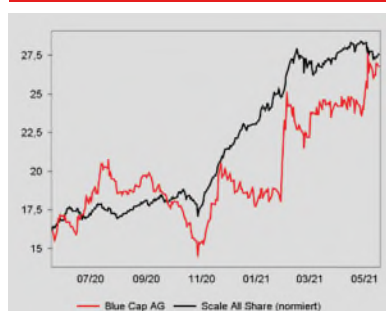


Buy EUR 41,00 (EUR 38,00) Kurs EUR 26,80 Upside 53,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 41,00	Warburg ESG Risiko Score: 2,0 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 3,0 Markt Liquidität Score: 0,0	Beschreibung: Industrieholding mit Fokus auf mittelständische, produzierende Technologieunternehmen
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 106,7 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 161,7 Freefloat MC: 46,4 Ø Trad. Vol. (30T): 53,62 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 43,5 % PartnerFonds AG 45,6 % Kreissparkasse Biberach 10,9 %	Kennzahlen (WRe): 2020e Beta: 1,5 KBV: 0,9 x EK-Quote: 40 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,2 x Net Debt / EBITDA: 1,5 x

Widerstandsfähigkeit und Wachstum

Blue Cap ist eine Industrieholding, die in bewährte Geschäftsmodelle im deutschen Mittelstand investiert, d.h. in kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit einem Umsatz von ca. EUR 30 Mio. bis EUR 80 Mio. Blue Cap ist branchenunabhängig. Die Investitionsentscheidungen werden vielmehr von der Marktposition, dem Potenzial für organisches (und anorganisches) Wachstum sowie dem Potenzial zur Margenverbesserung bestimmt.

- Ein typisches Investment von Blue Cap beläuft sich auf einen niedrigen zweistelligen Millionenbetrag und liegt damit deutlich unter den Transaktionsgrößen der großen globalen Private-Equity-Häuser. Mit dem Fokus auf kleinere Transaktionen kann das Unternehmen aus einer wachsenden Zahl von Zielen wählen, da die Altersprofile der deutschen Eigentümer und Manager auch ohne besondere Situationen zu einem wachsenden Bedarf an Nachfolgeregelungen führen.
- Die Strategie von Blue Cap ist nicht nur intuitiv ansprechend, sie hat sich in der Vergangenheit auch als äußerst erfolgreich erwiesen. Blue Cap kann eine wirklich außergewöhnliche Erfolgsbilanz vorweisen. Betrachtet man die letzten fünf Exits, also alle Exits seit dem Jahr 2013, errechnen wir einen internen Zinsfuß von 40% (bei einer durchschnittlichen Haltedauer von sieben Jahren).
- Die Umsätze von Blue Cap sind zwischen zyklischen und defensiven Branchen gut ausbalanciert. Der Umsatzanstieg von 3% im Jahr 2020 zeugt von der hervorragenden Widerstandsfähigkeit seiner Portfoliounternehmen auch während der COVID-19-Krise. Vor allem aber zeigt ein Anstieg des bereinigten EBITDA um 24% und des bereinigten EBIT um 32%, dass die Pandemie die Optimierungs- und Restrukturierungsprozesse der Portfoliounternehmen nicht beeinträchtigt hat.
- 2021 erwarten wir einen Umsatz von EUR 260 Mio. und ein bereinigtes EBITDA von EUR 21 Mio. (8,1% Marge) in Übereinstimmung mit der Guidance des Managements von EUR 260 Mio. und einer bereinigten EBITDA-Marge von 8%. Ohne den Beitrag von Hero (10 Monate) entspricht die Umsatz-Guidance einem in etwa gleichbleibenden organischen Umsatz. Das Umsatzwachstum wird durch die Aufgabe einiger margenschwacher Geschäfte bei Uniplast und starke Logistikaufträge bei con-pearl im Jahr 2020 gebremst, die zwar einmaliger Natur waren, aber eine anspruchsvolle Vergleichsbasis darstellen. Wir gehen davon aus, dass Uniplast und Neschen die Haupttreiber für eine organische Margensteigerung sein werden, während die Hero-Akquisitionen ebenfalls einen positiven Beitrag leisten sollten. In Q1 erzielte Blue Cap ein bereinigtes EBITDA von EUR 4,7 Mio., was einem Anstieg von 6% gegenüber dem Vorjahr und einer Marge von 8,1% entspricht und damit im Rahmen unserer Schätzungen für das Gesamtjahr liegt.
- Zusätzlich zu den vollkonsolidierten Unternehmen hält Blue Cap 42% an Inheco, einem echten Hidden Champion, der vom langfristigen Wachstum im Markt für Laborautomation profitiert. Von 2017 bis 2020 erreichte Inheco eine Umsatz-CAGR von rund 21% und das EBIT wuchs um einen beeindruckenden Durchschnitt von mehr als 50%.
- Unsere Bewertung von Blue Cap leitet sich hauptsächlich aus einem DCF-Modell ab, das auf einem WACC von 8% basiert. Zwar erwarten wir mittelfristig eine Verbesserung der EBITDA-Margen von derzeit 8% auf 10%, unsere Schätzungen gehen aber lediglich von einer Verringerung des Margenabstands zu den jeweiligen Marktführern in den Segmenten von Blue Cap aus. Vor dem Hintergrund einer Verbesserung der Nettoverschuldung um EUR 8 Mio. und einer Erhöhung des NAV von Inheco erhöhen wir unser DCF-basiertes Kursziel auf EUR 41 (bisher EUR 38). Das Management von Blue Cap errechnet einen Net Asset Value von EUR 38,5 je Aktie zum 31.12.2020, was mit unserem Modell übereinstimmt. Unsere Sum-of-the-Parts-Berechnung basiert auf EV/EBITDA-Multiplikatoren für die Jahre 2021 und 2022 und ergibt eine Fair-Value-Bandbreite von EUR 41 bis EUR 45, was unserem DCF-Modell zusätzliche Glaubwürdigkeit verleiht. Daher bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

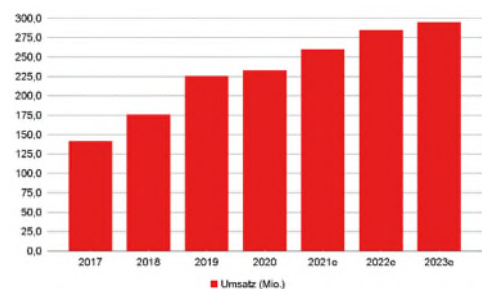


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	10,8 %
6 Monate:	9,0 %
Jahresverlauf:	31,3 %
Letzte 12 Monate:	-4,3 %

Unternehmenstermine:	
27.05.21	RS Calls
28.05.21	RS Calls
25.06.21	HV

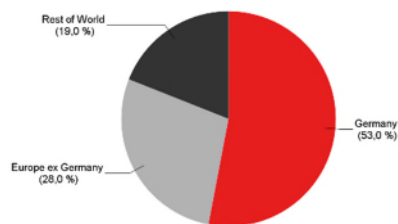
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	8,2 %	141,8	176,0	225,7	233,0	260,0	285,0	295,0
Veränd. Umsatz yoy		46,8 %	24,1 %	28,2 %	3,2 %	11,6 %	9,6 %	3,5 %
EBITDA adj.		11,2	8,6	14,3	17,6	21,0	26,0	28,6
Marge	8,6 %	7,9 %	4,9 %	6,4 %	7,6 %	8,1 %	9,1 %	9,7 %
EBIT adj.		8,5	2,9	6,4	8,9	11,5	15,5	17,7
Marge	16,3 %	6,0 %	1,6 %	2,9 %	3,8 %	4,4 %	5,4 %	6,0 %
EBT		41,9	12,1	2,4	17,5	5,2	9,7	11,8
Nettoergebnis	-20,6 %	39,9	12,5	2,8	16,6	3,7	6,8	8,3
EPS	-20,7 %	10,02	3,14	0,71	4,15	0,92	1,70	2,07
EPS adj.		1,40	1,26	1,15	1,51	1,70	2,40	2,79
DPS	14,5 %	1,00	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50
Dividendenrendite		7,2 %	3,7 %	4,3 %	5,7 %	3,7 %	4,7 %	5,6 %
FCFPS		8,43	-1,03	-1,15	1,08	1,09	1,51	2,39
FCF / Marktkap.		60,6 %	-5,1 %	-6,6 %	6,2 %	4,1 %	5,6 %	8,9 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x
EV / EBITDA adj.		6,2 x	13,6 x	9,9 x	6,8 x	7,7 x	6,1 x	5,4 x
EV / EBIT adj.		8,1 x	40,7 x	22,0 x	13,5 x	14,0 x	10,3 x	8,8 x
KGV ber.		9,9 x	16,0 x	15,2 x	11,5 x	15,8 x	11,2 x	9,6 x
FCF Potential Yield		66,2 %	18,4 %	10,9 %	27,8 %	10,0 %	12,6 %	14,2 %
Nettoverschuldung		13,5	36,8	72,6	50,8	55,1	53,1	48,5
ROE		103,8 %	20,2 %	4,2 %	22,5 %	4,6 %	8,3 %	9,8 %
ROCE (NOPAT)		62,3 %	16,2 %	4,1 %	13,9 %	3,8 %	5,9 %	7,1 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



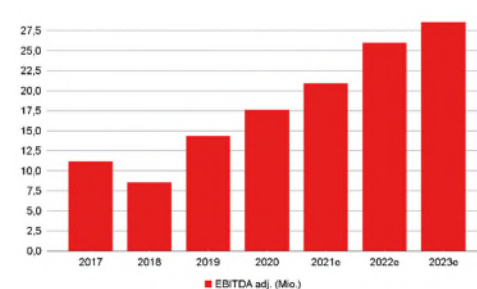
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung adj. EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

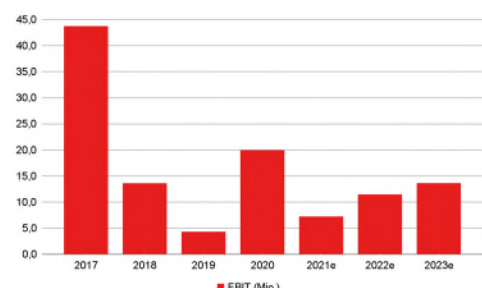
Unternehmenshintergrund

- Die Blue Cap ist eine Münchner Industrieholding mit dem Fokus auf mittelständische Nischenanbieter mit einem Umsatzvolumen von EUR 30-80 Mio.
- Es wird ausschließlich in gut positionierte produzierende Technologieunternehmen investiert, die sich in einer sog. "special situation" befinden.
- Zu diesen "special situations" zählen z.B. eine ungeklärte Nachfolge, Managementproblematiken oder Finanzierungsschwierigkeiten. Es werden nur Unternehmen mit intaktem Kerngeschäft und hoher Wettbewerbsqualität erworben.
- Derzeit hält die Blue Cap operative Beteiligungen aus den Bereichen Maschinenbau, Medizintechnik, Mess- und Prüfsysteme, Klebstoffe, Beschichtungstechnik (=beinhaltet die Bereiche Klebebänder, Klebefolien und -filme).

Wettbewerbsqualität

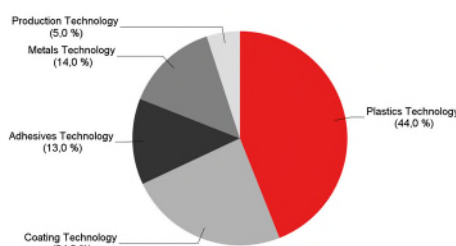
- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Sanierungserfahrung geführt. Das Management verfügt über 20 Jahre Berufserfahrung in mittelständischen Unternehmen.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus einem Netzwerk von Banken, Finanzdienstleistern, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern akquiriert werden. Dies sichert den Zugang zu weiterem Wachstum.
- Mit einem Beteiligungsfokus auf kleine Mittelständler mit einem Umsatz von EUR 5-70 Mio. liegt die Blue Cap unter den Größenniveaus der meisten Wettbewerber. Dies verbessert deutlich die Auswahl attraktiver Investments.
- Der langfristige Ausbau der Beteiligungen stärkt die jeweilige Marktposition. Erfolgreiche Unternehmen verbleiben im Portfolio, wodurch die Blue Cap nicht abhängig von gelungenen Exits ist.

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



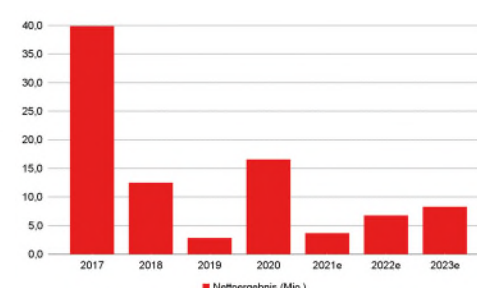
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Wettbewerbsqualität	6
Strategie	6
Gewinne durch versteckte Perlen	6
Nachgewiesene Erfolgsbilanz	7
Management	8
Geschichte	9
Portfoliounternehmen und Finanzen	11
Umsatz hat sich in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt	11
Profitables Wachstum	11
Portfoliozusammensetzung	12
Ausgewogener Branchenmix	12
Beschichtungstechnik	13
Klebstofftechnik	14
Kunststofftechnik	15
Metalltechnik	16
Produktionstechnik	17
Inheco	18
Bewertung	20
Verschiedene Bewertungsansätze deuten auf solides Aufwärtspotenzial hin	20
Konzernbewertung basiert auf DCF-Modell	20
Sum-of-the-Parts-Modell bestätigt solides Aufwärtspotenzial	21
Wesentliche Einflussfaktoren auf die SotP-Bewertung	24

Zusammenfassung des Investment Case

Investment Trigger

- Die laufenden Restrukturierungen und Effizienzsteigerungen der Portfoliounternehmen sollten den Wert der Beteiligungen zunehmend transparent machen.
- Vor dem Hintergrund der hervorragenden Erfolgsbilanz von Blue Cap sehen wir sowohl Akquisitionen als auch potenzielle Exits als positive Trigger für die Aktie. Allerdings lässt sich der Zeitpunkt solcher Ereignisse nicht mit Sicherheit prognostizieren.

