

11. Mai 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

## Verhaltener Start, aber Aussicht auf Belebung

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 22,60 € | Kursziel: 36,00 € (zuvor: 39,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

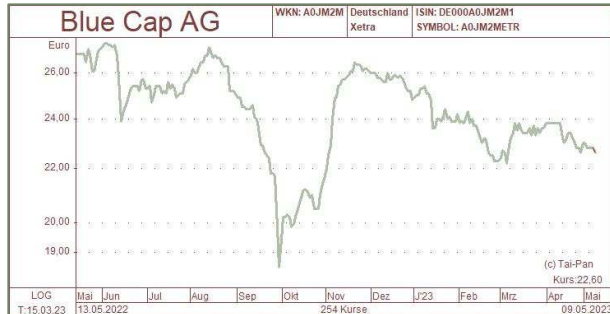
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

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

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



Mit der Vorlage des Geschäftsberichts für 2022 hat Blue Cap einen Anstieg der Erlöse um 30 Prozent auf 347,5 Mio. Euro bestätigt. Daraus resultierte eine Verbesserung des adjusted EBITDA um 23 Prozent auf 30,4 Mio. Euro, der Nettogewinn konnte dank einem ertragreichen Immobilienverkauf sogar von 5,2 auf 12,2 Mio. Euro mehr als verdoppelt werden. Der Start in das laufende Geschäftsjahr ist allerdings gemäß der ebenfalls kürzlich veröffentlichten Mitteilung für das erste Quartal ertragsseitig erwartungsgemäß schwächer verlaufen. Während der Umsatz um 8 Prozent auf 89,6 Mio. Euro gestiegen ist, reduzierte sich das bereinigte EBITDA um 30 Prozent auf 5,7 Mio. Euro. Das lag zum einen an einem sehr ertragsstarken Vorjahresquartal, in dem die Beteiligung con-pearl einen margenstarken Großauftrag abgearbeitet hatte, und zum anderen am Margendruck bei mehreren Gesellschaften (insb. Neschen, Planatol und H+E). Das Management von Blue Cap hat zahlreiche Maßnahmen zur Verbesserung des Vertriebs, der Kosten und des Cashflows eingeleitet und erwartet eine Verbesserung im Jahresverlauf. Damit soll der Umsatz mit 340 bis 355 Mio. Euro ebenso in etwa stabil bleiben wie die bereinigte EBITDA-Marge mit 8 bis 9 Prozent.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Beteiligungsgesellschaft
<b>Mitarbeiter:</b>	1.412
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0JM2M1
<b>Ticker:</b>	B7E:GR
<b>Kurs:</b>	22,60 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	4,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	99,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	187,8 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	34,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	29,20 / 18,00 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	12,5 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	233,0	267,3	347,5	344,0	362,8	385,6
EBIT (Mio. Euro)	21,4	7,8	17,0	7,8	12,4	16,6
Jahresüberschuss	16,6	5,2	12,2	3,9	6,9	9,8
EpS	4,15	1,24	2,78	0,88	1,58	2,23
Dividende je Aktie	1,00	0,85	0,90	0,90	0,90	0,90
Umsatzwachstum	3,2%	14,7%	30,0%	-1,0%	5,5%	6,3%
Gewinnwachstum	487,2%	-68,9%	136,8%	-68,2%	78,4%	41,2%
KUV	0,43	0,37	0,29	0,29	0,27	0,26
KGV	6,0	19,3	8,1	25,6	14,3	10,2
KCF	7,9	8,0	5,8	6,8	4,8	3,6
EV / EBIT	8,8	24,0	11,1	24,0	15,2	11,3
Dividendenrendite	4,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

## Umsatzwachstum bestätigt

Blue Cap hat kürzlich den Geschäftsbericht vorgelegt und damit die vorläufigen Zahlen bestätigt. Wie bereits vorab gemeldet worden war, hat der Konzernumsatz um 30 Prozent auf 347,5 Mio. Euro zugelegt. Wichtigster Treiber war der Bereich Business Services, dessen Erlöse dank der Übernahme von Transline und der erstmalig ganzjährigen Erfassung von HY-LINE, die sich auch noch operativ sehr stark entwickelt hat, von 17,6 auf 84,1 Mio. Euro vervielfacht hat. Auch der größte Bereich Plastics hat deutlich zugelegt, um 21 Prozent auf 163,7 Mio. Euro, und auch dort war es eine Mischung aus organischen Zuwächsen und Konsolidierungseffekten (H+E über volle zwölf Monate). Für eine detaillierte Analyse der Segmententwicklung siehe unser Update vom 9. März.

