

15. März 2024
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

Geplante Margenverbesserung und Exits als Werttreiber für 2024

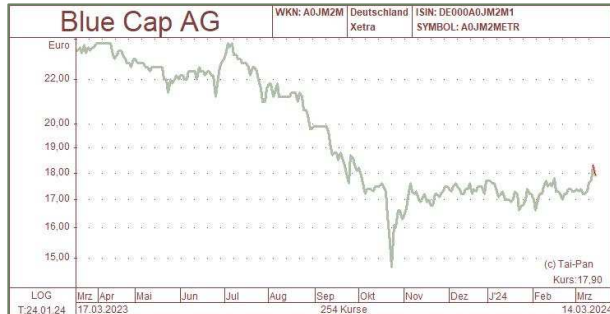
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 17,90 € | Kursziel: 32,60 € (bislang: 32,40 €)

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:	17,90 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	80,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	144,8 Mio. Euro
Freefloat:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	24,00 / 14,20 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	12,8 Tsd. Euro

Fortschritte im Schlussquartal

Nach einem schwachen dritten Quartal 2023 (mit einem Umsatz von 63,7 Mio. Euro) hat sich die Umsatzdynamik der Blue Cap Gruppe in den Monaten Oktober bis Dezember wieder belebt, so dass nach noch vorläufigen Berechnungen Erlöse in Höhe von 64,3 Mio. Euro erwirtschaftet werden konnten. Das stellt im Vorjahresvergleich zwar immer noch einen Rückgang von 6,1 Prozent dar, in Q3 hatte sich die Kontraktion aber noch auf 17,3 Prozent belaufen. Die leichte Erholung hat in Verbindung mit mehreren umgesetzten Ertragssteigerungsprojekten zu einer starken Verbesserung des operativen Ergebnisses geführt. Das um Sondereffekte bereinigte („adjusted“) EBITDA erhöhte sich im Vorjahresvergleich um 87,2 Prozent auf 7,3 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 5,8 auf 11,6 Prozent. Im dritten Quartal 2023 hatten sich das bereinigte EBITDA und die Marge nur auf 4,4 Mio. Euro resp. 7,0 Prozent belaufen.

Plastics: Hohe Q4-Marge

Eingeflossen sind in die Q4-Zahlen aber auch erfolgreich ausgehandelte Kompensationszahlungen, die

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	267,3	347,5	274,6	281,2	300,1	320,6
EBIT (Mio. Euro)	7,8	17,0	1,6	7,6	13,6	17,8
JÜ (Mio. Euro)	5,2	12,2	-7,2	3,3	7,7	10,8
EpS (Euro)	1,24	2,78	-1,61	0,73	1,72	2,42
Dividende je Aktie (Euro)	0,85	0,90	0,60	0,90	0,90	0,97
Umsatzwachstum	14,7%	30,0%	-21,0%	2,4%	6,7%	6,8%
Gewinnwachstum	-68,9%	136,8%	-	-	135,3%	40,1%
KUV	0,30	0,23	0,29	0,29	0,27	0,25
KGV	15,6	6,6	-	24,4	10,4	7,4
KCF	6,5	4,7	3,4	4,3	3,2	2,7
EV / EBIT	18,5	8,5	91,2	19,0	10,6	8,2
Dividendenrendite	4,7%	5,0%	3,4%	5,0%	5,0%	5,4%

der Automobilzulieferer H+E für Minderabnahmemengen in Relation zu den vertraglich vereinbarten Volumina erhalten hat. Der signifikante Beitrag, der sich nach Aussage des Managements auf einen einstelligen Millionenbetrag belaufen hat, war ein wichtiger Faktor für die hohe bereinigte EBITDA-Marge (15,6 Prozent) des Bereichs Plastics in den drei Schlussmonaten – nach neun Monaten hatte die Segment-Marge noch bei 11,0 Prozent gelegen. Im letzten Vierteljahr ist aber in diesem Bereich auch wieder ein leichtes Umsatzwachstum von 3 Prozent gelungen, verglichen mit -15 Prozent in den ersten neun Monaten. Auf Gesamtjahresbasis sind die Segmenterlöse somit um 11 Prozent auf 95,5 Mio. Euro gesunken. Auf dieser Basis hat sich das bereinigte EBITDA überproportional um 31,5 Prozent auf 11,6 Mio. Euro reduziert, gleichbedeutend mit einem Margenrückgang von 15,3 auf 12,3 Prozent. Während H+E bei Umsatz (+2 Prozent auf 41 Mio. Euro) und Ergebnis leicht über Vorjahr lag, waren die Zahlen von con-pearl (Umsatz -18 Prozent auf 55 Mio. Euro) deutlich rückläufig, da das Unternehmen 2022 von einem Großauftrag eines US-Kunden profitiert hatte, von dem im letzten Jahr keine vergleichbare Bestellung gekommen ist. Trotzdem spricht Blue Cap von einer positiven Dynamik bei con-pearl im US-Markt und einem insgesamt „guten“ Ergebnis.