Bewertung

- Blue Cap wird mit einem deutlichen Abschlag zu seinem Net Asset Value von EUR 38,5 je Aktie gehandelt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die zwei Exits, die das Unternehmen durchgeführt hat, seitdem das Management den NAV seiner Portfoliounternehmen ausweist, einen hohen zweistelligen prozentualen Aufschlag gegenüber dem NAV erzielt haben. Daher halten wir diese NAV-Kennzahl für eine sehr glaubwürdige Messlatte.
- Basierend auf einem WACC von 8% und einer Margenverbesserung von 2 PP gegenüber dem Niveau von 2021, errechnen wir ein DCF-basiertes Kursziel von EUR 41.
- Unsere Sum-of-the-Parts-Bewertung deutet auf einen Wert von EUR 41-45 je Aktie hin.

Wachstum

- Erstens ist eine zyklische Ergebnisverbesserung bei den Portfoliounternehmen, die während der COVID-Krise gelitten haben, wahrscheinlich, insbesondere bei Neschen und Planatol.
- Zweitens ist mit con-pearl und Hero ein wesentlicher Teil des Portfolios erst seit weniger als zwei Jahren im Konzern und bietet daher noch erhebliches Potenzial zur Effizienzsteigerung.
- Drittens sind M&A eindeutig wichtige Wachstumstreiber. Wir erwarten, dass sich im Zusammenhang mit dem zunehmenden Bedarf an Nachfolgeregelungen im deutschen Mittelstand reichlich Gelegenheiten ergeben, die in Kombination mit dem Track Record von Blue Cap in den kommenden Jahren zu einem deutlichen Wachstum führen sollten.







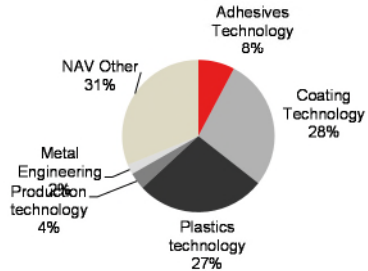
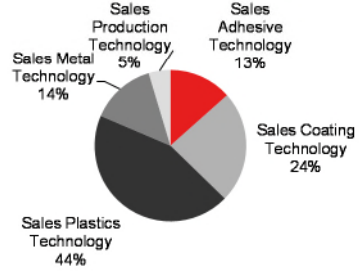
Wettbewerbsqualität

- Blue Cap konzentriert sich auf Unternehmen mit einem Jahresumsatz von EUR 30 Mio. bis EUR 80 Mio. Eine typische Blue Cap-Investition beläuft sich auf einen niedrigen zweistelligen Millionenbetrag. Damit liegt der Zielbereich von Blue Cap deutlich unter der durchschnittlichen Transaktionsgröße großer Private-Equity-Gesellschaften, was dem Unternehmen ein wesentlich breiteres Spektrum an Möglichkeiten für wertsteigernde Deals bietet.
- Blue Cap verfügt über einen Track Record an operativer Exzellenz und coacht die Unternehmen, um ihr volles Effizienzpotenzial auszuschöpfen.
- Seit 2013 hat Blue Cap mit seinen Exits einen internen Zinsfuß von 40% p.a. erzielt. Wenn man bedenkt, dass die durchschnittliche Haltedauer rund sieben Jahre betrug, ist das ein wirklich herausragender Wert.

Warburg vs. Konsens

- Da es derzeit keine breite Coverage gibt, ist ein Vergleich mit dem Konsens aus unserer Sicht nicht sinnvoll.

Unternehmensüberblick

	Coating & Adhesive Technology	Plastics Technology	Metal & Production Technology
BlueCap			
Products	surface finishes, protective films for photos, adhesives for the construction industry, textile and paper adhesives	cups in all different sizes and forms Lightweight boards for automotive interior and returnable packaging	Precious metals recycling, postpress solutions, industrial precious metals processing
Net Asset Value	EUR 54,8m	EUR 42.3m	EUR 8,8m
Total NAV		EUR 153,9m	
Segment Sales 2020 (WRe)	EUR 85.1m	EUR 100.7m	EUR 42.4m
Group Sales 2020 (WRe)		EUR 232.999m	
Marketposition	Blue Cap AG is an industrial holding company which invests its own capital in medium-sized niche companies with sales of between EUR 30m and 80m. The portfolio companies develop independently and each pursues its own growth strategy. BlueCap sees itself as a partner to the management and actively supports the investments with cross-industry expertise.		
Industries	Construction industry, textile industry, printing industry	Automotive sector, packaging industry milk-processing companies	logistics industry, printing industry, precious metals processing industry
Customers			
Sales and NAV	 		

Quelle: Warburg Research

Wettbewerbsqualität

- Buy-and-improve-Strategie im deutschen Mittelstand
- Exzellenter Track Record mit internem Zinsfuß der Investitionen von rund 40 % p.a. seit 2013 (durchschnittliche Haltedauer von rund sieben Jahren)
- Altersprofil der deutschen Eigentümer/Geschäftsführer im Mittelstand deutet auf ein erhebliches Wachstum des Pools potenzieller Investitionen aufgrund der Notwendigkeit von Nachfolgeregelungen hin

Strategie

Buy-and-improve-Strategie

Gewinne durch versteckte Perlen

Blue Cap fokussiert seine Investitionen auf bewährte Geschäftsmodelle im deutschen Mittelstand bzw. auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die einen Umsatz von ca. EUR 30–80 Mio. erzielen. Blue Cap ist branchenunabhängig. Die Hauptgründe für eine Investitionsentscheidung sind eher die Marktposition, das Potenzial für organisches (und anorganisches) Wachstum sowie das Potenzial zur Margenverbesserung. Das Management achtet aber auch auf einen ausgewogenen Branchenmix im Portfolio und strebt stets Mehrheitsbeteiligungen an seinen Portfoliounternehmen an. Eine feste Haltedauer gibt es nicht. Solange Blue Cap Wertsteigerungspotenzial sieht und sich selbst als den besten Eigentümer des Vermögenswerts betrachtet wird die Investition gehalten.

Klare Investitionskriterien



Quelle: Blue Cap, Warburg Research

Obwohl die Größe der einzelnen Investitionen im Laufe der Zeit zugenommen hat, liegt die typische Einzelinvestition von Blue Cap in der Regel im niedrigen zweistelligen Millionenbereich und damit deutlich unter der Deal-Größe der großen Private-Equity-Wettbewerber. Diese geringere Transaktionsgröße impliziert ein deutlich breiteres Spektrum an Investitionsmöglichkeiten. In einer aktuellen Studie hat die Kern Group das Altersprofil der 580.000 deutschen Unternehmen mit einem Umsatz zwischen EUR 250.000 und EUR 50 Mio. analysiert. Mehr als 51% der Inhaber/Manager sind derzeit älter als 55 Jahre. Bis 2025 wird sich dieser Anteil auf rund 70% erhöhen. Damit wächst der Pool an Unternehmen, die im Rahmen einer Unternehmensnachfolge erworben werden könnten, erheblich. Darüber hinaus prüft Blue Cap sämtliche Kaufgelegenheiten, von Notlagen bis hin zu Finanzierungsbedarf für Wachstum oder den Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögenswerten durch größere Konzerne.

Nachfolgeplanung sollte zu wachsendem Pool an Akquisitionszielen führen



Quelle: Kern Studie Unternehmensnachfolge 2020, Warburg Research

Die Portfoliounternehmen von Blue Cap werden wie eigenständige Unternehmen geführt und verfolgen unternehmensspezifische Wachstumsstrategien. Blue Cap bringt jedoch seinen Track Record an operativer Exzellenz ein und coacht die Unternehmen, um ihr volles Effizienzpotenzial auszuschöpfen. Zudem erhöht die Finanzkraft der Gruppe den Spielraum für Wachstumsinvestitionen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Blue Cap eine langfristige „Eigentümerstrategie“ verfolgt, die den Unternehmen den nötigen Freiraum zur Entfaltung lässt, aber die Fortschritte genau verfolgt und bei Bedarf Unterstützung bietet.

Nachgewiesene Erfolgsbilanz

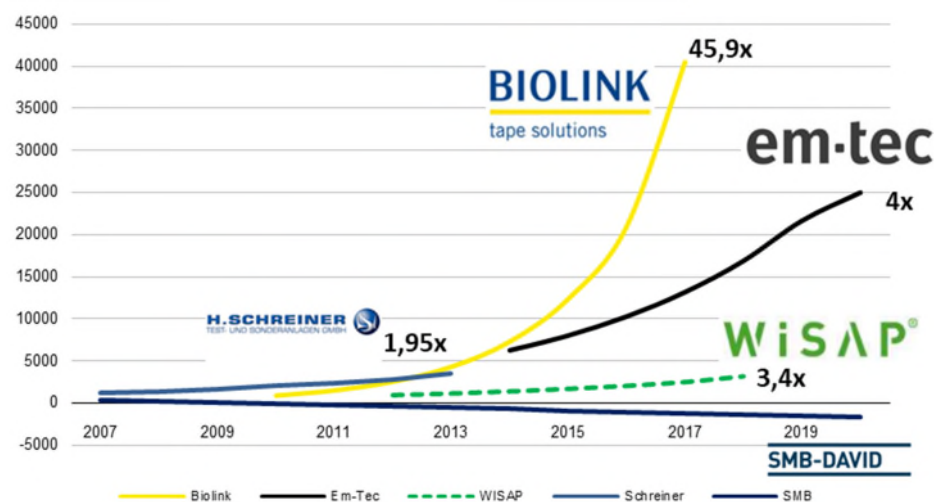
Die Strategie von Blue Cap ist nicht nur intuitiv ansprechend, sie hat sich in der Vergangenheit auch als äußerst erfolgreich erwiesen. Wir haben uns die realisierten Exits der letzten zehn Jahre angesehen, und wie die folgende Tabelle zeigt, kann Blue Cap eine wirklich außergewöhnliche Erfolgsbilanz vorweisen. Insgesamt wurden rund EUR 8,5 Mio. in die fünf Unternehmen investiert und ein Gesamterlös von EUR 70,5 Mio. erzielt. Berechnet man die jährliche Rendite auf Basis einer durchschnittlichen Haltedauer von sieben Jahren, ergibt sich eine durchschnittliche Rendite von 35% p.a.

Eine genaue Berechnung des internen Zinsfußes auf Basis der exakten Daten der Investitionen ergibt sogar noch beeindruckendere Ergebnisse, da der interne Zinsfuß auf bis zu 40% ansteigt. In diesen Zahlen ist SMB-David enthalten, das in der Pandemie Insolvenz angemeldet hat. Aufgrund des niedrigen ursprünglichen Kaufpreises und der langen Haltedauer konnten die Auswirkungen des Verlusts von EUR 1,7 Mio. aus dieser Insolvenz jedoch leicht aufgefangen werden.

Track Record abgeschlossener Deals

Portfolio Company	Holding Period	Price Paid	Exit Price	Exit Multiple	Performance p.a.
H. Schreiner (Leak Testing)	09/2007 - 12/2013	T€ 1,187	T€ 3,500	1.95x	18.89%
Biolink (Adhesives)	02/2010 - 07/2017	T€ 882	T€ 40,500	45.9x	69.53%
SMB-David (Production)	11/2011 - 07/2020	T€ 400	(T€ 1,700)	n.a.	n.a.
Wisap Medical Technology	07/2012 - 10/2018	T€ 934	T€ 3,175	3.4x	21.63%
em-tec (Med. Technology)	10/2014 - 05/2020	T€ 6,250	T€ 25,000	4x	28.20%

Internal Rate of Return (IRR) p.a. 39.98%



Quelle: Warburg Research

Management

Das Kernmanagement-Team von Blue Cap besteht aus Matthias Kosch (CFO), Ulrich Blessing (COO) und Tobias Hoffmann-Becking (CIO). Matthias Kosch kam 2008 als Investment Manager zu Blue Cap und ist seit 2015 als CFO die interne treibende Kraft hinter der Finanzplanung, den rechtlichen Aspekten, der IT sowie der strukturellen Integration von neuen Portfoliounternehmen. Aufgrund seiner detaillierten Kenntnisse der internen Prozesse und seiner langjährigen Erfahrung auf Portfolioebene ist Herr Kosch prädestiniert, durch seinen umfassenden Überblick einen Mehrwert zu schaffen.

Tobias Hoffmann-Becking kam im April 2020 als Chief Investment Officer zu Blue Cap. Er studierte Betriebswirtschaftslehre in München, Bayreuth und Harvard, bevor er einen Master in Finance an der London Business School absolvierte. Er begann seine Karriere bei der Boston Consulting Group und wechselte danach für acht Jahre in das Management von Private-Equity-Investments bei verschiedenen Fonds. Anschließend arbeitete er bei der Investmentbank Rothschild & Co, wo er zehn Jahre lang bis 2020 als Head of Restructuring and Debt Advisory für den deutschen Markt tätig war. Seine strategische Erfahrung im Bereich Restrukturierung und sein Netzwerk in der Private-Equity-Landschaft ermöglichen es ihm, kontinuierlich nach attraktiven Investitionsmöglichkeiten für Blue Cap Ausschau zu halten.