## Nettogewinn stark gestiegen

Das adjusted EBITDA hat sich um 23 Prozent auf 30,4 Mio. Euro erhöht und ist damit sogar geringfügig besser ausgefallen als vorläufig gemeldet (30,3 Mio. Euro). Die bereinigte Marge hat sich damit von 9,1 auf 8,6 Prozent reduziert, was insbesondere auf den margensenkenden Effekt von deutlich höheren Inputpreisen, die an die Kunden via Preiserhöhung weitergegeben werden, zurückzuführen ist. Das in der GuV ausgewiesene EBITDA ist mit 43,0 Mio. Euro (+69 Prozent) noch deutlich höher ausgefallen als der bereinigte Wert, da das Unternehmen von positiven Sondereffekten, vor allem aus dem ertragreichen Verkauf einer Immobilie, profitiert hat. Der Effekt hatte damit auch einen großen Anteil an der Verbesserung des Nettogewinns von 5,2 auf 12,2 Mio. Euro. Aufgrund dieser positiven Entwicklung haben die Gremien eine Erhöhung der Dividende von 0,85 auf 0,90 Euro vorgeschlagen. Wir hatten allerdings noch einen etwas höheren Nettogewinn von 14,3 Mio. Euro erwartet. Die Differenz resultiert maßgeblich aus einer Firmenwertabschreibung auf Transline im Rahmen des Impairment-Tests in Höhe von 4,3 Mio. Euro, mit der die nicht erwartungsgemäße Entwicklung im letzten Jahr und die Anpassungen der Planungen berücksichtigt wurde.

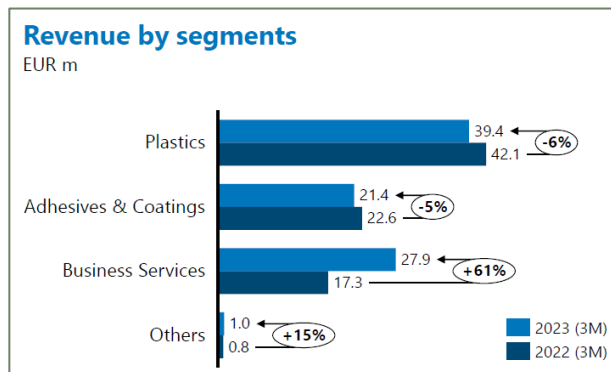
NAV	31.12.21	31.12.22	Änderung
Plastics	68,5	70,4	+3%
Adhes. & Coatings	34,5	25,8	-25%
Business Services	14,0	40,6	+190%
Others	2,3	1,3	-43%
<b>Summe Segmente</b>	<b>119,3</b>	<b>138,1</b>	<b>+16%</b>
NAV Minderheitsant.	33,4	26,6	-20%
Nettofinanz. Blue Cap	-1,9	-3,0	-
Netto Immobilien	22,0	-0,9	-
<b>NAV Gruppe</b>	<b>172,8</b>	<b>160,8</b>	<b>-7%</b>
<b>je Aktie</b>	<b>39,30</b>	<b>36,60</b>	<b>-7%</b>

in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Net Asset Value leicht gesunken

