

30. Oktober 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Blue Cap AG

Ausbleibende Besserung der Lage führt zu Prognosekorrektur

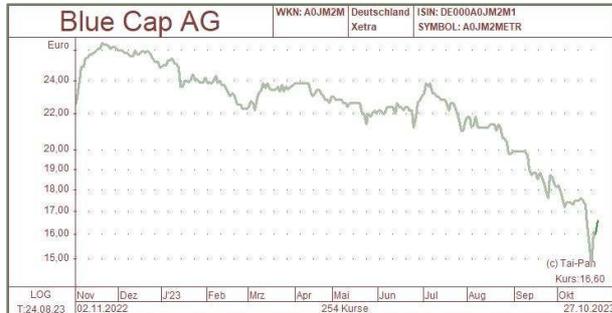
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 16,60 € | Kursziel: 29,70 € (bislang: 31,30 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	1.475 (6M 23)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	16,60 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	74,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	180,4 Mio. Euro
Freefloat:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	26,80 / 14,20 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	14,1 Tsd. Euro

Lage auch im dritten Quartal schwierig

Blue Cap hatte ursprünglich mit einer langsamen Besserung der Geschäftsbedingungen im zweiten Halbjahr dieses Jahres gerechnet, doch zumindest im dritten Quartal gab es dafür keine deutlichen Anzeichen. Infolgedessen lag der Konzernumsatz der Monate Juli bis September mit 63,7 Mio. Euro auf vergleichbarer Basis (unter Berücksichtigung der verkauften Beteiligung Uniplast als nicht fortgeführte Aktivität) um 17,3 Prozent unter dem Vorjahreswert. Das bereinigte EBITDA („adjusted“) reduzierte sich sogar um 43,6 Prozent auf 4,4 Mio. Euro, womit die EBITDA-Marge von 9,9 auf 7,0 Prozent gesunken ist. Das ist allerdings vor allem auf einen sehr schwachen Juli zurückzuführen, im August und September waren die Margen wieder deutlich besser.

Rückgänge in allen Bereichen

In dem auf Neunmonatsbasis immer noch knapp größten Bereich Plastics mussten die beiden Segmentgesellschaften im dritten Quartal sogar einen Rückgang der Erlöse um 23 Prozent auf 21,3 Mio. Euro und des bereinigten EBITDA um 55 Prozent auf 2,0 Mio. Euro hinnehmen, gleichbedeutend mit einer

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	233,0	267,3	347,5	272,7	277,9	297,4
EBIT (Mio. Euro)	21,4	7,8	17,0	-0,5	7,3	11,2
JÜ (Mio. Euro)	16,6	5,2	12,2	-9,0	2,7	5,5
EpS (Euro)	4,15	1,24	2,78	-2,02	0,59	1,23
Dividende je Aktie (Euro)	1,00	0,85	0,90	0,90	0,90	0,90
Umsatzwachstum	3,2%	14,7%	30,0%	-21,5%	1,9%	7,0%
Gewinnwachstum	487,2%	-68,9%	136,8%	-	-	107,1%
KUV	0,32	0,28	0,21	0,27	0,27	0,25
KGV	4,5	14,5	6,1	-	28,0	13,5
KCF	5,9	6,0	4,4	9,6	4,0	3,2
EV / EBIT	8,4	23,1	10,6	-	24,7	16,1
Dividendenrendite	6,0%	5,1%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

