

1. September 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

Fokus vorerst auf Optimierung und Add-on-Akquisitionen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 25,00 € | Kursziel: 40,00 € (zuvor: 44,30 €)

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

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	1.300
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	25,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,4 Mio. Stück
Market Cap:	109,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	220,3 Mio. Euro
Freefloat:	44,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	34,80 / 23,40 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	23,5 Tsd. Euro

Blue Cap hatte bereits Ende Juli auf vorläufiger Basis detailliert über die Entwicklung des Umsatzes und des um Einmaleffekte bereinigten („adjusted“) EBITDA sowohl in den einzelnen Sparten als auch auf Konzernebene berichtet und die Zahlen nun mit dem Halbjahresbericht bestätigt. Insgesamt hat der Konzernumsatz in den ersten sechs Monaten um 43,5 Prozent auf 173,3 Mio. Euro zugelegt, was in eine Verbesserung des bereinigten EBITDA von 10,5 auf 17,7 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. Die Marge hat sich damit binnen Jahresfrist von 8,4 auf 9,9 Prozent verbessert (für weitere Details siehe unser Update vom 29. Juli). Ähnlich positiv ist die Entwicklung des bereinigten EBIT verlaufen, das sich von 5,3 auf 11,1 Mio. Euro ebenfalls mehr als verdoppelt hat, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 4,2 auf 6,2 Prozent. Im zweiten Halbjahr werden aber deutliche Kostensteigerungen, die nur teilweise oder verzögert an die Kunden weitergegeben werden können, die Ertragsentwicklung bremsen. Daher hat das Management die Prognose für die bereinigte EBITDA-Marge in 2022 kürzlich von 9 bis 10 Prozent auf 8 bis 9 Prozent gesenkt. Da der Umsatz aber höher ausfallen wird, als zuvor erwartet, bleibt das erwartete EBITDA in absoluten Zahlen weiter zwischen 27 und 32 Mio. Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	225,7	233,0	267,3	342,1	353,4	376,3
EBIT (Mio. Euro)	4,6	21,4	7,8	21,3	11,5	15,1
Jahresüberschuss	2,8	16,6	5,2	12,8	6,5	8,9
EpS	0,71	4,15	1,24	2,92	1,49	2,02
Dividende je Aktie	0,75	1,00	0,85	0,85	0,85	0,85
Umsatzwachstum	28,2%	3,2%	14,7%	28,0%	3,3%	6,5%
Gewinnwachstum	-77,4%	487,2%	-68,9%	148,7%	-48,9%	35,4%
KUV	0,49	0,47	0,41	0,32	0,31	0,29
KGV	38,9	6,6	21,3	8,6	16,8	12,4
KCF	59,6	8,7	8,8	23,4	6,6	5,0
EV / EBIT	47,4	10,3	28,2	10,3	19,1	14,6
Dividendenrendite	3,0%	4,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

EBITDA verdreifacht

Neu veröffentlicht wurden mit dem Halbjahresbericht die unbereinigten Ergebniskennziffern. Demzufolge hat sich das berichtete EBITDA auf 31,5 Mio. Euro in etwa verdreifacht. Das lag im Wesentlichen an dem sehr lukrativen Verkauf der Immobilie in Gertsried-Gelting, der einen Beitrag von 15,1 Mio. Euro zu den sonstigen betrieblichen Erträgen geleistet hat. Durch dieses margenstarke Element der Gesamtleistung ist die Personalaufwandsquote von 26,2 auf 20,5 Prozent zurückgegangen, obwohl die Personalkosten (vor allem akquisitionsbedingt) um 19,4 Prozent auf 39,9 Mio. Euro gestiegen sind. Der Materialaufwand hat absolut sogar um 51 Prozent auf 97,1 Mio. Euro zugelegt, in Relation zur Gesamtleistung aber trotzdem von 50,3 auf 49,8 Prozent abgenommen. Bereinigt um sonstige betriebliche Erträge gab es hingegen einen Anstieg von 51,9 auf 54,7 Prozent.

Nettoergebnis vervielfacht

Ebenfalls akquisitionsbedingt deutlich gestiegen sind die Abschreibungen, nämlich um 31,5 Prozent auf 11,4 Mio. Euro. Durch den hohen EBITDA-Zuwachs konnte das berichtete EBIT aber trotzdem von 2,8 auf 21,0 Mio. Euro vervielfacht werden. Das gilt auch für den Nettogewinn nach Anteilen Dritter, der von 1,5 auf 14,8 Mio. Euro zugelegt hat, obwohl die Steuerzahlungen von 0,2 auf 5,8 Mio. Euro gestiegen sind (das Finanzergebnis war mit -0,9 Mio. Euro etwas besser als im Vorjahr und die Anteile Dritter am Ergebnis mit -0,4 Mio. Euro nur gering).

