

24. August 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Blue Cap AG

Talsole der NAV-Entwicklung könnte erreicht sein

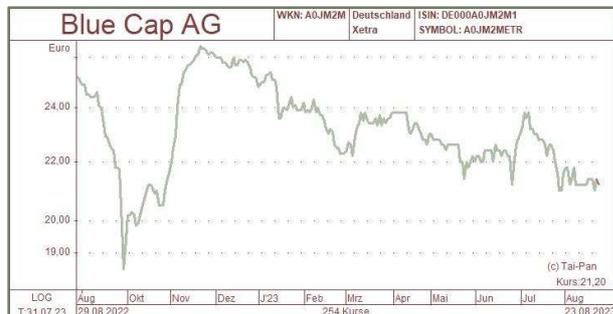
Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 21,20 € | **Kursziel:** 31,30 € (bislang: 33,40 €)

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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	1.475 (6M 23)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	21,20 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	95,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	202,2 Mio. Euro
Freefloat:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	26,80 / 18,00 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	11,7 Tsd. Euro

Umsatz stabil

Blue Cap hat den Bericht für das erste Halbjahr 2023 vorgelegt. Wie vorab bereits gemeldet, hat sich der Umsatz auf vergleichbarer Basis – das verkaufte Unternehmen Uniplast wurde jetzt als nicht fortgeführte Aktivität eingestuft – um 0,3 Prozent auf 145,4 Mio. Euro reduziert. Da die Detailzahlen der Segmente bereits im Juli veröffentlicht und nun bestätigt wurden, verweisen wir diesbezüglich auf unser ausführliches Update vom 31. Juli.

EBITDA rückläufig

Während das um Sondereffekte bereinigte EBITDA („adjusted“), wie ebenfalls bereits bekannt, um 27,5 Prozent auf 11,5 Mio. Euro zurückgegangen ist (siehe dazu ebenfalls unser letztes Update), wurde nun auch der tatsächlich bilanzierte Wert des Gewinns vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen veröffentlicht, der mit 10,4 Mio. Euro nur leicht unter der bereinigten Größe lag. Im Vorjahresvergleich (29,5 Mio. Euro) stellt das einen deutlichen Rückgang dar, wobei 2022 hohe Einmalserträge aus Asset-Verkäufen (15,0 Mio. Euro, vor allem ein Immobilienverkauf) angefallen waren. Die operative Entwicklung und Konsolidie-

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	1,6	8,5	12,4
JÜ (Mio. Euro)	16,6	5,2	12,2	-7,2	3,6	6,4
EpS (Euro)	4,15	1,24	2,78	-1,61	0,80	1,44
Dividende je Aktie (Euro)	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%	-	-	79,9%
KUV	0,41	0,36	0,27	0,34	0,33	0,31
KGV	5,7	18,5	7,8	-	26,6	14,8
KCF	7,6	7,6	5,6	10,1	5,0	3,9
EV / EBIT	9,5	25,9	11,9	127,4	23,7	16,3
Dividendenrendite	4,7%	4,0%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%

rungeffekte (Umgliederung Uniplast und Erwerb Transline im Vorjahr) haben insgesamt dazu geführt, dass die Materialkosten (-3,3 Prozent) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-4,6 Prozent) auf Konzernebene gegenüber dem Vorjahr etwas abgenommen und die Personalkosten (+8,8 Prozent) deutlich zugelegt haben.

EBIT leicht negativ

Während die ausgewiesenen Abschreibungen im ersten Halbjahr mit rund 10 Mio. Euro nahezu unverändert gegenüber dem Vorjahr geblieben sind, stellte der von 0,9 auf -0,7 Mio. Euro gesunkene Ergebnisanteil an assoziierten Unternehmen eine Zusatzbelastung für das EBIT dar. Hier spiegelt sich die deutlich verschlechterte Ertragsituation der Minderheitsbeteiligung INHECO wider (siehe unten). Zusammen mit Wertminderungen in Höhe von 0,35 Mio. Euro resultierte daraus ein Halbjahres-EBIT von -0,6 Mio. Euro, gegenüber dem durch die positiven Sondereffekte geprägten Vorjahreswert in Höhe von 20,4 Mio. Euro. Das bereinigte EBIT hat sich hingegen von 10,1 auf 4,1 Mio. Euro reduziert, gleichbedeutend mit einem Rückgang der Marge von 6,7 auf 2,8 Prozent. Neben der Ergebnisverschlechterung von INHECO war dafür maßgeblich ein geringeres Ergebnis der Beteiligung con-pearl verantwortlich, die im Vorjahr von einem margenstarken Großauftrag profitiert hatte (siehe dazu auch unser Update vom 31. Juli).

