

31. Juli 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

Optimierungsmaßnahmen führen zu Margenverbesserung

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 21,00 € | Kursziel: 33,40 € (zuvor: 36,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

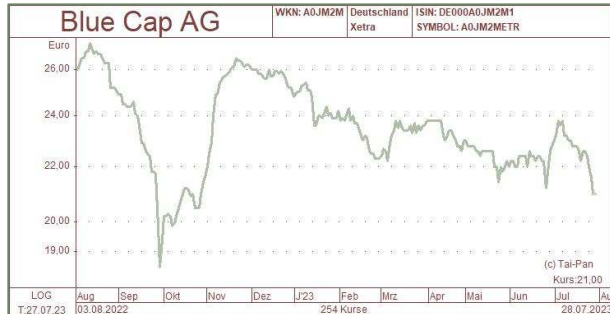
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

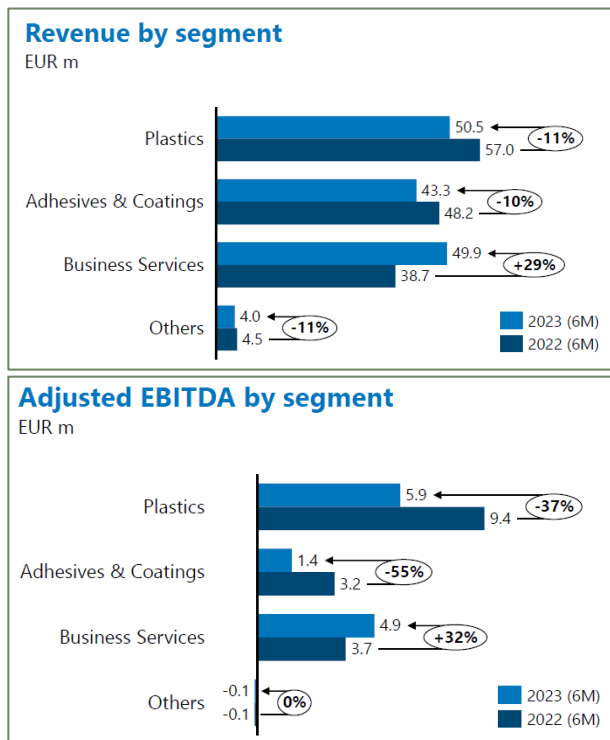
Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	1.412
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	21,00 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	94,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	182,4 Mio. Euro
Freefloat:	34,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	27,80 / 18,00 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	11,6 Tsd. Euro

In der aktuell rezessiven gesamtwirtschaftlichen Lage fokussiert sich Blue Cap auf Wachstums- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen bei den Portfoliogesellschaften und hat im zweiten Quartal ertragsseitig schon deutliche Fortschritte erzielt. Während die Q2-Erlöse mit 69,6 Mio. Euro noch unter dem Umsatz der ersten drei Monate (75,8 Mio. Euro – beides bereinigt um die verkaufte Gesellschaft Uniplast) lagen, hat sich das um Sondereffekte bereinigte EBITDA („adjusted“) zugleich von 4,8 auf 6,7 Mio. Euro erhöht. Damit wurde die Marge sehr deutlich, von 6,2 auf 9,7 Prozent, verbessert. Wegen des schwachen Jahresstarts und starker Vorjahreswerte ist sie im ersten Halbjahr – bei einem Rückgang des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen von 15,8 auf 11,5 Mio. Euro – aber noch von 10,5 auf 7,9 Prozent gesunken, wobei sich die Erlöse mit 145,4 Mio. Euro (-0,3 Prozent) in etwa auf dem Niveau aus 2022 bewegten. Dabei ist der letzte Beitrag von Uniplast (1. HJ 23: U 26,8 Mio. Euro, adj. EBITDA 1,3 Mio. Euro) jetzt als nicht fortgeführte Aktivität abgegrenzt, weshalb die Jahresumsatzprognose von 300 bis 320 Mio. Euro auf 275 bis 295 Mio. Euro angepasst wurde. Für die bereinigte EBITDA-Marge wird weiterhin ein Wert von 8 bis 9 Prozent anvisiert.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	233,0	267,3	347,5	283,2	290,8	310,9
EBIT (Mio. Euro)	21,4	7,8	17,0	4,0	8,2	11,5
Jahresüberschuss	16,6	5,2	12,2	1,3	3,9	6,2
EpS	4,15	1,24	2,78	0,30	0,88	1,38
Dividende je Aktie	1,00	0,85	0,90	0,90	0,90	0,90
Umsatzwachstum	3,2%	14,7%	30,0%	-18,5%	2,7%	6,9%
Gewinnwachstum	487,2%	-68,9%	136,8%	-89,1%	196,9%	56,7%
KUV	0,40	0,35	0,27	0,33	0,32	0,30
KGV	5,7	18,3	7,7	70,9	23,9	15,2
KCF	7,5	7,6	5,5	6,4	4,9	3,9
EV / EBIT	8,5	23,3	10,8	46,1	22,1	15,8
Dividendenrendite	4,8%	4,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%

