

9. März 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



Platz 1  
Europe  
Industrials  
(2018)



Platz 2  
German  
Software & IT  
(2018)



Platz 1  
German  
Software & IT  
(2017)

Mehrfacher Gewinner  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# Blue Cap AG

## Aufwärtstrends bei Umsatz und Marge trotzen dem turbulentem Umfeld

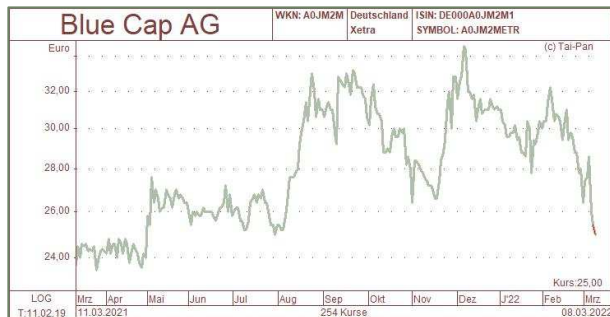
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 25,00 € | Kursziel: 48,40 € (unverändert)

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

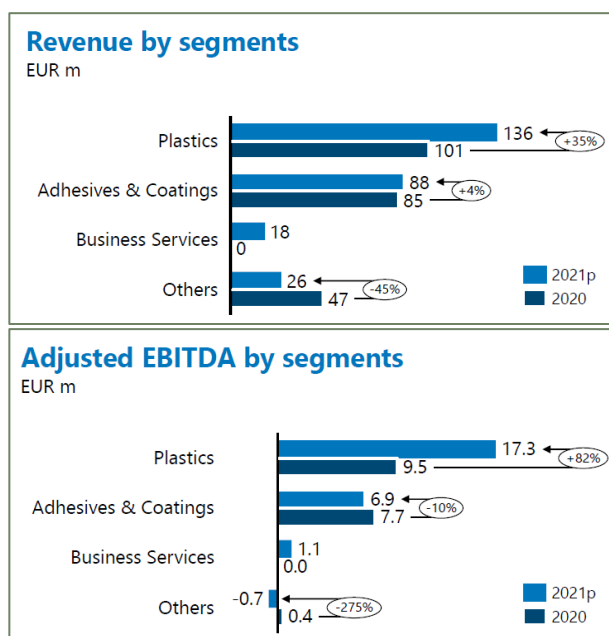
<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Industrie
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 1.200
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0JM2M1
<b>Ticker:</b>	B7E:GR
<b>Kurs:</b>	25,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	4,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	109,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	174,9 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	34,80 / 22,90 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	33,9 Tsd. Euro

Blue Cap setzt die dynamische Weiterentwicklung des Portfolios fort und konnte im laufenden Jahr bereits einen größeren Zukauf und einen Exit melden. Verkauft wurde die Beteiligung an Gämmerler nach der abgeschlossenen Restrukturierung, mit der das Unternehmen auf das Service- und Ersatzteilgeschäft fokussiert wurde. Der dabei erzielte Preis lag im sechsstelligen Bereich und rund 30 Prozent über dem anteiligen Beitrag zum Net Asset Value per 30. Juni 2021. Zusammen mit dem Verkauf der Betriebsimmobilie von Gämmerler, der im letzten November vereinbart wurde, liegt das Multiple auf das eingesetzte Kapital bei ca. 3,3. Von ungleich größerer Bedeutung für die Gruppe ist allerdings die jüngst vereinbarte Mehrheitsübernahme (74 Prozent) des Übersetzungsdienstleisters Transline zu einem Preis im unteren Drittel des zweistelligen Millionenbereichs. Das Unternehmen hat seine Prozesse schon stark digitalisiert und wächst dynamisch, im Durchschnitt der letzten drei Jahre mit 17 Prozent p.a. auf zuletzt 21 Mio. Euro. Das Blue-Cap-Management hat in Reaktion auf die Transaktion die Umsatzprognose für 2022 von 290 bis 310 Mio. Euro auf 305 bis 325 Mio. Euro angehoben, die bereinigte EBITDA-Marge soll nun bei 9 bis 10 Prozent (bislang 8,5 bis 9,5 Prozent) liegen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	225,7	233,0	267,4	312,2	337,0	359,5
EBIT (Mio. Euro)	4,6	21,4	4,4	22,4	15,5	17,7
Jahresüberschuss	2,8	16,6	1,3	14,0	8,3	10,0
EpS	0,71	4,15	0,29	3,18	1,90	2,28
Dividende je Aktie	0,75	1,00	0,75	0,75	1,00	1,10
Umsatzwachstum	28,2%	3,2%	14,8%	16,8%	7,9%	6,7%
Gewinnwachstum	-77,4%	487,2%	-92,3%	999,7%	-40,4%	20,2%
KUV	0,49	0,47	0,41	0,35	0,33	0,31
KGV	38,9	6,6	86,5	7,9	13,2	11,0
KCF	59,6	8,7	10,8	4,0	6,0	4,9
EV / EBIT	37,6	8,2	39,5	7,8	11,3	9,9
Dividendenrendite	3,0%	4,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,4%