Halbjahresverlust von 7,9 Mio. Euro

Unter dem Strich musste Blue Cap für das erste Halbjahr einen Nettoverlust von -7,9 Mio. Euro ausweisen, nach einem Überschuss von 14,4 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Neben dem deutlich niedrigeren EBIT war dafür auch die moderate Verschlechterung des Finanzergebnisses (von -0,8 auf -1,8 Mio. Euro) verantwortlich, sowie der mit dem Verkauf von Uniplast erfasste Entkonsolidierungsverlust von 6,4 Mio. Euro (der zu einem bilanzierten Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen von -6,1 Mio. Euro geführt hat). Mit der Transaktion werden zwar insgesamt Einnahmen im niedrigen zweistelligen Millionenbereich erzielt, die um 17 Prozent über dem NAV-Ansatz von Ende 2022 liegen, der bilanzielle

Buchwert der Assets wurde aber zugleich deutlich unterschritten.

Geschäftszahlen	6M 22	6M 23	Änderung
Umsatz	145,8	145,4	-0,3%
Gesamtleistung	166,9	147,0	-11,9%
EBITDA	29,5	10,4	-64,7%
Adj. EBITDA	15,8	11,5	-27,5%
Adj.-EBITDA-Marge	10,5%	7,9%	-2,6Pp.
EBIT	20,4	-0,6	-
Adj. EBIT	10,1	4,1	-59,2%
Adj.-EBIT-Marge	6,7%	2,8%	-3,9Pp.
Nettoergebnis	14,8	-7,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Positiver Free-Cashflow

Trotz des Halbjahresverlusts wurde ein positiver operativer Cashflow in Höhe von 7,9 Mio. Euro erwirtschaftet, der deutlich über dem Vorjahreswert (-4,8 Mio. Euro) ausgefallen ist. Die Verbesserung ist maßgeblich auf einen Vorratsabbau (Effekt: +3,2 Mio. Euro, Vorjahr: -6,3 Mio. Euro), eine geringere Belastung durch den Forderungsaufbau (-4,6 Mio. Euro; Vorjahr: -10,8 Mio. Euro) und einen positiven Einfluss der Änderung der übrigen Verbindlichkeiten (+2,8 Mio. Euro, Vorjahr: -3,5 Mio. Euro) zurückzuführen. Nach Abfluss der Auszahlungen für Investitionsstätigkeit (-2,2 Mio. Euro, Vorjahr: -4,3 Mio. Euro), die 2023 bislang maßgeblich durch die Sachanlageinvestitionen geprägt sind, resultiert daraus ein positiver Free-Cashflow in Höhe von 5,7 Mio. Euro (Vorjahr: -9,2 Mio. Euro). Zugleich sind die Auszahlungen für Tilgungen und Zinszahlungen (Finanzierungs-Cashflow -10,5 Mio. Euro) deutlich höher ausgefallen, so dass der Finanzmittelfonds im bisherigen Jahresverlauf von 24,0 auf 19,1 Mio. Euro abgenommen hat.

EK-Quote jetzt 34,6 Prozent

Durch den Halbjahresverlust und die Dividende hat sich das Eigenkapital von 109,4 auf 97,8 Mio. Euro reduziert. Zwar ist auch die Summe aus Rückstellungen und Verbindlichkeiten gesunken, aber prozentual

nicht so deutlich (nämlich von 189,3 auf 184,5 Mio. Euro), so dass die Eigenkapitalquote seit dem Jahresbeginn von 36,6 auf 34,6 Prozent zurückgegangen ist. Die Relation der Nettoverschuldung zum EBITDA beträgt damit nun 3,1, was immer noch solide unter dem vom Management formulierten Maximalwert in Höhe von 3,5 liegt. Unter Berücksichtigung der Effekte aus dem Abschluss des Uniplast-Verkaufs sinkt das Multiple zudem auf 2,7.