Free-Cashflow negativ

Im Free-Cashflow hat sich die starke Ergebnisverbesserung nicht niedergeschlagen. Stattdessen ist dieser von +7,9 Mio. Euro im Vorjahr auf -8,3 Mio. Euro ins Minus gerutscht. Während der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (-4,6 Mio. Euro, Vorjahr: +4,7 Mio. Euro) durch einen starken Net-Working-Capital-Aufbau (Nettoeffekt: -15,7 Mio. Euro) belastet wurde, haben sich im Investitions-Cashflow (-3,7 Mio. Euro, Vorjahr: +3,2 Mio. Euro) die Akquisitionen (vor allem Transline) bemerkbar gemacht (-21,2 Mio. Euro), deren Abfluss fast exakt dem Mittelzufluss (+21,1 Mio. Euro) aus Anlageabgängen (vor al-

lem Immobilienverkäufe) entsprach. Da zugleich auch Nettotilgungen (von Leasingverbindlichkeiten) vorgenommen wurden (Finanzierungs-Cashflow inkl. Zinszahlungen: -4,7 Mio. Euro) haben sich die Finanzmittelfonds (inklusive in Anspruch genommener Kontokorrentlinien) im bisherigen Jahresverlauf um 13 Mio. Euro auf 14,3 Mio. Euro reduziert.

Konzernzahlen	6M 20	6M 21	Änderung
Umsatz	120,8	173,3	+43,5%
EBITDA (berichtet)	10,6	31,5	+198,5%
EBITDA (adjusted)	10,5	17,7	+68,8%
Adj.-EBITDA-Marge	8,4%	9,9%	+1,5Pp.
EBIT (berichtet)	2,8	21,0	+657,9%
Adj. EBIT	5,3	11,1	+111,6%
Adj.-EBIT-Marge	4,2%	6,2%	+2,0Pp.
Nettoergebnis	1,5	14,8	+916,5%
Free-Cashflow	7,9	-8,3	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote: 35,9 Prozent

Die bilanzielle Liquidität lag zum Stichtag bei 30,4 Mio. Euro, rund 27 Prozent tiefer als zu Jahresanfang. Damit entfällt knapp 10 Prozent der Bilanzsumme auf liquide Mittel. Deutlich gestiegen sind akquisitionsbedingt der Geschäfts- und Firmenwert (von 10,4 auf 33,7 Mio. Euro) und die immateriellen Vermögensgegenstände (von 23,6 auf 40,4 Mio. Euro). Außerdem hat sich der Working-Capital-Aufbau in den Vorräten (von 40,4 auf 48,2 Mio. Euro) und den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (von 25,7 auf 39,0 Mio. Euro) niedergeschlagen. Zugelegt hat wegen des hohen Periodengewinns aber auch das Eigenkapital (von 98,2 auf 111,6 Mio. Euro), so dass die Eigenkapitalquote trotz der deutlichen Bilanzausweitung nur moderat von 36,7 auf 35,9 Prozent zurückgegangen ist.

NAV leicht gesunken

Die jüngsten Akquisitionen haben sich nicht nur deutlich in der Bilanz niedergeschlagen, sondern auch im Net Asset Value. Die Bewertung des Bereichs Bu-

Business Services ist mit der Akquisition von Transline (und der Add-on-Übernahme des kleinen Konkurrenten Micado) im laufenden Jahr von 14,0 auf 32,7 Mio. Euro gestiegen. Der größte Beitrag kommt aber weiterhin von den drei Plastics-Gesellschaften, die nahezu unverändert mit 68,8 Mio. Euro veranschlagt werden. Mit 25,4 Mio. Euro auf den dritten Rang zurückgefallen ist die Sparte Adhesives & Coatings, da die beiden Segmentgesellschaften Neschen und Planatol wegen unsicherer gewordenen Geschäftsperspektiven abgestuft wurden. Insgesamt hat der NAV der Segmente von 119,3 auf 128,6 Mio. Euro zugenommen. Zugleich ist aber auch der Saldo des Immobilienbuchwerts und der Verbindlichkeiten der zugehörigen Holding von 22,0 auf -0,9 Mio. Euro gesunken, weil die frei gewordenen Mittel aus den Immobilienverkäufen in das Portfolio reinvestiert wurden. Obwohl auch die Minderheitsbeteiligung INHECO weiter aufgewertet wurde (von 33,4 auf 40,9 Mio. Euro) und die Nettoverschuldung der Blue Cap AG von -1,9 auf -0,1 Mio. Euro reduziert wurde, ist der über alle Komponenten summierte NAV im ersten Halbjahr leicht, von 172,8 auf 168,5 Mio. Euro, zurückgegangen. In Relation zum Vorjahr stellt das aber immer noch einen Anstieg um 8,6 Prozent dar.

