

29. Juli 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

## Beeindruckende Stärke in einem schwierigen Umfeld

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 25,60 € | Kursziel: 44,30 € (zuvor: 46,10 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

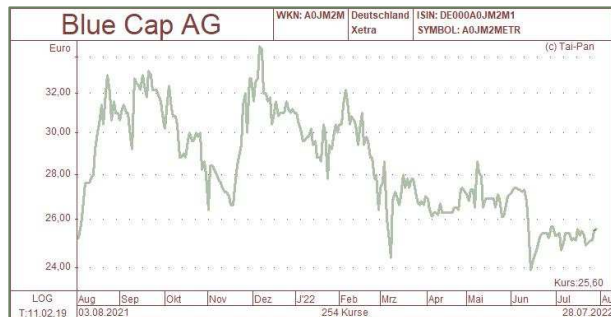
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

**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>	25,60 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	4,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	112,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	194,8 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	44,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	34,80 / 23,40 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	27,2 Tsd. Euro

In einem schwierigen Umfeld, das von einem konjunkturellen Abschwung, Lieferengpässen sowie hohen Material- und Energiekosten geprägt wird, haben sich die Beteiligungen von Blue Cap insgesamt sehr positiv entwickelt. Auf organischer Basis konnten die Gesellschaften den Umsatz im ersten Halbjahr um 22 Prozent und das EBITDA sogar um 29 Prozent steigern. Darin spiegelt sich die erfolgreiche Weiterentwicklung des Portfolios wider, die in den letzten anderthalb Jahren mit drei großen Zukäufen (H+E, HY-LINE und Transline), weiteren kleineren Add-on-Akquisitionen (zuletzt bereits die erste für Transline) und dem Verkauf von zwei Beteiligungen vorangetrieben wurde. Aus diesem Prozess resultierten per Saldo auch deutliche anorganische Wachstumseffekte, weswegen der Konzernumsatz im ersten Halbjahr mit 173,3 Mio. Euro um 43,5 Prozent über dem Vorjahrswert lag. Die um Einmaleffekte bereinigten Ergebniskennzahlen sind noch deutlich stärker gestiegen – das EBITDA um 69,6 Prozent auf 17,7 Mio. Euro und das EBIT um über 110 Prozent auf 11,2 Mio. Euro (alle Zahlen noch vorläufig). Das Management hat daraufhin die Jahresziele bekräftigt, die einen Umsatz von 305 bis 325 Mio. Euro und eine bereinigte EBITDA-Marge von 9 bis 10 Prozent vorsehen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	225,7	233,0	267,3	333,1	344,4	367,6
EBIT (Mio. Euro)	4,6	21,4	7,8	22,4	14,5	17,1
Jahresüberschuss	2,8	16,6	5,2	13,8	7,4	9,4
EpS	0,71	4,15	1,24	3,15	1,69	2,13
Dividende je Aktie	0,75	1,00	0,85	0,85	1,00	1,10
Umsatzwachstum	28,2%	3,2%	14,7%	24,6%	3,4%	6,7%
Gewinnwachstum	-77,4%	487,2%	-68,9%	168,6%	-46,3%	25,8%
KUV	0,50	0,48	0,42	0,34	0,33	0,31
KGV	39,9	6,8	21,8	8,1	15,1	12,0
KCF	61,1	8,9	9,0	4,3	7,1	5,5
EV / EBIT	41,9	9,1	24,9	8,7	13,4	11,4
Dividendenrendite	2,9%	3,9%	3,3%	3,3%	3,9%	4,3%

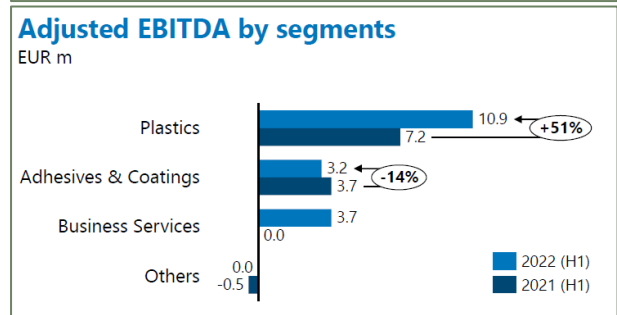
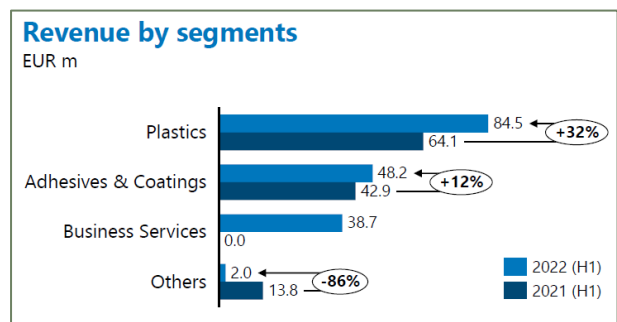
## Starker neuer Bereich