Plastics: Rückgang nach starkem Vorjahr

Im größten Segment Plastics sind die Erlöse im ersten Halbjahr insgesamt um 11 Prozent auf 50,5 Mio. Euro zurückgegangen (ebenfalls bereinigt um Uniplast), was sich in einer überproportionalen Kontraktion des bereinigten EBITDA von 9,4 auf 5,9 Mio. Euro niedergeschlagen hat. Verantwortlich dafür war vor allem ein im Vorjahr abgearbeiteter margenstarker Großauftrag aus der Logistikbranche bei con-pearl. Die zweite Segmentgesellschaft, der Automobilzulieferer H+E, hat hingegen Zuwächse erzielt, vor allem dank weitergereicher Kostensteigerungen und Nachholeffekten aufgrund abnehmender Engpassprobleme in der Industrie, was vor allem das Geschäft in den ersten drei Monaten beflügelte hatte.



Quelle: Unternehmen

Adhesives & Coatings: Druck vom Markt

Im Bereich Adhesives & Coatings haben im ersten Halbjahr beide Spartengesellschaften unter einem Nachfragerückgang gelitten. Während der Klebstoffhersteller Planatol in nahezu allen Anwendungsfeldern Einbußen hinnehmen musste, wofür die Krise der Bauindustrie ein wesentlicher Einflussfaktor war, ist beim Folien- und Beschichtungsspezialisten Ne-

schen vor allem die Geschäftsentwicklung im Bereich Industrial Applications enttäuschend ausgefallen. Im zweiten Quartal gab es aber Anzeichen einer Belebung bei Neschen, zudem haben sich erste positive Ergebniseffekte der Kostensenkungsmaßnahmen eingestellt. Dadurch hat sich das bereinigte Segment-EBITDA wieder erholt, von nur noch 0,1 Mio. Euro in den ersten drei Monaten auf 1,3 Mio. Euro von April bis Juni. Auf Halbjahresbasis ist es dennoch von 3,2 auf 1,4 Mio. Euro zurückgegangen, während der Segmentumsatz um 10 Prozent auf 43,3 Mio. Euro abgenommen hat.

Business Services: Starke Entwicklung

Deutlich erfreulicher hat sich der Bereich Business Services entwickelt. Insbesondere die Gesellschaft HY-LINE konnte den kräftig erhöhten Auftragsbestand auch dank verbesserter Lieferketten in einen hohen Umsatz bei starken Margen ummünzen. Fortschritte gab es aber auch bei der zweiten Segmentgesellschaft Transline. Die Geschäfte des Übersetzungsdienstleisters haben sich im ersten Halbjahr belebt, so dass die Erlöse schließlich leicht über Vorjahr lagen. In Kombination mit den positiven Auswirkungen von Effizienzsteigerungsmaßnahmen führte das auch zu einer Margenverbesserung. Insgesamt haben die Erlöse des Bereichs Business Services um 29 Prozent auf 49,9 Mio. Euro zugelegt, während das bereinigte Segment-EBITDA um 32 Prozent auf 4,9 Mio. Euro gesteigert wurde. In den Vorjahreszahlen ist Transline erst ab dem Erwerbsdatum im März enthalten, daher ist das Wachstum zum Teil anorganisch.