NAV	30.06.21	31.12.21	30.06.22
Plastics	56,9	68,5	68,8
Adhesives & Coatings	55,3	34,5	25,4
Business Services	0,0	14,0	32,7
Others	6,6	2,3	1,7
Summe Segmente	118,8	119,3	128,6
Minderheitsanteile	29,1	33,4	40,9
Nettofinanz. Blue Cap	-1,9	-1,9	-0,1
Netto Immobilien	9,2	22,0	-0,9
NAV Gruppe	155,2	172,8	168,5

In Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Prognose angepasst

Die Prognose für die Geschäftsentwicklung im zweiten Halbjahr fällt gemischt aus. Im Bereich Plastics wird der Jahresumsatz voraussichtlich über Vorjahr und Plan liegen, da sich con-pearl weiterhin sehr positiv entwickelt und der Automobilzulieferer H+E zu-

letzt deutlich höhere Abrufe verzeichnet hat. Die nicht vollständige oder verzögerte Weitergabe höherer Inputkosten wird aber die Marge belasten, weshalb die Adjusted-EBITDA-Marge der Sparte unter Vorjahr und Plan liegen wird. Letzteres gilt auch für die beiden Unternehmen des Bereichs Adhesives & Coatings, die ihren Umsatz zugleich (wegen der Kostenweitergabe) moderat ausweiten dürften. Im dritten großen Bereich Business Services schließlich sind die Trends gegenläufig, HY-LINE dürfte bei Umsatz und Marge wegen eines hohen Auftragseingangs und einer guten Lieferfähigkeit über Plan abschneiden, Transline wegen Anlaufkosten für eine neue Software und einer aktuell zögerlichen Auftragsvergabe der Kunden darunter. Für den Gesamtkonzern hat das Blue-Cap-Management auf Basis der aktualisierten Planung kürzlich die Prognose angepasst. Die Zielspanne für die Erlöse wurde zwar von 305 bis 325 Mio. Euro auf 335 bis 350 Mio. Euro angehoben, aber das bereinigte operative Betriebsergebnis wird weiterhin in absoluten Zahlen zwischen 27 und 32 Mio. Euro erwartet, was auf die absehbaren Kostensteigerungen im zweiten Halbjahr zurückzuführen ist. Damit wird die bereinigte EBITDA-Marge im Gesamtjahr nur zwischen 8 und 9 Prozent liegen, und nicht, wie zuvor anvisiert, zwischen 9 und 10 Prozent. Das Management fokussiert sich aktuell auf die Optimierung der Bestandsgesellschaften und prüft darüber hinaus kleine Add-on-Zukäufe. Weitere große Plattformakquisitionen dürfte es im laufenden Jahr hingegen nicht geben.

Modellaktualisierung

Wir hatten bislang schon mit 333,1 Mio. Euro einen Umsatz oberhalb der Zielspanne des Managements erwartet. Nach der Auswertung der detaillierten Halbjahreszahlen heben wir diesen nun auf 342,1 Mio. Euro an. Das EBITDA hatten wir bislang auf 41 Mio. Euro taxiert und darin einen Saldo positiver Einmal-effekte von 10 Mio. Euro unterstellt. Das dürfte zu vorsichtig sein, wir setzen hierfür jetzt den Halbjahreswert von rund 14 Mio. Euro ein. Zusammen mit der Schätzung des bereinigten EBITDA, das wir nun wegen der Kostensteigerungen auf 28,5 Mio. Euro (bislang: 31 Mio. Euro) taxieren, erhöht sich unsere EBITDA-Schätzung auf 42,5 Mio. Euro. Das EBIT erwarten wir mit 21,3 Mio. Euro aber nun etwas nied-