NAV	31.12.22	30.06.23	Änderung
Plastics	70,4	50,7	-28%
Adhes. & Coatings	25,8	23,7	-8%
Business Services	40,6	49,2	+21%
Others	1,3	2,5	+92%
Summe Segmente	138,1	126,1	-9%
NAV Minderheitsant.	26,6	9,5	-64%
Nettofinanz. Blue Cap	-3,0	-0,5	-83%
Netto Immobilien	-0,9	1,0	-
NAV Gruppe	160,8	136,2	-15%
je Aktie	36,60	30,36	-17%

in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

NAV geht deutlich zurück

Deutlich gesunken ist im ersten Halbjahr der von der Gesellschaft berechnete Net Asset Value. Dieser belief sich am Stichtag auf 136,2 Mio. Euro oder 30,36 Euro je Aktie, ein Rückgang um 17 Prozent gegenüber dem Stand vom Jahresende 2022. Hauptverantwortlich dafür ist die Neubewertung der Minderheitsbeteiligung an dem Laborausrüster INHECO, der nach dem Corona-Boom nun mit einem Umsatzeinbruch konfrontiert ist und aktuell ein Restrukturierungsprogramm durchführt, um die Kostenbasis an die neue Situation anzupassen. Ebenfalls abgewertet wurden die Anteile an Planatol (Segment Adhesives & Coatings) und con-pearl (Segment Plastics), während HY-LINE (Segment Business Services) eine signifikante Wertsteigerung erfahren hat.

Prognose bekräftigt

Den Ausblick für das Gesamtjahr hat das Unternehmen bekräftigt. Demgemäß soll weiterhin ein Umsatz

zwischen 275 und 295 Mio. Euro und eine Adjusted EBITDA-Marge von 8 bis 9 Prozent erreicht werden. Mehrere Gesellschaften spüren aktuell den Gegenwind von der gesamtwirtschaftlichen Lage, weshalb Maßnahmen zur Ertragsicherung durchgeführt und weitgehend abgeschlossen worden sind. Jetzt richtet sich der Fokus stärker auf Initiativen zur Förderung des Wachstumspotenzials, die vor allem mittelfristig zu einer deutlichen Beschleunigung der Dynamik führen sollen, was bis 2025 einen Anstieg des Net Asset Value auf 55 Euro je Aktie ermöglichen soll. Beiträge aus dem anorganischen Wachstum sind da noch nicht eingeplant, obwohl weitere Zukäufe sehr wahrscheinlich sind. Derzeit liegt der Fokus nach aktuellen Aussagen auf Add-on-Akquisitionen für HY-LINE.

Anpassung der Schätzungen

Wir hatten mit den umfangreichen Informationen zur operativen Entwicklung, die bereits anlässlich der Veröffentlichung der vorläufigen Halbjahreszahlen bereitgestellt wurden, unsere Schätzungen zu den einzelnen Beteiligungen angepasst und lassen diese weitgehend unverändert (abgesehen von kleineren Anpassungen an den Kostenquoten). Größere Änderungen gab es aber bei den Konzernzahlen. Wir haben die sonstigen betrieblichen Erträge reduziert und stattdessen den ausgewiesenen Entkonsolidierungsverlust aus der Uniplast-Transaktion integriert. Außerdem fallen die Abschreibungen voraussichtlich geringer aus, als von uns bislang erwartet, zugleich haben wir aber die Schätzungen zum Zinsaufwand angehoben. In Summe erwarten wir für 2023 nun bei einem Umsatz von 283,2 Mio. Euro (unverändert) ein EBITDA von 23,4 Mio. Euro (bislang: 25,0 Mio. Euro) und ein Nettoergebnis von -7,2 Mio. Euro (bislang: +1,3 Mio. Euro). Für das nächste Jahr rechnen wir weiterhin konservativ mit einem Umsatzwachstum um 2,7 Prozent auf 290,8 Mio. Euro, das zu einem EBITDA von 28,5 Mio. Euro (unverändert) und zu einem Nettoergebnis von 3,6 Mio. Euro (bislang: 3,9 Mio. Euro) führt. Die Tabelle oben auf der nächsten Seite zeigt die wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2030, die aus unseren Schätzungen resultieren. Weitere Details enthält der Anhang.