Den größten absoluten Beitrag zum Wachstum des ersten Halbjahrs leistete der Bereich Business Services, der im letzten August mit der Akquisition von HYLINE neu entstanden ist. Die Beteiligung hat sich im Anschluss hervorragend entwickelt. Lag ihr Jahresumsatz zum Zeitpunkt der Akquisition noch zwischen 40 und 50 Mio. Euro, hat sie nun allein im ersten Halbjahr 2022 32 Mio. Euro umgesetzt (alle Halbjahreszahlen noch vorläufig). Das Unternehmen profitiert von einer starken Nachfrage, die sich in einem hohen Auftragseingang und -bestand widerspiegelt, dessen Umsetzung in Erlöse inzwischen immer weniger von Problemen mit Lieferengpässen gehemmt wird. Einen substantiellen Beitrag zu den Segmenterlösen hat auch die in diesem Jahr erworbene Beteiligung Transline geleistet, die einen Halbjahresumsatz von 11 Mio. Euro erwirtschaftet hat, wovon etwas mehr als 6 Mio. Euro in die Konzernzahlen eingegangen sind. Mit den erzielten Erlösen lag das Unternehmen auf Vorjahresniveau, was auf eine gewisse konjunkturbedingte Zurückhaltung einiger Kunden bei Übersetzungsprojekten und (inzwischen abgestellte) Kinderkrankheiten bei einer neuen Software zurückzuführen war. Zuletzt hat das Unternehmen aber einen großen neuen Kunden gewonnen und wurde auch mit einer ersten Add-on-Akquisition gestärkt. Und zwar hat Blue Cap im Juni die vollständige Übernahme des kleineren Wettbewerbers Micado Innovation GmbH gemeldet, der in den letzten fünf Jahren durchschnittlich um 9 Prozent p.a. gewachsen ist und Erlöse im niedrigen einstelligen Millionenbereich erzielt. Die Akquisition wird das Wachstum des Bereichs Business Services im zweiten Halbjahr weiter stimulieren. Für die ersten sechs Monate wurden insgesamt Segmenterlöse in Höhe von 38,7 Mio. Euro und ein bereinigtes EBITDA von 3,7 Mio. Euro gemeldet, was einer Marge von ca. 9,5 Prozent (in Relation zum Umsatz) entspricht.

## Plastics weiter größtes Segment

Der mit Abstand größte Bereich des Konzerns bleibt aber das aus drei Gesellschaften bestehende Plastics-Segment, das im ersten Halbjahr um 32 Prozent auf 84,5 Mio. Euro gewachsen ist. Dies ging mit einer deutlich überproportionalen Steigerung des bereinig-

ten EBITDA – um 51 Prozent auf 10,9 Mio. Euro – einher, gleichbedeutend mit einer Verbesserung der Marge von 11,2 auf 12,9 Prozent (in Relation zum Umsatz). Zentraler Treiber war hier die Gesellschaft con-pearl, die auf der Grundlage einer komfortablen Auftragslage 38 Mio. Euro umgesetzt hat und damit die größte operative Einheit der ganzen Gruppe darstellt. Die beiden anderen Plastics-Gesellschaften Uniplast (Umsatz: 28 Mio. Euro) und H+E (19 Mio. Euro) haben sich auch solide entwickelt, wobei Uniplast als Hersteller von Plastikbechern mit deutlich steigenden Rohstoffpreisen konfrontiert ist und H+E als Automobilzulieferer mit immer noch relativ niedrigen und stark schwankenden Abrufzahlen zu-rechtkommen muss. Nach Angaben von Blue Cap war der Juni bei H+E allerdings sehr stark, was so-gleich zu einer hohen operativen Marge geführt hat.



