftsbereich des Unternehmens werden soll.

Umsätze nach Geschäftsbereichen (2018)
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Tanksanierung (53%): 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 2018 einen Umsatz von rund 23,5 Mio. Euro.

Umweltsanierung (29%): 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 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 12,8 Mio. Euro.

Full-Service-Dienstleistungen (LNG) (18%): 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 2018 bei 8,2 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



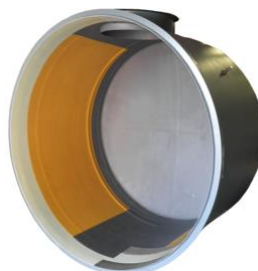
Quelle: Unternehmen

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

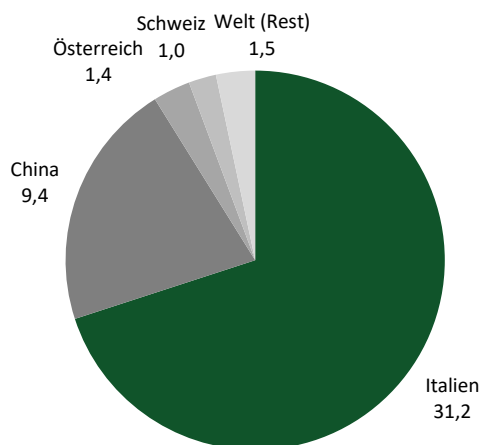


Quelle: Unternehmen

Wesentliche Absatzregionen

Im Geschäftsjahr 2018 erwirtschaftete Wolftank-Adisa rund 70,0% seines Umsatzes in Italien und 21,1% in China. Der Rest entfiel mit 3,2% auf Österreich, 2,4% auf die Schweiz sowie auf 16 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 und Afrika der Umsatzanteil außerhalb Europas in den kommenden Jahren signifikant steigen wird.

Umsätze nach Regionen (2018)
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Das Bestreben einer Erschließung der asiatischen 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 Wolf tank-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 Wolf tank 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 Geschäftsführer der Wolf tank-Adisa Holding AG gehört er gleichzeitig zu den größten Einzelaktionären der Gesellschaft.

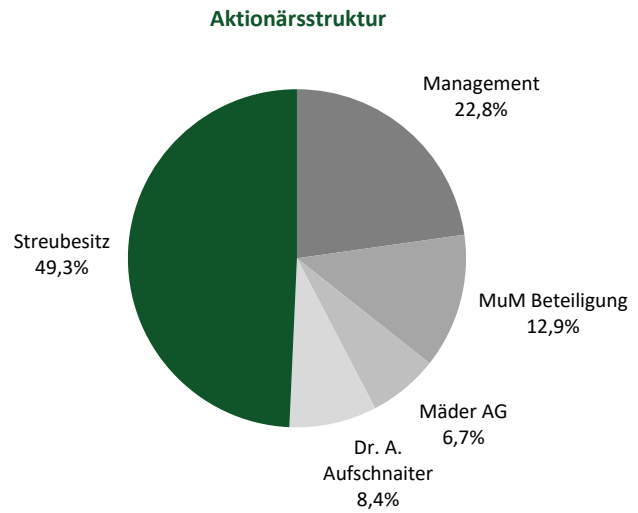
Listing und Aktionärsstruktur

Die Wolf tank-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. Das Grundkapital der Wolf tank-Adisa Holding AG beträgt seitdem 1,171 Mio. Euro, eingeteilt in ebenso viele auf den Inhaber lautende Stammaktien.

Nach den beiden Kapitalerhöhungen im Januar und August werden derzeit etwa 50,7% des Aktienbestandes von Mitgliedern des Managements und Ankerinvestoren gehalten, unter denen das aktuelle Management um CEO Dr. Peter Werth mit einem Anteil von ca. 22,8%

den größten Anteil hält. Weitere signifikante Beteiligungen entfallen auf die MuM Industriebeteiligungen GmbH (12,9%), die Mäder AG (6,7%) sowie Herrn Dr. A. von Aufschnaiter (8,4%), der als stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats von Wolf tank-Adisa agiert. Die übrigen 49,3% befinden sich nach aktuellem Stand im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) Wolf tank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	44,5	51,4	58,9	66,6
Bestandsveränderungen	-0,5	0,0	0,0	0,0
Aktivier te Eigenleistungen	0,4	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	44,4	51,4	58,9	66,6
Materialaufwand	35,7	40,9	46,5	52,5
Rohertrag	8,7	10,6	12,4	14,1
Personalaufwendungen	4,7	4,9	5,1	5,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,0	1,9	2,0	2,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,0	1,2	1,3
EBITDA	3,4	4,8	6,5	8,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	0,6	0,7	0,8
EBITA	2,6	4,3	5,8	7,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,5	0,5
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	1,7	3,3	4,8	6,2
Finanzergebnis	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8	2,6	4,2	5,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,9	2,6	4,2	5,7
EE-Steuern	0,4	0,8	1,1	1,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,4	1,8	3,1	4,2
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,4	1,8	3,1	4,2
Anteile Dritter	-0,2	-0,1	0,0	0,1
Jahresüberschuss	0,7	2,0	3,1	4,1