Adhesives & Coatings: Neschen mit starkem Turnaround

Ein ähnliches Bild der letzten drei Monate wie im Segment Plastics zeigt sich auch im Bereich Adhesives & Coatings. Bei leicht höheren Erlösen (20,4 Mio. Euro) im Q4 in Vergleich zu Q3 (20,1 Mio. Euro), was allerdings einem Rückgang um 12 Prozent zum Vorjahreswert entspricht, konnte das bereinigte EBITDA mit 2,4 Mio. Euro gegenüber 1,5 Mio. Euro in Q3 und -0,1 Mio. Euro im Vorjahr stark verbessert werden. Während der Klebstoffhersteller Planatol (Umsatz -15 Prozent auf 33 Mio. Euro) mit einer Nachfrageschwäche und Preisdruck in vielen Bereichen konfrontiert war, hat bei dem Spezialisten für Selbstklebeprodukte und beschichtete Medien, Neschen (Umsatz -11 Prozent auf 51 Mio. Euro u.a. wegen veräußerter Aktivitäten), das Auftragsvolumen in beiden Geschäftsfeldern, Industrial Applications so-

wie Documents, im zweiten Halbjahr angezogen, was in Kombination mit den erfolgreich umgesetzten Ertragssteigerungsmaßnahmen zu einer kräftigen Margenverbesserung geführt hat. Auf Gesamtjahresbasis war der Umsatz des Segments Adhesives & Coatings zwar rückläufig (-13 Prozent auf 83,8 Mio. Euro), aber das bereinigte EBITDA wurde um 11 Prozent um 5,3 Mio. Euro gesteigert, woraus sich eine Verbesserung der Marge von 5,0 auf 6,4 Prozent errechnet.