nokra und INHECO mit Kontraktion

Im kleinsten Segment Others sind die Holding- und die Immobilienverwaltungsgesellschaft des Konzerns sowie die kleine operative Beteiligung nokra, deren Erlöse im ersten Halbjahr wegen Projektverschiebungen rückläufig waren, angesiedelt. Daher lag auch der Spartenumsatz unter Vorjahr (-11 Prozent auf 4,0 Mio. Euro) und das bereinigte EBITDA war mit -0,1 Mio. Euro erneut leicht negativ. Ebenfalls gesunken sind die Erlöse der einzigen operativen Minderheitsbeteiligung INHECO, die nicht zum Konsolidie-

rungskreis zählt (und daher auch in keinem Segment erfasst wird). Der Labordienstleister spürt aktuell das Ende des Corona-Booms und einen Lagerabbau bei den Kunden.

Konzernzahlen	6M 2022	6M 2023	Änderung
Umsatz	145,8	145,4	0%
Adj. EBITDA	15,8	11,5	-28%
Adj.-EBITDA-Marge	10,5%	7,9%	-2,5Pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Umsatz stagniert, Marge sinkt

Auf Konzernebene führte die Entwicklung der einzelnen konsolidierten Beteiligungen im ersten Halbjahr zu einem minimalen Umsatzrückgang um 0,3 Prozent auf 145,4 Mio. Euro (alle Zahlen noch vorläufig). Darin sind auch Konsolidierungseffekte erfasst, ohne die der Umsatz um -3 Prozent abgenommen hätte. Das bereinigte EBITDA ist mit 28 Prozent auf 11,5 Mio. Euro deutlich stärker gesunken, was in besonderem Maße auf den niedrigeren Ertragsbeitrag von conpearl nach der Finalisierung eines margenstarken Großauftrags im letzten Jahr zurückzuführen ist. Die bereinigte EBITDA-Marge hat sich damit von 10,5 auf 7,9 Prozent reduziert.

Relative Nettoverschuldung stabil

Das Net Working Capital hat sich im ersten Halbjahr leicht erhöht, um 6 Prozent auf 59,5 Mio. Euro, die Bilanzsumme ist aber trotzdem insgesamt gesunken. Daher konnte die Eigenkapitalquote mit 36 Prozent nahezu auf dem Stand vom Jahresende 2022 (37 Prozent) gehalten werden, obwohl sich das Eigenkapital wegen der Dividendenausschüttung und des negativen Halbjahresergebnisses von 109,4 auf 104,1 Mio. Euro reduziert hat. Ebenfalls rückläufig war die Nettofinanzverschuldung, die sich unter Berücksichtigung der Effekte aus dem Verkauf von Uniplast im ersten Halbjahr von 70,1 auf 62,3 Mio. Euro reduziert hat. In Relation zum rollierenden EBITDA der letzten zwölf Monate, das ebenfalls gesunken ist, ergibt sich ein nahezu stabiles Multiple von 2,7 (Ende Dezember: 2,6), das deutlich unter dem vom Management festgelegten Maximalwert (3,5) liegt.