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	342,1	353,4	376,3	399,5	424,4	451,0	479,6	510,2
Umsatzwachstum		3,3%	6,5%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%
EBITDA	42,5	31,8	35,4	38,8	42,4	44,7	46,5	49,0
EBIT	21,3	11,5	15,1	18,2	23,4	29,4	31,1	33,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,4	3,5	4,5	5,5	7,0	8,8	9,3	9,9
NOPAT	14,9	8,1	10,6	12,7	16,4	20,6	21,7	23,1
+ Abschreibungen & Amortisation	22,9	22,0	22,0	22,2	20,8	17,0	17,2	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
Operativer Brutto Cashflow	37,9	30,0	32,5	35,0	37,1	37,5	38,9	40,8
- Zunahme Net Working Capital	-33,8	-14,2	-11,4	-7,9	-6,1	-6,5	-6,9	-7,4
- Investitionen AV	-9,3	-14,9	-15,7	-16,6	-17,5	-18,6	-19,6	-20,8
Free Cashflow	-5,2	0,9	5,4	10,5	13,5	12,5	12,3	12,5

SMC Schätzmodell

riger als zuvor (22,4 Mio. Euro), weil sich auch die unterstellten Abschreibungen erhöht haben.

Etwas konservativer

Da im Moment schwer zu kalkulieren ist, wann die Phase hoher Kostensteigerungen endet, haben wir auch unsere weiteren Schätzungen modifiziert. Die Umsatzsteuer für 2023 hat sich von 344,4 auf 353,4 Mio. Euro erhöht, während wir das EBITDA von 33,4 auf 31,8 Mio. Euro abgesenkt haben. Für die Zeit danach haben wir im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise etwas geringere Margenverbesserungen als bislang angesetzt. Die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir nun bei 6,5 Prozent nach bislang 6,8 Prozent. 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	54,4	55,3	+0,9
Adhesives & Coatings	39,0	30,9	-8,1
Business Services	53,6	46,8	-6,8
Others	2,6	2,7	+0,1
Summe Segmente	149,6	135,7	-13,9
Minderheitsanteile	36,9	41,7	+4,8
Nettofinanz. Blue Cap	3,0	-0,1	-3,1
Netto Immobilien	5,5	-0,9	-6,4
PW Gruppe	195,0	176,5	-18,5
je Aktie (Euro)	44,35	40,15	-4,20

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

Aktualisierung des Potenzialwerts

Die Änderungen der Schätzungen zu den einzelnen Sparten haben auch Einfluss auf den von uns ermittelten Potenzialwert. Während die Bereiche Plastics und Others minimal höher liegen als zuvor, gab es in den Segmenten Adhesives & Coatings (beide Gesellschaften etwas vorsichtiger) sowie Business Services (Transline vorsichtiger, FK neu kalkuliert) deutlichere Abschläge, so dass der Potenzialwert der Segmente

von 149,6 Mio. Euro auf 135,7 Mio. Euro zurückgegangen ist. Das wurde teilweise kompensiert durch eine Aufwertung der Minderheitsbeteiligungen (INHECO). Bei der Nettofinanz- und der Immobilienposition haben wir jetzt die von der Gesellschaft aktuell veröffentlichten Werte angesetzt.

Neues Kursziel: 40,00 Euro

Insgesamt hat sich der Potenzialwert im Vergleich zu unserem letzten Update von 195,0 Mio. Euro (44,35 Euro je Aktie) auf 176,5 Mio. Euro (40,15 Euro je

Aktie) ermäßigt, woraus wir 40,00 Euro als neues Kursziel ableiten. Trotz dieser Reduktion, die einer vorsichtigeren Schätzung der Margenentwicklung geschuldet ist, bietet der Potenzialwert somit ein erhebliches Aufwärtspotenzial von fast 60 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 sich im ersten Halbjahr sehr gut entwickelt: Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA wurde verdoppelt, der berichtete (unbereinigte) Wert sogar verdreifacht. Allerdings wird das zweite Halbjahr 2022 schwieriger, da erhebliche Kostensteigerungen im Energie- und Materialbereich die Marge belasten.

Obwohl das Management die Umsatzprognose für 2022 kürzlich von zuvor 305 bis 325 Mio. Euro auf 335 bis 350 Mio. Euro angehoben hat, wird das bereinigte operative Betriebsergebnis weiterhin zwischen 27 und 32 Mio. Euro erwartet, was mit einer Marge von 8 bis 9 Prozent einhergeht – eigentlich war ein

Wert von 9 und 10 Prozent anvisiert worden. Dennoch demonstrieren die Zahlen aus unserer Sicht die hohe Robustheit des Blue-Cap-Portfolios.