von 15,8 auf 9,2 Prozent gesunkenen operativen Marge. Während der Automobilzulieferer H+E unter niedrigen Abrufen, einem verlorenen Auftrag für ein in China gefertigtes Modell und einem Produktionsstillstand eines großen OEM als Folge von Überschwemmungen in Osteuropa gelitten hat, haben sich bei con-pearl ein ausgelaufener Großauftrag, das schwierige Recycling-Geschäft wegen hoher Inputpreise und Projektverschiebungen in Deutschland negativ bemerkbar gemacht. Nicht so ausgeprägt, aber ebenfalls deutlich, waren die Einbußen im zweitgrößten Bereich Business Services, dessen Quartalerlöse um 11 Prozent auf 21,5 Mio. Euro zurückgegangen sind, was mit einer Margenreduktion von 7,6 auf 6,2 Prozent einherging und dementsprechend mit einem Abschlag beim bereinigten EBITDA von 1,8 auf 1,3 Mio. Euro. Und das, obwohl sich die Marge des Übersetzungs-Dienstleisters Transline zuletzt sogar verbessert hat. Aber das wurde durch eine Normalisierung der Lage bei HY-LINE überkompensiert, wo die Nachfrage nach dem massiven Anstieg der Bestellungen im Jahr 2022 nun, auch wegen des Lagerabbaus der Kunden, rückläufig war. Heterogen verlief in den Sommermonaten auch die Entwicklung der dritten Sparte Adhesives & Coatings, für die zwar auch ein Rückgang der Erlöse um 19 Prozent auf 20,1 Mio. Euro ausgewiesen, zugleich allerdings die Marge von 6,9 auf 7,3 Prozent verbessert wurde (dadurch ist das Sparten-EBITDA nur um 13 Prozent auf 1,5 Mio. Euro zurückgegangen). Die Margenverbesserung wurde von Neschen dank der positiven Auswirkungen des umgesetzten Fitnessprogramms erzielt. Der Klebstoffhersteller Planatol war hingegen in allen abgedeckten Geschäftssegmenten mit einer rückläufigen Nachfrage sowie mit Margendruck konfrontiert. Schließlich sind auch im kleinsten Bereich Others, der neben der Holding- und der Immobilienverwaltungsgesellschaft nur noch die kleine operative Beteiligung nokra umfasst, die Quartalerlöse geringfügig niedriger (-4 Prozent auf 1,7 Mio. Euro) ausgefallen, während sich das bereinigte EBITDA von +0,1 auf -0,4 Mio. Euro verschlechtert hat.

Marge deutlich niedriger

Da die Einbußen im ersten Halbjahr 2023 beim Umsatz und beim bereinigten EBITDA noch deutlich moderater waren als im dritten Quartal, fällt auch die Neunmonatsbilanz etwas freundlicher aus. Für diesen Zeitraum ergibt sich ein Umsatzrückgang (aus fortgeführten Aktivitäten) um 6,2 Prozent auf 209,0 Mio. Euro. Das bereinigte EBITDA (ebenfalls fortgeführt) der ersten drei Quartale ging um 32,6 Prozent auf 15,9 Mio. Euro zurück, womit die bereinigte Marge von 10,3 auf 7,6 Prozent gesunken ist.

Geschäftszahlen	9M 22	9M 23	Änderung
Umsatz	222,8	209,0	-6,2%
Adj. EBITDA	23,6	15,9	-32,6%
Adj.-EBITDA-Marge	10,3%	7,6%	-2,7Pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

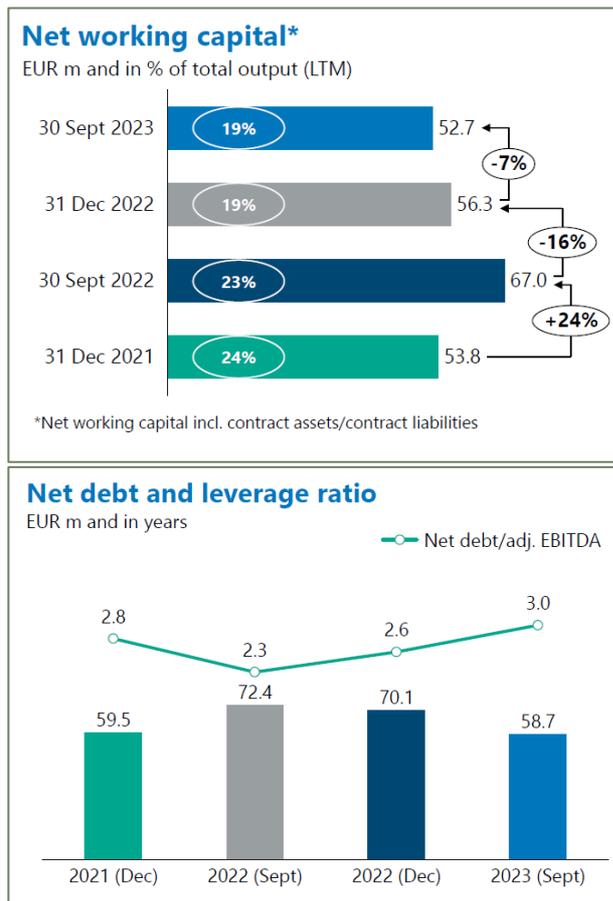
Inheco im Turnaround

Mit den Zahlen gab es auch ein Update zur Entwicklung der Minderheitsbeteiligung Inheco, die nicht konsolidiert wird. Der Hersteller von Laborequipment musste nach dem Nachfrageboom während der Corona-Pandemie einen kräftigen Absatzeinbruch hinnehmen, der auch zu roten Zahlen geführt hat. Daher sind die Strukturen zügig an das gesunkene Volumen angepasst worden, so dass für das nächste Jahr bei einem Umsatz von ca. 20 bis 25 Mio. Euro wieder eine niedrig zweistellige EBITDA-Marge erwartet wird.