Der NAV-Beitrag des Bereichs Business Services, zu dem Transline gehört, ist trotzdem stark gestiegen, von 14,0 Mio. Euro im Vorjahr auf 40,6 Mio. Euro. Zurückzuführen ist das auf die Einbeziehung von Transline und die sehr starke operative Entwicklung der zweiten Segmentgesellschaft HY-LINE. Eine weitere größere Anpassung betraf die Sparte Adhesives & Coatings, wo bei beiden zugehörigen Gesellschaften Neschen und Planatol im Jahresverlauf ein gewisser Margendruck aufgetreten ist und die Bewertung von 34,5 auf 25,8 Mio. Euro abgenommen hat. Demgegenüber waren die Anpassungen in den beiden anderen Segmenten Plastics (+1,9 auf 70,4 Mio. Euro) und Others (-1,0 auf 1,3 Mio. Euro) überschaubar, obwohl von den Bewertungen der Peer-Gesellschaften insgesamt, in allen Bereichen, ein gewisser Abwärtsdruck ausgegangen ist. In Summe aller Anpassungen hat der Net Asset Value der Segmente im Jahr 2022 von 119,3 auf 138,1 Mio. Euro zugelegt. Einen Abschlag gab es hingegen auf den Wert der Minderheitsbeteiligung INHECO (von 33,4 auf 26,6 Mio. Euro), da hohe Investitionen in das künftige Wachstumspotenzial aktuell für rückläufige Erträge sorgen. In Verbindung mit der etwas gestiegenen Nettoverschuldung der Holding (von -1,9 auf -3,0 Mio. Euro) und dem nach den Verkäufen nun sogar leicht negativen Nettowert der Immobilien der Asset-Tochtergesellschaft (Buchwert abzüglich Verbindlichkeiten: -0,9

Mio. Euro, Vorjahr: +22,0 Mio. Euro) hat sich der Net Asset Value insgesamt im Jahr 2022 leicht reduziert, von 172,8 auf 160,8 Mio. Euro, was 36,60 Euro je Aktie (Vorjahr: 39,30 Euro) entspricht.



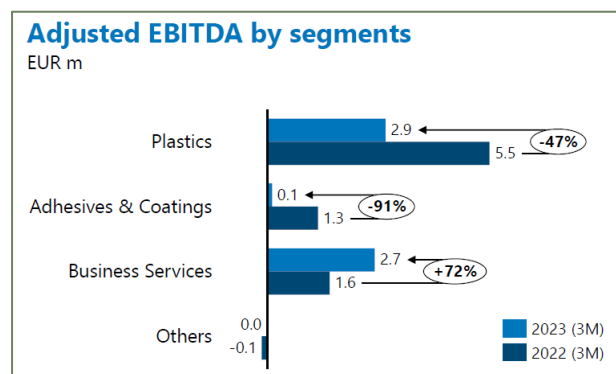
Quelle: Unternehmen

## Q1: Heterogene Entwicklung

Im ersten Quartal des laufenden Jahres sind die Erlöse im Bereich Plastics um 6 Prozent auf 39,4 Mio. Euro zurückgegangen. Von den drei Unternehmen der Sparte haben H+E ein deutliches und Uniplast ein leichtes Wachstum erzielt, während die Erlöse von con-pearl wegen des ausgelaufenen Großauftrags erwartungsgemäß deutlich rückläufig waren, aber höher als geplant ausgefallen sind. Ähnlich ist in Summe die Kontraktion im Bereich Adhesives & Coatings ausgefallen (-5 Prozent auf 21,4 Mio. Euro), da die zugehörigen Gesellschaften Neschen (im Geschäftsfeld Industrial Applications) und Planatol (in nahezu allen bedienten Segmenten) mit einer schwächeren Nachfrage konfrontiert waren. Demgegenüber befindet sich HY-LINE dank einem hohen Auftragsbestand weiter auf Wachstumskurs, was zusammen mit der zweiten Segmentgesellschaft Transline zu einem Umsatzwachstum der Sparte Business Services um 61 Prozent auf 27,9 Mio. Euro geführt hat. Die Steigerung ist aber zu einem substantiellen Teil anorganisch, weil Transline im letzten Jahr erst Anfang März erworben wurde. Organisch lag der Umsatz des Übersetzungsdienstleisters auf Vorjahresniveau. Von nur noch geringer Bedeutung ist der letzte Bereich Others, wo die enthaltene kleinste Gesellschaft nokra einen leicht höheren Umsatz erzielt hat.