## Wachstum mit Akquisitionen

Schon im letzten Jahr waren zwei Akquisitionen der wesentliche Wachstumstreiber: im März 2021 die Übernahme des Automobilzulieferers H+E (damaliger Name Hero) und im September die der HY-LINE Gruppe. Mit einem Umsatz von 27 Mio. Euro hat H+E im Konsolidierungszeitraum einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum des Segments Plastics geleistet, blieb damit aber in einem von Engpassproblemen geprägten Branchenumfeld um 20 Prozent unter Plan. Besser als erwartet lief es dagegen bei der im selben Segment angesiedelten con-pearl, die ihre Erlöse vor allem dank zweier Großaufträge aus der Logistikbranche um 15 Prozent gesteigert hat. Zusammen mit dem dritten Segmentunternehmen Uniplast, dessen Erlöse in etwa stabil geblieben sind, hat Blue Cap den Umsatz im Plastics-Bereich nach vorläufigen Berechnungen um 35 Prozent auf 136 Mio. Euro ausgebaut. Das um Sondereffekte bereinigte („adjusted“) EBITDA erhöhte sich dank der positiven Entwicklung von con-pearl und der Margenstärke von H+E deutlich überproportional, um 82 Prozent auf 17,3 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

## HY-LINE leistet signifikanten Beitrag

Die zweite Akquisition HY-LINE trug seit der Erstkonsolidierung 18 Mio. Euro zum Konzernumsatz

und 1,1 Mio. Euro zum EBITDA bei, die dem neu gebildeten Segment „Business Services“ zugerechnet wurden. Das Unternehmen hat sich als Value-Added-Distributor darauf spezialisiert, für seine Kunden, etwa aus der Elektronikindustrie oder der Medizintechnikbranche, benötigte Erzeugnisse am internationalen Markt zu beschaffen und so anzupassen, dass sie die gewünschten Spezifikationen erfüllen. Das Jahr 2021 war von einem sehr hohen Auftragseingang, zugleich aber von Materialengpässen in der Beschaffung geprägt. Dank einer Besserung der Lage im Schlussquartal war das Volumen der Auslieferungen zum Jahresende sehr hoch.

## Neue Segmentierung

Die bisherigen Bereiche Beschichtungstechnik und Klebstofftechnik, die bislang von jeweils nur einer Gesellschaft vertreten worden waren, hat Blue Cap nun im Segment Adhesives & Coatings zusammengefasst. Insgesamt wurde in diesem Bereich im letzten Jahr ein leichtes Wachstum um 4 Prozent auf 88 Mio. Euro erzielt, während das bereinigte Segment-EBITDA um 10 Prozent auf 6,9 Mio. Euro zurückgegangen ist. Während die Geschäftsentwicklung des Folien- und Beschichtungsspezialisten Neschen erneut enttäuschend verlaufen ist, konnte der Klebstoffhersteller Planatol dank einer vorausschauenden Lagerhaltung die gestiegene Nachfrage bedienen. Die übrigen Beteiligungen hat Blue Cap nun im Segment „Others“ zusammengefasst. Aktuell zählt dazu nur noch die kleine Beteiligung nokra, die im letzten Jahr zwar einen hohen Auftragseingang verzeichnet, aufgrund von Projektverzögerungen aber dennoch nur einen Umsatz in Höhe von ca. 2,2 Mio. Euro und ein negatives EBITDA erzielt hat. Das für das Segment dennoch ein Umsatz in Höhe von 26 Mio. Euro und ein bereinigtes Konzern-EBITDA von -0,7 Mio. Euro berichtet wird, liegt an der anteiligen Erfassung der im Jahresverlauf 2021 veräußerten Gold- und Silberscheidanstalt Carl Schaefer sowie der bereits 2022 verkauften Beteiligung Gämmerler. Mit den Veräußerungen und der neuen Segmentierung sind die Sparten Metalltechnik (bislang: Carl Schaefer) und Produktionstechnik (bislang: nokra und Gämmerler) entfallen.

EUR m	2021p	2020	Δ in %
<b>Group profit and cash flow</b>			
Revenue	267.4	233	14.8
Adjusted EBITDA <sup>(1)</sup>	24.6	17.6	39.6
Adjusted EBIT <sup>(1)</sup>	13.3	8.9	49.1
<b>Balance sheet</b>			
Total assets	267.2	198.5	34.6
Equity	97.8	80.3	21.8
Equity ratio in %	36.6	40.5	9.5
Net debt <sup>(2)</sup>	67.3	39.8	69.0
Net debt ratio in years <sup>(2)</sup>	2.7	2.3	21.2

(1) Adjustments: Adjusted to reflect extraordinary, prior-period and other effects resulting from reorganisation measures and one-off effects, as well as effects arising from the purchase price allocations  
 (2) Calculation includes leasing liabilities