Herr Ulrich Blessing trat im Januar 2020 als Chief Operating Officer bei Blue Cap ein. Nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre in Nürnberg und einem MBA an der Stern Business School in New York war er acht Jahre lang bei der Boston Consulting Group tätig. Bei BCG beriet er Unternehmen aus verschiedenen Branchen, darunter Konsumgüter, Industrie und Medien, mit den Schwerpunkten Strategie, Marketing und Business Development. Anschließend war er Geschäftsführer in verschiedenen mittelständischen Unternehmen und operativer Manager auf Portfolioebene für verschiedene Beteiligungsgesellschaften. Seine Erfahrung mit klarem Fokus auf

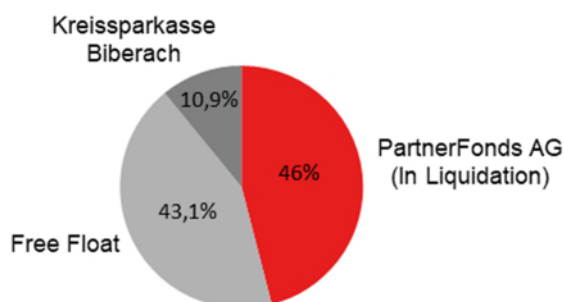
Strategieumsetzung kommt der operativen Entwicklung der Portfoliounternehmen von Blue Cap sehr zugute.

Geschichte

Die Blue Cap AG mit Sitz in München wurde 2006 von Dr. Hannspeter Schubert als Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf mittelständische Unternehmen aus Branchennischen in besonderen Situationen gegründet. Diese strategische Ausrichtung hat Blue Cap in den 15 Jahren seiner Tätigkeit beibehalten. Zu den ersten beiden Investments im Jahr 2006 gehörte das Medizintechnikunternehmen Inheco, das sich bis heute im Portfolio von Blue Cap befindet und als Paradebeispiel für den Fokus auf eine nachhaltige und langfristige Entwicklung der Portfoliounternehmen dient. Ein weiteres Highlight in der Geschichte von Blue Cap ist der schrittweise Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung am Klebtechnikunternehmen Planatol in den Jahren 2007 bis 2011. Die Planatol Holding entwickelte sich zu einem strategischen Eckpfeiler für Blue Cap als Vehikel für nachfolgende Akquisitionen wie die Maschinenbauunternehmen Gämmerler GmbH im Jahr 2011 und die Wetzell GmbH im Jahr 2012. Zudem erfolgte der profitabelste Exit von Blue Cap über die Planatol Holding im Jahr 2017 mit dem Verkauf der Klebtechnik-Tochter Biolink an die Saint-Gobain-Gruppe.

Der Exit diente als Treiber für den weiteren Ausbau des Portfolios in Form der größten Einzelakquisition des Kunststoffspezialisten und Familienunternehmens Knauer-Uniplast im Jahr 2018 mit insgesamt 313 Mitarbeitern und einem Umsatz von EUR 55,9 Mio. im Jahr 2019. Im gleichen Jahr wurde die erste Dividende an die Investoren der Blue Cap AG ausgezahlt. Somit stellt dies eine wichtige Etappe in der Entwicklung des Unternehmens zu der etablierten Holdinggesellschaft dar, die es heute ist. Die letzte wichtige strukturelle Veränderung im Unternehmen war der Ausstieg des Gründers Dr. Hannspeter Schubert zum Jahresende 2019 und die anschließende Umstrukturierung des Vorstands in die beschriebene Dreierstruktur (CFO, COO, CIO) Anfang 2020.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Quelle: Warburg Research

A sustainably grown and diversified Portfolio			
Portfolio Company	Invested since	est. Price Paid	Key Company Facts
	2006 (18 %) -2007 (42 %)	TEUR 1.400	INHECO is a leading producer of automation, cooling and safety technologies in the industry of medicine laboratory equipment. The Bavarian company is still run by the founder Günther Tenzler and contributes to the automatization of modern laboratories by offering a large range of highly individualized solutions to its clients.
	2009 (18 %) -2011 (94 %)	TEUR 6.000 (without exited Biolink Investment)	The Planatol-Group is a globally diversified producer of specialised adhesives technologies with Clients in a multitude of industries such as Graphics Design, Woodworking and Packaging. Blue Cap acquired the majority stake in consecutive acquisitions from 2009 to 2011. Planatol later became a strategic cornerstone for the company by serving as a vehicle for both, further acquisitions and Blue Cap's most profitable exit in form of the Sale of its Spin-Off Biolink to the Saint-Gobain Group.
	01.12.2012	TEUR 2.390	Gämmerler is a producer of specialised precision machinery with a focus on the printing industry and offers associated services like the initial planning and setup of the machine lines. Among the product spectrum are associated individualisable Software Solutions as well as advanced Robotics like the packaging robot "PR 460".
	15.12.2014	TEUR 700	Nokra is an internationally operating company specialised in the production of laser-based measurement and inspection technologies for the metalworking, automotive, plastics and glassworking industries.
	01.02.2016	TEUR 900	Carl Schaefer is a company specialised in the Recycling of Gold and Silver since its inception in 1861. The firm covers the holistic supply chain as it analyses, prepares and ultimately trades the precious metals in the market. A particularly profitable niche for the company is the production and sales of gold and silver-based jewellery.
	01.07.2016	TEUR 15.600	Neschen is an industry-leading company in the production of high-quality adhesive films as well as industrial Coating. The company's wide expertise ensures a diversified customer base in urban advertising, broadsheet photography as well as manufacturing through specialised dispersion adhesives.
	29.08.2019	TEUR 13.370	Con-Pearl produces lightweight plastics products for the automotive and packaging industries. Its patented Twin-Wall Sheets have a wide usability and can be individualised for heavy use environments such as loading trucks. Moreover, Con-Pearl is engaged in the sustainable upcycling of the utilised plastics compounds.
	26.02.2021	"lower double digit millions"	The HERO-Group is the newest addition to Blue Cap's Portfolio. The company is specialised on a multitude of injection moulding technologies. The product portfolio mainly consists of interior plastics components for the automotive industry as well as plastics motor frames for mechanical engineering companies.

Portfoliounternehmen und Finanzen

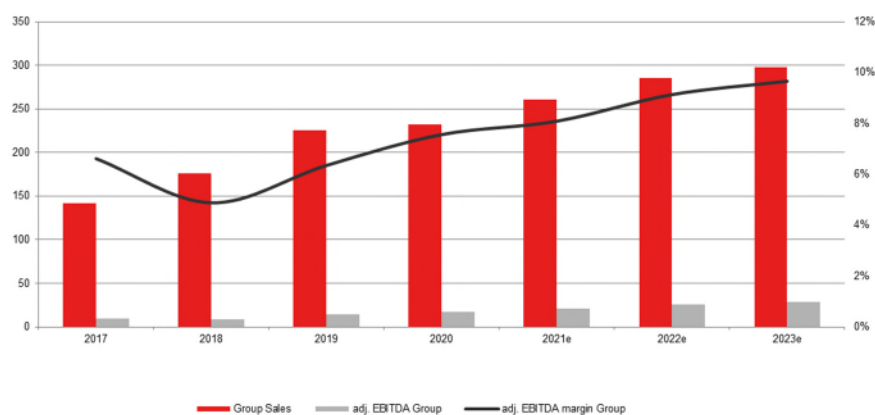
- Portfolio ist gut ausgewogen zwischen zyklischen und defensiven Branchen
- Trotz COVID gab es eine stetige Verbesserung der zugrunde liegenden Umsätze und Margen

Ausgezeichnete Wachstumsbilanz

Umsatz hat sich in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt

Profitables Wachstum

Keine Beeinträchtigung durch COVID-19



Quelle: Warburg Research

Blue Cap kann eine beeindruckende Erfolgsbilanz vorweisen. Im vergangenen Jahr lag der Umsatz um 63% und das bereinigte EBITDA um 87% über dem Niveau von 2017. Besonders beeindruckend ist, dass das stetige Ergebniswachstum von Blue Cap auch während der COVID-Pandemie anhält.

In Q1 2021 erwirtschaftete Blue Cap einen Umsatz von EUR 55,9 Mio. und lag damit 13,6% unter dem Niveau von 2020. Dies ist jedoch kaum vergleichbar, da em-tec und SMB David nicht mehr in den Zahlen enthalten sind. Zudem hatte die COVID-Pandemie nur einen geringen Einfluss auf Q1 2020, während insbesondere Neschen in Q1 von den aktuellen Lockdowns betroffen war. In Anbetracht der Tatsache, dass die Hero-Akquisition ab März 2021 konsolidiert wird, sehen wir Blue Cap auf Kurs, im Gesamtjahr EUR 260 Mio. Umsatz zu erzielen (+12%).

Trotz des Umsatzrückgangs und des Verkaufs des margenstarken em-tec-Geschäfts stieg das bereinigte EBITDA in Q1 um 5,9% auf EUR 4,69 Mio. Die bereinigte EBITDA-Marge in Q1 von 8,1% entsprach damit exakt unserer Margenschätzung für das Gesamtjahr und zeigt, dass Q1 voll und ganz unseren GJ-Schätzungen entsprach.

Wir bewerten die Performance von Blue Cap auf Basis der bereinigten EBITDA- und EBIT-Zahlen. Diese Zahlen schließen vor allem die substanziellen Erlöse aus Exits aus, wie z. B. den Verkauf von em-tec im Jahr 2020 und den Verkauf von WISAP im Jahr 2019. Andererseits bereinigt Blue Cap Restrukturierungsaufwendungen und die zusätzlichen Abschreibungen aufgrund der Aufdeckung stiller Reserven nach dem Erwerb neuer Portfoliounternehmen. Insgesamt halten wir die bereinigten Zahlen für eine faire Darstellung der zugrunde liegenden Profitabilität und Blue Cap hebt sich damit von anderen Unternehmen mit oft fragwürdigen Standards die Ergebnisbereinigung ab.

Hohe Transparenz der Ergebnisanpassungen

	2020	2019	2018
EBITDA (IFRS)	34.473	15.011	21.119
<i>Adjustments:</i>			
Income from Bargain Purchases		-2.688	-11.358
Income related to Tenancy Agreements		-1.200	0
Income related to Deconsolidations	-20.808	-258	-1.767
Income from reversals of provisions	-1529	-681	-249
Other non-operating income	-3.060	-1.550	-3.565
Costs related to personnel measures	1316	2.744	2.086
Legal and Advisory Costs associated with acquisitions and personnel measures	1.072	830	810
Costs related to Deconsolidations	1.603		
Other non-operating costs	4551	2125	1513
EBITDA (adj.)	17.618	14.333	8.589
Adjusted EBITDA Margin	7,6%	6,4%	4,9%
Depreciation	-12.958	-10.687	-7.335
Impairment Losses/Gains	-1.551	-29	-175
Income related to associated companies (INHECO)	1.409	353	389
<i>Adjustments:</i>			
Depreciation onto disclosed hidden reserves	2.822	2.797	1.612
Impairment Losses/Gains	1.551	29	175
EBIT (adj.)	8.892	6.796	3.255
Adjusted EBIT Margin	3,8%	3,0%	1,9%

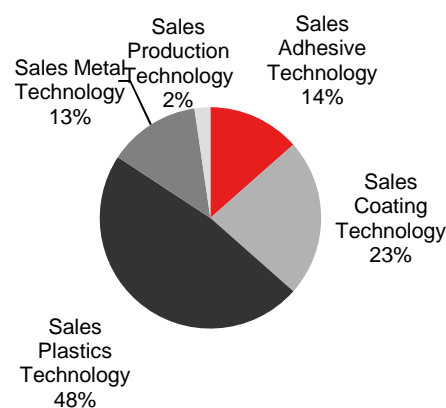
Quelle: Warburg Research

Portfoliozusammensetzung

Ausgewogener Branchenmix

Die Umsätze von Blue Cap sind gut ausbalanciert zwischen zyklischen und defensiven Branchen. Während das Segment Kunststofftechnik das Portfolio dominiert, ist dieser Bereich an sich gut ausgewogen, denn er umfasst Knauer-Uniplast (ca. 40% des Kunststofftechnik-Umsatzes), das nur im Bereich Lebensmittelverpackungen tätig ist, die Hero-Gruppe, die nur in der Automobilindustrie tätig ist, und con-pearl, das eine hohe Präsenz in der Logistikbranche hat.

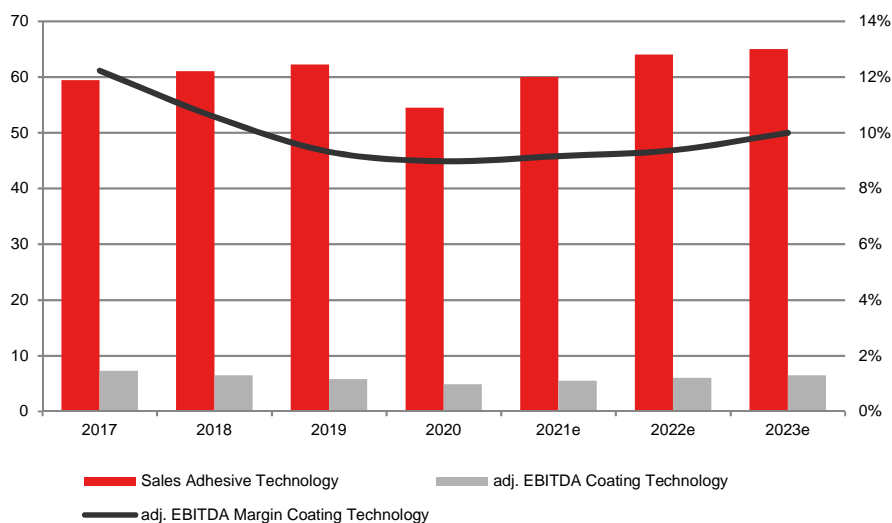
Ausgewogener Branchenmix (basierend auf Umsatzanteil 2021e)



Quelle: Warburg Research

Beschichtungstechnik

Kontinuierliche Erholung erwartet



Quelle: Warburg Research

Im Jahr 2016 erwarb Blue Cap das Unternehmen Neschen, das zusammen mit den Filmolux-Vertriebsstöchern das Segment Beschichtungstechnik bildet.