Quelle: Unternehmen

## Adhes. & Coatings: Ergebnis niedriger

Nicht ganz so stark wie in den beiden anderen Segmenten war die Entwicklung im dritten Geschäftsbereich Adhesives & Coatings. Dessen zwei Beteiligungen konnten ihren kumulierten Umsatz zwar – rein organisch – um 12 Prozent auf 48,2 Mio. Euro steigern, aber das bereinigte Segment-EBITDA lag mit

3,2 Mio. Euro um 14 Prozent unter dem Vorjahreswert. Vor allem der Beschichtungsspezialist Neschen (Halbjahresumsatz: 28 Mio. Euro) ist trotz des inzwischen verbesserten Auftragseingangs erneut unter Plan geblieben, was das Unternehmen mit Engpässen in der Produktion begründet. Blue Cap arbeitet nun zusammen mit der erweiterten Geschäftsführung von Neschen intensiv an einer nachhaltigen Trendwende. Weiterhin solide entwickelt sich hingegen der Klebstoffspezialist Planatol, der im ersten Halbjahr Erlöse in Höhe von 20 Mio. Euro erzielt hat.

### Weitere Beteiligungen

Zum Konsolidierungskreis gehört darüber hinaus noch die kleine Beteiligung nokra, die im Bereich „Others“ erfasst ist. Mit einem Halbjahresumsatz von 2 Mio. Euro hat sich das Geschäft des Unternehmens, dessen Fokus auf hochwertigen Mess- und Prüfsystemen liegt, in den ersten sechs Monaten deutlich erholt, was auch ein ausgeglichenes EBITDA ermöglicht hat. Von deutlich größerer Bedeutung für Blue Cap ist aber die Beteiligung an INHECO, die sich allerdings nur auf 42 Prozent beläuft, weswegen die Gesellschaft nicht konsolidiert wird. Aufgrund einer sehr starken Entwicklung des Laborausrusters in den letzten zwei Jahren ist sein Beitrag zum NAV der Gruppe aber substantiell und belief sich Ende 2021 auf fast 20 Prozent (gemessen am NAV aller Bereiche). Sehr erfreulich ist, dass das Unternehmen aktuell trotz der abflauenden Corona-Problematik, die das Geschäft stark stimuliert hatte, weiterhin eine stabile Geschäftsentwicklung verzeichnet. Der Auftragseingang und Umsatz bewegen sich weiter auf einem hohen Niveau (Halbjahresumsatz von 20 Mio. Euro), was eine gute Basis für weitere Wachstumsinvestitionen bietet. Unter anderem hat das Unternehmen bereits die Produktpalette erweitert und wird im zweiten Halbjahr einen weiteren Standort in Taiwan eröffnen.

### Hohe Zuwächse

In Summe hat Blue Cap im ersten Halbjahr den Konzernumsatz um 43,5 Prozent auf 173,3 Mio. Euro gesteigert. Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA wurde sogar um 69,6 Prozent auf 17,7 Mio. Euro verbessert, wozu auch die aus Konzernsicht überdurchschnittliche Profitabilität der neu erworbenen Gesell-

schaften beigetragen hat. Die operative Marge hat sich damit von 8,4 Prozent im Vorjahr auf 9,9 Prozent erhöht. Noch stärker ist der Zuwachs des bereinigten EBIT ausgefallen, das sich auf 11,2 Mio. Euro mehr als verdoppelte, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 4,2 auf 6,3 Prozent. Damit hat Blue Cap die besten operativen Halbjahresresultate der Firmengeschichte erzielt. Die Entwicklung des Nettoergebnisses wurde noch nicht berichtet. Da aber im ersten Halbjahr ein lukrativer Immobilienverkauf vollzogen wurde, der gemäß der Unternehmensmeldung mit einem Buchgewinn von ca. 10 Mio. Euro verbunden sein dürfte, dürfte auch dieses sehr kräftig zugelegt haben.

Konzernzahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Umsatz	120,8	173,3	+43,5%
Adj. EBITDA	10,5	17,7	+69,6%
Adj.-EBITDA-Marge	8,4%	9,9%	+1,5Pp.
Adj. EBIT	5,3	11,2	111,3%
Adj.-EBIT-Marge	4,2%	6,3%	+1,9Pp.