Quelle: Unternehmen

## Deutliche Ergebnisverbesserung

Auf Konzernebene resultierte aus der Entwicklung des Portfolios ein Umsatzwachstum um 14,8 Prozent auf 267,4 Mio. Euro. Damit ist Blue Cap in der letzten kommunizierten Spanne von 265 bis 270 Mio. Euro geblieben. Ursprünglich hatte das Management nach der H+E-Übernahme einen Wert von 260 Mio. Euro anvisiert und diesen im Jahresverlauf an die wirtschaftliche Entwicklung im Portfolio, die Übernahme von HY-LINE und den Verkauf von Carl Schaefer angepasst. Die organische Wachstumsrate hat sich 2021 auf 1 Prozent belaufen und damit die ursprünglichen Erwartungen erfüllt. Für die bereinigte EBITDA-Marge war zunächst ein Wert von 8 Prozent anvisiert worden, nach einem starken Schlussquartal belief sich die Prognose seit Januar dann auf 8,5 bis 9,0 Prozent. Am Ende hat Blue Cap eine Marge von 9,1 Prozent und somit ein bereinigtes EBITDA von 24,6 Mio. Euro erwirtschaftet, das damit um 39,6 Prozent über dem Vorjahreswert gelegen hat. Das Volumen der eliminierten Einmaleffekte (vor allem aus der Erstkonsolidierung von Übernahmen) beziffert das Unternehmen auf rund 5 Mio. Euro. Das bereinigte EBIT hat sich sogar um 49,1 Prozent auf 13,3 Mio. Euro erhöht.

## Nettoverschuldung nimmt zu

Das Wachstum war mit einem deutlichen Working-Capital-Aufbau verbunden, der zu einem substanziel-

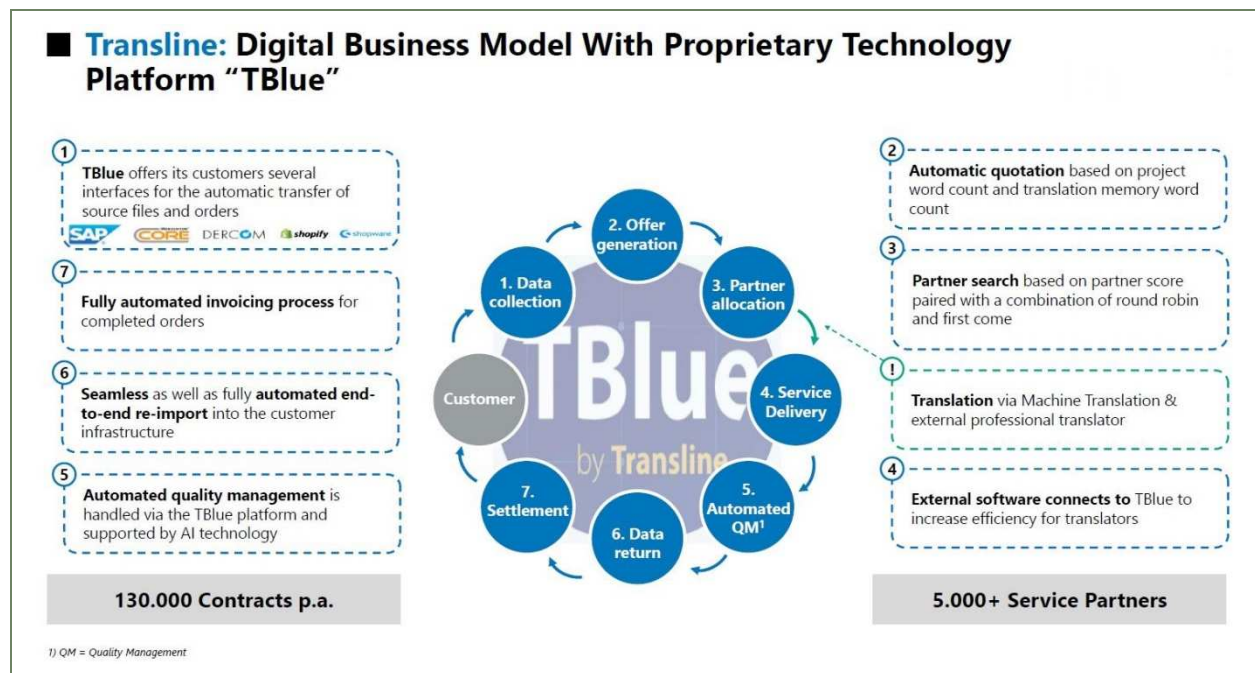
len Teil fremdfinanziert wurde. Zusammen mit der Kreditaufnahme für die Übernahmen hat das zu einem Anstieg des Fremdkapitals um 43,3 Prozent auf 169,4 Mio. Euro geführt. Das Eigenkapital ist zwar dank des Jahresgewinns und einer durchgeführten Kapitalerhöhung auch gewachsen, aber mit 21,8 Prozent auf 97,8 Mio. Euro in Relation zur Bilanzsumme nur unterproportional. Damit hat sich die Eigenkapitalquote von 40,5 Prozent Ende 2020 auf ein immer noch komfortables Niveau von 36,6 Prozent reduziert. Naturgemäß spiegeln sich die Effekte auch in der Nettoverschuldung wider, die von 39,8 auf 67,3 Mio. Euro zugelegt hat. Die Relation zum bereinigten EBITDA hat sich somit binnen Jahresfrist von dem 2,3-Fachen auf das 2,7-Fache erhöht, liegt aber immer noch unter dem Zielmultiple von 3,5.