Neschen Coating entwickelt, produziert und vertreibt weltweit innovative beschichtete Selbstklebe- und Digitaldruckmedien sowie entsprechende Verarbeitungsgeräte und Präsentationssysteme.

Das Graphics-Produktportfolio reicht von Veredelungs-, Schutz- und Aufziehfolien bis hin zu druckbaren Medien, die sich mit modernsten digitalen Drucktechniken für avantgardistische Architektur, Dekorationen und Werbung verwenden lassen. Zum Bereich Graphics gehören auch leistungsstarke Laminatoren.

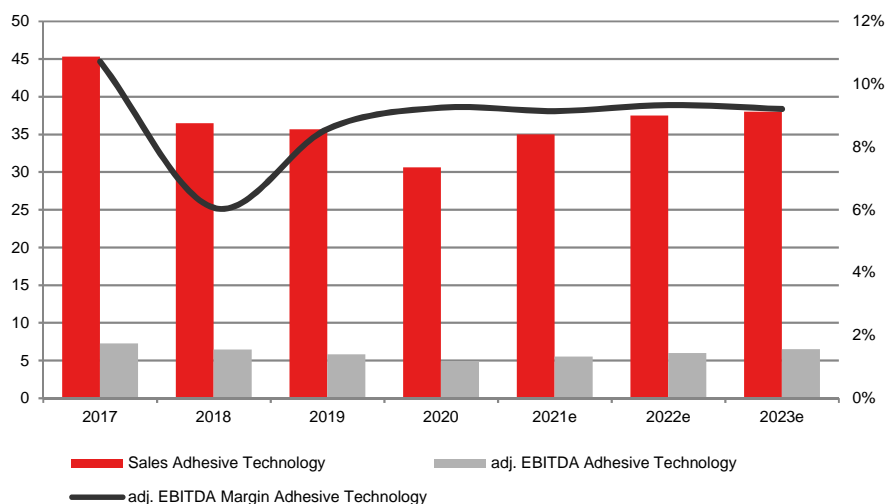
Der Bereich Documents umfasst selbstklebende Folien und Papiere für den Schutz, die Reparatur und die Pflege von Büchern. Auch Bibliotheken, Archive und Museen können bei Neschen die notwendigen Arbeitsmittel und Verarbeitungsgeräte beziehen. Zahlreiche Produkte dieser Serie können auch bei der Bilderrahmung eingesetzt werden, um Gemälde und Fotografien zu befestigen, aufzuziehen und zu schützen.

Basierend auf mehr als 40 Jahren Erfahrung mit speziellen Beschichtungsverfahren kann Neschen Industrial Applications auch ganz individuelle Lösungen für Industriekunden aus allen Branchen anbieten. Diese reichen von Oberflächenveredelungen in der Automobilindustrie bis hin zu Anwendungen im klinisch-medizinischen Umfeld.

Durch das kontinuierliche Vorantreiben der internationalen Expansion wuchs Neschen, bevor COVID-19 zuschlug. 2019 weitete Neschen sein Vertriebsnetz auf die nordischen Länder und die Schweiz aus. Die Marge wurde 2019 durch Kosten für ein neues CRM-System und die digitale Transformation belastet. Insbesondere aufgrund der Präsenz in Werbung und Einzelhandel, die die Produkte von Neschen für das Visual Merchandising nutzen, ging der Umsatz während der COVID-bedingten Lockdowns deutlich zurück. Mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft und dem weiteren Ausbau des internationalen Vertriebs erwarten wir, dass Neschen bis 2022 den Umsatz von 2019 übertreffen wird.

Klebstofftechnik

Klebstoffgeschäft sollte sich 2021 erholen



Quelle: Warburg Research

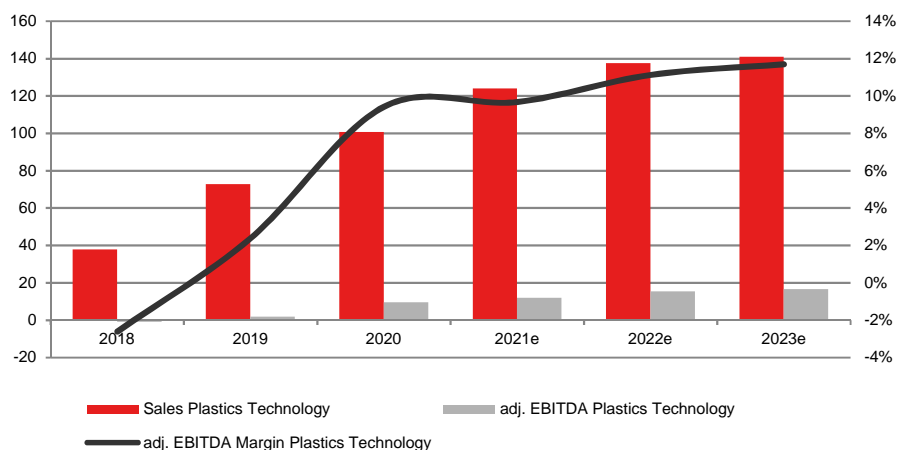
Seit dem Verkauf von Biolink Mitte 2017, der bis dato größten Transaktion von Blue Cap, ist Planatol das einzige Unternehmen im Segment Klebstofftechnik. Die Beteiligung geht auf das Jahr 2009 zurück, seit 2011 hält Blue Cap eine Mehrheitsbeteiligung.

Planatol ist hauptsächlich auf dem Gebiet der Klebstoffe für die papier- und holzverarbeitende Industrie tätig. Die Anwendungen reichen von Büchern, Zeitungsbeilagen, Kalendern, Faltschachteln und Papiertüten bis hin zu Küchen und Türen. Neben den Standardprodukten entwickelt und produziert Planatol auch kundenspezifische Lösungen. Neben Klebstoffen entwickelt und produziert das Unternehmen Klebstoffauftragssysteme, z.B. für die Falzklebung im Rotationsdruck. Der Vorteil der Systeme ist, dass sie eine präzise Konfiguration für individuelle Produktionskonzepte sowie für komplexe Klebstoffanwendungen bei Spezialmaschinen ermöglichen.

Der Umsatz von Planatol stagnierte 2019 weitgehend. Allerdings führte COVID zu einem starken Rückgang der Industrieproduktion und auch die Kunden von Planatol blieben davon nicht verschont. Mit der Wiederbelebung der Wirtschaft erwarten wir eine Erholung der Umsätze und Margen im Klebstoffbereich. Aufgrund seines Branchenmixes wird Planatol wahrscheinlich nicht mit dem Wachstumstempo des Marktführers Henkel mithalten können, der in Q1 2021 ein Umsatzniveau erreichte, das deutlich über dem von 2019 lag (währungsbereinigt 7% höher als 2019). Dennoch erwarten wir, dass Planatol im Jahr 2021 das Umsatzniveau von 2019 erreichen wird.

Kunststofftechnik

Synergien und Skaleneffekte in der Kunststofftechnik



Quelle: Warburg Research

Das Segment Kunststofftechnik hat sich in den Jahren seit 2018 zum wachstums- und umsatzstärksten Geschäftsfeld von Blue Cap entwickelt. Die Akquisition des Polymerverpackungsunternehmens Knauer-Uniplast Group leitete diesen Trend im Jahr 2018 ein. Das Produktspektrum von Uniplast umfasst mehr als 300 verschiedene Formen von Polymerbechern für Produkte wie Joghurts, Desserts, Butter, Kaffee und mehr. Aufgrund der breiten Anwendbarkeit des Kernprodukts deckt der potenzielle Zielmarkt von Uniplast große Teile der Fast-Moving-Consumer-Goods (FMCG)-Industrie ab. Im Anschluss an die Akquisition baute Blue Cap im Jahr 2019 diese attraktive Pole-Position aus und identifizierte erhebliches Optimierungspotenzial in den Kosten- und Produktionsstrukturen von Uniplast. Der gesamte Produktionsprozess findet nun im Hauptwerk in Dettingen statt, was eine Verschlankeung der Prozesse ermöglicht und durch die Schließung des Nebenwerks in Bad Laasphe ineffiziente Überkapazitäten eliminiert.

Zudem wurde die übergreifende Vision des Unternehmens überarbeitet und setzt nun auf Design und haptische Innovationen mit nachhaltigen Verpackungsmaterialien. Zwei Beispiele für solche Innovationen sind die SKET-Fertigungstechnologie, mit der Uniplast den Kunststoffanteil in seinen Bechern durch die Beimischung von Pappe und Papier im Spritzgussverfahren stark reduzieren kann, sowie der nachhaltige GREEN-Cup, der 50% weniger fossile Ressourcen verbraucht als herkömmliche Becher. Zwar erwarten wir, dass der Umsatzbeitrag von Uniplast aufgrund des pandemiebedingten Rückgangs der Hotel- und Gastronomieaktivitäten im Jahr 2021 lediglich stabil sein wird, doch wir glauben, dass das Unternehmen aufgrund der laufenden operativen Restrukturierung gut für die Zukunft positioniert ist. Uniplast hat somit das Potenzial, einen deutlich positiven Einfluss auf das Umsatz- und Profitabilitätswachstum von Blue Cap über 2021 hinaus zu haben.

Der nächste Eckpfeiler in der Kunststoffexpansion von Blue Cap ist die Akquisition von con-pearl, die mit der Erstkonsolidierung zu einem Umsatzsprung im Jahr 2019 führte. con-pearl ist ein Hersteller von hochwertigen Leichtbau-Kunststofflösungen wie den patentierten Hohlkammerplatten und beliefert vor allem Automobilunternehmen wie Daimler und VW mit Polymerverkleidungen und High-End-Folien für die Ladeflächen von Nutzfahrzeugen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Verpackungslösungen für die Logistikbranche in Form von stapelbaren und robusten Leichtbaubehältern an, die den Vorteil der Formstabilität sowie der Wiederverwendbarkeit bieten und damit nachhaltiger sind als Einwegbehälter.

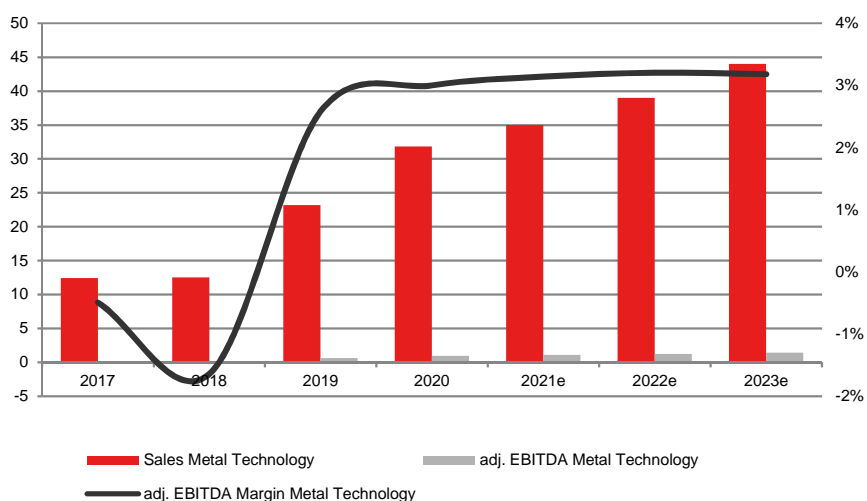
Ein Alleinstellungsmerkmal von con-pearl ist die Verwendung von ausschließlich recycelten Materialien in der Produktion, die von der firmeneigenen Recyclinganlage in Leinefelde geliefert werden können. Diese Anlage bietet nicht nur weiteres Potenzial zur Erzielung von Synergie- und Skaleneffekten unter den Portfoliounternehmen von Blue Cap, sondern stellt auch einen attraktiven Ansatzpunkt für die Neuausrichtung von con-pearl in einer Welt dar, in der Nachhaltigkeit eine immer zentralere Rolle spielt.

Die laufenden Reorganisationsbemühungen sind im Fall von con-pearl signifikant. So wurde eine unrentable Nebenproduktion in Bremen geschlossen und die Gemeinkostenstruktur im Stammwerk in Geismar optimiert. Darüber hinaus leitete das Unternehmen mit der Einführung eines neuen ERP-Systems eine digitale Erneuerung ein, um eine geeignete Grundlage für das zukünftige Upscaling zu schaffen. Letzteres hat bereits in Form eines neuen Rahmenvertrags mit einem großen Logistikunternehmen begonnen. Angetrieben von diesen ersten positiven Indikatoren erwarten wir, dass con-pearl mit einem fundierten EBITDA-Wachstum, das durch die disziplinierte Fokussierung auf seine profitablen Segmente und die umsatzsteigernden Effekte der Neukundenakquisitionen generiert wird, positiv zum dargestellten Wachstumsszenario beitragen wird. Die sich abzeichnende Wiederbelebung der Weltwirtschaft wird dem Unternehmen weiter zugutekommen, da die Nachfrage nach Logistikdienstleistungen und Nutzfahrzeugen wieder florieren dürfte.

Jüngster Neuzugang im Kunststoffportfolio von Blue Cap war Ende Februar 2021 die Hero-Gruppe. Das hochspezialisierte Unternehmen in Ittlingen ist auf Spritzgusskomponenten fokussiert und liefert vor allem Kunststoffteile für die Innenausstattung von PKW. Darüber hinaus erreicht Hero ein gewisses Maß an Diversifikation, da es auch Komponenten an Haushaltsgerätehersteller und Arztpraxen liefert. Wir sehen die Übernahme von Hero als einen sinnvollen Schritt, um die Bedeutung von Blue Cap als Kunststofflieferant für die Automobilindustrie weiter zu stärken und auszubauen. Es werden signifikante Skalen- und Synergieeffekte zwischen con-pearl und der Hero-Gruppe erwartet. Daher erwarten wir eine positive Entwicklung der bereinigten EBITDA-Marge im Kunststoffsegment von geschätzten 9,8% im Jahr 2021 hin zu einer langfristigen Marge von 12% im Jahr 2023. Insgesamt macht die Portfoliozusammensetzung im Segment Kunststofftechnik einen durchdachten und komplementären Eindruck und ist im Hinblick auf nachhaltige Innovationen und Optimierungen in den Kostenstrukturen der Portfoliounternehmen gut für die Zukunft positioniert.