EK-Quote stabil bei 37 Prozent

Schließlich hat Blue Cap auch einen kurzen Einblick in die Entwicklung der wichtigsten Bilanzzahlen gegeben. Das Eigenkapital ist im Neunmonatszeitraum (insbesondere wegen der Dividendenzahlung) von 100,0 auf 96,5 Mio. Euro zurückgegangen. Da aber die Bilanzsumme ebenfalls gesunken ist, konnte die EK-Quote bei 37 Prozent stabil gehalten werden. Die Schrumpfung der Bilanz ist insbesondere auf eine konsequente Reduktion des Working Capital (von 56,3 auf 52,7 Mio. Euro) nach dem Peak im letzten Jahr (siehe folgende Abbildung) zurückzuführen. Das freigesetzte Kapital konnte für eine Reduktion der

Nettofinanzverschuldung von 70,1 auf 58,7 Mio. Euro genutzt werden (zweite Abbildung). Die Relation zum rollierenden bereinigten EBITDA ist zwar trotzdem von 2,6 auf 3,0 gestiegen, was auf den kräftigen EBITDA-Rückgang zurückzuführen ist, bleibt damit aber solide unter dem Ziel-Maximalwert von 3,5.



Quelle: Unternehmen

Prognose reduziert

Da die erhoffte Geschäftsbelebung ausgeblieben ist und sich auch für Q4 anhaltend schwierige Rahmenbedingungen abzeichnen, musste die Gesellschaft mit den Neunmonatszahlen die Jahresprognosen revidieren. Während die Absenkung der Erlösspanne relativ moderat ausgefallen ist – von bislang 275 bis 295 Mio. Euro auf 265 bis 285 Mio. Euro – sind die negativen Margenauswirkungen deutlicher, hier kalkuliert Blue Cap nun mit 7 bis 8 Prozent für das bereinigte EBITDA statt wie bisher mit 8 bis 9 Prozent.

Umfangreiche Anpassungsmaßnahmen

Als Reaktion auf die schwachen Rahmenbedingungen hat Blue Cap frühzeitig umfangreiche Anpassungsmaßnahmen bei den betroffenen Beteiligungen eingeleitet. Deren Resultate zeigen sich bislang zwar noch nicht in den aggregierten Zahlen, die Effekte sind nach Darstellung des Managements aber bereits spürbar und werden sich in den nächsten Quartalen sukzessive positiv in den Geschäftsergebnissen niederschlagen. Zu den wichtigsten Maßnahmen gehört die Zusammenfassung der vier bislang weitgehend unabhängig voneinander operierenden Geschäftsbereiche von HY-LINE unter einem Dach mit einheitlicher Führung (ONE HY-LINE), was u.a. für die Zukunft erhebliche Cross-Selling-Potenziale verspricht. Ebenfalls auf einem guten Weg ist die Reduktion der Standorte bei H+E (von vier auf drei), die im ersten Quartal 2024 abgeschlossen und einen Beitrag zur Reduktion der Strukturkosten leisten wird. Bei Neschen sind die Effizienzsteigerungsmaßnahmen hingegen bereits weitgehend umgesetzt (was zu einer deutlichen Margenverbesserung geführt hat), nun folgen weitere Maßnahmen zur Vertriebsstimulierung. Letztere stehen auch bei Planatol auf der Agenda, dafür wurde ein neuer Geschäftsführer eingesetzt.

Neuer CEO bei Blue Cap

Eine größere Anpassung gab es auch im Management der Holding, da CEO Tobias Hoffmann-Becking auf eigenen Wunsch aus persönlichen Gründen vorzeitig ausgeschieden ist. Es konnte aber mit Dr. Henning von Kottwitz schnell ein geeigneter Nachfolger gefunden werden, der mit Blue Cap schon sehr vertraut ist, da er bereits seit Juli 2000 im Aufsichtsrat der Beteiligungsgesellschaft vertreten ist. Da die beschlossene Liquidation des Großaktionärs PartnerFonds weit fortgeschritten ist, kann er seine Tätigkeit als Abwickler dieser Gesellschaft neben dem CEO-Posten bei Blue Cap weiterführen. Damit hat das Unternehmen künftig einen zweiköpfigen Vorstand, wobei Henning Eschweiler weiter den Posten des COO bekleidet. CFO Matthias Kosch wird das Unternehmen hingegen Ende Oktober verlassen, seine Bereiche werden weitgehend von Fabian Bracher als Director Finance / CFO (ohne Vorstandsposten) übernommen.