## Weitere Konsolidierungseffekte in 2022

Für das laufende Jahr zeichnen sich bereits weitere Konsolidierungseffekte ab. Während die nun erstmalig ganzjährige Erfassung von H+E und HY-LINE für einen positiven Umsatzeffekt sorgen wird, entfallen auf der anderen Seite durch den Verkauf von Gämmerler Erlöse im niedrigen einstelligen Millionenbereich, außerdem gibt es keinen Beitrag mehr von Carl Schaefer. Darüber hinaus wurde in diesem Jahr bereits eine weitere Akquisition vermeldet, die ab März konsolidiert wird. Es handelt sich dabei um die Gesellschaft Transline, die im letzten Jahr nach vorläufigen Berechnungen rund 21 Mio. Euro umgesetzt und gemäß den Aussagen des Blue-Cap-Managements im Rahmen der Telefonkonferenz anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen 2021 eine bereinigte EBITDA-Marge von ca. 15 Prozent erwirtschaftet hat.

## Neue Beteiligung Transline

In den letzten drei Jahren hat Transline den Umsatz um durchschnittlich 17 Prozent p.a. gesteigert. Dies war zwar teilweise auf Zukäufe zurückzuführen, doch auch organisch lag die Wachstumsrate nach Angaben von Blue Cap im hohen einstelligen Prozentbereich. Das Unternehmen hat eine eigene Software entwickelt, die den Kunden einen weitgehend automatisierten Prozess bei der Erstellung von Übersetzungen bietet. Auch die Übersetzung selbst erfolgt zu einem gro-



Quelle: Unternehmen

ßen Teil softwaregestützt, wobei in Abhängigkeit von der spezifischen Aufgabe unterschiedliche Lösungen eingesetzt werden. Im Anschluss wird die Übersetzung von einem qualifizierten Übersetzer aus einem weltweiten Netzwerk von mehr als 5.000 Partnern finalisiert. Die Qualitätsprüfung, die Übermittlung der Ergebnisse und die Abrechnung erfolgen dann wieder automatisch (siehe Abbildung oben). Insgesamt bearbeitet Transline mit mehr als 100 eigenen Mitarbeitern rund 130 Tsd. Übersetzungsaufträge pro Jahr.

### Erwerb der Mehrheit

Blue Cap hat 74 Prozent der Transline Gruppe GmbH mitsamt ihren fünf operativen Töchtern von der österreichischen Lead Equities Group erworben. Das gezahlte EBITDA-Multiple liegt nach Angaben des Managements etwas oberhalb von 10. Mit einem Anteil von 26 Prozent bleibt der Transline-Gründer Dr. Sturz signifikant beteiligt, das aktuelle operative Managementteam soll im Nachgang zu der Transaktion einen Anteil von rund 5 Prozent am Unternehmen von Blue Cap erwerben.

### Aussichtsreiche Perspektiven

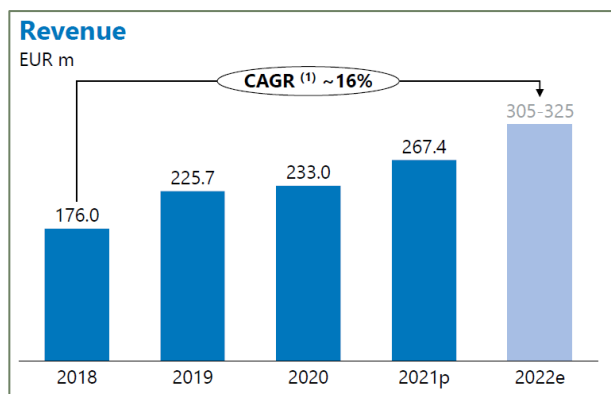
Das Management von Blue Cap sieht große Expansionschancen für Transline, was zum einen auf das ste-

tige Marktwachstum im Bereich der Übersetzungen zurückzuführen ist, das die immer weiter fortschreitende Internationalisierung der Wirtschaft widerspiegelt. Zum anderen ist die Marktseite noch stark fragmentiert und bietet ein erhebliches Potenzial für weitere Übernahmen und die Realisierung von Skaleneffekten. Kleine Anbieter sind mit den nötigen Schritten zur weitgehenden Digitalisierung der Prozesse mit Großkunden oftmals überfordert, daher sind die Preise für Akquisitionen hier attraktiv. Aber auch organisch gibt es bei Transline noch Potenzial für Margensteigerungen. Insbesondere das Projektmanagement des eigenen Personals, welches bislang teilweise noch manuell erfolgt ist, wird aktuell mit Nachdruck automatisiert, um die Produktivität der Projektmanager weiter deutlich zu erhöhen.