Aussichten uneinheitlich

Die weiteren Aussichten der Portfoliounternehmen sind uneinheitlich, mehrere Gesellschaften spüren weiterhin die schwierigen Rahmenbedingungen. So ist bei den beiden Töchtern des größten Segments Plastics die Nachfrage im Moment tendenziell rückläufig, was für Margendruck sorgt. Auch das Unternehmen Planatol aus der Sparte Adhesives & Coatings spürt einen rückläufigen Bedarf, der aber mit einer intensivierten Vermarktung der Produkte, insbesondere im europäischen Ausland, kompensiert werden soll. Positive Effekte versprechen auch die bei Neschen eingeleiteten Maßnahmen, insbesondere die Initiativen zur Kundengewinnung im Bereich Industrial Applications und die Kostensenkungsmaßnahmen, so dass diese Gesellschaft auf den Wachstumspfad zurückkehren könnte. Diesen könnte inzwischen auch Transline aus dem Segment Business Services wieder erreicht haben, da sich die Marktbelebung und die Absatzinitiativen nach der abgeschlossenen Restrukturierung auszahlen. Demgegenüber zeichnet sich bei HY-LINE, dem Wachstumstreiber des Segments in den letzten anderthalb Jahren, nun ein Umsatzrückgang ab, da der Auftragseingang inzwischen unter den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen leidet. Bei der nicht konsolidierten Minderheitsbeteiligung IN-HECO könnte der Kontraktionsprozess hingegen im zweiten Quartal bereits den Tiefpunkt erreicht haben, unter anderem, da positive Umsatzimpulse vom Absatz an US-Biotech-Unternehmen erwartet werden.

Prognose nochmals angepasst

Mit der Meldung über den Verkauf von Uniplast (mit Erlösen von 56 Mio. Euro in 2022) hatte das Management im Juni die Umsatzprognose von 340 bis 355 Mio. Euro auf 300 bis 320 Mio. Euro reduziert und damit sowohl die entfallenden Erlöse der Beteiligung im zweiten Halbjahr als auch die Auswirkungen der schwachen Konjunkturlage berücksichtigt, wobei der Anpassungsbedarf wegen der letztgenannten Effekte lediglich moderat war. Da der Beitrag von Uniplast mit dem Halbjahresabschluss bereits als nicht fortgeführte Aktivität abgegrenzt wird, wurde der Erlösausblick nun noch einmal angepasst, auf 275 bis 295 Mio. Euro – die Differenz entspricht nahezu exakt dem Uniplast-Umsatz (26,8 Mio. Euro) im ersten

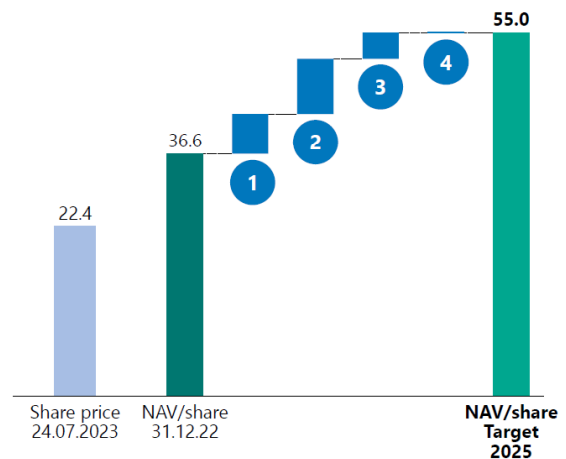
■ Medium term: NAV per share target of 55 Euro until 2025



Essential value drivers

- 1 **Growth:** Growth initiatives and medium-term economic recovery
- 2 **Margin:** Active cost and price management
- 3 Strong focus on cash flow enables consistent **de-leveraging**
- 4 **Note:** without possible effects from M&A transactions, no change in valuation multiples

Net Asset Value target of EUR 55 per share



NAV-Ziel für 2025; Quelle: Unternehmen

Halbjahr. Die Zielspanne für die bereinigte EBITDA-Marge wurde auf dem ursprünglichen Niveau von 8 bis 9 Prozent bestätigt. Mit der deutlichen Margenverbesserung im zweiten Quartal sieht sich das Unternehmen diesbezüglich trotz der schwachen Q1-Resultate im Plan. Trotzdem ist die Margenprognose damit im Prinzip etwas vorsichtiger, da Uniplast nur eine unterdurchschnittliche Marge von 5 Prozent erzielt hat – die Umgliederung in die nicht fortgeführten Aktivitäten ist damit ceteris paribus margenerhöhend, was in der Zielspanne aber nicht abgebildet wurde.