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	23,4	28,5	31,6	35,4	36,5	38,3	40,2	42,3
EBIT	1,6	8,5	12,4	16,8	19,8	26,3	27,8	29,5
Steuersatz	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,2	2,6	3,7	5,0	5,9	7,9	8,4	8,8
NOPAT	1,4	6,0	8,7	11,7	13,8	18,4	19,5	20,6
+ Abschreibungen & Amortisation	20,4	20,0	19,7	19,6	17,7	13,0	13,4	13,8
+ 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	21,8	25,9	28,4	31,4	31,6	31,4	32,8	34,5
- Zunahme Net Working Capital	-8,0	-8,6	-5,9	-4,5	-4,8	-5,2	-5,6	-6,0
- Investitionen AV	2,3	-9,6	-13,3	-14,1	-15,0	-15,9	-16,8	-17,9
Free Cashflow	16,1	7,8	9,1	12,7	11,8	10,4	10,4	10,6

SMC-Schätzmodell

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	41,1	50,6	+9,5
Adhesives & Coatings	25,4	25,6	+0,2
Business Services	44,3	49,7	+5,4
Others	0,7	0,8	+0,1
Summe Segmente	111,5	126,6	+15,1
Minderheitsanteile	31,2	13,3	-17,9
Nettofinanz. Blue Cap	8	-0,5	-8,5
Netto Immobilien	-0,9	1,0	+1,9
PW Gruppe	149,8	140,4	-9,4
je Aktie (Euro)	33,39	31,30	-2,09

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

Aktualisierung des Potenzialwerts

Auch bei der Potenzialwertermittlung gab es deutliche Anpassungen. Wir haben einerseits – weiterhin vorläufig – die Zuflüsse aus dem Verkauf von Uniplast berücksichtigt und jetzt dem Bereich Plastics zugeschlagen (bisher war das pauschal bei der Holding angesetzt), außerdem haben wir die Schulden nach den Halbjahreszahlen neu kalkuliert und insbesondere im Bereich Business Services reduziert, was (bei unveränderten operativen Schätzungen) eine Aufwertung der

Spartengesellschaften bewirkt hat. Ebenfalls neu kalkuliert haben wir die Minderheitsbeteiligung INHECO, deren Wertbeitrag im Zuge dessen deutlich gesunken ist. Schließlich haben wir auch noch den Nettobuchwert der Immobilien auf den von der Gesellschaft veröffentlichten Wert geändert.

Neues Kursziel: 31,30 Euro

In Summe hat sich der von uns ermittelte Potenzialwert um 9,4 Mio. Euro auf 140,4 Mio. Euro reduziert, was vor allem auf die Abwertung von INHECO zurückzuführen ist. Das entspricht 31,30 Euro je Aktie, was wir als neues Kursziel setzen (bisher: 33,40 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen ist unverändert, wir stufen dieses aufgrund der stabilisierend wirkenden Diversifikation der Aktivitäten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich (drei von sechs möglichen Punkten) ein.

Fazit

In einem schwierigen Umfeld war die operative Entwicklung von Blue Cap im ersten Halbjahr solide. Das Unternehmen konnte den Konzernumsatz (aus fortgeführten Aktivitäten) mit 145,4 Mio. Euro stabil halten. Das bereinigte EBITDA hat sich zwar um 27,5 Prozent auf 11,5 Mio. Euro reduziert, gleichbedeutend mit einem Margenrückgang von 10,5 auf 7,9 Prozent, was aber vor allem auf einen margenstarken Großauftrag bei der Tochter con-pearl im Vorjahreszeitraum zurückzuführen ist. Zwar war das erste Quartal auch insgesamt schwächer (mit einer bereinigten EBITDA-Marge von 6,2 Prozent), aber schon im zweiten Quartal hat es, auch dank eingeleiteter Effizienzsteigerungsmaßnahmen, wieder eine kräftige Margenverbesserung auf 9,7 Prozent gegeben. Das Management hat die Prognose für das Gesamtjahr bekräftigt, die einen Umsatz von 275 und 295 Mio. Euro und eine Adjusted EBITDA-Marge von 8 bis 9 Prozent vorsieht.

Überraschend deutlich war allerdings der Rückgang des NAV, der sich im ersten Halbjahr um 17 Prozent auf 30,36 Euro je Aktie reduziert hat. Das ist vor allem

auf die Minderheitsbeteiligung INHECO zurückzuführen, deren Erlöse nach dem Corona-Boom aktuell deutlich zurückgehen. Die Wahrscheinlichkeit ist aber hoch, dass das ein temporäres Phänomen bleiben wird.