### Wachstum...

Auch im bisherigen Portfolio soll sich das Wachstum weiter fortsetzen. Bei HY-LINE dürften sich im laufenden Jahr der gewachsene Auftragsbestand und die erwartungsgemäß abnehmenden Probleme mit Lieferengpässen positiv bemerkbar machen, während con-pearl auf eine weiter steigende Nachfrage, vor allem aus dem Logistiksektor, stößt. Bei Uniplast sollen die eigenen Optimierungsmaßnahmen bei der Preis-

setzung und der Anlagenauslastung für zusätzliche Impulse sorgen, wohingegen das Expansionstempo bei Planatol nach dem starken Jahr 2021 nun abnehmen dürfte. Gleichwohl liegt das Unternehmen nach Aussage des Managements zum Jahresstart noch „im Plan“. Etwas verhaltener sind die Perspektiven weiterhin für H+E und Neschen. Insgesamt hat das Management die diesjährige Umsatzprognose nach der Transline-Übernahme von zuvor 290 bis 310 Mio. Euro auf 305 bis 325 Mio. Euro angehoben und damit etwas weniger aufgeschlagen, als es dem rechnerischen Zehnmonatsumsatz (Konsolidierung ab März) der neuen Tochter in 2021 (17,5 Mio. Euro) entsprechen hätte.

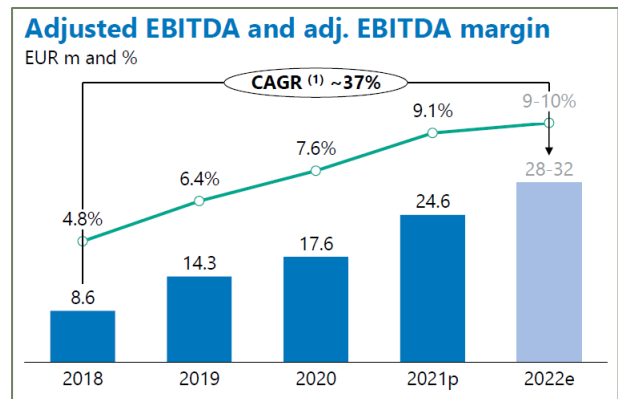


Quelle: Unternehmen

### ...und Margensteigerung

Die bereinigte EBITDA-Marge des Konzerns soll in Relation zu 2021 (9,1 Prozent) nun zumindest konstant bleiben oder steigen, die neue Prognose lautet 9 bis 10 Prozent (vorher: 8,5 bis 9,5 Prozent). Dabei profitiert Blue Cap von mehreren Effekten. Einerseits war die nun verkaufte Beteiligung Gämmerler im letzten Jahr noch für einen EBITDA-Verlust von ca. 1 Mio. Euro verantwortlich, der nun entfällt, andererseits ergeben sich aus dem erstmalig zwölfmonatigen Beitrag von HY-LINE (ca. +2 Mio. Euro) und der Erstkonsolidierung von Transline (ca. +3 Mio. Euro) positive Ergebnisbeiträge in signifikanter Höhe. Die Auswirkungen des Ukrainekriegs sind dabei ein gewisser Unsicherheitsfaktor für die Prognose. Zwar ist der Konzern absatzseitig kaum betroffen, da deutlich weniger als 1 Prozent der Erlöse mit Russland und der Ukraine generiert werden. Auch die Lieferkettenprobleme (u.a. Kabelbäume aus der Ukraine) halten sich

in Grenzen, wenn auch einige Kunden von spürbaren Effekten berichten. Die Hauptaufgabe für die Gruppe wird es aber sein, die steigenden Rohstoffkosten an die Kunden weiterzureichen, was aber auch schon 2021 gut gelungen ist.



Quelle: Unternehmen

### Mittelfristziele bekräftigt

Mit der Vorstellung der vorläufigen Zahlen und der Jahresprognose hat das Unternehmen auch die Mittelfristziele bekräftigt, die einen Ausbau des Portfolios auf zwölf Beteiligungen und ein deutlich zweistelliges Erlöswachstum in den nächsten Jahren vorsehen. Im Zuge dessen will Blue Cap eine Marktkapitalisierung von mindestens 200 Mio. Euro erreichen. Im laufenden Jahr wird dieser Prozess voraussichtlich begleitet von Umplatzierungen des Großaktionärs PartnerFonds. Dieser befindet sich in der Liquidation und will Anteile abgeben, allerdings ohne Zeitdruck und nur zu einem angemessenen Preis. Die Veräußerungen sollen in mehreren Tranchen stattfinden und an institutionelle und/oder strategische Investoren erfolgen. Das Management von Blue Cap unterstützt diesen Prozess.