Wir haben unsere operativen Margenschätzungen trotzdem etwas vorsichtiger formuliert, womit der Potenzialwert von zuletzt 44,30 Euro je Aktie auf jetzt 40,00 Euro je Aktie zurückgegangen ist.

Damit liegt er aber weiterhin deutlich über dem aktuellen Kurs, was auf eine erhebliche Unterbewertung der Blue-Cap-Aktie hinweist. Daher bestätigen wir unsere Einschätzung 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 wirkt sich auch im laufenden Jahr spürbar stabilisierend aus.
- 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 sollten die Margen auf Konzernebene perspektivisch 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.
- Die Konzern-Marge leidet aktuell unter steigenden Energie- und Materialkosten.
- 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

- Sollten die aktuell hohen Spotmarktpreise für Strom und Gas nicht deutlich zurückgehen, würde das perspektivisch die Marge weiter belasten.
- 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
AKTIVA									
I. AV Summe	134,6	170,4	163,3	157,0	151,4	148,1	149,7	152,2	155,4
1. Immat. VG	34,0	70,4	63,1	55,8	48,6	43,3	42,6	42,3	42,0
2. Sachanlagen	85,0	82,1	82,3	83,3	84,9	86,9	89,3	92,0	95,5
II. UV Summe	127,2	141,2	155,0	170,7	188,2	206,7	223,3	238,8	254,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	98,2	111,8	114,3	119,0	125,6	135,1	147,4	159,1	171,7
II. Rückstellungen	15,1	17,7	18,0	18,3	18,5	18,8	19,1	19,4	19,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	90,0	98,3	98,3	98,5	98,9	99,4	99,9	100,3	100,8
2. Kurzfristiges FK	64,7	83,7	87,7	91,9	96,5	101,5	106,7	112,2	118,1
BILANZSUMME	268,0	311,5	318,3	327,7	339,6	354,8	373,0	391,0	410,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	267,3	342,1	353,4	376,3	399,5	424,4	451,0	479,6	510,2
Gesamtleistung	277,1	366,4	364,3	387,9	411,9	437,5	465,0	494,4	526,0
Rohertrag	132,8	178,0	171,7	183,6	195,4	207,9	220,6	234,5	249,5
EBITDA	25,4	42,5	31,8	35,4	38,8	42,4	44,7	46,5	49,0
EBIT	7,8	21,3	11,5	15,1	18,2	23,4	29,4	31,1	33,0
EBT	5,1	19,3	8,9	12,1	14,8	19,8	25,8	27,6	29,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,7	13,5	6,2	8,4	10,4	13,9	18,1	19,3	20,7
JÜ	5,2	12,8	6,5	8,9	10,9	14,5	19,0	20,3	21,8
EPS	1,24	2,92	1,49	2,02	2,48	3,31	4,32	4,61	4,95

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	12,4	4,7	16,8	22,2	28,3	32,6	32,9	33,9	35,3
CF aus Investition	-18,9	-7,8	-14,9	-15,7	-16,6	-17,5	-18,6	-19,6	-20,8
CF Finanzierung	7,3	-7,8	-6,4	-6,6	-6,8	-7,6	-9,4	-11,2	-11,7
Liquidität Jahresanfa.	40,6	41,4	30,4	25,9	25,8	30,8	38,1	43,1	46,1
Liquidität Jahresende	41,4	30,4	25,9	25,8	30,8	38,1	43,1	46,1	48,8

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	14,7%	28,0%	3,3%	6,5%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%
Rohtragsmarge	49,7%	52,0%	48,6%	48,8%	48,9%	49,0%	48,9%	48,9%	48,9%
EBITDA-Marge	9,5%	12,4%	9,0%	9,4%	9,7%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%
EBIT-Marge	2,9%	6,2%	3,3%	4,0%	4,6%	5,5%	6,5%	6,5%	6,5%
EBT-Marge	1,9%	5,6%	2,5%	3,2%	3,7%	4,7%	5,7%	5,8%	5,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,9%	3,7%	1,9%	2,4%	2,7%	3,4%	4,2%	4,2%	4,3%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,9%	73,46	63,70	55,95	49,65	44,42
6,4%	60,86	53,38	47,29	42,25	37,99
6,9%	50,91	45,03	40,15	36,04	32,54
7,4%	42,85	38,14	34,17	30,78	27,85
7,9%	36,20	32,37	29,09	26,26	23,79

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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 01.09.2022 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 01.09.2022 um 8:15 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
29.07.2022	Buy	44,30 Euro	1), 3)
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.