Bestandsaufnahme bis Ende November

Als Folge des CEO-Wechsels werden der aktuelle Status der Gesellschaft noch einmal intensiv überprüft und ggf. notwendige Anpassungsmaßnahmen evaluiert. Die Ergebnisse dieses Prozesses sollen mit möglicherweise überarbeiteten Mittelfristzielen Ende November präsentiert werden. Der neue CEO Dr. von Kottwitz rückt die künftige Wertsteigerung klar in den Mittelpunkt der Aktivitäten. Erste Konsequenzen aus der laufenden Bestandsaufnahme wurden bereits vorgestellt. So soll die Zahl der Transaktionen künftig wieder deutlich steigen, und zwar sowohl bei Zukäufen als auch bei Verkäufen. Außerdem werden Unternehmen in Sondersituationen wieder stärker ins Visier genommen. Hier bieten sich einerseits günstigere Einstiegskonditionen, andererseits sieht das Management gerade in der Transformation von Gesellschaften und in einer deutlichen Verbesserung der Performance die zentrale Kernkompetenz des Teams.

Anpassung der Schätzungen

Unser Bewertungsmodell beruht hingegen nicht auf künftigen Zukäufen (die schwer zu prognostizieren sind), sondern ausschließlich auf dem Potenzial des aktuellen Bestands. Die Entwicklung in 2023 hatten

wir zwar schon bisher recht vorsichtig geschätzt, trotzdem erforderten die schwachen Q3-Zahlen diverse Abwärtsrevisionen – insbesondere bei con-pearl, H+E, Planatol und HY-LINE. Den Konzernumsatz für das laufende Jahr schätzen wir nun auf rund 273 Mio. Euro (bislang: 283 Mio. Euro) und das EBITDA auf 21,3 Mio. Euro (bislang: 23,4 Mio. Euro). Dass die Anpassung beim Ergebnis vergleichsweise moderat ausgefallen ist, ist auf eine deutliche Aufwärtsrevision bei Neschen zurückzuführen. Damit erwarten wir für dieses Jahr eine EBITDA-Marge von 7,8 Prozent, was für das Schlussquartal wieder bessere Margen als in Q3 und somit erste positive Effekten der Anpassungsmaßnahmen impliziert.

Auswirkungen auf die Folgejahre

Auch für die Zeit ab 2024 haben wir die Marge für Neschen deutlich heraufgesetzt. Aufgrund der Reduktion der Erlös- und Gewinnschätzungen für andere Gesellschaften liegt die aggregierte Umsatz- und EBITDA-Kurve trotzdem unter dem bisherigen Verlauf. Im nächsten Jahr sollten sich nach unserer Kalkulation ein Umsatz von 277,9 Mio. Euro (bislang: 290,8 Mio. Euro) und ein EBITDA von 27,2 Mio. Euro (bislang: 28,5 Mio. Euro) einstellen. Damit erwarten wir trotz einer moderaten Umsatzdynamik

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	272,7	277,9	297,4	317,8	339,0	361,5	385,8	412,0
Umsatzwachstum		1,9%	7,0%	6,9%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%
EBITDA	21,3	27,2	30,2	33,9	35,0	36,7	38,6	40,6
EBIT	-0,5	7,3	11,2	15,5	18,5	25,1	26,6	28,2
Steuersatz	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	2,2	3,4	4,6	5,6	7,5	8,0	8,5
NOPAT	-0,5	5,1	7,8	10,8	13,0	17,6	18,6	19,8
+ Abschreibungen & Amortisation	20,4	19,9	19,6	19,4	17,4	12,6	13,0	13,4
+ 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	19,9	25,0	27,4	30,2	30,4	30,2	31,6	33,2
- Zunahme Net Working Capital	-7,7	-8,2	-5,6	-4,3	-4,6	-5,0	-5,3	-5,7
- Investitionen AV	2,5	-9,1	-12,8	-13,6	-14,4	-15,2	-16,2	-17,2
Free Cashflow	14,7	7,8	8,9	12,4	11,4	10,0	10,1	10,2

SMC-Schätzmodell

weiterhin eine deutliche Ergebnissteigerung, was wir wegen der eingeleiteten Verbesserungsmaßnahmen für begründet halten. Zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir die Konzern Erlöse nun bei 412 Mio. Euro (bislang: 428,1 Mio. Euro), gleichbedeutend mit einer CAGR 23/30 von 6,1 Prozent, und das EBITDA bei 40,6 Mio. Euro (Marge 9,9 Prozent, bislang: 42,3 Mio. Euro). Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2030, die aus unseren Schätzungen resultieren. Weitere Details enthält der Anhang.