#### Medium Term Goals

- Maintain **double-digit growth** in the next years
- Increase our portfolio from **9 to approx. 12** companies
- Increase net asset value and market capitalization to more than **EUR 200 mn**
- **Support sale of block held by PartnerFonds**

Quelle: Unternehmen

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	312,2	337,0	359,5	381,5	405,2	430,5	457,6	486,6
Umsatzwachstum		7,9%	6,7%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%
<b>EBITDA</b>	7,2%	4,6%	4,9%	5,8%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%
EBIT	22,4	15,5	17,7	22,2	26,3	28,0	30,3	32,5
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,7	4,6	5,3	6,7	7,9	8,4	9,1	9,7
<b>NOPAT</b>	15,7	10,8	12,4	15,5	18,4	19,6	21,2	22,7
+ Abschreibungen & Amortisation	19,1	20,2	20,2	18,7	17,0	17,4	17,4	17,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	34,7	31,0	32,6	34,2	35,4	37,0	38,6	40,4
- Zunahme Net Working Capital	-7,5	-13,2	-10,5	-7,2	-5,4	-5,8	-6,2	-6,7
- Investitionen AV	-37,6	-13,6	-14,4	-15,3	-16,2	-17,1	-18,2	-19,3
<b>Free Cashflow</b>	-10,4	4,2	7,6	11,8	13,8	14,1	14,2	14,4

SMC Schätzmodell

## Transline neu integriert

Die Zahlen für 2021 sind beim bereinigten EBITDA sogar noch etwas besser ausgefallen, als es vom Unternehmen im Januar – nach einem starken Schlussquartal bei drei Beteiligungen (con-pearl, Uniplast und HY-LINE) – in Aussicht gestellt worden war, beim Umsatz wurde die (angehobene) Zielspanne mittig getroffen. Wir hatten im Januar in Reaktion auf die Prognoseanhebung unsere Schätzung für 2022 auf 300,1 beim Umsatz und 37,8 Mio. Euro beim EBITDA angehoben, wobei letzterer Wert einen Buchgewinn in Höhe von 10 Mio. Euro aus dem Verkauf einer Immobilie enthält. Die von uns geschätzte bereinigte EBITDA-Marge betrug damit 9,5 Prozent. Diesen Wert, der in der Mitte der neuen Prognosepanne liegt, halten wir weiter für angemessen und sehen damit die Risiken des Ukrainekriegs – nach aktuellem Stand – angemessen berücksichtigt. Erlösseitig haben wir nun Transline in unser Modell eingepflegt und Gämmerler entkonsolidiert. Zudem haben wir moderate Anpassungen an den Schätzgrößen der anderen Beteiligungen in Reaktion auf die jüngsten Verlautbarungen zur Geschäftsentwicklung vorgenommen. Im Rahmen dessen haben wir insbesondere unsere Schätzungen zu H+E und Neschen abgesenkt

und zu HY-LINE und con-pearl angehoben. In Summe erwarten wir nun für 2022 einen Konzernumsatz in Höhe von 312,2 Mio. Euro.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	77,2	63,9	-13,3
Adhesives & Coatings	51,6	44,8	-6,8
Business Services	41,1	80,5	+39,4
Others	1,5	1,5	0,0
<b>Summe Segmente</b>	<b>165,3</b>	<b>190,7</b>	<b>+25,3</b>
Minderheitsanteile	38,2	40,4	+2,2
Nettofinanz. Blue Cap	-4,7	-26,7	-22,0
Netto Immobilien	7,9	7,9	0,0
<b>PW Gruppe</b>	<b>212,8</b>	<b>212,2</b>	<b>-0,6</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>48,40</b>	<b>48,28</b>	<b>-0,12</b>

In Mio. Euro bzw. Euro; Schätzungen SMC-Research

## Aktualisierung des Potenzialwerts

Die Aktualisierungen haben sich auch auf den Potenzialwert des Portfolios ausgewirkt. Die vorsichtigere Einschätzung von H+E hat die Aufwertung von con-pearl überkompensiert, so dass wir den NAV des Plastics-Bereichs in zwölf Monaten nun bei 63,9 Mio.

Euro (bislang: 77,2 Mio. Euro) erwarten. Auch die Taxe für den neuen Bereich Adhesives & Coatings (Summe der bisherigen Bereiche Beschichtungstechnik und Klebstofftechnik) hat sich um 6,8 auf 44,8 Mio. Euro reduziert, was die Abwertung von Neschen widerspiegelt. Demgegenüber gab es im Bereich Business Services einen kräftigen Aufschlag – um 39,4 auf 80,5 Mio. Euro – was auf die positive Entwicklung von HY-LINE und die erstmalige Erfassung von Transline zurückzuführen ist. Die Einschätzung zu Nokra, der einzige Wert im Bereich „Others“, ist mit 1,5 Mio. Euro unverändert geblieben. Insgesamt hat sich der Portfoliowert der vollkonsolidierten Beteiligungen von 165,3 auf 190,7 Mio. Euro erhöht.

### Kursziel unverändert

Im Gegenzug ist aber die Nettofinanzposition der Blue Cap AG deutlich, von -4,7 auf -26,7 Mio. Euro, zurückgegangen. Hier haben wir hypothetisch den vollen Kaufpreis für Transline (für einen Anteil von letztlich 69 Prozent) angesetzt. Der Roll-over auf das neue Basisjahr 2022 hat zudem eine kleine Aufwertung der INHECO-Beteiligung (+2,2 auf 40,4 Mio.

