

9. März 2023
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

Ehrgeiziges NAV-Ziel für 2025

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 23,20 € | Kursziel: 39,00 € (zuvor: 38,00 €)

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

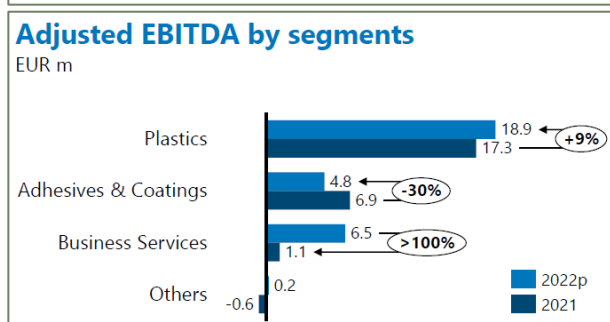
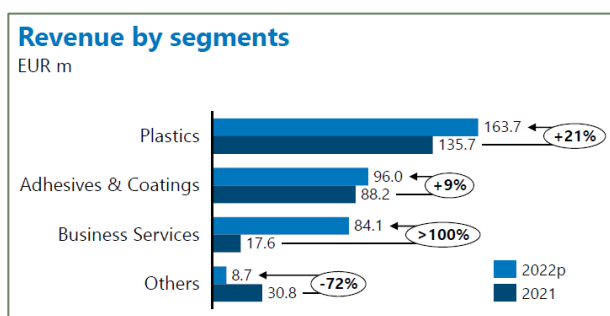
Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	ca. 1.300
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	23,20 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,4 Mio. Stück
Market Cap:	101,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	182,7 Mio. Euro
Freefloat:	44,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	29,20 / 18,00 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	13,4 Tsd. Euro

In einem schwierigen makroökonomischen Umfeld ist das Schlussquartal von Blue Cap ertragsseitig schwächer ausgefallen als im Vorjahr. Zwar lagen die aus den vorläufigen Jahreszahlen ableitbaren Konzernenerlöse mit 82,5 Mio. Euro um 7 Prozent über dem Referenzwert aus 2021, aber das bereinigte („adjusted“) EBITDA reduzierte sich trotzdem um 46 Prozent auf 4,7 Mio. Euro. Während es im Bereich Adhesives & Coatings wegen Margendrucks bei Planatol und Neschen deutliche Einbußen gab und im Segment Plastics auslaufende positive Effekte aus Großaufträgen bei con-pearl spürbar waren, hat sich das adjusted EBITDA im Segment Business Services dank der starken Entwicklung von HY-LINE und dem Zukauf von Transline im Vorjahresvergleich deutlich verbessert. Im Gesamtjahr überwogen die positiven Aspekte, so dass bei einem Umsatzwachstum um 30 Prozent auf 347,5 Mio. Euro das bereinigte EBITDA um 23 Prozent auf 30,3 Mio. Euro gesteigert werden konnte. Für das laufende Jahr prognostiziert das Management eine Wachstumspause mit stabilem Umsatz und adjusted EBITDA, auf die aber ab 2024 eine wieder höhere Dynamik folgen soll, die plangemäß bis Ende 2025 zu einem Anstieg des NAV von zuletzt 38 Euro auf 55 Euro je Aktie führt.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	233,0	267,3	347,5	347,1	366,1	388,8
EBIT (Mio. Euro)	21,4	7,8	23,6	10,5	14,1	17,3
Jahresüberschuss	16,6	5,2	14,3	6,0	8,4	10,5
EpS	4,15	1,24	3,26	1,37	1,92	2,39
Dividende je Aktie	1,00	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Umsatzwachstum	3,2%	14,7%	30,0%	-0,1%	5,4%	6,2%
Gewinnwachstum	487,2%	-68,9%	178,1%	-57,9%	39,6%	24,6%
KUV	0,44	0,38	0,29	0,29	0,28	0,26
KGV	6,2	19,8	7,1	16,9	12,1	9,7
KCF	8,1	8,2	5,0	6,3	4,7	3,7
EV / EBIT	8,6	23,5	7,8	17,4	13,0	10,6
Dividendenrendite	4,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%