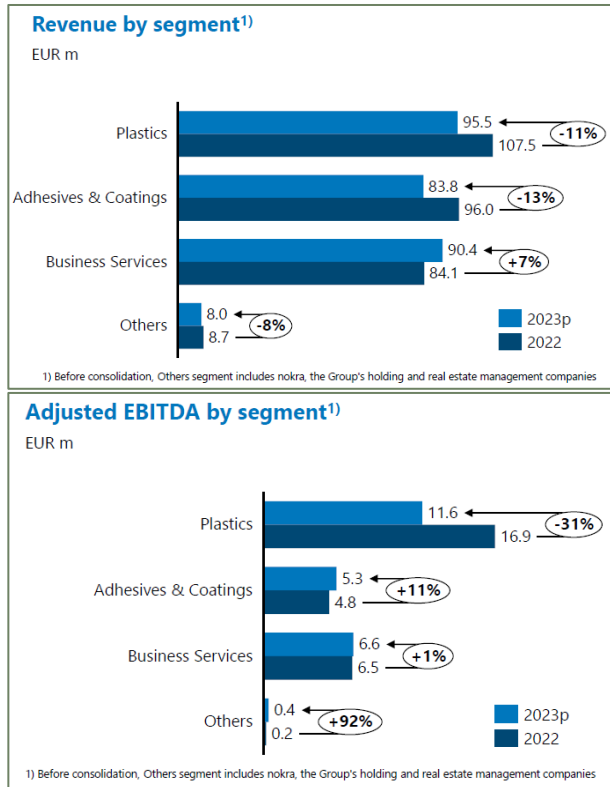
Business Services: Q4 schwach

Relativ schwach ist hingegen das bereinigte Q4-EBITDA (0,4 Mio. Euro, Vorjahr: 1,0 Mio. Euro) im Bereich Business Services ausgefallen, auch der Umsatz lag mit 19 Mio. Euro um 11 Prozent unter dem Vorjahr. Die ungewöhnlich niedrige Q4-Marge liegt an Währungseffekten bei HY-LINE (Umsatz +3 Prozent auf 69 Mio. Euro), die zum Jahresende verbucht wurden, zugleich hat sich bei dem Unternehmen im Jahresverlauf aber auch der Auftragseingang deutlich abgeschwächt. Der Spezialist für Elektronikprodukte mit kundenspezifischen Anpassungen hat allerdings im ersten Halbjahr noch von einem hohen Auftragsbestand profitiert, was einen wichtigen Beitrag zum Gesamtjahreswachstum des Bereichs Business Services um 7,5 Prozent auf 90,4 Mio. Euro geleistet hat. Die zweite Segmentgesellschaft, der Übersetzungsdienstleister Transline (Umsatz 21 Mio. Euro, Wachstum ca. 1 bis 3 Prozent), hat sich zudem leicht besser als im Vorjahr entwickelt. Leicht gesteigert wurde in dem Bereich auch das bereinigte EBITDA (um 1,2 Prozent auf 6,6 Mio. Euro), womit die Marge auf Jahresbasis von 7,5 auf 7,2 Prozent leicht zurückgegangen ist.

Übrige Aktivitäten

Im vierten Segment „Others“ ist noch die kleine Beteiligung nokra enthalten, die bei einem konstanten Umsatz wegen höherer Kosten ein niedrigeres Ergebnis erzielt hat. Der Erlösbeitrag des Segments lag 2023 bei 8 Mio. Euro (davon entfallen etwas mehr als 3 Mio. Euro auf nokra) und das bereinigte EBITDA bei 0,4 Mio. Euro (Vorjahr: 0,2 Mio. Euro). Daneben gibt es noch die nicht konsolidierte Minderheitsbeteiligung INHECO (Umsatz -45 Prozent auf 21 Mio. Euro), die nur at-Equity erfasst wird. Der Anbieter von Laborequipment hatten in den beiden Vorjahren

von der Sonderkonjunktur durch die Corona-Pandemie massiv profitiert und sah sich 2023 mit einem Nachfrageeinbruch konfrontiert, auf den mit einem Turnaround-Programm reagiert wurde, das im Jahresverlauf zu einer Ergebnisstabilisierung geführt hat.



Quelle: Unternehmen

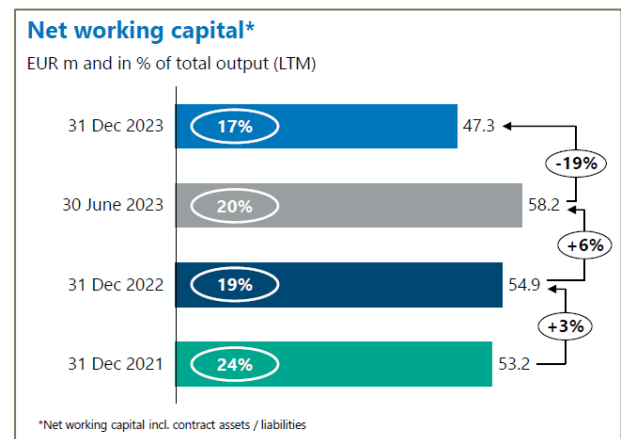
Umsatz und Marge rückläufig

Auf Konzernebene hat Blue Cap im letzten Jahr Erlöse in Höhe von 273,3 Mio. Euro erzielt, was einem Rückgang um 6 Prozent gegenüber 2022 entspricht. Ursprünglich lag die Zielspanne bei 300 bis 320 Mio. Euro, was aber zum Halbjahr wegen des Uniplast-Verkaufs auf 275 bis 295 Mio. Euro und dann im Oktober vor dem Hintergrund der ausbleibenden Konjunkturerholung auf 265 bis 285 Mio. Euro angepasst wurde. Ebenfalls im Oktober wurde das Ziel für die bereinigte EBITDA-Marge von 8 bis 9 Prozent auf 7 bis 8 Prozent reduziert. Da es aber im Schlussquartal ergebnisseitig doch besser gelaufen ist, als zwischenzeitlich befürchtet, hatte die Gesellschaft im Januar darauf hingewiesen, dass die Marge eher bei 8,3 bis 8,5 Prozent liegen wird, was mit einem bereinigten EBITDA von 23,2 Mio. Euro (Vorjahr: 27,5 Mio.