*In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen*

### Massiver Working-Capital-Aufbau

Auch Zahlen zum Cashflow wurden noch nicht veröffentlicht. Dieser dürfte einerseits von der starken operativen Ergebnisverbesserung und dem Immobilienverkauf profitiert haben, dem andererseits aber ein starker Ausbau des Net Working Capital gegenüberstand. Dieses hat sich im ersten Halbjahr um 53 Prozent auf 76,7 Mio. Euro ausgeweitet, wodurch sich die Relation des Net Working Capital zur Gesamtleistung von 19 auf 22 Prozent erhöht hat. Auch wenn die Rahmenbedingungen teilweise eine erhöhte Lagerhaltung erfordern, wird ein Schwerpunkt der Managementaktivitäten im zweiten Halbjahr auf einer Optimierung und – wo möglich – Reduktion des Working Capital liegen.

### EK-Quote stabil

Bilanziell haben die positive operative Entwicklung und der Gewinn aus dem Verkauf der Immobilie in den ersten sechs Monaten zu einem Anstieg des Eigenkapitals um 17,5 Prozent auf 115,4 Mio. Euro ge-

führt. Da zugleich auch die Bilanzsumme um 16,1 Prozent auf 311,2 Mio. Euro zugelegt hat, hat sich die Eigenkapitalquote nur leicht, von 36,7 auf 37,1 Prozent erhöht. Die Nettoverschuldung ist im Vergleich etwas deutlicher, um 25,9 Prozent auf 80,7 Mio. Euro gestiegen, was auch die Akquisition von Transline widerspiegelt. Dank der deutlichen Ergebnisverbesserung ist die Relation der Nettoverschuldung zum EBITDA aber sogar etwas zurückgegangen, nämlich auf 2,5 (Vorjahr: 2,6) und bewegt sich deutlich unter der selbst gesetzten Grenze von 3,5.

### Prognose bestätigt

Das Management hat nach diesen Zahlen den Ausblick für das Gesamtjahr bestätigt, der Erlöse von 305 bis 325 Mio. Euro und eine bereinigte EBITDA-Marge von 9 bis 10 Prozent vorsieht. Nach einem Halbjahresumsatz von 173,3 Mio. Euro scheint vor allem die Umsatzprognose relativ konservativ. Das Management verweist allerdings darauf, dass das zweite Halbjahr im Portfoliodurchschnitt saisonal üblicherweise immer etwas schwächer ist. Zudem ist die konjunkturelle Unsicherheit groß, nicht zuletzt wegen der drohenden Gasknappheit. In der Produktion sind die Portfoliogesellschaften zwar nicht direkt auf Erdgas angewiesen, es könnte aber bei einer Verschärfung der Knappheit zu indirekten Effekten durch Probleme bei Zulieferern oder Kunden kommen. Daher bleibt der Vorstand zunächst vorsichtig, hält aber eine Anpassung der Prognose nach den Q3-Zahlen für möglich.

### Keine großen Akquisitionen

Große Plattform-Akquisitionen wird es in naher Zukunft vermutlich nicht geben, stattdessen liegt der Fokus auf synergetischen Add-on-Akquisitionen. Weitere Übernahmen werden insbesondere für den Ausbau der Marktposition von Transline erwogen, außerdem prüft der Automobilzulieferer H+E die Akquisition von Konkurrenten für den Ausbau der Marktposition. Ein Ausbau des Leistungsportfolios über Zukäufe stellt auch für HY-LINE eine Option dar, die ab Oktober von einem neuen CEO realisiert werden soll. Neben den Add-ons konzentriert sich das Management aktuell vor allem auf weitere operative Verbesserungen. So wird u.a. bei H+E eine weitere Opti-

mierung des Standortportfolios geprüft, bei Neschen müssen die Engpässe in der Produktion beseitigt werden und bei Planatol sollen die Kapazitäten ausgebaut werden. Bei Planatol, aber auch bei Uniplast und con-pearl, ist zudem die Weitergabe von steigenden Material- und Energiepreisen ein zentrales Thema im zweiten Halbjahr.