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

G&V (in % vom Umsatz) Wolf tank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivier te Eigenleistungen	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	80,1%	79,4%	79,0%	78,8%
Rohertrag	19,5%	20,6%	21,0%	21,2%
Personalaufwendungen	10,6%	9,6%	8,6%	8,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,5%	3,6%	3,4%	3,2%
Sonstige betriebliche Erträge	3,2%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	7,6%	9,4%	11,0%	12,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITA	5,8%	8,3%	9,8%	10,8%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	1,1%	1,0%	0,8%	0,7%
EBIT	3,7%	6,4%	8,1%	9,3%
Finanzergebnis	-1,9%	-1,3%	-1,0%	-0,8%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,9%	5,1%	7,1%	8,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,0%	5,1%	7,1%	8,5%
EE-Steuern	1,0%	1,5%	1,8%	2,1%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,0%	3,6%	5,3%	6,4%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,0%	3,6%	5,3%	6,4%
Anteile Dritter	-0,5%	-0,2%	0,0%	0,2%
Jahresüberschuss	1,5%	3,8%	5,3%	6,2%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Wolf tank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,8	4,4	4,1	3,7
Sachanlagen	6,3	6,6	6,8	7,2
Finanzanlagen	0,3	0,3	0,3	0,4
Anlagevermögen	11,5	11,3	11,2	11,2
Vorräte	5,5	6,4	7,3	8,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,8	20,4	23,2	26,1
Liquide Mittel	3,4	7,6	9,1	11,5
Sonstige Vermögensgegenstände	2,8	2,8	2,8	2,8
Umlaufvermögen	29,6	37,3	42,4	48,6
Bilanzsumme	41,1	48,6	53,7	59,8
PASSIVA				
Eigenkapital	3,2	9,6	13,3	18,1
Anteile Dritter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Rückstellungen	1,6	1,6	1,6	1,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	15,5	14,2	13,0	11,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	15,5	17,9	20,5	23,1
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4	5,4	5,4	5,4
Verbindlichkeiten	38,0	39,2	40,5	41,9
Bilanzsumme	41,1	48,6	53,7	59,8

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Wolf tank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
AKTIVA				
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,8%	9,1%	7,5%	6,1%
Sachanlagen	15,4%	13,5%	12,7%	12,0%
Finanzanlagen	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Anlagevermögen	28,0%	23,3%	20,9%	18,7%
Vorräte	13,4%	13,2%	13,6%	13,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	43,4%	42,0%	43,2%	43,6%
Liquide Mittel	8,3%	15,7%	17,0%	19,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,9%	5,8%	5,3%	4,7%
Umlaufvermögen	72,0%	76,7%	79,0%	81,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA				
Eigenkapital	7,8%	19,8%	24,9%	30,2%
Anteile Dritter	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Rückstellungen	3,9%	3,3%	3,0%	2,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,7%	29,3%	24,2%	19,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	37,7%	36,8%	38,2%	38,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,2%	11,2%	10,1%	9,1%
Verbindlichkeiten	92,5%	80,6%	75,4%	70,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

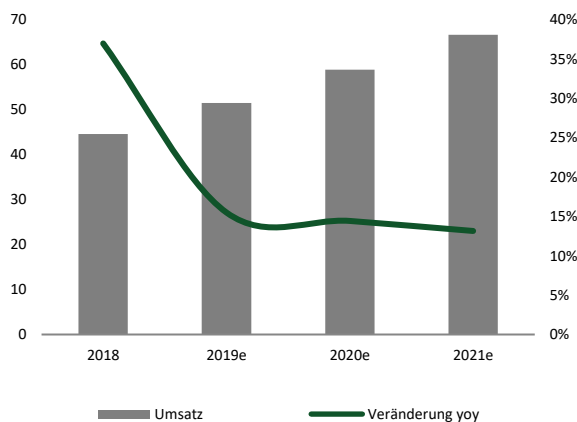
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,4	1,8	3,1	4,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	0,6	0,7	0,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,7	3,4	4,8	6,1
Veränderung Working Capital	-0,7	-1,0	-1,1	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,0	2,4	3,7	4,9
CAPEX	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8
Sonstiges	0,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,9	-1,4	-1,6	-1,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,3	-1,3	-1,3	-1,3
Sonstiges	0,1	4,5	0,6	0,5
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,2	3,2	-0,7	-0,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-1,1	4,2	1,5	2,4
Endbestand liquide Mittel	3,4	7,6	9,1	11,5