Euro) und einer Marge von 8,5 Prozent (Vorjahr: 9,3 Prozent) letztlich auch erreicht wurde. Damit hat das Unternehmen unsere Schätzung punktgenau getroffen, während wir beim Umsatz etwas optimistischer (276,4 Mio. Euro) waren. Das bereinigte EBIT beziffert Blue Cap auf 6,8 Mio. Euro, womit der Vorjahreswert (15,1 Mio. Euro) stark unterschritten wurde, was insbesondere auf einen negativen Ergebnisbeitrag von INHECO gegenüber einem deutlich positiven Beitrag im Vorjahr zurückzuführen ist.

Geschäftszahlen	2022	2023*	Änderung
Umsatz	291,3	273,3	-6%
Adj. EBITDA	27,5	23,2	-16%
Adj.-EBITDA-Marge	9,3%	8,5%	-1,2Pp.
Adj. EBIT	15,1	6,8	-55%
Adj.-EBIT-Marge	5,2%	2,5%	-2,7Pp.

In Mio. Euro bzw. Prozent; *vorläufig; Quelle Unternehmen



Quelle: Unternehmen

Working Capital reduziert

Große Fortschritte hat Blue Cap im Jahresverlauf beim Management des Working Capital gemacht, das bis Ende Juni noch um 6 Prozent (auf 58,2 Mio. Euro) gewachsen war, danach aber um 19 Prozent auf 47,3 Mio. Euro reduziert werden konnte. Der positive Cashflow-Effekt hat auch dafür gesorgt, dass die Nettofinanzverschuldung im Jahr 2023 von 70,1 auf 59,0 Mio. Euro reduziert werden konnte, womit das Multiple der Nettofinanzverschuldung zum bereinigten EBITDA trotz des rückläufigen operativen Gewinns vom 2,6- auf das 2,5-Fache zurückgegangen ist und

damit sehr komfortabel unter dem vom Management gesetzten Maximalwert von 3,5 liegt. Gesunken sind auch das Eigenkapital (vor allem wegen des Entkonsolidierungsverlusts aus dem Uniplast-Verkauf) und die Bilanzsumme, die EK-Quote konnte aber stabil bei 37 Prozent gehalten werden – ebenfalls ein komfortabler Wert.

NAV niedriger

Die rückläufige Geschäftsentwicklung und die gesunkenen Bewertungsmultiples am Markt haben dafür gesorgt, dass der Net Asset Value der Gesellschaft im Jahresverlauf deutlich gesunken ist. Der größte Teil des Rückgangs ist schon per Ende Juni verbucht worden, als ein NAV von 30,36 Euro je Aktie berechnet wurde – gegenüber 36,60 Euro zu Jahresbeginn. Per Ende Dezember wird der Substanzwert voraussichtlich unter 30 Euro liegen, damit sollte die Talsohle dann aber erreicht sein.

Erreichte Fortschritte stützen Ausblick

Per Jahresmitte 2024 soll der NAV wieder höher liegen, wenn sich die positiven Trends fortsetzen. Der Jahresstart ist nämlich erfolgreich verlaufen, dabei hat sich einerseits die moderate Belegung aus dem

Schlussquartal fortgesetzt und andererseits spürt das Unternehmen die positiven Effekte der Ertragssteigerungsprogramme, die vor allem bei den Kosten ange-setzt hatten. In diesem Jahr werden sich die Verbesserungs-bemühungen nun auf die Umsatzdynamik, die Preissetzung und die Einkaufspolitik fokussieren. Insgesamt erwartet das Management zwar einen abnehmenden Gegenwind, aber noch keinen konjunkturellen Rückenwind, und plant auf der Basis nur mit einem geringen Umsatzwachstum. Zugleich soll die EBITDA-Marge dank der erzielten Verbesserungen steigen. Bereits sehr konkret ist der Ausblick zum Portfoliomanagement, für das ein bis zwei Exits zu Werten mindestens zum bisherigen NAV-Beitrag anvisiert sind und auch ein bis zwei Zukäufe, wobei zumindest die erste Veräußerung voraussichtlich zeitlich vorgelagert sind. In erfolgreichen Exits und Zukäufen von Unternehmen in Sondersituationen mit hohem Wertsteigerungspotenzial sieht das Management einen zentralen Werttreiber für das Unternehmen, der dazu führen soll, dass der NAV bis Ende 2026 auf 60 Euro je Aktie gesteigert werden kann.