Euro) bewirkt. Insgesamt hat sich der Potenzialwert von Blue Cap minimal, von 212,8 auf 212,2 Mio. Euro bzw. von 48,40 auf 48,28 Euro je Aktie reduziert. Unser Kursziel belassen wir vor diesem Hintergrund unverändert bei 48,40 Euro. Eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang.

### Rahmendaten unverändert

Unserem Modell liegt weiterhin ein Diskontierungszins von 6,4 Prozent zugrunde. Dieser beruht auf Eigenkapitalkosten von 8,5 Prozent (mit: sicherer Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,3), einem FK-Zins von 5,0 Prozent, einer Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 35,0 Prozent. Für den Terminal Value haben wir weiterhin ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent unterstellt. Und auch die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen ist unverändert, wir stufen dieses aufgrund der stabilisierend wirkenden Diversifikation der Aktivitäten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich (drei von sechs möglichen Punkten) ein.



## Fazit

---

Blue Cap hat im letzten Geschäftsjahr deutliche Fortschritte in der Entwicklung des Portfolios gemacht und dank zweier großer Akquisitionen den Konzernumsatz um 14,8 Prozent auf 267,4 Mio. Euro gesteigert. Das bereinigte EBITDA hat dank der Ertragsstärke der neuen Beteiligungen überproportional um 39,6 Prozent auf 24,6 Mio. Euro zugelegt. Damit hat sich die Marge von 7,6 auf 9,1 Prozent erhöht.

Im laufenden Jahr setzt sich die positive Entwicklung nahtlos fort. Neben einem kleinen Exit ist mit der Übernahme von Transline bereits wieder ein großer Zukauf gelungen. Damit baut Blue Cap den Portfolioanteil von Gesellschaften mit margenstarken Dienstleistungen und geringen CAPEX weiter aus.

Das Management hat daraufhin die Umsatzprognose für das laufende Jahr von zuvor 290 bis 310 Mio. Euro auf 305 bis 325 Mio. Euro angehoben, die bereinigte

EBITDA-Marge wird nun bei 9 bis 10 Prozent (vorher: 8,5 bis 9,5 Prozent) erwartet.

Der Ukrainekrieg erhöht allerdings die Prognoseunsicherheit, wobei der Umsatz von Blue-Cap-Gesellschaften mit Russland und der Ukraine weniger als 1 Prozent der Erlöse ausmachen. Die wichtigste Aufgabe wird sein, steigende Rohstoffkosten an die Kunden weiterzugeben, was 2021 aber bereits gut gelungen ist.

Wir sehen Blue Cap unverändert auf einem dynamischen Wachstumspfad mit steigenden Margen. Der Potenzialwert ist nach der Aktualisierung unserer Schätzungen nahezu unverändert geblieben, weshalb wir das Urteil „Buy“ mit einem Kursziel von 48,40 Euro bekräftigen. Mit der gesamtmktbedingten Korrektur der Aktie hat sich das Kurspotenzial somit weiter auf mehr als 90 Prozent erhöht.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Team mit hoher Expertise im Beteiligungsmanagement.
- Die historisch gewachsene gute Reputation stellt einen wichtigen Pluspunkt in der Akquise dar.
- Diversifiziertes Portfolio mit inzwischen acht größeren (und einer kleineren) Beteiligung. Die Diversifikation hat sich in den schwierigen Jahren 2020 und 2021 bewährt.
- Starker Track-record mit erfolgreichen Unternehmensentwicklungen und -verkäufen.
- Attraktive Dividendenrenditen.

## Chancen

- Das Portfolio wird dynamisch weiterentwickelt und soll ein zweistelliges Umsatzwachstum ermöglichen, was im Erfolgsfall ein großes Wertsteigerungspotenzial eröffnet.
- Mit der Realisierung weiterer Skaleneffekte sollte die erwirtschafteten Margen auf Konzernebene weiter zunehmen.
- Die Beteiligung INHECO hat sich in der Coronakrise sehr stark entwickelt und könnte perspektivisch ein IPO-Kandidat sein. Weitere Exits sind möglich.
- Blue Cap hat bereits vielfach bewiesen, dass mit einer erfolgreichen Entwicklung von Beteiligungen und einem Exit eine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals möglich ist.
- Blue Cap investiert inzwischen in deutlich größere Unternehmen, was einen höheren Gewinnhebel bietet.
- Die schwierigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen dürften für zahlreiche Akquisechancen sorgen.

## Schwächen

- Die beiden Gesellschaften Neschen und H+E haben sich in einem schwierigen Umfeld zuletzt noch unter Plan entwickelt.
- Der Nettorendite des Konzerns aus dem laufenden Geschäft (ohne Exits) ist noch gering.
- Verkaufsabsichten des Großaktionärs PartnerFonds könnten das Kurspotenzial deckeln.
- Geringe regionale Diversifikation: Nur deutsche Unternehmen, die zudem den größten Teil ihrer Erlöse in Deutschland erzielen.