Plastics: Deutliche Zuwächse

Trotz der Ertragseinbußen im Schlussquartal wurde das adjusted EBITDA im größten Bereich Plastics im Gesamtjahr 2022 um 9 Prozent auf 18,9 Mio. Euro gesteigert. Da die Erlöse noch deutlich stärker zugelegt haben (+21 Prozent auf 163,7 Mio. Euro), ist die bereinigte EBITDA-Marge von 12,5 auf 11,4 Prozent zurückgegangen, was zum Teil auch die zeitliche Diskrepanz zwischen den verzeichneten Kostensteigerungen und deren Weitergabe an die eigenen Kunden widerspiegelt. Hiervon war insbesondere die Tochter Uniplast (Umsatz 2022: 56 Mio. Euro, +12 Prozent) betroffen, die deswegen einen Ertragsrückgang hinnehmen musste. Demgegenüber profitierte der Automobilzulieferer H+E (U22: 40 Mio. Euro, +21 Prozent) von deutlich anziehenden Abrufen und abnehmenden Problemen mit Engpässen im zweiten Halbjahr, und bei con-pearl (U22: 67 Mio. Euro, +14 Prozent) machten sich Großaufträge eines Kunden noch einmal sehr positiv bemerkbar, die bis zum Jahresende abgearbeitet worden sind.



Quelle: Unternehmen

Adhesives & Coatings: Baustellen

Nicht zufriedenstellend war die Entwicklung im Jahr 2022 im Bereich Adhesives & Coatings, wo die Erlöse zwar um 9 Prozent auf 96 Mio. Euro gesteigert wer-

den konnten, das adjusted EBITDA aber um 30 Prozent auf 4,8 Mio. Euro gesunken ist. Bei beiden Segment-Töchtern Neschen (U22: 57 Mio. Euro, +10 Prozent) und Planatol (U22: 39 Mio. Euro, +7 Prozent) war in Richtung Jahresende Margendruck spürbar, weshalb das Management die Gesellschaften als aktuelle „Baustellen“ im Konzern bezeichnet. Kostensparmaßnahmen sollen in Kombination mit Initiativen zur Vertriebsintensivierung zu einer Besserung der Lage führen.

Business Services: HY-LINE stark

Stark performt hat 2022 die im Bereich Business Services angesiedelte Gesellschaft HY-LINE, die von einer hohen Nachfrage und einer relativ guten Lieferfähigkeit profitiert hat und die Erlöse um 43 Prozent auf 67 Mio. Euro ausweiten konnte. Beim Übersetzungsdienstleister Transline haben die Erlöse mit 21 Mio. Euro hingegen in etwa stagniert, da die Nachfrage aus Projekten, die an Produktneueinführungen oder Marketingmaßnahmen hängen, konjunkturbedingt schwach war. Insgesamt ist der Umsatz im Bereich Business Services durch die im Jahresverlauf 2022 erfolgte Übernahme von Transline und die starke Entwicklung der erstmals über volle zwölf Monate erfassten HY-LINE von 17,6 auf 84,1 Mio. Euro massiv gestiegen, auf dessen Basis das bereinigte Segment-EBITDA sich von 1,1 auf 6,5 Mio. Euro vervielfacht hat.

Sonstige: Nokra verbessert, INHECO stabil

Im Segment „Others“ ist darüber hinaus noch die kleine Beteiligung nokra erfasst, zu der zwar keine Detailzahlen veröffentlicht wurden, die aber in 2022 deutlich besser abgeschnitten hat als im Vorjahr. Der Segmentumsatz hat sich wegen Beteiligungsverkäufen dennoch um 72 Prozent auf 8,7 Mio. Euro reduziert, während das bereinigte EBITDA von -0,6 auf 0,2 Mio. Euro verbessert werden konnte. Daneben hält Blue Cap noch die Minderheitsbeteiligung an INHECO, die nicht konsolidiert wird. Der Hersteller von Laboranlagen hatte 2020/21 stark von der Corona-Pandemie profitiert, konnte trotz der abflau-

enden Sonderkonjunktur aber den Umsatz bei 38 Mio. Euro stabil halten.

