

29. April 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

## Der NAV-Trend dürfte 2024 wieder nach oben zeigen

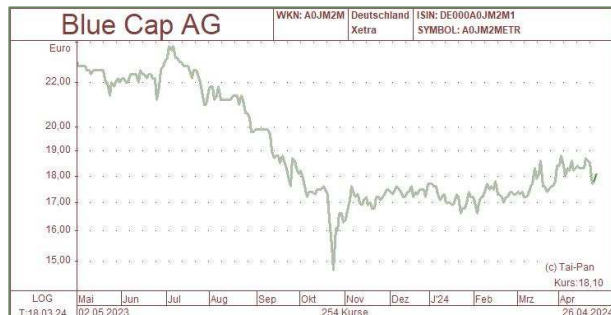
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 18,10 € | Kursziel: 31,20 € (bislang: 32,60 €)

**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

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Beteiligungsgesellschaft
<b>Mitarbeiter:</b>	1.279
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0JM2M1
<b>Ticker:</b>	B7E:GR
<b>Kurs:</b>	18,10 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	4,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	81,2 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	150,5 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	33,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	23,80 / 14,20 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	14,0 Tsd. Euro

## Umsatz sinkt um 6 Prozent

Der Konzernumsatz von Blue Cap ist im letzten Jahr um 6 Prozent auf 273,3 Mio. Euro zurückgegangen. Ursächlich dafür waren spürbare negative Effekte des schwierigen konjunkturellen Umfelds bei einigen Töchtern sowie rückläufige Erlöse bei der Beteiligung con-pearl, die 2022 von einem sehr großen Auftrag profitiert hatte, auf den 2023 keine vergleichbare Bestellung folgte. Im zugehörigen Segment Plastics lagen die Erlöse daher mit 95,5 Mio. Euro um 11 Prozent unter dem Vorjahreswert. Eine Kontraktion verzeichneten auch die Bereiche Adhesives & Coatings (-13 Prozent auf 83,8 Mio. Euro) und „Others“ (-8 Prozent auf 8,0 Mio. Euro), während der Umsatz im Segment Business Services um 8 Prozent auf 90,4 Mio. Euro zugelegt hat. Die Zahlen entsprechen exakt den im März gemeldeten vorläufigen Werten, daher verweisen wir für eine detaillierte Analyse auf unser Update aus dem letzten Monat.

## EBITDA weit unter Vorjahr

Deutlicher zurückgegangen als der Umsatz ist im letzten Geschäftsjahr die Gesamtleistung, die sich um 12 Prozent auf 276,2 Mio. Euro reduzierte. Ursächlich

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	267,3	347,5	273,3	278,5	294,1	312,7
EBIT (Mio. Euro)	7,8	17,0	-13,5	6,2	11,1	14,6
JÜ (Mio. Euro)	5,2	12,2	-17,8	1,2	4,9	7,5
EpS (Euro)	1,24	2,78	-4,02	0,26	1,09	1,67
Dividende je Aktie (Euro)	0,85	0,90	0,65	0,90	0,90	1,10
Umsatzwachstum	14,7%	30,0%	-21,3%	1,9%	5,6%	6,3%
Gewinnwachstum	-68,9%	136,8%	-	-	322,0%	53,5%
KUV	0,30	0,23	0,30	0,29	0,28	0,26
KGV	15,8	6,7	-	70,3	16,7	10,8
KCF	6,5	4,8	4,1	4,5	3,4	2,9
EV / EBIT	19,2	8,9	-	24,1	13,6	10,3
Dividendenrendite	4,7%	5,0%	3,6%	5,0%	5,0%	6,1%