Mittelfristaussichten bleiben positiv

Auch wenn die Entwicklung aktuell durch die rezessive Gesamtlage etwas gebremst wird, ist das Management für die mittlere Sicht unverändert optimistisch. Das Vertrauen beruht auf der gestärkten Portfoliostruktur (mit mehreren Verkäufen und dem erfolgreichen Aufbau des Segments Business Services) und zahlreichen Wachstumsinitiativen und Optimierungsmaßnahmen bei den Töchtern. Diese sollen mittelfristig eine deutlich positive Wirkung entfalten, erst recht, wenn von der gesamtwirtschaftlichen Lage wieder mehr Rückenwind kommt. Zusammen mit einem starken Fokus auf Kosten, Margen und Cashflows soll das zu einer kräftigen organischen Wertstei-

gerung des Portfolios führen (siehe Abbildung oben). Bis Ende 2025 soll der Net Asset Value, der Ende letzten Jahres noch bei 36,60 Euro je Aktie gelegen hat, auf 55 Euro steigen. Positive Effekte aus M&A-Transaktionen kämen noch dazu.

Schätzungen überarbeitet

Wir haben die detaillierten Informationen zu der Entwicklung und den Perspektiven der Portfoliogesellschaften zum Anlass genommen, unsere Schätzungen zu überarbeiten und diese in Summe noch etwas konservativer zu gestalten. Wegen des vorsichtigen Ausblicks und der schwierigen Branchenlage haben wir das für 2023 und 2024 unterstellte Wachstum von H+E leicht reduziert und zugleich die Marge abgesenkt. Bei Planatol erwarten wir nun für 2023 eine stärkere Kontraktion als bislang, was sich auch negativ auf die Marge auswirken dürfte. Dasselbe gilt für nokra. HY-LINE dürfte hingegen 2023 wegen des hohen Auftragsbestands – wie bislang schon modelliert – wachsen, für 2024 erwarten wir aufgrund der Schwäche des Auftragseingangs jetzt aber einen Umsatzrückgang (und 2025 die Rückkehr auf den Wachstumspfad). Demgegenüber haben wir für Transline die Wachstums- und Margenschätzung für die laufende Periode etwas erhöht, auch Neschen se-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	283,2	290,8	310,9	331,9	353,7	377,0	401,9	428,8
Umsatzwachstum		2,7%	6,9%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%
EBITDA	25,0	28,5	31,6	35,4	36,5	38,3	40,2	42,3
EBIT	4,0	8,2	11,5	15,2	19,0	25,5	27,2	29,0
Steuersatz	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	2,5	3,5	4,6	5,7	7,7	8,2	8,7
NOPAT	3,6	5,8	8,1	10,7	13,3	17,9	19,1	20,3
+ Abschreibungen & Amortisation	22,0	21,2	21,0	21,1	18,4	13,8	14,0	14,3
+ 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	25,6	27,0	29,1	31,8	31,8	31,6	33,0	34,6
- Zunahme Net Working Capital	-11,3	-8,8	-6,1	-4,7	-5,0	-5,4	-5,8	-6,2
- Investitionen AV	-4,1	-10,3	-14,1	-14,9	-15,7	-16,6	-17,6	-18,6
Free Cashflow	10,2	8,0	8,9	12,2	11,0	9,7	9,7	9,8

SMC Schätzmodell

hen wir nach den erzielten Fortschritten nun positiver (vor allem margenseitig). Schließlich haben wir auch die Wachstums- und Margenschätzungen der Minderheitsbeteiligung INHECO noch etwas konservativer gestaltet.

Umsatz und EBITDA niedriger

Auf Konzernebene haben wir die Zahlen für 2023 um den Beitrag von Uniplast bereinigt. In Summe rechnen wir nun mit einem Konzernumsatz von 283,2 Mio. Euro (bislang: 315,1 Mio. Euro) und einem EBITDA von 25,0 Mio. Euro (bislang: 27,4 Mio. Euro). Für 2024 kalkulieren wir konservativ mit einem Anstieg der Erlöse auf 290,8 Mio. Euro (bislang: 302,2 Mio. Euro) und einem EBITDA von 28,5 Mio. Euro (bislang: 29,6 Mio. Euro). Die Tabelle oben zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2030, weitere Details enthält der Anhang.