## Risiken

- Die vielfältigen Lieferengpässe sind in der Gesamtwirtschaft nach wie spürbar und könnten sogar weiter zunehmen.
- Der Ukrainekrieg erhöht die Unsicherheit für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Blue Cap muss es insbesondere gelingen, die höheren Rohstoffkosten an die Kunden weiterzugeben.
- Verschärfen sich die konjunkturellen Abwärtstendenzen, könnte Blue Cap die Prognose für 2022 verfehlen.
- Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ist die Entwicklung von Beteiligungen, die noch keinen profitablen Wachstumspfad etabliert haben, erschwert; Fehlschläge könnten das Ergebnis belasten.
- Wenn die Beteiligungen ihre Pläne nicht erfüllen, könnte sich der von Blue Cap berechnete Net Asset Value als zu optimistisch erweisen.
- Der ohnehin intensive Wettbewerb um attraktive Targets könnte sich wegen der hohen Liquidität im Markt weiter verschärfen und die Einkaufskonditionen verschlechtern.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	130,7	137,8	120,4	114,7	111,3	110,5	110,2	111,0	112,6
1. Immat. VG	17,5	24,6	19,7	14,9	11,5	10,2	8,8	7,9	7,1
2. Sachanlagen	90,1	91,5	89,8	88,9	88,9	89,5	90,5	92,2	94,7
II. UV Summe	128,8	138,7	165,8	181,7	198,5	215,5	232,4	249,7	267,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	97,7	104,1	108,7	113,9	121,8	132,2	142,7	154,4	166,8
II. Rückstellungen	16,5	17,1	17,7	18,4	19,0	19,7	20,3	20,9	21,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	80,4	83,9	84,3	84,6	85,0	85,4	85,9	86,3	86,8
2. Kurzfristiges FK	72,6	79,1	83,1	87,2	91,7	96,4	101,4	106,8	112,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>267,2</b>	<b>284,2</b>	<b>293,9</b>	<b>304,1</b>	<b>317,4</b>	<b>333,7</b>	<b>350,3</b>	<b>368,4</b>	<b>387,6</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	267,4	312,2	337,0	359,5	381,5	405,2	430,5	457,6	486,6
Gesamtleistung	278,9	340,8	355,2	378,9	402,2	427,1	453,7	482,3	512,9
Rohertrag	136,1	181,2	184,7	197,0	208,3	221,2	234,6	248,9	264,3
EBITDA	19,5	39,5	33,7	35,9	38,9	41,3	43,5	45,8	48,2
EBIT	4,4	22,4	15,5	17,7	22,2	26,3	28,0	30,3	32,5
EBT	1,5	18,5	11,3	13,6	18,2	22,5	24,5	26,9	29,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	1,1	12,9	7,9	9,5	12,7	15,8	17,1	18,8	20,4
JÜ	1,3	14,0	8,3	10,0	13,4	16,6	18,0	19,8	21,4
EPS	0,29	3,18	1,90	2,28	3,04	3,77	4,10	4,50	4,87

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	10,1	27,5	18,2	22,5	27,5	30,6	32,1	33,3	34,8
CF aus Investition	-39,7	-36,1	-2,8	-14,4	-15,3	-16,2	-17,1	-18,2	-19,3
CF Finanzierung	28,3	0,5	-5,8	-7,3	-7,5	-7,9	-9,2	-9,8	-10,5
Liquidität Jahresanfa.	26,5	25,3	17,3	26,9	27,6	32,4	38,9	44,6	50,0
Liquidität Jahresende	25,3	17,3	26,9	27,6	32,4	38,9	44,6	50,0	54,9

### Kennzahlen

Prozent	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	14,8%	16,8%	7,9%	6,7%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%
Rohetragsmarge	50,9%	58,0%	54,8%	54,8%	54,6%	54,6%	54,5%	54,4%	54,3%
EBITDA-Marge	7,3%	12,6%	10,0%	10,0%	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	1,7%	7,2%	4,6%	4,9%	5,8%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%
EBT-Marge	0,6%	5,9%	3,4%	3,8%	4,8%	5,6%	5,7%	5,9%	6,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,5%	4,5%	2,5%	2,8%	3,5%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,4%	88,13	76,04	66,69	59,24	53,16
5,9%	72,72	63,71	56,53	50,67	45,80
6,4%	60,85	53,92	48,28	43,58	39,62
6,9%	51,42	45,98	41,46	37,64	34,37
7,4%	43,78	39,41	35,73	32,58	29,85

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 09.03.2022 um 10:10 Uhr fertiggestellt und am 09.03.2022 um 11:00 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
21.01.2022	Buy	48,40 Euro	1), 3), 4)
01.12.2021	Buy	47,00 Euro	1), 3)
18.11.2021	Buy	45,00 Euro	1), 3), 4)
04.11.2021	Buy	44,00 Euro	1), 3), 4)
02.09.2021	Buy	46,00 Euro	1), 3)
07.05.2021	Buy	46,00 Euro	1), 3), 4)
29.04.2021	Buy	46,00 Euro	1), 3), 4)
12.04.2021	Buy	45,00 Euro	1), 3)
02.03.2021	Buy	44,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: eine Studie, zwei Updates, zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.