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

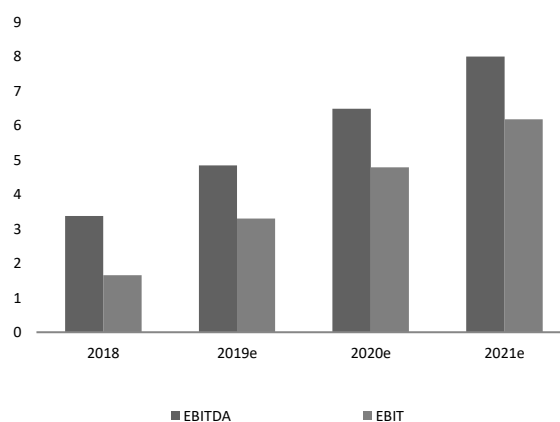
Kennzahlen Wolftank-Adisa Holding AG	2018	2019e	2020e	2021e
Ertragsmargen				
Rohertragsmarge (%)	19,5%	20,6%	21,0%	21,2%
EBITDA-Marge (%)	7,6%	9,4%	11,0%	12,0%
EBIT-Marge (%)	3,7%	6,4%	8,1%	9,3%
EBT-Marge (%)	2,0%	5,1%	7,1%	8,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,0%	3,6%	5,3%	6,4%
Kapitalverzinsung				
ROCE (%)	8,0%	20,9%	28,6%	34,7%
ROE (%)	54,7%	63,2%	33,1%	31,1%
ROA (%)	1,6%	4,0%	5,8%	6,9%
Solvenz				
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	12,3	6,8	4,0	0,4
Net Debt / EBITDA	3,6	1,4	0,6	0,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	4,0	0,7	0,3	0,0
Kapitalfluss				
Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,7	1,0	2,1	3,1
Capex / Umsatz (%)	3%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	15%	14%	14%	14%
Bewertung				
EV/Umsatz	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	13,3	9,2	6,9	5,6
EV/EBIT	27,0	13,6	9,3	7,2
EV/FCF	62,6	45,1	20,8	14,4
KGV	49,2	17,8	11,6	8,8
P/B	11,3	3,8	2,7	2,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

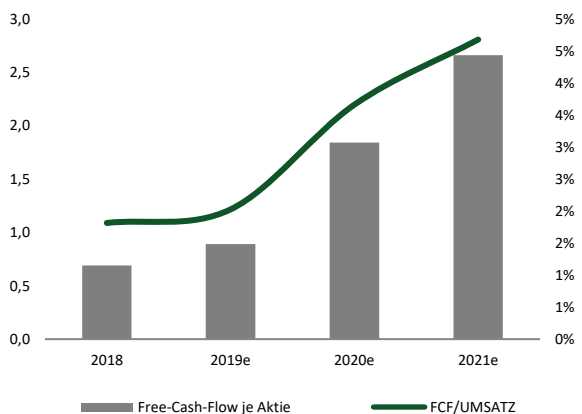
Umsatzentwicklung



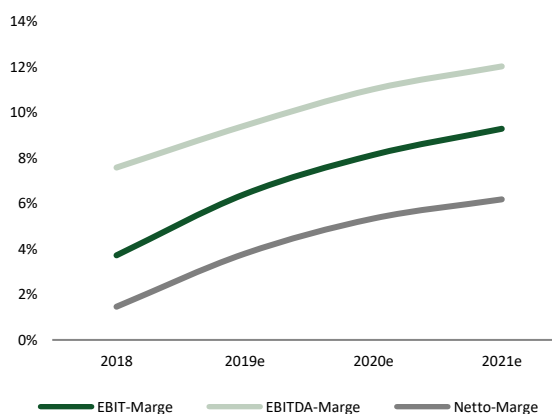
Ergebnisentwicklung



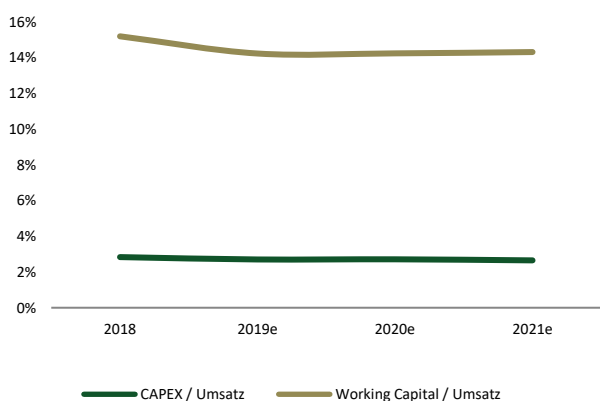
Free-Cash-Flow Entwicklung



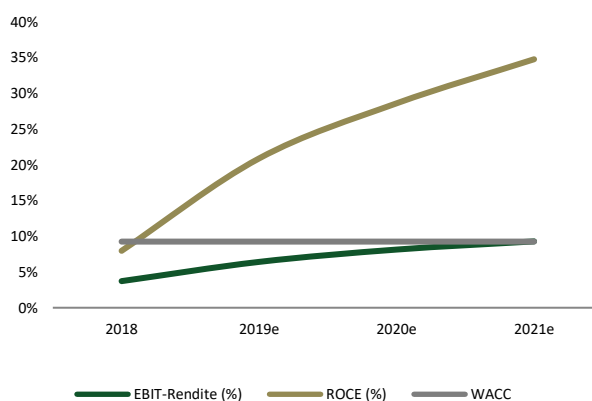
Margenentwicklung



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%