Moderate Anpassungen der Schätzungen

Insgesamt entwickelt sich Blue Cap damit im Rahmen unserer Erwartungen. Im Detail haben wir in Reak-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	274,6	281,2	300,1	320,6	341,7	364,3	388,5	414,6
Umsatzwachstum		2,4%	6,7%	6,8%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
EBITDA	23,4	27,6	32,7	36,2	36,9	38,2	40,4	42,7
EBIT	1,6	7,6	13,6	17,8	20,4	26,5	28,4	30,2
Steuersatz	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	2,3	4,1	5,3	6,1	8,0	8,5	9,1
NOPAT	1,6	5,3	9,5	12,4	14,3	18,6	19,9	21,2
+ Abschreibungen & Amortisation	20,4	19,9	19,6	19,5	17,5	12,7	13,0	13,5
+ 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	22,0	25,3	29,1	31,9	31,8	31,3	32,9	34,6
- Zunahme Net Working Capital	5,9	-8,3	-5,7	-4,3	-4,7	-5,0	-5,4	-5,8
- Investitionen AV	2,5	-9,2	-12,9	-13,7	-14,5	-15,4	-16,3	-17,3
Free Cashflow	30,4	7,8	10,5	13,9	12,6	10,9	11,2	11,5

SMC-Schätzmodell

tion auf die Zahlen und den Ausblick allerdings einige Anpassungen vorgenommen. Angehoben haben wir unsere Umsatzschätzungen zu con-pearl – hier war sowohl der Umsatz 2023 als auch der Ausblick für 2024 mit Potenzial für eine weitere Großbestellung des US-Kunden besser als erwartet – bei gleichzeitig reduzierten Margen („Margendruck“); ähnlich sind wir bei Planatol verfahren (Umsatz etwas höher, Marge niedriger). Bei H+E lag zwar der Umsatz 2023 minimal unter unseren Erwartungen, aber der Ausblick ist besser, weswegen wir das Ausmaß der für 2024 unterstellten Kontraktion – nach der Gewinnung von zwei neuen OEM-Kunden im zweiten Halbjahr 2023 – deutlich reduziert haben. Etwas besser als erwartet war auch die jüngste Entwicklung von nokra, was zu einer Aufwärtsrevision geführt hat. Die Erlösschätzungen der übrigen drei Beteiligungen aus dem Konsolidierungskreis (Neschen, HY-LINE und Transline) haben wir allesamt etwas reduziert, allerdings zum Teil bei höherer Profitabilität (insbesondere Neschen). In Summe rechnen wir jetzt für 2024 mit einem organischen Wachstum der Konzern Erlöse um 2,5 Prozent auf 280,1 Mio. Euro (bislang: 281,5 Mio. Euro) bei einem deutlich verbesserten EBITDA von 27,5 Mio. Euro, (bislang: 27,6 Mio. Euro), gleichbedeutend mit einem Margenanstieg auf 9,8 Prozent. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Schätzungen zum bestehenden Portfolio resultierenden Konzern-Cashflow-Zahlen in den nächsten acht Jahren, weitere Details enthält der Anhang.

Neues Kursziel: 32,60 Euro

Die Anpassungen der Schätzungen haben Auswirkungen auf den Potenzialwert der Beteiligungen. Während es im Bereich Plastics und bei Others einen leichten Aufschlag gab (Ausblick con-pearl und H+E sowie

Entwicklung von nokra besser als erwartet), fallen die Potenzialwerte der anderen beiden Segmente etwas niedriger aus. Der Potenzialwert der Segmente hat sich damit gegenüber unserer letzten Einschätzung leicht reduziert, um 0,2 Mio. Euro auf 137,9 Mio. Euro. Überkompensiert wurde das durch eine moderate Aufwärtsrevision der Minderheitsbeteiligung IN-HECO wegen des vorsichtig optimistischen Ausblicks für 2024 (wir hatten bislang nur eine Stagnation einkalkuliert). Bei unveränderten Schätzungen zur Nettofinanz- und Immobilienposition der Holding hat sich der Potenzialwert insgesamt von 32,43 auf 32,62 Euro je Aktie leicht erhöht. Daraus leiten wir 32,60 Euro als neues Kursziel ab (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	47,7	49,6	+1,9
Adhesives & Coatings	42,9	41,8	-1,1
Business Services	46,6	44,2	-2,4
Others	0,9	2,3	+1,4
Summe Segmente	138,1	137,9	-0,2
Minderheitsanteile	7,4	8,4	+1,0
Nettofinanz. Blue Cap	-1,0	-1,0	0,0
Netto Immobilien	1,0	1,0	0,0
PW Gruppe	145,5	146,3	+0,8
je Aktie (Euro)	32,43	32,62	+0,19