## Ähnliches Bild bei den Margen

Unterschiedlich war auch die Ertragsentwicklung der Segmente. Der größte absolute Rückgang musste im Segment Plastics hingenommen, dessen bereinigtes EBITDA um 2,6 Mio. Euro oder 47 Prozent auf 2,9 Mio. Euro gesunken ist. Das lag vor allem an dem fehlenden Deckungsbeitrag aus dem im Vorjahr abgearbeiteten Großauftrag bei con-pearl, aber auch an einer reduzierten Profitabilität von H+E, wo die Weitergabe höherer Kosten an Kunden noch nicht final abgeschlossen wurde, was sich aber in Q2 ändern soll (dann werden auch positive Effekte der Strompreismbremse spürbar). Prozentual noch stärker war der Ergebniseinbruch im Bereich Adhesives & Coatings, wo das adjusted EBITDA wegen des Margendrucks bei Planatol und Neschen sogar nur noch minimal positiv ausgefallen ist (nach +1,3 Mio. Euro im Vorjahr). Dem stand ein Anstieg um 72 Prozent auf 2,7 Mio. Euro im Segment Business Services gegenüber, maßgeblich dank der starken Performance von HY-LINE. Das adjusted EBITDA von nokra (Bereich Others) war hingegen ausgeglichen.



Quelle: Unternehmen

## Umsatz steigt, Marge sinkt

Auf Konzernebene führte die skizzierte Entwicklung kumuliert zu einem Wachstum des Q1-Umsatzes um 8 Prozent auf 89,6 Mio. Euro. Die Hälfte davon war organisch, der Rest ist auf die Übernahme von Transline zurückzuführen. Der deutliche operative Ergebnismrückgang in den Segmenten Plastics sowie Adhesives & Coatings prägte auch die Konzernentwicklung mit einer Reduktion des bereinigten EBITDA von 8,2 auf 5,7 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Margenrückgang von 9,6 auf 6,3 Prozent. Das bereinigte

EBIT ist in absoluter Höhe noch etwas stärker zurückgegangen, von 4,8 auf 1,8 Mio. Euro, womit die Marge hier sogar von 5,7 auf 2,0 Prozent gesunken ist.

Konzernzahlen	Q1 2022	Q1 2023	Änderung
Umsatz	82,7	89,6	+8%
Adj. EBITDA	8,2	5,7	-30%
Adj.-EBITDA-Marge	9,6%	6,3%	-3,3Pp.
Adj. EBIT	4,8	1,8	-63%
Adj.-EBIT-Marge	5,7%	2,0%	-3,7Pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

### Intensiver Optimierungsprozess

Der Ausblick für den weiteren Jahresverlauf fällt vorsichtig optimistisch aus. Nach dem schwachen Jahresstart wird insbesondere für das zweite Halbjahr eine Besserung der Lage erwartet. Das Management arbeitet mit den Geschäftsführern der Beteiligungen intensiv daran, aus eigener Kraft (also ohne Rückenwind von der Gesamtwirtschaft) stabile Expansionspfade mit steigenden Margen bei den Gesellschaften zu etablieren. Für das laufende Jahr hat sich Blue Cap daher vor allem Optimierungsmaßnahmen vorgenommen, mit denen der Vertrieb verbessert, die Kos-

teneffizienz gesteigert und der Cashflow erhöht werden sollen. Auch synergetische Add-on-Akquisitionen sind selektiv denkbar. Demgegenüber ist der Zukauf einer eigenständigen neuen Plattformgesellschaft dieses Jahr eher unwahrscheinlich.