Angepasste Ziele erreicht

Auf Konzernebene hat die in Summe positive operative Entwicklung, die in einem organischen Erlöswachstum von 16,6 Prozent zum Ausdruck kommt, zusammen mit Konsolidierungseffekten aus Zukäufen zu einer Umsatzsteigerung um 30 Prozent auf 347,5 Mio. Euro geführt. Dieses Resultat lag am oberen Ende der im Jahresverlauf angehobenen Zielspanne des Managements (335 bis 350 Mio. Euro) und hat unsere Schätzung vom letzten Oktober (345,7 Mio. Euro) leicht übertroffen. Das bereinigte EBITDA hat in Relation dazu leicht unterproportional zugelegt, um 23 Prozent auf 30,3 Mio. Euro – hier hatten wir mit 30,7 Mio. Euro gerechnet. Die mit dem Ergebnis korrespondierende Marge von 8,6 Prozent (Vorjahr: 9,1 Prozent) erreichte den im August nach unten angepassten Zielkorridor (8 bis 9 Prozent, zuvor: 9 bis 10 Prozent). Nahezu im selben Tempo wie das adjusted EBITDA hat auch das bereinigte EBIT zugelegt, nämlich um 22 Prozent auf 16,2 Mio. Euro, was mit einem Rückgang der Marge von 4,9 auf 4,6 Prozent korrespondiert.

Konzernzahlen	2021	2022	Änderung
Umsatz	267,3	347,5	+30%
Adj. EBITDA	24,6	30,3	+23%
Adj.-EBITDA-Marge	9,1%	8,6%	-0,5Pp.
Adj. EBIT	13,3	16,2	+22%
Adj.-EBIT-Marge	4,9%	4,6%	-0,3Pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Fortschritte in der Bilanz

Nach einem deutlichen Aufbau des Working Capital, der dem Erhalt der Lieferfähigkeit in einem Umfeld mit Lieferengpässen in zahlreichen Bereichen geschuldet war, hat das Management im Jahresverlauf den Blick auf eine Optimierung der Lagerhaltung gelegt, wobei die sich peu à peu entspannende Liefersituation dies erleichtert hat. Das Working Capital konnte im Zuge dessen im zweiten Halbjahr wieder um 17 Prozent auf 63,6 Mio. Euro reduziert werden, nachdem

es in den ersten sechs Monaten noch von 60,9 auf 76,7 Mio. Euro zugelegt hatte. Die Auslieferung und Bezahlung größerer Bestellungen haben sich Richtung Jahresende auch positiv auf den Cashflow ausgewirkt. Die Nettofinanzverschuldung wurde damit von 80,7 Mio. Euro Ende Juni auf 73,4 Mio. Euro am 31. Dezember reduziert. Das entspricht dem 2,4-Fachen des bereinigten EBITDA, womit die relative Verschuldung verbessert wurde und weiter sehr solide unter der vom Management selbst gesetzten Grenze von 3,5 liegt.

Ausblick: Licht und Schatten

Im Ausblick zur Entwicklung der einzelnen Unternehmen in 2023 wechseln sich Licht und Schatten ab. Im größten Bereich Plastics wird con-pearl wegen der abgearbeiteten Großaufträge (neue Großbestellungen des Kunden werden vermutlich erst 2024 folgen) voraussichtlich einen deutlich rückläufigen Umsatz ausweisen. Demgegenüber wird H+E wegen höherer Abrufe und neu gewonnener Aufträge plangemäß deutlich zulegen. Die dritte Sparten-Gesellschaft Uniplast soll stabil bleiben, hier wird weiter an einer Stimulierung der Erlösdynamik durch eine Diversifikation in angrenzende Marktsegmente (insb. Verpackungen für Salate) gearbeitet. Keine Zuwächse dürfte es in Summe im Segment Adhesives & Coatings geben. Hier richtet sich der Fokus weiter auf die Restrukturierung von Neschen. Während aber hier trotz eines rückläufigen Auftragseingangs aus der Industrie in etwa stabile Erlöse erwartet werden, rechnet Blue Cap für Planatol infolge der jüngsten Abschwächung der Nachfrage mit einem rückläufigen Geschäft. Um den Trend wieder zu drehen, soll das Exportgeschäft von Planatol gestärkt werden. Ihre Expansion fortsetzen wird hingegen die in der dritten großen Sparte Business Services angesiedelte Gesellschaft HY-LINE, die mit einem hohen Auftragsbestand in das Jahr gestartet ist und von einer weiterhin zufriedenstellenden Nachfrage profitiert. Demgegenüber werden die Erlöse der zweiten Segmentgesellschaft Transline in etwa auf dem Vorjahresniveau erwartet, dies allerdings bei deutlich reduzierten operativen Kosten nach der Einführung einer neuen Software.