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

Fazit

Das Jahr 2023 war konjunkturell sehr schwierig. Blue Cap hat es aber mit einem nur moderaten Rückgang der Erlöse (-6 Prozent auf 273,3 Mio. Euro) und der bereinigten operativen Marge von 9,3 auf 8,5 Prozent ganz gut bewältigt. Das Management hat im Jahresverlauf umfangreiche Verbesserungsprozesse in den Beteiligungen in Gang gesetzt, um für alle denkbaren Gegebenheiten („All-Weather“-Ansatz) gerüstet zu sein. Erste positive Effekte dieser Maßnahmen waren bereits im Schlussquartal in Form eines Margenanstiegs zu beobachten, zudem hat sich ab dem Herbst auch die Umsatzentwicklung etwas belebt. Da sich diese Tendenz zu Jahresanfang 2024 fortgesetzt hat, zeigt sich der Vorstand sehr zufrieden mit dem bisherigen Verlauf des ersten Quartals und bezeichnet die Entwicklung als „über Plan“. Für das Gesamtjahr wurde zwar trotzdem nur eine leichte Umsatzsteigerung in Aussicht gestellt, aber die operative Marge soll wieder steigen.

Als Gewinntreiber sollen außerdem Verkäufe von Beteiligungen dienen. Nach den erzielten Fortschritten sieht das Management gute Chancen für ein bis zwei Exits im laufenden Jahr zu Bewertungen mindestens

auf dem Niveau des zuletzt verbuchten NAV-Beitrags. Auch ein bis zwei Zukäufe von Unternehmen in Sondersituationen mit hohem Wertsteigerungspotenzial sind vorgesehen, wobei zumindest der erste Verkauf vorgelagert sein dürfte. Mit weiteren operativen Verbesserungen und einem aktiven Portfoliomanagement soll der Net Asset Value, der Mitte 2023 noch bei 30,36 Euro (und am Jahresende 2023 voraussichtlich unter 30 Euro) gelegen hat, bis 2026 auf 60 Euro gesteigert werden. Ein ambitioniertes Ziel, für das der Vorstand aber einen klaren Fahrplan hat, um es zu erreichen.

Aktuell notiert die Aktie mit einem Abschlag zum NAV von ca. 40 Prozent. Wir sehen den Potenzialwert (geschätzter NAV in einem Jahr) nach geringfügigen Modellanpassungen bei 32,60 Euro (bislang: 32,40 Euro), was ein rechnerisches Kurspotenzial von rund 80 Prozent bietet. Die Blue Cap Aktie ist aus unserer Sicht klar unterbewertet. Mit lukrativen Exits und einer positiven Geschäftsentwicklung im laufenden Jahr sollte dieser Bewertungsabschlag schrumpfen, weshalb wir unsere Einstufung mit „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 2023 bewährt und eine positive Konzernentwicklung ermöglicht.
- Attraktive Dividendenrenditen.

Chancen

- Der Cash-Zufluss aus dem letztjährigen Verkauf von Uniplast kann in das Portfolio reinvestiert werden.
- Die Optierungsmaßnahmen aus 2023 und eine leichte Belebung der Geschäftsdynamik sollen in diesem Jahr bei einem moderaten Umsatzwachstum für eine Margensteigerung sorgen.
- Für 2024 werden ein bis zwei Exits anvisiert. Blue Cap hat bereits mehrfach bewiesen, dass mit Anteilsverkäufen bestenfalls eine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals möglich ist.
- Blue Cap will wieder verstärkt in Unternehmen in Sondersituationen investieren und sieht dort dank der eigenen Transformationskompetenz einen hohen Gewinnhebel. Die schwierigen Rahmenbedingungen dürften aktuell zahlreiche Einstiegschancen bieten.
- Bis Ende 2026 sollen erfolgreiche Transformationsprozesse und ein aktiveres Beteiligungsmanagement einen Anstieg des NAV von zuletzt 30,36 Euro auf 60 Euro ermöglichen.