### In Summe stabiler Ausblick

Die Geschäftsentwicklung der einzelnen Sparten wird voraussichtlich weiter uneinheitlich verlaufen. Für den größten Bereich Plastics erwartet das Management einen Rückgang der Erlöse und der bereinigten EBITDA-Marge, vor allem wegen der Entwicklung bei con-pearl, wo der ausgelaufene Großauftrag nicht vollständig kompensiert werden kann. In den anderen beiden Segmenten sollen die Erlöse und die Marge allerdings steigen – im Bereich Adhesives & Coatings dürfte der Anstieg eher moderat ausfallen, in der Sparte Business Services hingegen deutlich. In Summe prognostiziert Blue Cap für das Gesamtjahr mit 340 bis 355 Mio. Euro einen Umsatz in der Nähe des Vorjahresniveaus. Auch die bereinigte EBITDA-Marge, für die ein Wert zwischen 8 und 9 Prozent angepeilt wird, wird sich bei einer Erfüllung der Pläne in etwa auf Vorjahresniveau bewegen. Nach dieser intensiven Optimierungsphase sollen die eingeleiteten Maßnah-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	344,0	362,8	385,6	410,0	436,0	463,8	493,7	525,8
Umsatzwachstum		5,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%
EBITDA	28,9	33,4	37,8	41,0	42,3	44,5	46,9	48,9
EBIT	7,8	12,4	16,6	19,4	23,0	29,7	31,6	33,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,3	3,7	5,0	5,8	6,9	8,9	9,5	9,9
NOPAT	5,5	8,7	11,6	13,6	16,1	20,8	22,1	23,1
+ Abschreibungen & Amortisation	22,0	22,0	22,1	22,6	20,2	15,8	16,3	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	27,5	30,6	33,8	36,2	36,4	36,6	38,4	40,0
- Zunahme Net Working Capital	-13,8	-11,0	-7,6	-5,9	-6,3	-6,7	-7,1	-7,6
- Investitionen AV	-15,5	-16,2	-17,0	-18,0	-18,9	-20,0	-21,2	-22,4
<b>Free Cashflow</b>	-1,8	3,5	9,1	12,3	11,1	9,9	10,1	9,9

SMC Schätzmodell

men ab 2024 dann noch stärkere Impulse bringen und eine deutliche Wertsteigerung der Beteiligungen bewirken. Das im März erstmals kommunizierte Ziel, den Net Asset Value bis Ende 2025 auf 55 Euro je Aktie zu steigern, wurde bekräftigt.

### Schätzungen etwas vorsichtiger

Wir haben die aktuellen Zahlen und den Ausblick zum Anlass genommen, unsere Schätzungen für mehrere der Beteiligungen anzupassen. Einerseits haben wir aufgrund der aktuellen Margenlage von H+E und Planatol die Annahmen zur operativen Rendite etwas abgesenkt und andererseits fällt zur Berücksichtigung der noch nicht zufriedenstellenden Geschäftsentwicklung von Neschen und nokra nun die unterstellte Umsatzkurve etwas niedriger aus. Daraus resultieren auch für den Gesamtkonzern etwas reduzierte Schätzungen: Während wir in diesem Jahr den Umsatz nun bei 344 Mio. Euro (bislang: 347,1 Mio. Euro) und das EBITDA bei 28,9 Mio. Euro (bislang: 30,8 Mio. Euro) sehen, erwarten wir für 2024 jetzt einen Anstieg der Erlöse auf 362,9 Mio. Euro (bislang: 366,1 Mio. Euro) und des Gewinns vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen auf 33,4 Mio. Euro (bislang: 34,4 Mio. Euro). Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2030, weitere Details enthält der Anhang. Neben diesen Anpassungen an den konsolidierten Gesellschaften, die sich in den Konzernzahlen direkt widerspiegeln, haben wir aufgrund der aktuellen Delle im Expansionspfad und des deutlichen Ergebnisrückgangs auch die Projektion für INHECO vorsichtiger gestaltet, was sich zwar nicht in den Konzernzahlen unmittelbar widerspiegelt, wohl aber im Net Asset Value bzw. in der Potenzialwertermittlung.