### Anhebung der Schätzungen für 2022...

Die starke Entwicklung des Portfolios im ersten Halbjahr ist für uns eine positive Überraschung. Wir hatten bislang für 2022 mit einem Umsatz von 309,7 Mio. Euro und einem EBITDA von 39,2 Mio. Euro (inklusive eines Gewinns von 10 Mio. Euro aus dem Immobilienverkauf) gerechnet, was inzwischen zu vorsichtig erscheint. Nach dem hohen Wachstum im ersten Halbjahr haben wir daher unsere Jahresschätzungen für zahlreiche Beteiligungen angehoben, insbesondere con-pearl und HY-LINE liegen jetzt deutlich über unserer bisherigen Taxe. Insgesamt rechnen wir nun mit einem Konzernumsatz von 333 Mio. Euro, womit die Gesellschaft das obere Ende der Zielspanne übertreffen würde. Die EBITDA-Marge erwarten wir bei 12,3 Prozent (inkl. Immobilienverkauf, bislang: 12,6 Prozent) bzw. – bereinigt – bei 9,3 Prozent und berücksichtigen damit einen gewissen Margendruck im zweiten Halbjahr, resultierend u.a. aus den höheren Energiekosten. In absoluten Zahlen erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 41,0 Mio. Euro (bislang: 39,2 Mio. Euro).

### ...und die Folgezeit

Mit den Zahlen zeigt das Portfolio eine gute Robustheit gegen die Konjunkturabschwächung und profitiert somit von der verbesserten Diversifikation. Dennoch könnten die Aktivitäten im Fall eines fortgesetzten Abschwungs stärker leiden als bislang, was wir im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise in unseren Schätzungen für 2023 berücksichtigen. Wir haben unsere Umsatztaxe für das nächste Jahr daher lediglich von zuvor 333,8 auf 344,4 Mio. Euro angehoben, das Delta ist damit deutlich geringer als in diesem Jahr. Aufgrund des allgemeinen Margendrucks belassen wir zudem unsere EBITDA-Schätzung für 2023 vorerst unverändert bei 33,4 Mio. Euro. Nach der Überwindung der gesamtwirtschaftlichen Talsohle sollte die

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	333,1	344,4	367,6	390,4	414,8	441,0	469,0	499,1
Umsatzwachstum		3,4%	6,7%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%
<b>EBITDA</b>	<b>41,0</b>	<b>33,4</b>	<b>35,8</b>	<b>39,2</b>	<b>41,7</b>	<b>44,3</b>	<b>46,7</b>	<b>49,7</b>
EBIT	22,4	14,5	17,1	22,9	26,9	29,0	31,3	33,8
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,7	4,3	5,1	6,9	8,1	8,7	9,4	10,2
<b>NOPAT</b>	<b>15,7</b>	<b>10,1</b>	<b>12,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,9</b>	<b>20,3</b>	<b>21,9</b>	<b>23,7</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	20,4	20,8	20,6	18,2	16,6	17,2	17,3	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>	<b>36,1</b>	<b>30,9</b>	<b>32,6</b>	<b>34,2</b>	<b>35,5</b>	<b>37,5</b>	<b>39,1</b>	<b>41,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-10,3	-15,5	-12,8	-9,4	-7,6	-8,0	-8,4	-8,8
- Investitionen AV	-39,1	-14,5	-15,4	-16,2	-17,2	-18,2	-19,2	-20,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>-13,3</b>	<b>0,9</b>	<b>4,4</b>	<b>8,6</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>12,1</b>

#### SMC Schätzmodell

erhöhte Umsatzbasis aber auch zu einem etwas steileren Entwicklungspfad des EBITDA führen, als wir das bislang unterstellt haben. Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die aus diesen Schätzungen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen des Konzerns im Detailprognosezeitraum bis 2029. Weitere Details zur geschätzten Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung sind dem Anhang zu entnehmen.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	59,3	54,4	-4,9
Adhesives & Coatings	39,9	39,0	-0,9
Business Services	52,2	53,6	+1,4
Others	2,3	2,6	+0,3
<b>Summe Segmente</b>	<b>153,7</b>	<b>149,6</b>	<b>-4,1</b>
Minderheitsanteile	40,5	36,9	-3,6
Nettofinanz. Blue Cap	3,0	3,0	0,0
Netto Immobilien	5,5	5,5	0,0
<b>PW Gruppe</b>	<b>202,7</b>	<b>195,0</b>	<b>-7,7</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>46,12</b>	<b>44,35</b>	<b>-1,77</b>

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

## Aktualisierung des Potenzialwerts

Die Anhebung der Schätzungen wirkt sich ceteris paribus werterhöhend auf den von uns ermittelten Potenzialwert aus. Zugleich gibt es aber auch einen gegenläufigen Effekt, der aus dem deutlich gestiegenen Marktzinsniveau resultiert. Wir haben dieses in unserem Modell durch die Anhebung des sicheren Zinses, bei dem wir uns am langfristigen Durchschnittswert der deutschen Umlaufrendite orientieren, von 1,0 auf 1,5 Prozent abgebildet. Die Fremdkapitalzinsen hatten wir hingegen bereits zuvor konservativ taxiert und daher nun nur für einen Teil der Beteiligungen um 0,5 Prozentpunkte angehoben.