Neues Kursziel: 29,70 Euro

Die Anpassungen der Schätzungen haben Auswirkungen auf den Potenzialwert der Beteiligungen. Dabei haben sich die Ansätze für die Gesellschaften der Bereiche Plastics und Business Services reduziert, was aber durch den deutlichen Aufschlag im Segment Adhesives & Coatings, der aus den kräftig verbesserten Margenaussichten von Neschen resultiert, zu einem großen Teil kompensiert wurde. Insgesamt sehen wir den Potenzialwert der Bereiche damit nun bei 125,7 Mio. Euro und damit etwas niedriger als zuletzt (126,6 Mio. Euro). Zugleich haben wir aber den Wert der Minderheitsbeteiligung an Inheco mit der Berücksichtigung der aktuellen Entwicklung deutlich reduziert. Zusammen mit der leicht abgesenkten Nettofi-

nanzposition der Holding (wegen der laufenden Kosten) ergibt sich ein neuer Potenzialwert von 133,1 Mio. Euro oder 29,66 Euro je Aktie (bislang: 31,30 Euro je Aktie), woraus wir 29,70 Euro als neues Kursziel ableiten (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.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	50,6	46,5	-4,1
Adhesives & Coatings	25,6	33,1	+7,5
Business Services	49,7	45,3	-4,4
Others	0,8	0,8	0,0
Summe Segmente	126,6	125,7	-0,9
Minderheitsanteile	13,3	7,2	-6,1
Nettofinanz. Blue Cap	-0,5	-0,8	-0,3
Netto Immobilien	1,0	1,0	0,0
PW Gruppe	140,4	133,1	-7,3
je Aktie (Euro)	31,30	29,66	-1,64

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

Fazit

Die erhoffte Besserung der Geschäftsentwicklung von Blue Cap ist im dritten Quartal nicht eingetreten, stattdessen musste das Unternehmen im Vorjahresvergleich einen deutlichen Rückgang von Umsatz (-17 Prozent) und adjusted EBITDA (-44 Prozent) hinnehmen. Das war vor allem einem schwachen Juli geschuldet, danach haben sich die Margen wieder erholt. Dennoch rechnet das Management auch für das vierte Quartal mit schwierigen Rahmenbedingungen und hat deswegen die Jahresprognose abgesenkt. Diese sieht nun einen Umsatz von 265 bis 285 Mio. Euro (bislang: 275 bis 295 Mio. Euro) und eine bereinigte EBITDA-Marge von 7 bis 8 Prozent (bislang: 8 bis 9 Prozent) vor.

Das Unternehmen hat mit umfangreichen Anpassungsmaßnahmen bei betroffenen Beteiligungen reagiert, die nach Aussage des Managements bereits beginnen, ihre Wirkung zu zeigen und in den nächsten Quartalen zunehmend auch in den Zahlen sichtbar werden sollten.

Zudem wird unter dem neuen CEO Dr. Henning von Kottwitz aktuell eine umfassende Bestandsanalyse durchgeführt, deren Ergebnisse bis Ende November,

eventuell in Verbindung mit aktualisierten Mittelfristzielen, präsentiert werden sollen. Schon jetzt zeichnet sich ab, dass die Gesellschaft künftig die Zahl der Zu- und Verkäufe erhöhen und sich dabei stärker auf Unternehmen in Sondersituationen refokussieren will. Die Erzielung von Verbesserungen in solchen Fällen sieht das aktuelle Management als die Kernkompetenz des Teams.

Wir trauen dem Portfolio von Blue Cap weiterhin eine positive Entwicklung zu, haben per Saldo aber unsere Schätzungen nach den schwachen Q3-Zahlen etwas reduziert, wodurch der Potenzialwert von bislang 31,30 Euro auf 29,70 Euro gesunken ist. In Relation zum aktuellen Aktienkurs besteht gleichwohl ein hohes Aufwärtspotenzial von rund 80 Prozent.