### Aktualisierung des Potenzialwerts

Die Anpassungen an den Schätzungen haben dazu geführt, dass die Potenzialwerte der Bereiche Plastics, Adhesives & Coatings sowie Others im Vergleich zu

unserem letzten Update leicht gesunken sind, bei Business Services gab es hingegen einen geringen Aufschlag. Insgesamt hat sich der Potenzialwert der Segmente damit um 3,9 auf 128,3 Mio. Euro reduziert.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	57,2	55,3	-1,9
Adhesives & Coatings	23,6	21,2	-2,4
Business Services	49,6	50,6	1,0
Others	1,7	1,1	-0,6
<b>Summe Segmente</b>	<b>132,2</b>	<b>128,3</b>	<b>-3,9</b>
Minderheitsanteile	41,3	34,0	-7,3
Nettofinanz. Blue Cap	-1,0	-3,0	-2,0
Netto Immobilien	-0,9	-0,9	0,0
<b>PW Gruppe</b>	<b>171,6</b>	<b>158,4</b>	<b>-13,2</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>39,04</b>	<b>36,03</b>	<b>-3,01</b>

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

### Neues Kursziel: 36,00 Euro

Deutlich niedriger ist jetzt auf Basis der neuen Schätzungen der Wert der Minderheitsbeteiligung an INHECO. Außerdem gab es noch eine kleine Abwärtsrevision der Nettofinanzposition von Blue Cap als Anpassung an den Stand von Ende 2022. In Summe hat sich der Potenzialwert der Gruppe von 171,6 auf 158,4 Mio. Euro reduziert, je Aktie ist der Wert damit von rd. 39,00 auf 36,00 Euro je Aktie gesunken, was wir als unser neues Kursziel setzen (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). In Relation zum aktuellen Kurs bietet der Potenzialwert somit weiterhin ein erhebliches Aufwärtspotenzial von rund 60 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

---

Der Start von Blue Cap in das laufende Jahr ist vor allem ertragsseitig schwach ausgefallen. Während die Erlöse im ersten Quartal um 8 Prozent auf 89,6 Mio. Euro gesteigert werden konnten, ist das bereinigte EBITDA von 8,2 auf 5,7 Mio. Euro gesunken. Damit ist die Marge von 9,6 auf 6,3 Prozent zurückgegangen.

Das Management zeigt sich für den weiteren Jahresverlauf trotzdem optimistisch. Der Fokus ist derzeit stark auf die Optimierung gerichtet. In der Breite des Portfolios wurden zahlreiche Maßnahmen eingeleitet, um den Vertrieb zu verbessern, die Kosten zu reduzieren und den Cashflow zu erhöhen. Das soll sich schon im zweiten Halbjahr positiv auswirken, eventuell in Verbindung mit etwas besseren Rahmenbedingungen. Seit März spürt das Unternehmen in verschiedenen Bereichen zumindest schon wieder einen anziehenden Auftragseingang.

Die Prognose für das Gesamtjahr sieht einen Umsatz von 340 bis 355 Mio. Euro vor, der damit in der Nähe des Vorjahreswerts liegen würde. Auch die bereinigte EBITDA-Marge soll stabil bei 8 bis 9 Prozent bleiben. Für die nächsten Jahre zeigt sich das Management zu-

versichtlich, dass die eingeleiteten Maßnahmen eine deutliche Wertsteigerung des Portfolios ermöglichen, und peilt weiterhin einen Net Asset Value von 55 Euro je Aktie bis Ende 2025 an.

In Reaktion auf die Zahlen des ersten Quartals haben wir unsere Schätzungen etwas vorsichtiger formuliert und erwarten für 2023 nun einen Umsatz von 344 Mio. Euro (bislang: 347,1 Mio. Euro) und ein EBITDA von 28,9 Mio. Euro (bislang: 30,8 Mio. Euro). Insgesamt fällt der Projektionspfad etwas niedriger aus, was zusammen mit einer Abwertung der Beteiligung INHECO und einer etwas erhöhten Nettofinanzverschuldung der Holding zu einer Reduktion des Potenzialwerts von bislang rd. 39,00 auf 36,00 Euro je Aktie geführt hat.