## Neues Kursziel: 44,30 Euro

Als Saldo beider Effekte haben sich die Potenzialwert-schätzungen für zwei Bereiche (Business Services, Others) moderat erhöht und für zwei (Plastics, Adhesives & Coatings) etwas reduziert. Auch der Wert der Minderheitsbeteiligung INHECO fällt etwas niedriger aus. Bei unveränderten Einschätzungen zur Nettofinanz- und Nettoimmobilienposition von Blue Cap hat sich der faire Wert im Vergleich zu unserem letzten Update von 202,7 Mio. Euro (46,12 Euro je Aktie) auf 195,0 Mio. Euro (44,35 Euro je Aktie) re-

duziert, woraus wir 44,30 Euro als neues Kursziel ableiten. In Relation zum aktuellen Kurs bietet der Potenzialwert somit ein erhebliches Aufwärtspotenzial von mehr als 70 Prozent (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). 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 sehr starke Zahlen für das erste Halbjahr vorgelegt. Eine dynamische Geschäftsentwicklung bei mehreren Beteiligungen führte – neben positiven Konsolidierungseffekten – zu einem Umsatzanstieg um 43,5 Prozent auf 173,3 Mio. Euro. Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA konnte sogar deutlich überproportional um 69,6 Prozent auf 17,7 Mio. Euro gesteigert werden, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 8,4 auf 9,9 Prozent, während das bereinigte EBIT auf 11,2 Mio. Euro sogar mehr als verdoppelt wurde. Damit wurden in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld die besten operativen Halbjahresresultate der Firmengeschichte erwirtschaftet.

Die bestätigte Prognose des Managements, die für das Gesamtjahr Erlöse von 305 bis 325 Mio. Euro und eine bereinigte EBITDA-Marge von 9 bis 10 Prozent vorsieht, wirkt umsatzseitig nun sehr vorsichtig. Das Unternehmen hat damit einen stärkeren konjunkturellen Gegenwind im zweiten Halbjahr berücksichtigt, schließt aber auch eine Anhebung nach den Q3-

Zahlen nicht aus. Wir haben unsere Schätzungen für 2022 angehoben und gehen jetzt davon aus, dass die Umsatzprognose mit Erlösen in Höhe von 333 Mio. Euro übertroffen wird. Die bereinigte EBITDA-Marge taxieren wir relativ vorsichtig auf 9,3 Prozent und berücksichtigen damit einen höheren Margendruck im zweiten Halbjahr.

Obwohl wir den Entwicklungspfad für die Folgejahre konservativ modelliert haben und die Anhebung des Zinsniveaus als Reaktion auf die Kapitalmarktentwicklung zu einer stärkeren Diskontierung geführt hat, sehen wir den Potenzialwert mit 44,30 Euro (zuvor: 46,10 Euro) deutlich über dem aktuellen Kurs.

Diesen großen Preisabschlag an der Börse halten wir aufgrund der inzwischen erlangten konjunkturellen Robustheit des Portfolios und der guten Wachstumsperspektiven für unangemessen. Wir bekräftigen deswegen unsere Einstufung mit „Buy“.

## Anhang I: SWOT-Analyse

### Stärken

- Umfassende Expertise im Beteiligungsmanagement.
- Starker Track-record mit erfolgreichen Unternehmensentwicklungen und -verkäufen.
- 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 und scheint auch in 2022 für gute Resultate zu sorgen.
- 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 Chancen für zahlreiche (Add-on-) Akquisitionen bieten.

### Schwächen

- Die Gesellschaft Neschen entwickelt sich auch 2022 unter Plan, eine Rückkehr auf einen Wachstumspfad mit steigenden Margen steht noch aus.
- H+E kämpft noch mit sehr volatilen Abrufen der Kunden aus der Automobilindustrie.
- Die Nettorendite des Konzerns aus dem laufenden Geschäft (ohne Exits) ist noch gering.
- Verkaufsabsichten des Großaktionärs Partnerfonds könnten das Kurspotenzial deckeln.
- Geringe geographische Diversifikation: Nur deutsche Unternehmen, die zudem den größten Teil ihrer Erlöse in Deutschland erzielen.