Insgesamt zeigt sich das Management weiter zuversichtlich, mit zahlreichen Wachstumsinitiativen den NAV bis 2025 auf 55 Euro steigern zu können.

In unserem Bewertungsmodell hat sich aktuell trotzdem zunächst der im Moment negative Trend bei INHECO (neben anderen kleinen Anpassungen) negativ ausgewirkt und zu einem neuen Kursziel von 31,30 Euro (bisher 33,40 Euro) geführt. Trotz der Reduktion signalisiert das ein Aufwärtspotenzial von 45 Prozent. Und wir gehen davon aus, dass die Talsohle des Rückgangs bei NAV und Potenzialwert langsam erreicht sein sollte, wenn die gesamtwirtschaftliche Dynamik nicht noch weiter nachgibt. Aus unserer Sicht schafft die schwache Konjunkturlage bei der Aktie eine attraktive Einstiegsgelegenheit, weshalb wir das Urteil „Buy“ bekräftigen.

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 Nettoendite 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	145,4	138,0	131,6	126,2	123,4	126,3	129,8	133,8
1. Immat. VG	68,1	62,1	56,1	50,1	44,1	40,1	41,1	42,1	43,1
2. Sachanlagen	82,6	64,9	63,5	63,1	63,6	64,9	66,8	69,2	72,3
II. UV Summe	127,4	121,6	132,5	145,4	160,9	176,2	189,8	202,3	215,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	109,4	100,2	99,6	101,7	106,9	114,4	125,7	136,1	147,1
II. Rückstellungen	13,3	12,3	12,8	13,3	13,7	14,2	14,6	15,1	15,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	90,3	90,3	90,6	91,0	91,5	92,0	92,4	92,9	93,3
2. Kurzfristiges FK	85,8	66,4	69,7	73,3	77,2	81,3	85,6	90,2	95,2
BILANZSUMME	298,7	269,2	272,7	279,3	289,3	301,9	318,3	334,3	351,2

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	288,3	299,8	320,6	342,2	364,7	388,6	414,4	442,1
Rohrertrag	179,7	134,2	143,4	152,5	164,2	174,5	185,7	197,8	210,8
EBITDA	43,0	23,4	28,5	31,6	35,4	36,5	38,3	40,2	42,3
EBIT	17,0	1,6	8,5	12,4	16,8	19,8	26,3	27,8	29,5
EBT	14,8	-8,2	4,9	8,8	13,2	16,3	22,9	24,5	26,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	10,4	-7,4	3,4	6,1	9,2	11,4	16,0	17,1	18,3
JÜ	12,2	-7,2	3,6	6,4	9,7	12,0	16,8	18,0	19,2
EPS	2,78	-1,61	0,80	1,44	2,16	2,67	3,76	4,01	4,28

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	17,0	9,4	19,2	24,3	28,7	28,7	28,3	29,4	30,7
CF aus Investition	-7,3	2,3	-9,6	-13,3	-14,1	-15,0	-15,9	-16,8	-17,9
CF Finanzierung	-15,0	-11,1	-7,9	-7,9	-7,7	-7,6	-8,6	-10,6	-11,1
Liquidität Jahresanfa.	41,4	35,1	35,7	37,4	40,5	47,4	53,5	57,3	59,3
Liquidität Jahresende	35,1	35,7	37,4	40,5	47,4	53,5	57,3	59,3	61,0

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%
Rohermargemarge	51,7%	47,4%	49,3%	49,1%	49,5%	49,3%	49,3%	49,2%	49,2%
EBITDA-Marge	12,4%	8,3%	9,8%	10,2%	10,7%	10,3%	10,2%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	4,9%	0,6%	2,9%	4,0%	5,1%	5,6%	7,0%	6,9%	6,9%
EBT-Marge	4,3%	-2,9%	1,7%	2,8%	4,0%	4,6%	6,1%	6,1%	6,1%
Netto-Marge	3,5%	-2,5%	1,2%	2,1%	2,9%	3,4%	4,5%	4,5%	4,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	57,39	50,19	44,44	39,73	35,82
6,5%	47,96	42,40	37,86	34,08	30,89
7,0%	40,44	36,06	31,30	29,33	26,68
7,5%	34,33	30,80	27,82	25,27	23,05
8,0%	29,25	26,37	23,90	21,76	19,90

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 24.08.2023 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 24.08.2023 um 8:00 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
31.07.2023	Buy	33,40 Euro	1), 3)
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 und 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.