Nach unserer Einschätzung könnte die Talsohle, auch aufgrund der ergriffenen Maßnahmen, im dritten Quartal durchschritten sein, weswegen wir für die kommenden Monate selbst, wenn das Umfeld schwierig bleibt, wieder verbesserte Zahlen erwarten. Vor diesem Hintergrund und auf Basis des hohen fundamentalen Potenzials bestätigen 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 und geht für mehrere Beteiligungen mit Margendruck einher. Blue Cap musste daher zuletzt die Umsatz- und EBITDA-Prognose für 2023 absenken.
- 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

- Eine Erholung der konjunkturellen Rahmenbedingungen und damit ein positiver externer Impuls ist derzeit nicht absehbar, der Margendruck könnte daher anhalten.
- Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ist die Entwicklung von Beteiligungen, die noch keinen profitablen Wachstumspfad etabliert haben, erschwert; Fehlschläge könnten das Ergebnis belasten.
- Wenn Beteiligungen ihre Pläne nicht erfüllen, erfordert das gegebenenfalls eine Reduktion ihrer Beiträge zum Net Asset Value, was potenziell geringere Veräußerungserlöse widerspiegelt.
- 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	145,2	137,3	130,5	124,7	121,7	124,3	127,5	131,4
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	64,6	62,8	62,0	62,2	63,2	64,8	67,0	69,8
II. UV Summe	127,4	120,0	130,4	142,6	157,4	172,3	185,5	197,4	209,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	109,4	98,4	96,9	98,1	102,3	109,3	120,1	130,0	140,6
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	91,9	92,4	92,8	93,2
2. Kurzfristiges FK	85,8	66,4	69,6	73,1	76,8	80,7	84,9	89,3	94,0
BILANZSUMME	298,7	267,4	269,9	275,4	284,3	296,2	312,0	327,2	343,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	347,5	272,7	277,9	297,4	317,8	339,0	361,5	385,8	412,0
Gesamtleistung	370,5	277,9	286,6	306,6	327,6	349,5	372,7	397,8	424,8
Rohrertrag	179,7	128,9	137,0	145,9	157,2	167,2	178,1	189,8	202,6
EBITDA	43,0	21,3	27,2	30,2	33,9	35,0	36,7	38,6	40,6
EBIT	17,0	-0,5	7,3	11,2	15,5	18,5	25,1	26,6	28,2
EBT	14,8	-10,3	3,6	7,5	11,8	15,0	21,7	23,2	24,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	10,4	-9,2	2,5	5,2	8,3	10,5	15,2	16,3	17,4
JÜ	12,2	-9,0	2,7	5,5	8,7	11,0	15,9	17,1	18,3
EPS	2,78	-2,02	0,59	1,23	1,94	2,46	3,55	3,81	4,07

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	17,0	7,8	18,7	23,6	27,8	27,8	27,3	28,4	29,6
CF aus Investition	-7,3	2,5	-9,1	-12,8	-13,6	-14,4	-15,2	-16,2	-17,2
CF Finanzierung	-15,0	-11,1	-7,9	-7,9	-7,7	-7,3	-8,3	-10,3	-10,7
Liquidität Jahresanfa.	41,4	35,1	34,3	36,0	38,9	45,4	51,5	55,3	57,2
Liquidität Jahresende	35,1	34,3	36,0	38,9	45,4	51,5	55,3	57,2	58,8

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	30,0%	-21,5%	1,9%	7,0%	6,9%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%
Rohermargemarge	51,7%	47,3%	49,3%	49,1%	49,5%	49,3%	49,3%	49,2%	49,2%
EBITDA-Marge	12,4%	7,8%	9,8%	10,2%	10,7%	10,3%	10,2%	10,0%	9,9%
EBIT-Marge	4,9%	-0,2%	2,6%	3,8%	4,9%	5,5%	6,9%	6,9%	6,9%
EBT-Marge	4,3%	-3,8%	1,3%	2,5%	3,7%	4,4%	6,0%	6,0%	6,0%
Netto-Marge	3,5%	-3,3%	1,0%	1,9%	2,7%	3,3%	4,4%	4,4%	4,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	54,89	47,91	42,35	37,80	34,01
6,5%	45,81	40,42	36,03	32,37	29,27
7,0%	38,57	34,32	29,66	27,79	25,23
7,5%	32,68	29,26	26,37	23,89	21,74
8,0%	27,79	24,99	22,60	20,52	18,71

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

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

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 29.10.2023 um 20:00 Uhr fertiggestellt und am 30.10.2023 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
24.08.2023	Buy	31,30 Euro	1), 3)
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)

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.