Metalltechnik

Nutzung einer einmaligen Wachstumschance



Quelle: Warburg Research

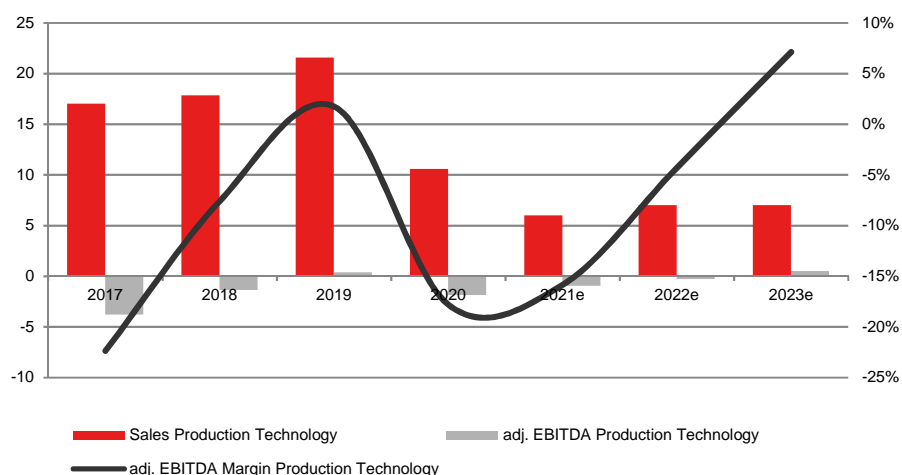
Carl Schaefer ist seit 2016 Teil des Blue Cap-Portfolios und bildet den Geschäftsbereich Metalltechnik.

Carl Schaefer ist eine Scheideanstalt, die sich auf das Recycling von Edelmetallen spezialisiert hat. Das enthaltene Gold wird zu (Halb-)Fertigprodukten für die Schmuckindustrie sowie für Investmentprodukte verarbeitet.

Umsatz und Volumen stiegen mit den deutlichen Preissteigerungen für Edelmetalle, die 2019 einsetzten, wodurch die Kapazitätsauslastung vorangetrieben und die Margen deutlich verbessert wurden. Angesichts der weiterhin expansiven Geld- und Fiskalpolitik erwarten wir, dass die starke Nachfrage nach physischem Gold anhalten wird und weiteres Potenzial für Umsatz- und Margenverbesserungen bietet.

Produktionstechnik

Ganzheitliche und wertorientierte Neupositionierung des Produktionsbereichs



Quelle: Warburg Research

Der Geschäftsbereich Produktionstechnik ist das Segment von Blue Cap, das dem tiefgreifendsten Richtungswechsel unterliegt. Das Segment erreichte 2019 endlich ein positives bereinigtes EBITDA, bevor die COVID-Pandemie ausbrach. Mit dem COVID-bedingten Produktionseinbruch meldete die Geschäftsführung von SMB-David, einem Hersteller von Dämmstoffen, zum ersten Halbjahr 2020 jedoch Insolvenz an und Teile des Unternehmens wurden im Rahmen eines Asset Deals an die Robert Bürkle GmbH veräußert. Die Insolvenz führte dennoch zu einer einmaligen Abschreibung von EUR 1,7 Mio., die das Finanzergebnis des Geschäftsbereichs im Jahr 2020 belastete. Zur Orientierung: SMB-David machte zum Jahresende 2019 nur einen kleinen Teil des NAV von Blue Cap aus (1%). Darüber hinaus hat die Entkonsolidierung das Blue Cap-Portfolio von einer laufenden finanziellen Belastung befreit, da SMB-David in den Vorjahren keinen positiven finanziellen Beitrag zum Ergebnis von Blue Cap leisten konnte.

Die beiden verbleibenden Unternehmen im Spektrum der Produktionstechnik sind nokra und Gämmerler mit absoluten Umsatzbeiträgen von EUR 2,3 Mio. bzw. EUR 7 Mio. im Jahr 2020. nokra ist ein Hersteller von laserbasierten geometrischen Größenmess- und Prüftechnologien, die auf eine Vielzahl von Materialien angewendet werden können. Daher kann das Unternehmen Referenzen aus einer breiten Palette an Zielmärkten vorweisen, u.a. aus der Automobilindustrie (Kunden: BMW, VW, Daimler), der

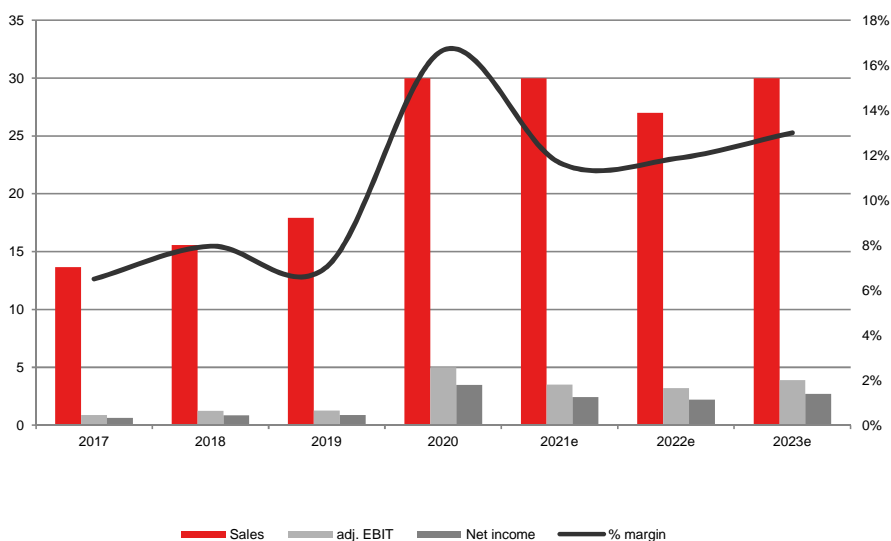
Stahlindustrie (Kunden: ArcelorMittal, ThyssenKrupp), der Produktionstechnik und ausgewählten Kunden aus der Kunststoffindustrie.

Die Gämmerler GmbH ist ein Unternehmen mit Fokus auf Lösungen für die Druckweiterverarbeitung und Automatisierungstechnologien. Im Teilbereich Postpress bietet Gämmerler ein eigenes Maschinensortiment mit Anwendungen in den Bereichen Fördern, Palettieren und Schneiden an. Im Bereich Automatisierung agiert Gämmerler vor allem als Anbieter von Beratungs- und Planungsleistungen und bietet seinen Kunden maßgeschneiderte IT-Lösungen an.

Da das Segment von Natur aus sehr zyklisch ist, ist die temporäre Exposition der Unternehmen gegenüber den negativen Folgen der Pandemie besonders ausgeprägt. In mehreren Fällen verschoben Kunden Pläne für große Investitionen in Maschinen und Kunden, die bereits Maschinen gekauft hatten, verschoben die Erstinstallation. Wir gehen davon aus, dass sich dies in den Jahren 2020 und 2021 in negativen EBITDA-Margen niederschlagen wird. Blue Cap hat jedoch bereits die zukünftige Strategie für den Geschäftsbereich definiert. Der strategische Fokus wird auf dem Serviceteil des Spektrums liegen und die Produktion eigener Maschinen wird sukzessive reduziert, sodass die Portfoliounternehmen serviceorientierte Spezialisten mit selektiven Produktlösungen sein werden. Wir schätzen, dass dieser strategische Wendepunkt im Jahr 2022 kommen wird, was zu positiven EBITDA-Margen ab 2023 führen sollte.

Inheco

Megatrends treiben Wachstum in der Laborautomatisierung voran



Quelle: Warburg Research

Blue Cap erwarb seinen ersten Anteil im Jahr 2006 und erhöhte ihn Ende 2007 um weitere 25%. Derzeit hält das Unternehmen einen Anteil von 42%. Inheco-Gründer und CEO Günter Tenzer ist mit 12% am Unternehmen beteiligt.

Inheco wurde im Jahr 2000 gegründet und seine Hauptprodukte sind Instrumente für die Laborautomation, die für Thermal Cycling, Heizen, Kühlen, Schütteln, Inkubieren & Verifizieren verwendet werden. Die Standardproduktlinie für die Laborautomation wird hauptsächlich in Liquid-Handling-Workstations von Beckman Coulter (Danaher), Hamilton, PerkinElmer/Caliper, Tecan, Agilent und anderen Herstellern von Roboterplattformen eingesetzt. Durch die ausschließliche Konzentration auf die

Bereitstellung von Thermal-Management-Lösungen, mit internen QC- und Produktionseinrichtungen, bietet Inheco hohe Qualität und eine schnelle Markteinführung. Das Unternehmen mit Sitz in Martinsried, einem Vorort von München, etablierte sich schnell als bedeutender Anbieter von Thermal-Management-Lösungen, vor allem in den Bereichen Elektronikkühlung und Life-Science-Anwendungen. Dieses schnelle Wachstum wurde durch die Teilnahme von Inheco am Deloitte Fast 50-Wettbewerb für die am schnellsten wachsenden Tech-Unternehmen in den Jahren 2005, 2007 und 2008 unterstrichen.

Von 2017 bis 2020 erzielte Inheco eine Umsatz-CAGR von rund 21% und ein noch größeres EBIT-Wachstum von durchschnittlich mehr als 50%. Der Ausblick bleibt positiv, da Megatrends wie eine alternde Bevölkerung, steigende Investitionen in das Gesundheitswesen in Schwellenländern, die Entwicklung zielgerichteter Arzneimittel, der enorme Zuwachs an biologischem Wissen und genetische Tests für Verbraucher & Bevölkerungssequenzierungsprogramme die Nachfrage nach Laborautomation steigern. Dies schlägt sich in steigenden Testvolumina und einem wachsenden Bedarf an Produktivität, Standardisierung und Präzision nieder.

Mit Blick auf die starken Umsatzwachstumsaussichten von Schlüsselkunden wie Tecan (2021 Konsens +13% organisch), Danaher (Konsens +12% organisch in der Diagnostik) oder Perkin Elmer (Konsens +7% organisch) sind wir zuversichtlich, dass Inheco den Umsatzsprung im Laufe des Jahres 2021 verteidigen wird. Nach einer Umsatzdelle im Jahr 2022, um dem Markt die Möglichkeit zu geben, in die erweiterten Laborkapazitäten nach COVID hineinzuwachsen, erwarten wir, dass Inheco zu seinem soliden zweistelligen Wachstumstrend, der vor COVID gezeigt wurde, zurückkehren wird (Umsatz-CAGR 2014 bis 2019 von 15% p.a.).

Bewertung

- Blue Cap wird mit einem deutlich zweistelligen Abschlag zum Net Asset Value gehandelt
- Unser DCF-Modell deutet auf einen fairen Wert von EUR 41 hin und bestätigt damit das Aufwärtspotenzial
- Sum-of-the-Parts-Bewertung führt zu einer Bewertungsspanne von EUR 41–45 pro Aktie und bestätigt damit sowohl unser DCF-Modell als auch die Net-Asset-Value-Indikation des Managements

Hauptbewertungstool DCF führt zu einem fairen Wert von EUR 41

Verschiedene Bewertungsansätze deuten auf solides Aufwärtspotenzial hin

Konzernbewertung basiert auf DCF-Modell

Unser Hauptbewertungstool basiert auf einem DCF-Modell. Wir gehen in unserem DCF-Modell von einer langfristigen EBITDA-Marge von 10 % aus. In der nachstehenden Tabelle haben wir unsere Margenannahmen für die Geschäftsbereiche von Blue Cap skizziert. Unsere Erwartung, dass die Kunststoffbereiche die höchsten Margen erwirtschaften werden, ist aus unserer Sicht nicht nur durch das Margenniveau 2020 gerechtfertigt, sondern auch durch das Ergebnisverbesserungspotenzial, das sich aus den zahlreichen Neuzugängen im Portfolio ergibt (Knauer-Uniplast 2018, con-pearl 2019, Hero 2021). Die größte Verbesserung prognostizieren wir für den Bereich Produktionstechnik. Auch wenn unsere Schätzungen auf den ersten Blick aggressiv erscheinen mögen, ist dies vor allem auf die Fokussierung auf das profitable Servicegeschäft und die Einstellung der verlustbringenden Produktion beim angeschlagenen Gämmerler zurückzuführen.