Schwächen

- Die Beteiligungen spüren in einem schwachen konjunkturellen Umfeld Margendruck. Die bereinigte EBITDA-Marge des Konzerns ist 2023 etwas zurückgegangen, auch der Konzernumsatz ist gesunken.
- 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 Akquisitionsobjekten schwieriger. Das erhöht das Risiko von Fehlschlägen, insbesondere bei Unternehmen in Sondersituationen.
- 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	137,2	129,5	122,8	117,0	114,0	116,7	120,0	123,8
1. Immat. VG	68,1	57,1	51,1	45,1	39,1	35,1	36,1	37,1	38,1
2. Sachanlagen	82,6	64,7	62,9	62,3	62,5	63,5	65,2	67,4	70,3
II. UV Summe	127,4	109,2	121,4	135,8	152,6	168,5	182,5	195,6	209,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	109,4	92,2	92,7	96,0	102,3	110,2	121,7	132,7	144,4
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	82,1	82,5	82,9	83,4	83,9	84,4	84,9	85,3
2. Kurzfristiges FK	85,8	61,9	65,2	68,7	72,4	76,4	80,6	85,1	89,9
BILANZSUMME	298,7	248,6	253,1	260,8	271,9	284,8	301,4	317,7	335,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	347,5	274,6	281,2	300,1	320,6	341,7	364,3	388,5	414,6
Gesamtleistung	370,5	279,8	289,9	309,4	330,5	352,3	375,6	400,6	427,5
Rohrertrag	179,7	131,3	137,8	149,5	160,6	170,2	180,7	192,7	205,7
EBITDA	43,0	23,4	27,6	32,7	36,2	36,9	38,2	40,4	42,7
EBIT	17,0	1,6	7,6	13,6	17,8	20,4	26,5	28,4	30,2
EBT	14,8	-8,2	4,5	10,5	14,7	17,5	23,8	25,7	27,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	10,4	-7,4	3,1	7,4	10,3	12,3	16,6	18,0	19,3
JÜ	12,2	-7,2	3,3	7,7	10,8	12,9	17,5	18,9	20,2
EPS	2,78	-1,61	0,73	1,72	2,42	2,87	3,89	4,20	4,51

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	17,0	23,3	18,7	25,2	29,4	29,1	28,4	29,7	31,1
CF aus Investition	-7,3	2,5	-9,2	-12,9	-13,7	-14,5	-15,4	-16,3	-17,3
CF Finanzierung	-15,0	-22,8	-6,1	-7,4	-7,2	-7,6	-8,5	-10,4	-10,9
Liquidität Jahresanfa.	41,4	35,1	38,2	41,6	46,5	55,0	62,0	66,5	69,5
Liquidität Jahresende	35,1	38,2	41,6	46,5	55,0	62,0	66,5	69,5	72,3

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	30,0%	-21,0%	2,4%	6,7%	6,8%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Rohermtragsmarge	51,7%	47,8%	49,0%	49,8%	50,1%	49,8%	49,6%	49,6%	49,6%
EBITDA-Marge	12,4%	8,5%	9,8%	10,9%	11,3%	10,8%	10,5%	10,4%	10,3%
EBIT-Marge	4,9%	0,6%	2,7%	4,5%	5,5%	6,0%	7,3%	7,3%	7,3%
EBT-Marge	4,3%	-3,0%	1,6%	3,5%	4,6%	5,1%	6,5%	6,6%	6,6%
Netto-Marge	3,5%	-2,6%	1,2%	2,6%	3,4%	3,8%	4,8%	4,9%	4,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	59,98	52,33	46,23	41,24	37,09
6,5%	50,17	44,26	39,42	35,40	32,00
7,0%	42,35	37,67	32,62	30,48	27,66
7,5%	35,98	32,20	29,02	26,28	23,92
8,0%	30,69	27,60	24,95	22,66	20,65

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 14.03.2024 um 19:00 Uhr fertiggestellt und am 15.03.2024 um 9:15 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
23.01.2024	Buy	32,40 Euro	1), 3), 4)
05.12.2023	Buy	29,70 Euro	1), 3)
30.10.2023	Buy	29,70 Euro	1), 3), 4)
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)

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.