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	347,1	366,1	388,8	413,2	439,3	467,3	497,4	529,6
Umsatzwachstum		5,4%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%
EBITDA	30,8	34,4	37,7	41,3	43,5	45,3	47,7	50,8
EBIT	10,5	14,1	17,3	20,4	24,9	31,1	33,1	35,6
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,2	4,2	5,2	6,1	7,5	9,3	9,9	10,7
NOPAT	7,4	9,9	12,1	14,3	17,4	21,8	23,2	24,9
+ Abschreibungen & Amortisation	22,0	22,0	22,1	22,6	20,3	15,9	16,4	16,9
+ 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	29,4	31,9	34,2	36,9	37,7	37,7	39,5	41,9
- Zunahme Net Working Capital	-14,0	-11,1	-7,7	-5,9	-6,3	-6,7	-7,2	-7,7
- Investitionen AV	-14,6	-15,3	-16,2	-17,1	-18,1	-19,2	-20,3	-21,6
Free Cashflow	0,8	5,5	10,4	13,9	13,3	11,8	12,0	12,6

SMC Schätzmodell

Insgesamt stabile Entwicklung anvisiert

Insgesamt erwartet das Management für das Jahr 2023 Erlöse und ein adjusted EBITDA in etwa auf dem Niveau von 2022. Da damit der entfallende Beitrag aus den Großaufträgen bei con-pearl kompensiert werden kann, korrespondiert das mit weiteren Fortschritten in der Breite des Portfolios. Das Management konzentriert sich aktuell stark auf die operative Weiterentwicklung der Gesellschaften, die punktuell mit Anpassungen an der Kostenstruktur einhergeht – so werden konzernweit 5 bis 6 Prozent der Mitarbeiter abgebaut, insbesondere in Bereichen mit nicht zufriedenstellenden Margen – vor allem aber auf einen weiteren Ausbau des Vertriebs gerichtet ist.

NAV-Ziel: 55 Euro bis 2025

Mit zahlreichen Vertriebsinitiativen soll die Wachstumsdynamik der gesamten Gruppe weiter verbessert werden, was letztlich auch höhere Margen ermöglichen würde. Durch die Kombination dieser beiden Aspekte soll der Substanzwert der Gesellschaft mittelfristig deutlich gesteigert werden. Bis Ende 2025 soll der Net Asset Value je Aktie, der im Juni letzten Jahres bei 38 Euro gelegen hat (der Dezemberwert wurde noch nicht veröffentlicht), auf 55 Euro steigen.

Neuer Ankeraktionär

Die positiven Perspektiven des Konzerns haben auch ein Family Office überzeugt, das im Dezember einen Teil des Aktienpakets erworben hat, das zuvor die in Liquidation befindliche PartnerFonds AG gehalten hatte. Der neue Ankeraktionär hält nun 15 Prozent und ist damit der dritte große Anteilseigner neben der Kreissparkasse Biberach (13,5 Prozent) und PartnerFonds, die immer noch einen Anteil von 26,9 Prozent halten und diesen weiter abbauen wollen.

Schätzungen etwas modifiziert

Wir waren bisher davon ausgegangen, dass Blue Cap auf Konzernebene im laufenden Jahr einen Umsatz von 342,2 Mio. Euro und ein EBITDA von 30,4 Mio. Euro erzielen kann. Mit der Veröffentlichung erster Zahlen für 2022 und dem Ausblick auf die laufende Periode haben wir unsere Schätzungen zu den einzelnen Portfoliounternehmen teilweise angepasst. In Summe gehen wir jetzt davon aus, dass Blue Cap 2023 einen Umsatz von 347,1 Mio. Euro und einen Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen von 30,8 Mio. Euro erwirtschaften wird. Für die Folgejahre rechnen wir im Trend – unter wieder besseren Rahmenbedingungen – mit einem soliden organi-

schen Wachstum (CAGR bis 2030: 6,2 Prozent) und einer moderaten Verbesserung der EBITDA-Marge von 8,9 Prozent in 2023 (bezogen auf den Umsatz) auf 9,6 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums, gleichbedeutend mit einem EBITDA von 50,8 Mio. Euro im Jahr 2030. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus diesen Schätzungen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen des Konzerns im Detailprognosezeitraum bis 2030. Weitere Details zur geschätzten Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung sind dem Anhang zu entnehmen.