Margenprognose für die Segmente und Peergroup-Vergleich

LC	Sales			EBITDA-Marge			Blue Cap Long-term	EBIT-Marge			Blue Cap Long-term	
	20e	21e	22e	20e	21e	22e		20e	21e	22e		
<i>Segment 1: Plastics Division (50%)</i>												
Covestro AG	EUR	10.701,3	13.230,2	13.795,3	13,82%	19,08%	17,74%		6,68%	12,12%	10,82%	
POLYTEC Holding AG	EUR	522,5	575,0	622,8	8,97%	11,69%	12,69%		1,59%	5,53%	6,82%	
Cie Plastic Omnium SA	EUR	7.000,2	8.100,0	8.841,7	10,32%	12,13%	12,14%		1,65%	5,98%	6,53%	
Amcor PLC	USD	12.660,3	12.729,1	13.026,1	15,29%	15,79%	16,17%		11,13%	12,57%	12,90%	
Sealed Air Corp	USD	4.863,0	5.182,2	5.301,0	21,35%	21,41%	21,98%		17,05%	17,13%	17,78%	
Simona AG	EUR	432,50	432,0	n/a	10,80%	10,80%	n/a		6,80%	6,80%	n/a	
Average Plastics Division					13,42%	15,15%	16,14%		7,48%	10,02%	10,97%	
Blue Cap Plastics Division		100,72	124,0	137,5	9,42%	9,68%	11,13%	12,00%	4,77%	4,90%	6,41%	7,50%
<i>Segment 2: Coating Division (22%)</i>												
Surteco Group SE	EUR	604,5	656,0	693,5	12,81%	13,41%	13,68%		5,93%	7,10%	7,76%	
RPM International Inc	USD	5.445,3	6.040,9	6.310,6	13,81%	15,60%	15,95%		11,11%	13,05%	13,42%	
RKW SE	EUR											
Average Coating Division					13,31%	14,51%	14,82%		8,52%	10,07%	10,59%	
Blue Cap Coating Division		54,48	60,00	64,00	8,98%	9,17%	9,38%	10,0%	5,31%	6,00%	6,41%	7,00%
<i>Segment 3: Adhesives Division (13%)</i>												
Dr Hoenle AG	EUR	94,6	125,5	139,5	15,86%	22,55%	25,13%		8,57%	15,98%	18,85%	
HB Fuller Co	USD	2.747,4	3.056,9	3.164,0	14,49%	15,12%	15,60%		9,40%	10,62%	11,12%	
Nitto Denko Corp	JPY	739.184,2	756.018,4	793.677,7	15,69%	18,79%	19,92%		8,98%	12,27%	13,41%	
Uzin Utz AG	EUR	384,0	418,0	460,0	14,30%	12,18%	11,78%		10,44%	8,68%	8,30%	
Average Adhesives Division					15,08%	17,16%	18,11%		9,35%	11,89%	12,92%	
Blue Cap Adhesives Division		30,61	35,00	37,50	9,25%	9,14%	9,33%	9,0%	5,33%	6,00%	6,40%	5,50%
<i>Segment 4: Metals Division (12%)</i>												
Umicore SA	EUR	3.299,4	4.019,7	4.341,6	24,11%	29,55%	27,26%		16,06%	21,41%	18,91%	
Aurubis AG	EUR	11.763,7	13.716,8	13.760,5	3,36%	4,11%	3,71%		1,91%	2,31%	2,41%	
Average Metals Division					13,74%	16,83%	15,49%		8,99%	11,86%	10,66%	
Blue Cap Metals Division		31,82	35,00	39,00	3,00%	3,14%	3,21%	4,0%	2,69%	2,86%	2,95%	3,4%
<i>Segment 5: Production Technology (3%)</i>												
Heidelberger Druckmaschinen AG	EUR	2.357,7	1.930,4	2.058,6	4,01%	5,18%	7,29%		-7,93%	1,49%	3,31%	
Bobst Group SA	CHF	1.298,2	1.449,0	1.564,0	3,17%	6,76%	8,06%		0,90%	3,72%	5,22%	
Technotrans SE	EUR	189,3	203,0	214,5	6,62%	9,08%	10,75%		3,29%	5,47%	7,49%	
Average Production Tech. Division					4,60%	7,01%	8,70%		-1,24%	3,56%	5,34%	
Blue Cap Production Division		10,58	6,00	7,00	-17,80%	-15,83%	-4,29%	6,0%	-21,58%	-20,83%	-8,57%	2,0%
Weighted Average of Peers					7,7%	7,9%	9,1%		3,9%	4,3%	5,4%	
Blue Cap AG		233,00	260,00	285,00	7,52%	8,08%	9,14%	10,0%	3,82%	4,43%	5,42%	6,5%

Quelle: Warburg Research

Wie in der Tabelle zu sehen ist, hat Blue Cap noch etwas Aufwärtspotenzial, um das Margenniveau der Wettbewerber zu erreichen, die wir in unsere Übersicht einbezogen haben.

Für den Zeitraum 2024 bis 2033 gehen wir von einer Umsatz-CAGR von 2,1% aus, was unserer Ansicht nach angemessen konservativ ist, da dies in etwa dem nominalen BIP-Wachstum entsprechen sollte. Das Working Capital sollte dem historischen Niveau von rund 15% des Umsatzes entsprechen.

Langfristig gehen wir von einer Investitionsquote von 3,5% des Umsatzes aus, d.h. etwas über dem historischen Durchschnitt von etwas mehr als 3%.

Wir gehen von einem fundamentalen Beta von 1,5 aus, das vor allem den Verschuldungsgrad und die geringe Liquidität der Aktie widerspiegelt. Wie in allen unseren Modellen unterstellen wir einen risikolosen Zinssatz von 1,5% und eine Marktrisikoprämie von 7,0%. Damit errechnen wir einen WACC von 8,0% für das Unternehmen.

Wir haben den 42%-Anteil an Inheco mit EUR 29,5 Mio. bewertet, basierend auf unserem Sum-of-the-Parts-Wert für 2023. Dies bedeutet einen Aufschlag von mehr als EUR 3 Mio. gegenüber dem NAV von Blue Cap von EUR 26 Mio. Dies entspricht einem KGV von 21 auf Basis des Jahresüberschusses 2020.

Basierend auf diesen Annahmen leitet unser DCF einen fairen Wert von EUR 41 ab.

Sum-of-the-Parts-Modell bestätigt solides Aufwärtspotenzial

Operativer Hintergrund der segmentspezifischen Peergroup-Zusammensetzung

Die spartenspezifischen Peergroups für die SotP-Bewertung sind so konzipiert, dass sie den operativen Schwerpunkt der Portfoliounternehmen von Blue Cap entsprechend ihres relativen Umsatzbeitrags möglichst gut repräsentieren. Die Umsätze des Geschäftsbereichs Kunststofftechnik verteilen sich gleichmäßig auf Knauer-Uniplast, einen Spezialisten für verschiedene Polymerverpackungslösungen, und die beiden Kunststoffzulieferer con-pearl und die Hero-Gruppe, die vor allem die deutsche Automobilindustrie beliefern. Die entsprechende Peergroup besteht aus zwei spezialisierten Kunststofflieferanten für die Automobilindustrie, Polytec und Plastic Omnium, sowie der Simona AG, die im Markt für PKW-Innenraumverkleidungen mit Hohlkammerplatten direkt mit con-pearl konkurriert. Der Grund für die Aufnahme von Amcor und Sealed Air liegt in ihrem ausgeprägten operativen Fokus auf Kunststoffverpackungslösungen für Convenience-Produkte und ihrer zunehmenden Priorisierung nachhaltiger Lösungen, die den strategischen Leitgedanken von Knauer-Uniplast sehr ähnlich sind. Schließlich werden Covestro und Solvay einbezogen, um die Korrelation des Segments mit den Preisen für polymere Grundstoffe darzustellen.

Der Geschäftsbereich Beschichtungstechnik von Blue Cap konzentriert sich auf Neschen Coating, das operativ in etwa gleichmäßig zwischen selbstklebenden beschichteten Folien und industriellen Beschichtungen aufgeteilt ist. Das erste Teilsegment von Neschen wird treffend durch die Surteco-Gruppe dargestellt, die ein deutscher Spezialist für Beschichtungsfolien für eine Vielzahl von Oberflächen ist. Das zweite Teilsegment von Neschen umfasst Produkte wie Silikonbeschichtungen für industrielle Anwendungen und lässt sich durch die Aufnahme von RPM International und der RKW SE in die Peergroup abbilden. Beide Unternehmen bieten ein breites Portfolio an zentralen Marken im Markt für industrielle Beschichtungsanwendungen.

Der Bereich Klebstofftechnik von Blue Cap besteht vollständig aus der Planatol-Gruppe, die sich auf Klebstofftechnologien für ein breites Spektrum von Industrien wie Holzverarbeitung, Verpackung, Papierverarbeitung, Bau und Automobil spezialisiert hat. Zwei der stärksten Wettbewerber mit vergleichbaren Zielbranchen sind die Klebstoffkonzerne HB Fuller und Nitto Denko. Mit Dr. Hoenle gibt es einen deutschen Wettbewerber, der mit seiner Tochtergesellschaft Panacol eine spezialisiertere und individuellere operative Ausrichtung hat und damit das Angebot von Planatol an

maßgeschneiderten Lösungen repräsentiert. Uzin Utz wird als Vergleichsunternehmen einbezogen, da das Unternehmen auf dem deutschen Markt für Klebstoffe für die Holzverarbeitung und die dazugehörigen auftragsbezogenen Systeme präsent ist und diese auch für Planatol ein wichtiges Geschäftsfeld darstellen.

Die Metalltechnik ist ein weiteres Segment, das aus einem einzigen Unternehmen, Carl Schaefer, besteht und die gesamte Wertschöpfungskette der Edelmetallverarbeitung vom ersten Recycling bis zum Handel mit veredelten Schmuckvorprodukten abdeckt. Um diese ganzheitliche Wertschöpfungskette widerzuspiegeln, umfasst die Peergroup Aurubis und Umicore, die globale Branchenführer im Bereich Edelmetallrecycling, -verarbeitung und -handel sind.

Der umsatzmäßig kleinste Geschäftsbereich ist das Segment Produktionstechnik. Der Großteil des Umsatzvolumens wird durch den Postpress-Solutions-Anbieter Gämmerler generiert, ein kleiner Teil (20%) durch den Lasermess- und Prüfspezialisten nokra. Um diese Aufteilung genau abzubilden, wurden als Vergleichsunternehmen für das Segment Heidelberger Druckmaschinen und die Schweizer Bobst-Gruppe ausgewählt, die im Bereich der Druckmaschinenlösungen führend sind. Auch der Umsatzanteil von nokra wird reflektiert, da Bobst sensorgestützte Qualitätskontroll- und Prüflösungen wie oneINSPECTION anbietet, die das Produktportfolio von nokra widerspiegeln. Um die geringere Größe des Segments sowie die künftige strategische Neupositionierung hin zu einer stärkeren Serviceorientierung abzubilden, wird die technotrans SE als klassischer deutscher mittelständischer Maschinenbauer, der für seinen Fokus auf ergänzende Dienstleistungen bekannt ist, in die Peergroup aufgenommen.

Peergroup-Übersicht

Peer Group	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	P/E			EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			
					20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	23e
<i>Segment 1: Plastics Division (50%)</i>																	
Covestro AG	EUR	55.76	10,772.8	11,378.0	23.2 x	9.6 x	10.1 x	1.1 x	0.9 x	0.8 x	7.7 x	4.5 x	4.6 x	15.9 x	7.1 x	7.6 x	7.4 x
POLYTEC Holding AG	EUR	10.42	232.7	357.4	125.5 x	10.0 x	7.5 x	0.7 x	0.6 x	0.6 x	7.6 x	5.4 x	4.6 x	43.1 x	11.2 x	8.4 x	7.0 x
Cie Plastic Omnium SA	EUR	29.22	4,298.9	5,048.8	neg.	14.2 x	11.4 x	0.7 x	0.6 x	0.6 x	7.0 x	5.1 x	4.7 x	43.7 x	10.4 x	8.7 x	8.1 x
Ancor PLC	USD	11.96	18,439.8	25,617.3	18.8 x	16.2 x	15.2 x	2.0 x	2.0 x	2.0 x	13.2 x	12.6 x	12.1 x	18.2 x	15.8 x	15.0 x	14.6 x
Sealed Air Corp	USD	48.70	7,401.9	12,122.4 #	15.7 x	13.8 x	12.7 x	2.5 x	2.3 x	2.2 x	11.7 x	10.7 x	10.1 x	14.6 x	13.4 x	12.5 x	11.8 x
Simona AG	EUR	575.00	345.0	340.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Average Plastics Division					45.8 x	12.8 x	11.4 x	1.4 x	1.3 x	1.2 x	9.4 x	7.7 x	7.2 x	27.1 x	11.6 x	10.5 x	9.8 x
<i>Segment 2: Coating Division (22%)</i>																	
Surteco Group SE	EUR	26.30	407.8	603.0	16.7 x	12.1 x	10.4 x	1.0 x	0.9 x	0.9 x	7.8 x	6.9 x	6.4 x	16.8 x	12.9 x	11.2 x	10.0 x
RPM International Inc	USD	94.10	12,186.4	14,939.5	31.9 x	22.5 x	20.9 x	2.7 x	2.5 x	2.4 x	19.9 x	15.9 x	14.9 x	24.7 x	19.0 x	17.6 x	15.8 x
RKW SE	EUR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Average Coating Division					24.3 x	17.3 x	15.7 x	1.9 x	1.7 x	1.6 x	13.8 x	11.4 x	10.6 x	20.8 x	15.9 x	14.4 x	12.9 x
<i>Segment 3: Adhesives Division (13%)</i>																	
Dr Hoenle AG	EUR	46.00	278.9	306.0	48.4 x	20.2 x	15.3 x	3.2 x	2.4 x	2.2 x	20.4 x	10.8 x	8.7 x	37.8 x	15.3 x	11.6 x	10.8 x
HB Fuller Co	USD	67.10	3,495.4	5,292.2	25.5 x	18.9 x	16.5 x	1.9 x	1.7 x	1.7 x	13.3 x	11.4 x	10.7 x	20.5 x	16.3 x	15.0 x	14.0 x
Nitto Denko Corp	JPY	9210.00	1,379,274.9	1,052,792.6	29.9 x	20.8 x	17.9 x	1.4 x	1.4 x	1.3 x	9.1 x	7.4 x	6.6 x	15.9 x	11.3 x	9.9 x	9.9 x
Uzin Utz AG	EUR	69.50	350.6	421.1	12.1 x	15.5 x	15.0 x	1.1 x	1.0 x	0.9 x	7.7 x	8.3 x	7.8 x	10.5 x	11.6 x	11.0 x	9.5 x
Average Adhesives Division					29.0 x	18.9 x	16.2 x	1.9 x	1.6 x	1.5 x	12.6 x	9.5 x	8.5 x	21.2 x	13.6 x	11.9 x	11.0 x
<i>Segment 4: Metals Division (12%)</i>																	
Umicore SA	EUR	47.51	11,706.5	14,232.4	35.0 x	18.3 x	19.8 x	4.3 x	3.5 x	3.2 x	17.9 x	11.6 x	11.7 x	26.9 x	15.7 x	16.6 x	15.2 x
Aurubis AG	EUR	70.52	3,170.3	3,989.5	19.5 x	13.6 x	13.3 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	10.1 x	7.1 x	7.8 x	17.7 x	12.6 x	12.0 x	11.2 x
Average Metals Division					27.3 x	15.9 x	16.6 x	2.3 x	1.9 x	1.8 x	14.0 x	9.3 x	9.8 x	22.3 x	14.1 x	14.3 x	13.2 x
<i>Segment 5: Production Technology (3%)</i>																	
Heidelberger Druckmaschinen AG	EUR	1.20	366.0	530.1	neg.	neg.	25.6 x	0.2 x	0.3 x	0.3 x	5.6 x	5.3 x	3.5 x	neg.	18.5 x	7.8 x	5.2 x
Bobst Group SA	CHF	59.90	989.5	1,039.8	64.0 x	24.1 x	15.5 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x	25.3 x	10.6 x	8.3 x	88.8 x	19.3 x	12.7 x	11.5 x
Technotrans SE	EUR	26.10	180.3	197.8	43.7 x	23.2 x	16.0 x	1.0 x	1.0 x	0.9 x	15.8 x	10.6 x	8.4 x	31.7 x	17.4 x	12.2 x	10.5 x
Average Production Tech. Division					53.9 x	23.7 x	19.0 x	0.7 x	0.7 x	0.6 x	15.6 x	8.8 x	6.7 x	60.3 x	18.4 x	10.9 x	9.1 x
Mittelwert Gesamt					36.4 x	16.9 x	15.2 x	1.6 x	1.4 x	1.3 x	12.5 x	9.0 x	8.2 x	28.4 x	14.2 x	11.9 x	10.8 x
Median Gesamt					27.7 x	16.2 x	15.2 x	1.1 x	1.0 x	0.9 x	10.9 x	9.4 x	8.0 x	20.5 x	14.3 x	11.8 x	10.6 x
Blue Cap AG	EUR	24.20	96.3	151.4	16.0 x	14.2 x	10.1 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	8.6 x	7.2 x	5.8 x	31.6 x	24.9 x	18.0 x	16.6 x