Aktualisierung des Potenzialwerts

Die Anpassungen an den Schätzungen haben dazu geführt, dass der Potenzialwert des Bereichs Business Services etwas deutlicher und derjenige der Sparten

Plastics und Others leicht gesunken ist. Eine Aufwärtsrevision gab es hingegen in Bezug auf das Segment Adhesives & Coatings. Insgesamt hat sich der Potenzialwert der Segmente damit um 5,2 Mio. Euro auf 111,5 Mio. Euro reduziert.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	43,0	41,1	-1,9
Adhesives & Coatings	21,4	25,4	+4,0
Business Services	51,1	44,3	-6,8
Others	1,2	0,7	-0,5
Summe Segmente	116,7	111,5	-5,2
Minderheitsanteile	34,2	31,2	-3,0
Nettofinanz. Blue Cap	8,5	8,0	-0,5
Netto Immobilien	-0,9	-0,9	0,0
PW Gruppe	158,5	149,8	-8,7
je Aktie (Euro)	36,05	33,39	-2,66

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

Neues Kursziel: 33,40 Euro

Ebenfalls etwas niedriger liegt auf Basis der neuen Schätzungen der Wert der Minderheitsbeteiligung an INHECO. Außerdem gab es noch eine kleine Ab-

wärtsrevision der Nettofinanzposition von Blue Cap zur Berücksichtigung der laufenden Kosten. In Summe hat sich der Potenzialwert der Gruppe von 158,5 auf 149,8 Mio. Euro reduziert, je Aktie ist er damit von rd. 36,00 auf 33,40 Euro gesunken, was wir als neues Kursziel setzen (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dabei haben wir die Aktienzahl leicht erhöht (von 4,4 auf 4,5 Mio. Euro) und damit die kleine Kapitalerhöhung berücksichtigt, die daraus resultierte, dass Aktionäre mit einem Anteil von rd. 70 Prozent am Grundkapital

die erstmalige Möglichkeit einer Aktiendividende als Alternative zur Barausschüttung genutzt haben. In Relation zum aktuellen Kurs bietet der Potenzialwert trotz der Reduktion ein erhebliches Aufwärtspotenzial von rund 60 Prozent und bringt damit die positiven mittelfristigen Perspektiven der Gesellschaft zum Ausdruck. 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

In einem rezessiven Umfeld hat sich Blue Cap insgesamt gut behauptet. Bereinigt um den Beitrag einer verkauften Gesellschaft konnte der Umsatz im ersten Halbjahr mit 145,4 Mio. Euro nahezu stabil gehalten werden. Das bereinigte EBITDA reduzierte sich zwar gegenüber dem starken Vorjahreswert deutlich von 15,8 auf 11,5 Mio. Euro, das war aber vor allem dem schwachen ersten Quartal geschuldet, in dem die Marge auf 6,2 Prozent abgesunken war. Anschließend hat sie sich wieder auf 9,7 Prozent erholt.

Der Fokus des Managements ist im Moment weiterhin stark auf Optimierungsmaßnahmen und Initiativen zur Erhöhung des Wachstumstempos ausgerich-

tet. Das soll bis Ende 2025 auf organischer Basis zu einer Steigerung des Net Asset Values auf 55 Euro je Aktie führen, nach 36,60 Euro Ende letzten Jahres.

Wir sehen dafür gute Erfolgchancen, haben unsere Schätzungen aufgrund der aktuell schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage aber noch etwas vorsichtiger gestaltet. Der neue Potenzialwert von 33,40 Euro (bislang 36,00 Euro) signalisiert aber weiterhin eine deutliche Unterbewertung der Aktie und ein Kurspotenzial von rd. 60 Prozent. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir 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 sieben 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

- Aus dem Verkauf von Uniplast wird 2023 ein deutlicher Cash-Zufluss resultieren.
- Aktuell wird bei den Portfoliogesellschaften ein umfassendes Optimierungsprogramm umgesetzt, mit dem das Potenzial für Wachstum und Margensteigerungen weiter verbessert werden soll.
- 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