Anpassung des Diskontierungszinses

Unseren Diskontierungszinssatz haben wir an die geänderten Rahmenbedingungen angepasst. Als Reaktion auf den Anstieg der Umlaufrendite haben wir den sicheren Zins in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Gleichzeitig haben wir den unterstellten FK-Zins für Blue Cap von 5,5 auf 6,0 Prozent erhöht. Bei einer Ziel-FK-Quote von jetzt 50 Prozent (bislang: 40 Prozent) und unveränderten Werten für die übrigen Parameter (Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta-Faktor 1,3, Steuersatz für das Tax-Shield 35 Prozent) resultieren daraus neue durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 7,0 Prozent (bislang: 6,9 Prozent).

Aktualisierung des Potenzialwerts

Mit diesem Update haben wir auch den Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2023 vollzogen. Außerdem haben unsere Anpassungen der Schätzungen zu Änderungen des Potenzialwerts der operativen Bereiche geführt. Höher fällt jetzt der Wert von H+E aus, da uns sowohl die deutliche Geschäftsbelegung im zweiten Halbjahr 2022 als auch der optimistische Ausblick auf die aktuelle Periode positiv überrascht haben, was sich positiv auf den Potenzialwert des Bereichs Plastics ausgewirkt hat. Demgegenüber gab es in den beiden anderen großen Segmenten Abschlüsse, die auf die etwas vorsichtigeren Schätzungen zu Neschen und Planatol (Bereich Adhesives & Coatings)

sowie zu Transline (Bereich Business Services) zurückzuführen sind. Insgesamt hat sich der Potenzialwert der Segmente gegenüber unserem letzten Update von 128,3 auf 132,2 Mio. Euro erhöht.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	49,8	57,2	+7,4
Adhesives & Coatings	25,3	23,6	-1,7
Business Services	51,4	49,6	-1,8
Others	1,7	1,7	0,0
Summe Segmente	128,3	132,2	+3,9
Minderheitsanteile	40,1	41,3	+1,2
Nettofinanz. Blue Cap	-0,1	-1,0	-0,9
Netto Immobilien	-0,9	-0,9	0,0
PW Gruppe	167,3	171,6	+4,3
je Aktie (Euro)	38,07	39,04	+0,97

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

Neues Kursziel: 39,00 Euro

Einen leichten Zuschlag gab es auch beim Wert der Minderheitsanteile (INHECO). Die Nettofinanzposition von Blue Cap schätzen wir wegen der aufgelaufenen (nicht umverteilten) Holdingkosten jetzt auf -1,0 Mio. Euro und den Beitrag aus Immobilien taxieren wir unverändert auf -0,9 Mio. Euro. In Summe hat sich der Potenzialwert der Gruppe von 167,3 auf 171,6 Mio. Euro erhöht, gleichbedeutend mit einem Anstieg von rd. 38,00 auf 39,00 Euro je Aktie. Das setzen wir als neues Kursziel (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). In Relation zum aktuellen Kurs bietet der Potenzialwert somit weiterhin ein erhebliches Aufwärtspotenzial von rund 70 Prozent. 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 letzten Jahr insgesamt sehr positiv entwickelt und den Umsatz um 30 Prozent auf 347,5 Mio. Euro gesteigert, was in eine Verbesserung des adjusted EBITDA um 23 Prozent auf 30,3 Mio. Euro umgemünzt werden konnte. In einem schwierigen makroökonomischen Umfeld stufen wir das als eine sehr respektable Leistung ein.

Für das laufende Jahr prognostiziert das Management sowohl für den Umsatz als auch für das bereinigte EBITDA Werte in etwa auf dem Niveau aus 2022. Da damit ausgelaufene Großaufträge bei der Tochter con-pearl kompensiert würden, impliziert die Prognose spürbare Fortschritte in der Breite des Portfolios.

Mittelfristig sieht das Management weitere Erlöszuwächse in Kombination mit Margensteigerungen als

wesentliche Werttreiber. Um das zu erreichen, werden derzeit beim Großteil der Portfoliogesellschaften neue Vertriebsmaßnahmen implementiert. Diese sollen maßgeblich dazu beitragen, dass der Net Asset Value von Blue Cap bis Ende 2025 auf 55 Euro je Aktie steigt.