Quelle: Warburg Research

**SotP-Analyse führt zu
Bewertungsspanne von EUR 41-45**

Zu guter Letzt bildet die Peergroup für die 42%ige Beteiligung von Blue Cap an dem hochspezialisierten Zulieferer für Hersteller von Laborautomation Inheco einen zentralen Bestandteil unserer SotP-Bewertung. Da das Produktangebot von Inheco ein umfangreiches Spektrum an Laborautomatisierungsanwendungen sowie Heiz- und Kühllösungen umfasst, beinhaltet unsere Peergroup-Auswahl eine relativ breite Gruppe von Unternehmen aus dem Bereich der Medizintechnik. Mitbewerber wie Sartorius und Stratec konzentrieren sich vor allem auf die wachstumsstarken Bereiche der Branche wie Zellanalyse und Bioreaktoren, während PerkinElmer und Siemens Healthineers eine breitere Produktpalette haben, die auch traditionellere Bereiche der Medizintechnik wie Anästhesiesysteme umfasst. Um die Fähigkeit von Inheco zu berücksichtigen, beide Arten von Medizintechnikfirmen zu bedienen, haben wir uns entschieden, in unserer SotP-Bewertung einen Mittelweg zu gehen.

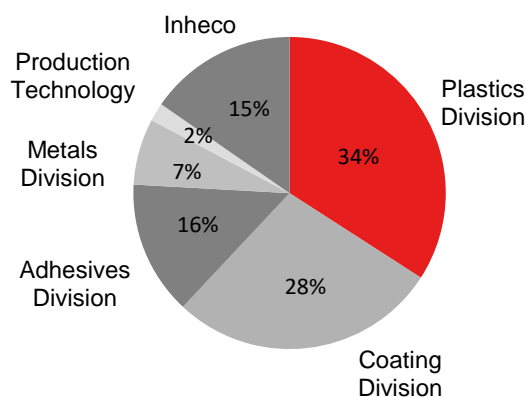
EV/EBIT- Multiplikatoren der INHECO Peergroup

Peer Group for the 42% Share in Inheco	EV / EBIT			
	2020	2021e	2022e	2023e
PerkinElmer Inc	16,6 x	12,5 x	20,1 x	18,6 x
Siemens Healthineers AG	33,8 x	26,3 x	22,1 x	17,3 x
Draegerwerk AG & Co KGaA	4,4 x	6,4 x	8,4 x	7,6 x
STRATEC SE	35,7 x	31,1 x	28,7 x	22,5 x
Solvay SA	14,6 x	13,1 x	11,8 x	11,0 x
Sartorius AG	65,4 x	42,0 x	38,5 x	32,8 x
Averages	28,4 x	21,9 x	21,6 x	18,3 x

Quelle: Warburg Research

Wesentliche Einflussfaktoren auf die SotP-Bewertung

Die SotP-Bewertung ergibt eine Bewertungsspanne von EUR 41 bis EUR 45, was ein Aufwärtspotenzial von mehr als 50% bedeuten würde. Das Aufwärtspotenzial innerhalb unserer Bewertung lässt sich auf drei wesentliche operative Entwicklungen im Portfolio von Blue Cap zurückführen. Erstens glauben wir, dass der Markt derzeit das Synergiepotenzial innerhalb der Kunststoffsparte unterschätzt. Die neu erworbene Hero-Gruppe ist eine ideale strategische Ergänzung und ergänzt die Marktpositionierung des Geschäftsbereichs als Kunststoffkomponentenlieferant für die Automobilindustrie. Darüber hinaus erwarten wir, dass die nachhaltige Verpackungsinnovation von Uniplast in Form des Green-Cups und die SKET-Produktionstechnologie die Abhängigkeit von fossilen Ressourcen deutlich reduzieren und einen anhaltenden Wachstumstrend in der Verpackungsindustrie aufgreifen.

NAV-Aufteilung nach Segmenten basierend auf 2021 Sum-of-the-Parts


Quelle: Warburg Research

Die zweite treibende Kraft ist die 42%ige Beteiligung an dem spezialisierten Laborgerätehersteller Inheco. Die sich abzeichnenden Megatrends und die wachsende Komplexität innerhalb der Branche bieten Chancen, die Inheco teilweise nutzen und kapitalisieren kann. Die eher konservative Zusammensetzung der Medizintechnik-Peergroup macht deutlich, welches Aufwärtspotenzial in dem spezialisierten Nischenanbieter aus Bayern schlummert, der operativ noch von seinem Gründer Günther Tenzler geführt wird.

Drittens sind die etablierten Unternehmen im Portfolio von Blue Cap, wie z. B. Neschen und Planatol in den Segmenten Beschichtungstechnik und Klebstofftechnik, traditionell stärker von der Zyklizität von Branchen wie der Bauwirtschaft betroffen. Daher erwarten wir, dass

sie sich von dem COVID-bedingten Abwärtsdruck stark erholen und das skizzierte Wachstumsszenario hinter unserer SotP-Bewertung weiter unterstützen werden.

Sum-of-the-Parts basierend auf EV/EBIT

Division	Fair EV				Blue Cap - EBIT				Peer Group - EV/EBIT			
	20e	21e	22e	23e	20e	21e	22e	23e	20e	21e	22e	23e
Plastics Division	130,0	70,3	87,9	89,1	4,8	6,1	8,4	9,1	27,1 x	11,6 x	10,5 x	9,8 x
Coating Division	60,1	57,4	59,1	60,7	2,9	3,6	4,1	4,7	20,8 x	15,9 x	14,4 x	12,9 x
Adhesives Division	38,8	28,6	28,6	26,5	1,8	2,1	2,4	2,4	21,2 x	13,6 x	11,9 x	11,0 x
Metals Division	19,1	14,1	16,5	17,2	0,9	1,0	1,2	1,3	22,3 x	14,1 x	14,3 x	13,2 x
Based on EV/Sales:					Sales				EV/Sales			
Production Technology	7,3	3,9	4,3	4,1	10,6	6,0	7,0	7,0	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x

Inheco Valuation:	20e	21e	22e	23e
Multiples (Med Tech):	28,4 x	21,9 x	21,6 x	18,3 x
EBIT Inheco:	5,00	3,50	3,20	3,90
EV Valuation Inheco	141,98	76,64	69,13	71,31
Net Debt*	2,00	1,00	1,00	1,00
Pensions	0,20	0,20	0,20	0,20
Equity Valuation	139,78	75,44	67,93	70,11
Blue Cap Share 42%	58,71	31,68	28,53	29,45

Blue Cap's Fair Value	255,2	174,4	196,3	197,6
- Net Debt	36,3	32,0	34,0	38,5
- Pension Liabilities	9,0	9,0	9,0	9,0
+ 42% Share in Inheco	58,7	31,7	28,5	29,4
Fair Market Cap	268,6	165,1	181,8	179,5
Number of outstanding shares	4,00	4,00	4,00	4,00
Fair Value per Share	67,16	41,27	45,46	44,87
Upside to current share price	177,53%	71%	88%	85%

Fair Valuation Range:
41 EUR - 45 EUR

Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	233,0	260,0	285,0	295,0	309,8	315,9	322,3	328,7	336,9	343,7	350,5	357,5	364,7	
Umsatzwachstum	3,2 %	11,6 %	9,6 %	3,5 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	20,0	7,2	11,5	13,6	15,5	17,4	19,3	21,4	21,9	22,3	22,8	23,2	23,7	
EBIT-Marge	8,6 %	2,8 %	4,0 %	4,6 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Steuerquote (EBT)	5,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	18,8	5,1	8,0	9,5	10,8	12,2	13,5	15,0	15,3	15,6	15,9	16,3	16,6	
Abschreibungen	14,5	10,5	11,5	11,9	12,4	12,6	12,9	11,5	11,8	12,0	12,3	12,5	12,8	
Abschreibungsquote	6,2 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-5,6	1,5	3,5	1,4	2,6	1,5	1,6	1,6	1,9	1,0	1,0	1,1	1,1	
- Investitionen	6,3	8,3	8,8	9,3	10,8	11,1	11,3	11,5	11,8	12,0	12,3	12,5	12,8	
Investitionsquote	2,7 %	3,2 %	3,1 %	3,2 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	32,4	5,8	7,3	10,8	9,5	11,8	13,1	12,9	12,9	14,1	14,3	15,0	15,6	16
Barwert FCF	0,0	5,4	6,3	8,7	7,0	8,1	8,4	7,6	7,1	7,1	6,7	6,5	6,3	94
Anteil der Barwerte	11,02 %			38,25 %										50,73 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,60
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	1,10
WACC	8,01 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	91		
Terminal Value	94		
Zinstr. Verbindlichkeiten	78		
Pensionsrückstellungen	9		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	30		
Liquide Mittel	36	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	163	Wert je Aktie (EUR)	41,00

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,74	9,0 %	32,58	33,10	33,64	34,23	34,85	35,52	36,24	1,74	9,0 %	23,53	27,10	30,66	34,23	37,79	41,36	44,92
1,62	8,5 %	35,38	36,00	36,66	37,37	38,13	38,95	39,83	1,62	8,5 %	25,90	29,72	33,54	37,37	41,19	45,02	48,84
1,56	8,3 %	36,92	37,60	38,33	39,12	39,96	40,87	41,86	1,56	8,3 %	27,22	31,18	35,15	39,12	43,08	47,05	51,02
1,50	8,0 %	38,57	39,33	40,13	41,00	41,94	42,96	44,07	1,50	8,0 %	28,64	32,76	36,88	41,00	45,13	49,25	53,37
1,44	7,8 %	40,35	41,18	42,08	43,04	44,09	45,23	46,47	1,44	7,8 %	30,18	34,47	38,75	43,04	47,33	51,62	55,91
1,38	7,5 %	42,26	43,18	44,18	45,26	46,43	47,71	49,11	1,38	7,5 %	31,85	36,32	40,79	45,26	49,73	54,20	58,67
1,26	7,0 %	46,54	47,69	48,94	50,30	51,78	53,42	55,23	1,26	7,0 %	35,65	40,53	45,41	50,30	55,18	60,06	64,94

- Der Klebstoffbereich & Verpackungsbereich dominiert. Für die Gruppe wird daher Wachstums auf BSP Niveau erwartet.
- Die Ziel-EBIT-Marge wird aus einer Abschätzung des Margenpotentials der Einzelgesellschaften hergeleitet.
- Für die ewige Rente wird eine vergleichsweise geringe Wachstumsrate von nur 1,5% modelliert.
- Wir haben unsere 2023 SOTP Schätzung für Inheco ins Model übernommen