- Die organische Dynamik ist derzeit konjunkturbedingt niedrig.
- Bei mehreren Gesellschaften des Portfolios nimmt der Margendruck aktuell zu.
- 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. Mit dem Verkauf von Uniplast wird der Umsatz 2023 sinken und die bereinigte EBITDA-Marge soll sich in etwa auf Vorjahresniveau bewegen.
- 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 Akquisitionsoptionen 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
AKTIVA									
I. AV Summe	169,1	158,1	150,2	143,2	136,9	134,2	137,0	140,6	144,9
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	77,9	76,2	75,5	75,5	76,0	77,1	79,0	81,6
II. UV Summe	127,4	141,2	152,8	165,8	181,1	196,2	209,4	221,5	233,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	109,4	108,9	108,6	110,4	114,8	122,4	133,5	143,8	154,9
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	90,3	90,6	90,9	91,3	91,7	92,1	92,4	92,8
2. Kurzfristiges FK	85,8	88,9	92,3	95,9	99,8	104,0	108,3	113,0	117,9
BILANZSUMME	298,7	301,6	305,2	311,3	320,2	332,6	348,7	364,3	381,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	347,5	283,2	290,8	310,9	331,9	353,7	377,0	401,9	428,8
Gesamtleistung	370,5	292,8	299,8	320,6	342,2	364,7	388,6	414,4	442,1
Rohertrag	179,7	138,7	143,4	152,5	164,2	174,5	185,7	197,8	210,8
EBITDA	43,0	25,0	28,5	31,6	35,4	36,5	38,3	40,2	42,3
EBIT	17,0	4,0	8,2	11,5	15,2	19,0	25,5	27,2	29,0
EBT	14,8	1,4	5,4	8,4	12,0	15,9	22,5	24,2	26,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	10,4	1,3	3,8	5,9	8,4	11,1	15,7	17,0	18,2
JÜ	12,2	1,3	3,9	6,2	8,8	11,7	16,5	17,8	19,1
EPS	2,78	0,30	0,88	1,38	1,97	2,61	3,68	3,97	4,26

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	17,0	14,7	19,3	24,4	28,8	28,7	28,3	29,4	30,6
CF aus Investition	-7,3	-4,1	-10,3	-14,1	-14,9	-15,7	-16,6	-17,6	-18,6
CF Finanzierung	-15,0	-4,5	-6,7	-7,1	-7,3	-7,1	-8,3	-10,3	-10,8
Liquidität Jahresanfa.	41,4	35,1	41,3	43,6	46,8	53,5	59,4	62,8	64,4
Liquidität Jahresende	35,1	41,3	43,6	46,8	53,5	59,4	62,8	64,4	65,6

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	30,0%	-18,5%	2,7%	6,9%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%
Rohtragsmarge	51,7%	49,0%	49,3%	49,1%	49,5%	49,3%	49,3%	49,2%	49,2%
EBITDA-Marge	12,4%	8,8%	9,8%	10,2%	10,7%	10,3%	10,2%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	4,9%	1,4%	2,8%	3,7%	4,6%	5,4%	6,8%	6,8%	6,8%
EBT-Marge	4,3%	0,5%	1,8%	2,7%	3,6%	4,5%	6,0%	6,0%	6,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,5%	0,5%	1,4%	2,0%	2,7%	3,3%	4,4%	4,4%	4,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	57,82	50,77	45,14	40,53	36,70
6,5%	48,59	43,16	38,71	35,01	31,89
7,0%	41,25	36,96	33,39	30,37	27,79
7,5%	35,27	31,83	28,91	26,41	24,25
8,0%	30,32	27,51	25,09	23,01	21,18

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 31.07.2023 um 10:25 Uhr fertiggestellt und am 31.07.2023 um 11:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
19.06.2023	Buy	36,00 Euro	1), 3), 4)
11.05.2023	Buy	36,00 Euro	1), 3), 4)
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.