### Risiken

- Höhere Material- und Energiepreise könnten für rückläufige Margen sorgen, wenn diese nicht ausreichend an die Kunden weitergereicht werden können.
- Eine größere Rezession in Deutschland ist insbesondere bei einer Gasknappheit im Winter nicht auszuschließen, was die Expansion des Konzerns bremsen oder unterbrechen könnte.
- 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.
- Mit den deutlich unsicheren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird die Einschätzung von Akquisitionsobjekten schwieriger. Das erhöht das Risiko von Fehlschlägen.



# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	134,6	150,7	133,7	128,4	126,5	127,1	128,0	130,0	132,8
1. Immat. VG	34,0	44,8	39,5	34,2	31,5	30,7	30,0	29,7	29,4
2. Sachanlagen	85,0	86,9	85,9	85,9	86,7	88,1	89,8	92,0	95,0
II. UV Summe	127,2	155,3	178,7	191,4	205,0	218,7	232,7	247,0	262,0
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	98,2	117,3	120,7	125,2	133,4	144,0	154,9	166,7	179,7
II. Rückstellungen	15,1	13,7	12,4	11,0	9,7	8,3	6,9	5,6	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	90,0	97,6	98,0	98,2	98,5	98,9	99,3	99,7	100,2
2. Kurzfristiges FK	64,7	83,6	87,5	91,7	96,1	100,8	105,9	111,2	116,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>268,0</b>	<b>312,2</b>	<b>318,6</b>	<b>326,0</b>	<b>337,7</b>	<b>352,0</b>	<b>367,0</b>	<b>383,2</b>	<b>401,0</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	267,3	333,1	344,4	367,6	390,4	414,8	441,0	469,0	499,1
Gesamtleistung	277,1	363,4	363,0	387,5	411,5	437,2	464,8	494,3	526,0
Rohertrag	132,8	192,2	187,7	200,5	212,8	226,1	240,3	255,1	271,5
EBITDA	25,4	41,0	33,4	35,8	39,2	41,7	44,3	46,7	49,7
EBIT	7,8	22,4	14,5	17,1	22,9	26,9	29,0	31,3	33,8
EBT	5,1	18,3	10,1	12,7	18,7	22,9	25,2	27,5	30,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,7	12,8	7,1	8,9	13,1	16,0	17,6	19,2	21,1
JÜ	5,2	13,8	7,4	9,4	13,7	16,8	18,5	20,2	22,1
EPS	1,24	3,15	1,69	2,13	3,12	3,83	4,21	4,60	5,03

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	12,4	26,2	15,9	20,3	25,5	28,6	30,4	31,7	33,5
CF aus Investition	-18,9	-37,6	-3,7	-15,4	-16,2	-17,2	-18,2	-19,2	-20,4
CF Finanzierung	7,3	2,1	-6,7	-7,7	-7,9	-8,5	-9,7	-10,4	-11,1
Liquidität Jahresanfa.	40,6	41,4	32,1	37,6	34,9	36,1	39,1	41,7	43,8
Liquidität Jahresende	41,4	32,1	37,6	34,9	36,1	39,1	41,7	43,8	45,8

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	14,7%	24,6%	3,4%	6,7%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%
Rohertragsmarge	49,7%	57,7%	54,5%	54,6%	54,5%	54,5%	54,5%	54,4%	54,4%
EBITDA-Marge	9,5%	12,3%	9,7%	9,8%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	2,9%	6,7%	4,2%	4,6%	5,9%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%
EBT-Marge	1,9%	5,5%	2,9%	3,5%	4,8%	5,5%	5,7%	5,9%	6,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,9%	4,2%	2,2%	2,5%	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%
5,9%	78,31	68,35	60,44	54,01	48,68
6,4%	65,46	57,83	51,62	46,47	42,14
6,9%	55,31	49,32	44,35	40,17	36,59
7,4%	47,11	42,31	38,27	34,82	31,83
7,9%	40,35	36,44	33,11	30,23	27,71

# 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)

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 29.07.2022 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 29.07.2022 um 9:15 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
04.05.2022	Buy	46,10 Euro	1), 3)
09.03.2022	Buy	48,40 Euro	1), 3), 4)
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.