Wertermittlung	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	1,0 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x	1,3 x	1,3 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,57	15,13	15,05	19,58	19,46	20,10	20,88
EV / Umsatz	0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x
EV / EBITDA	1,5 x	5,5 x	9,5 x	3,5 x	9,1 x	6,9 x	6,1 x
EV / EBIT	1,6 x	8,6 x	33,1 x	6,0 x	22,4 x	13,9 x	11,4 x
EV / EBIT adj.*	8,1 x	40,7 x	22,0 x	13,5 x	14,0 x	10,3 x	8,8 x
Kurs / FCF	1,6 x	n.a.	n.a.	16,1 x	24,5 x	17,8 x	11,2 x
KGV	1,4 x	6,4 x	24,6 x	4,2 x	29,1 x	15,8 x	12,9 x
KGV ber.*	9,9 x	16,0 x	15,2 x	11,5 x	15,8 x	11,2 x	9,6 x
Dividendenrendite	7,2 %	3,7 %	4,3 %	5,7 %	3,7 %	4,7 %	5,6 %
FCF Potential Yield (on market EV)	66,2 %	18,4 %	10,9 %	27,8 %	10,0 %	12,6 %	14,2 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	141,8	176,0	225,7	233,0	260,0	285,0	295,0
Veränd. Umsatz yoy	46,8 %	24,1 %	28,2 %	3,2 %	11,6 %	9,6 %	3,5 %
Bestandsveränderungen	3,5	1,4	-2,1	-1,8	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	145,4	177,4	223,6	231,2	260,0	285,0	295,0
Materialaufwand	75,9	97,0	123,9	123,7	140,4	152,5	157,8
Rohertrag	69,5	80,4	99,7	107,4	119,6	132,5	137,2
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>49,0 %</i>	<i>45,7 %</i>	<i>44,2 %</i>	<i>46,1 %</i>	<i>46,0 %</i>	<i>46,5 %</i>	<i>46,5 %</i>
Personalaufwendungen	39,6	48,4	58,3	60,5	66,3	71,3	72,3
Sonstige betriebliche Erträge	41,0	16,1	6,9	25,9	0,2	0,2	0,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,4	26,9	33,3	38,3	35,8	38,5	39,5
EBITDA adj.	11,2	8,6	14,3	17,6	21,0	26,0	28,6
<i>Marge</i>	<i>7,9 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>9,7 %</i>
EBITDA	47,4	21,1	15,0	34,5	17,8	23,0	25,6
<i>Marge</i>	<i>33,5 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,4	7,3	10,7	13,0	10,4	11,4	11,8
EBITA	45,0	13,8	4,3	21,5	7,4	11,6	13,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	43,8	13,6	4,3	20,0	7,2	11,5	13,6
<i>Marge</i>	<i>30,9 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,6 %</i>
EBIT adj.	8,5	2,9	6,4	8,9	11,5	15,5	17,7
Zinserträge	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,8	2,0	2,0	2,8	2,5	2,3	2,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,7	0,5	0,7	2,7	0,5	0,5	0,5
EBT	41,9	12,1	2,4	17,5	5,2	9,7	11,8
<i>Marge</i>	<i>29,5 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>1,1 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>4,0 %</i>
Steuern gesamt	1,9	-0,5	-0,4	1,0	1,6	2,9	3,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	40,0	12,5	2,8	16,5	3,7	6,8	8,3
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	40,0	12,5	2,8	16,5	3,7	6,8	8,3
Minderheitenanteile	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	39,9	12,5	2,8	16,6	3,7	6,8	8,3
<i>Marge</i>	<i>28,1 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>2,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	10,02	3,14	0,71	4,15	0,92	1,70	2,07
EPS adj.	1,40	1,26	1,15	1,51	1,70	2,40	2,79

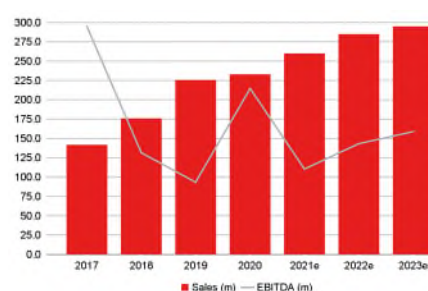
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

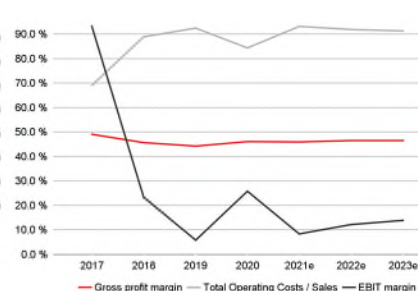
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	69,1 %	88,8 %	92,4 %	84,4 %	93,2 %	91,9 %	91,3 %
Operating Leverage	26,9 x	-2,9 x	-2,4 x	112,3 x	-5,5 x	6,1 x	5,4 x
EBITDA / Interest expenses	26,9 x	10,8 x	7,7 x	12,4 x	7,1 x	10,0 x	11,1 x
Steuerquote (EBT)	4,5 %	-4,0 %	-16,3 %	5,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	9,9 %	23,8 %	105,9 %	24,2 %	108,9 %	73,7 %	72,3 %

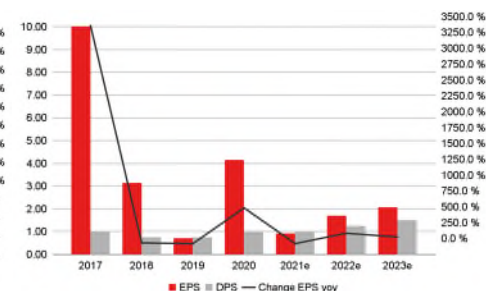
Sales, EBITDA in EUR m



Operating Performance in %



Performance per Share



Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

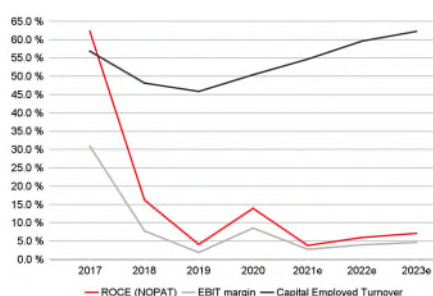
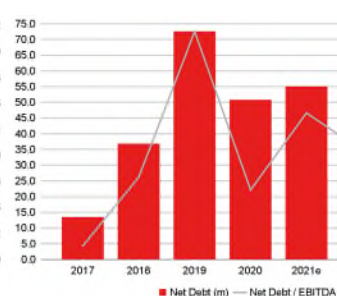
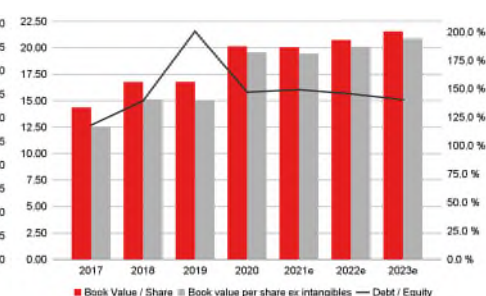
Source: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,2	6,6	6,9	2,2	2,4	2,6	2,7
davon übrige imm. VG	7,0	6,3	6,8	2,2	2,4	2,6	2,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	35,5	59,7	90,7	82,1	79,7	76,8	74,0
Finanzanlagen	2,6	8,4	7,0	5,9	16,9	16,9	16,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	3,4	10,3	5,8	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	45,3	78,0	115,0	96,1	99,1	96,3	93,7
Vorräte	18,9	27,0	30,5	27,5	28,9	31,7	32,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,1	18,5	21,8	16,6	17,8	19,5	20,2
Liquide Mittel	36,4	28,8	25,1	36,3	32,0	34,0	38,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,2	7,8	9,1	22,0	21,5	21,4	21,4
Umlaufvermögen	79,7	82,1	86,4	102,4	100,2	106,6	112,9
Bilanzsumme (Aktiva)	124,9	160,1	201,3	198,5	199,2	202,9	206,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	5,1	5,1	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	3,4	6,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	48,1	57,7	57,7	70,9	69,9	69,9	69,9
Buchwert	57,2	66,8	66,8	80,2	79,8	82,6	85,8
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	57,3	66,9	67,0	80,3	80,0	82,7	85,9
Rückstellungen gesamt	9,8	9,5	18,5	16,8	16,8	16,8	16,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,2	2,9	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	47,7	62,8	88,4	78,0	78,0	78,0	78,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	16,4	27,4	35,1	22,5	22,5	22,5	22,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,0	6,7	11,7	9,2	10,2	11,2	11,6
Sonstige Verbindlichkeiten	5,2	14,2	15,8	14,2	14,2	14,2	14,2
Verbindlichkeiten	67,6	93,3	134,4	118,2	119,2	120,2	120,6
Bilanzsumme (Passiva)	124,9	160,1	201,3	198,5	199,2	202,9	206,6

Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,1 x	1,8 x	1,7 x	2,0 x	2,2 x	2,4 x	2,6 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	1,7 x	1,6 x	1,8 x	1,9 x	2,1 x	2,2 x
ROA	88,1 %	16,0 %	2,5 %	17,2 %	3,7 %	7,0 %	8,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	62,3 %	16,2 %	4,1 %	13,9 %	3,8 %	5,9 %	7,1 %
ROE	103,8 %	20,2 %	4,2 %	22,5 %	4,6 %	8,3 %	9,8 %
Adj. ROE	14,5 %	8,1 %	6,8 %	8,2 %	8,5 %	11,8 %	13,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	13,5	36,8	72,6	50,8	55,1	53,1	48,5
Nettofinanzverschuldung	11,3	34,0	63,4	41,8	46,1	44,0	39,5
Net Gearing	23,6 %	55,1 %	108,4 %	63,3 %	68,9 %	64,2 %	56,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	23,8 %	160,9 %	422,0 %	121,2 %	259,4 %	191,4 %	154,5 %
Buchwert je Aktie	14,4	16,8	16,8	20,1	20,1	20,7	21,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,6	15,1	15,1	19,6	19,5	20,1	20,9

ROCE Development**Net debt
in EUR m****Book Value per Share
in EUR**

Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

Cash flow

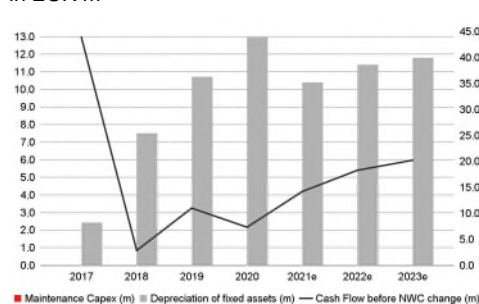
In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	40,0	12,5	2,8	16,5	3,7	6,8	8,3
Abschreibung Anlagevermögen	2,4	7,5	10,7	13,0	10,4	11,4	11,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,3	0,8	-1,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-17,5	-3,3	-22,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	43,9	2,8	11,1	7,3	14,2	18,3	20,2
Veränderung Vorräte	-1,4	-1,8	3,5	0,4	-1,4	-2,8	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,3	0,2	-0,5	1,4	-1,2	-1,7	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	-2,3	0,3	-1,7	1,0	1,0	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	1,4	-10,5	3,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,7	-2,5	-7,2	3,3	-1,5	-3,5	-1,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	40,2	0,3	3,9	10,6	12,7	14,8	18,8
Investitionen in iAV	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-6,1	-6,3	-8,5	-7,2	-8,0	-8,5	-9,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-12,3	-13,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-1,4	0,0	-1,1	0,3	-11,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	6,9	3,8	19,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-8,0	-9,8	-19,0	13,9	-19,3	-8,8	-9,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,0	6,2	13,8	-4,2	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-4,0	-3,0	-3,0	-4,0	-4,0	-5,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	1,0	2,2	10,8	-7,0	-4,0	-4,0	-5,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	33,2	-7,3	-4,3	17,5	-10,6	2,0	4,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	39,5	17,1	24,6	42,6	32,0	34,0	38,5

Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Kapitalfluss							
FCF	33,5	-4,1	-4,6	4,3	4,4	6,0	9,5
Free Cash Flow / Umsatz	23,7 %	-2,3 %	-2,0 %	1,9 %	1,7 %	2,1 %	3,2 %
Free Cash Flow Potential	45,6	21,6	15,4	33,4	16,2	20,1	22,0
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	84,1 %	-32,8 %	-162,4 %	26,0 %	119,0 %	88,8 %	115,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,8 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,7 %	3,5 %	2,6 %	3,3 %	3,2 %	2,9 %	2,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	4,7 %	4,0 %	4,0 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	3,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	181,6 %	93,2 %	84,8 %	50,7 %	78,8 %	76,2 %	77,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	22,0 %	20,4 %	17,6 %	16,2 %	13,7 %	13,4 %	13,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	385,4 %	275,5 %	186,1 %	181,6 %	174,5 %	174,1 %	174,1 %
Vorratumschlag	4,0 x	3,6 x	4,1 x	4,5 x	4,9 x	4,8 x	4,8 x
Receivables collection period (Tage)	49	38	35	26	25	25	25
Payables payment period (Tage)	24	25	34	27	27	27	27
Cash conversion cycle (Tage)	116	115	91	80	74	74	74

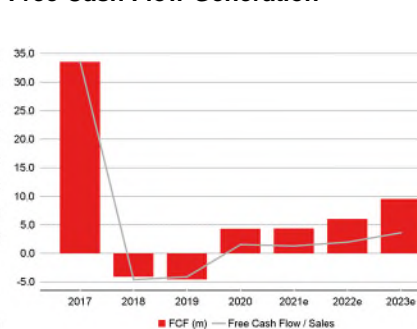
CAPEX and Cash Flow

in EUR m



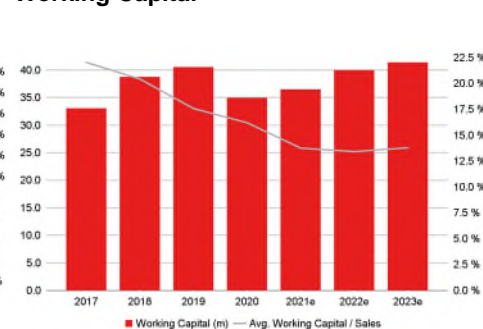
Source: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Source: Warburg Research

Working Capital



Source: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Blue Cap	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	150	70
Halten	53	25
Verkaufen	5	2
Empf. ausgesetzt	5	2
Gesamt	213	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	44	90
Halten	2	4
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	6
Gesamt	49	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [18.05.2021]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Dr. Christian Ehmann +49 40 309537-167
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com