Trotzdem bietet dieses neue Kursziel immer noch ein erhebliches Aufwärtspotenzial für die Aktie. Wir trauen dem Konzern insgesamt eine positive Entwicklung zu und bekräftigen unser Urteil „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

- Aktuell wird bei den Portfoliogesellschaften ein umfassendes Optimierungsprogramm umgesetzt, mit dem das Potenzial für Wachstum und Margensteigerungen weiter verbessert werden soll.
- Schon ab dem zweiten Halbjahr 2023 soll sich die Geschäftslage wieder aufhellen.
- Mittelfristig sollen sich die Maßnahmen in einer deutlichen Wertsteigerung der Beteiligungen widerspiegeln. Bis Ende 2025 wird ein Anstieg des NAV von aktuell 36,60 Euro auf 55 Euro anvisiert.
- 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 insgesamt 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	169,1	163,4	157,5	152,4	147,8	146,5	150,7	155,6	161,1
1. Immat. VG	68,1	61,8	55,5	49,3	43,0	39,7	41,5	43,2	44,9
2. Sachanlagen	82,6	82,3	82,7	83,9	85,5	87,5	90,0	93,1	97,0
II. UV Summe	127,4	137,9	150,9	166,4	183,6	199,6	214,1	227,5	241,0
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	109,4	109,3	112,0	117,3	124,5	133,5	146,1	158,2	170,6
II. Rückstellungen	13,3	13,5	13,8	14,0	14,3	14,6	14,8	15,1	15,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	90,3	94,8	94,9	95,2	95,7	96,1	96,4	96,8	97,2
2. Kurzfristiges FK	85,8	89,7	93,7	98,2	102,9	108,0	113,3	119,0	125,0
<b>BILANZSUMME</b>	<b>298,7</b>	<b>307,3</b>	<b>314,4</b>	<b>324,8</b>	<b>337,4</b>	<b>352,1</b>	<b>370,7</b>	<b>389,0</b>	<b>408,1</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	347,5	344,0	362,8	385,6	410,0	436,0	463,8	493,7	525,8
Gesamtleistung	370,5	354,6	374,1	397,6	422,7	449,5	478,2	509,0	542,1
Rohertrag	179,7	166,1	176,7	188,9	201,3	213,6	226,8	241,4	256,6
EBITDA	43,0	28,9	33,4	37,8	41,0	42,3	44,5	46,9	48,9
EBIT	17,0	7,8	12,4	16,6	19,4	23,0	29,7	31,6	33,0
EBT	14,8	5,3	9,4	13,3	15,9	19,6	26,2	28,2	29,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	10,4	3,7	6,6	9,3	11,1	13,7	18,4	19,7	20,7
JÜ	12,2	3,9	6,9	9,8	11,7	14,4	19,3	20,7	21,8
EPS	2,78	0,88	1,58	2,23	2,66	3,27	4,39	4,72	4,95

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	17,0	14,6	20,7	27,4	31,8	31,8	31,7	33,1	34,2
CF aus Investition	-7,3	-15,5	-16,2	-17,0	-18,0	-18,9	-20,0	-21,2	-22,4
CF Finanzierung	-15,0	-6,5	-6,8	-7,0	-7,2	-8,2	-9,4	-11,4	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	41,4	35,1	27,8	25,5	28,9	35,5	40,1	42,5	43,1
Liquidität Jahresende	35,1	27,8	25,5	28,9	35,5	40,1	42,5	43,1	42,9

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	30,0%	-1,0%	5,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%
Rohertragsmarge	51,7%	48,3%	48,7%	49,0%	49,1%	49,0%	48,9%	48,9%	48,8%
EBITDA-Marge	12,4%	8,4%	9,2%	9,8%	10,0%	9,7%	9,6%	9,5%	9,3%
EBIT-Marge	4,9%	2,3%	3,4%	4,3%	4,7%	5,3%	6,4%	6,4%	6,3%
EBT-Marge	4,3%	1,5%	2,6%	3,5%	3,9%	4,5%	5,7%	5,7%	5,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,5%	1,1%	1,9%	2,5%	2,8%	3,3%	4,2%	4,2%	4,1%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	64,17	56,05	49,57	44,27	39,85
6,5%	53,53	47,27	42,16	37,90	34,31
7,0%	45,07	40,14	36,03	32,56	29,59
7,5%	38,19	34,23	30,88	28,01	25,53
8,0%	32,50	29,27	26,50	24,10	22,00

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 11.05.2023 um 7:50 Uhr fertiggestellt und am 11.05.2023 um 9:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
09.03.2023	Buy	39,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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.