Schon der letzte veröffentlichte NAV von 38 Euro per Juni 2022 deutet eine deutliche Unterbewertung der Aktie an, ebenso wie der von uns ermittelte neue Potenzialwert von 39 Euro je Anteilsschein (zuvor: 38 Euro). Wir sehen damit unverändert deutliches Aufwärtspotenzial für die Aktie und 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 bis 2022 bewährt und eine positive Konzernentwicklung ermöglicht.
- 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

- Neschen ist längere Zeit unter Plan geblieben. Der Umbau, der zu Wachstum und höheren Margen führen soll, ist noch nicht abgeschlossen.
- 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

- Die konjunkturellen Rahmenbedingungen bleiben schwierig und dämpfen die Entwicklung. Für 2023 erwartet das Management lediglich stabile Werte für Umsatz und adjusted EBITDA.
- Die stark inflationären Tendenzen erschweren Margenverbesserungen.
- 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.
- Größere Übernahmen würden eine Kapitalakquise erfordern, was im derzeitigen Marktumfeld zu Kursabschlägen führen könnte.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	171,0	164,5	157,8	151,8	146,3	144,1	147,4	151,4	156,0
1. Immat. VG	70,9	63,6	56,3	49,1	41,8	37,6	38,3	39,0	39,8
2. Sachanlagen	82,2	82,1	82,7	84,0	85,8	87,9	90,4	93,6	97,5
II. UV Summe	129,6	143,1	158,6	176,0	195,5	213,8	229,9	245,3	261,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	113,4	111,7	116,0	122,2	130,6	140,8	154,2	167,0	181,1
II. Rückstellungen	17,7	18,0	18,3	18,5	18,8	19,1	19,4	19,6	19,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	96,0	100,5	100,7	101,1	101,7	102,2	102,7	103,2	103,7
2. Kurzfristiges FK	73,5	77,4	81,5	85,9	90,7	95,8	101,1	106,8	112,9
BILANZSUMME	300,6	307,5	316,5	327,8	341,8	357,9	377,3	396,6	417,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	347,5	347,1	366,1	388,8	413,2	439,3	467,3	497,4	529,6
Gesamtleistung	372,1	357,9	377,4	400,9	426,0	452,9	481,8	512,8	546,1
Rohhertrag	181,8	168,3	178,6	190,1	202,5	214,8	228,5	243,2	259,0
EBITDA	44,3	30,8	34,4	37,7	41,3	43,5	45,3	47,7	50,8
EBIT	23,6	10,5	14,1	17,3	20,4	24,9	31,1	33,1	35,6
EBT	21,5	8,2	11,5	14,3	17,3	21,9	28,2	30,3	32,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	15,1	5,7	8,0	10,0	12,1	15,3	19,8	21,2	23,0
JÜ	14,3	6,0	8,4	10,5	12,7	16,1	20,8	22,2	24,1
EPS	3,26	1,37	1,92	2,39	2,89	3,67	4,72	5,06	5,48

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	20,5	16,3	21,7	27,7	32,4	33,2	32,8	34,3	36,2
CF aus Investition	-7,9	-14,6	-15,3	-16,2	-17,1	-18,1	-19,2	-20,3	-21,6
CF Finanzierung	-20,4	-6,2	-6,2	-6,4	-6,6	-8,2	-9,6	-11,5	-12,1
Liquidität Jahresanfa.	41,4	33,6	29,0	29,2	34,3	43,0	49,9	53,9	56,3
Liquidität Jahresende	33,6	29,0	29,2	34,3	43,0	49,9	53,9	56,3	58,8

Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	30,0%	-0,1%	5,4%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%
Rohtragsmarge	52,3%	48,5%	48,8%	48,9%	49,0%	48,9%	48,9%	48,9%	48,9%
EBITDA-Marge	12,8%	8,9%	9,4%	9,7%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%	9,6%
EBIT-Marge	6,8%	3,0%	3,9%	4,4%	4,9%	5,7%	6,7%	6,7%	6,7%
EBT-Marge	6,2%	2,4%	3,1%	3,7%	4,2%	5,0%	6,0%	6,1%	6,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,1%	1,7%	2,3%	2,7%	3,1%	3,7%	4,4%	4,5%	4,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	69,25	60,58	53,65	47,99	43,28
6,5%	57,79	51,12	45,66	41,12	37,28
7,0%	48,68	43,42	39,04	35,34	32,17
7,5%	41,27	37,05	33,48	30,43	27,78
8,0%	35,13	31,69	28,75	26,19	23,96

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), 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 09.03.2023 um 7:20 Uhr fertiggestellt und am 09.03.2023 um 8:30 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
25.10.2022	Buy	38,00 Euro	1), 3), 4)
01.09.2022	Buy	40,00 Euro	1), 3)
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)

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.