dafür war neben einem Bestandsabbau (-3,7 Mio. Euro, Vorjahr Aufbau von +2,2 Mio. Euro) vor allem der deutliche Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge von 20,5 auf 6,1 Mio. Euro, wobei die Differenz größtenteils auf einen Sondereffekt aus einem lukrativen Immobilienverkauf im Vorjahr zurückzuführen ist. Bemerkenswerterweise ist der Materialaufwand trotz dieser hohen Sondererträge im Vorjahr, die mit keinem Materialverbrauch verbunden gewesen waren, trotzdem fast so stark (-11,6 Prozent) zurückgegangen wie die Gesamtleistung, weshalb die Materialaufwandsquote (zur GL) nur moderat von 51,0 auf 51,3 Prozent gestiegen ist. Hier haben sich Fortschritte bei mehreren Beteiligungen positiv bemerkbar gemacht. Demgegenüber haben die Personalaufwendungen wegen Restrukturierungs- und Abfindungskosten sowie Gehaltssteigerungen um 2,7 Prozent auf 70,0 Mio. Euro zugelegt, was in Relation zur Gesamtleistung einer Aufwandsquote von 25,3 Prozent entspricht, nach 21,7 Prozent im Vorjahr. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind gestiegen (+7,3 Prozent auf 49,3 Mio. Euro), was vor allem auf den darin erfassten Entkonsolidierungsaufwand aus der Veräußerung der Beteiligung Knauer Uniplast in Höhe von 6,4 Mio. Euro zurückzuführen ist. Ohne diesen Effekt wären die SBA um 6,7 Prozent zurückgegangen. Wegen dieser Sonderbelastung und der reduzierten SBE (mit dem positiven Sondereffekt im Vorjahr) ist das berichtete EBITDA kräftig, um 62 Prozent auf 15,2 Mio. Euro, zurückgegangen. Wir hatten einen Wert von 23,4 Mio. Euro geschätzt, dabei allerdings (wie noch im Halbjahresbericht) den Entkonsolidierungsaufwand erst nach dem EBT aus fortgeführten Bereichen erfasst. Trotzdem ist das berichtete operative Ergebnis damit etwas schwächer ausgefallen als von uns erwartet. Das um Sondereffekte bereinigte EBITDA („adjusted“) ist hingegen, wie bereits vorab berichtet, nur um 15,6 Prozent auf 23,2 Mio. Euro zurückgegangen, womit sich die Marge von 9,3 Prozent im Vorjahr auf nun 8,5 Prozent verringert hat.

### EBIT deutlich negativ

Noch kräftiger ist das EBIT gesunken, wo sich neben dem EBITDA-Rückgang und den in etwa unveränderten Abschreibungen (20,0 Mio. Euro) auch noch

höhere Wertminderungen (-6,3 Mio. Euro, Vorjahr: -4,3 Mio. Euro) ausgewirkt haben, die vor allem auf eine Reduktion des Firmenwerts von Transline um 5,0 Mio. Euro zurückzuführen waren. Außerdem drehte der Ergebnisbeitrag von assoziierten Unternehmen wegen eines schwachen Jahres der Minderheitsbeteiligung INHECO von +1,0 auf -2,5 Mio. Euro, so dass das berichtete EBIT mit -13,5 Mio. Euro (Vorjahr: +16,7 Mio. Euro) deutlich negativ ausgefallen ist. Wir hatten hingegen mit +1,6 Mio. Euro gerechnet, wobei sich die Differenz im Wesentlichen aus den kumulierten Effekten des Entkonsolidierungsverlusts, der von uns nicht antizipierten Wertminderung und des größer als geschätzt ausgefallenen Fehlbetrags aus assoziierten Unternehmen erklärt. Das bereinigte EBIT blieb mit 6,4 Mio. Euro hingegen deutlich positiv, wenn auch erheblich unter dem Vorjahreswert von 15,1 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	2022	2023	Änderung
Umsatz	291,3	273,3	-6,2%
Gesamtleistung	314,5	276,2	-12,2%
EBITDA	40,0	15,2	-62,0%
Adj. EBITDA	27,5	23,2	-15,6%
Adj.-EBITDA-Marge	9,3%	8,5%	-0,8Pp.
EBIT	16,7	-13,5	-
Adj. EBIT	15,1	6,4	-57,7%
Adj.-EBIT-Marge	5,2%	2,3%	-2,9Pp.
Nettoergebnis	12,2	-17,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

### 0,65 Euro Dividende vorgeschlagen

Vor allem wegen höherer Zinsen ist auch das Finanzergebnis (-4,6 Mio. Euro, Vorjahr: -1,9 Mio. Euro) schwächer ausgefallen als in der Vorperiode. In Kombination mit einem reduzierten Ertragssteueraufwand (-2,4 Mio. Euro, Vorjahr: -4,6 Mio. Euro), einem kleinen Ergebnisanteil aus nicht fortgeführten Aktivitäten (+0,2 Mio. Euro) und einem deutlich negativen Ergebnisanteil Dritter (-2,5 Mio. Euro, Vorjahr: -1,8 Mio. Euro) resultiert daraus ein Nettoergebnis von -17,8 Mio. Euro, nach einem Überschuss von 12,2 Mio. Euro in 2022. Die Gremien haben trotzdem die Ausschüttung einer Dividende von 0,65 Euro je Aktie

vorgeschlagen, nach 0,90 Euro im Vorjahr. Das entspricht einer aktuellen Dividendenrendite von rund 3,7 Prozent und folgt der Leitlinie, in Jahren ohne großen Exit-Erfolg zumindest eine substanzielle Basisdividende auszuschütten.

### Sehr hoher Free-Cashflow

Gestützt wird die Dividendenpolitik durch eine positive Entwicklung des Cashflows. Der operative Cashflow konnte im letzten Jahr trotz des negativen Ergebnisses um fast 30 Prozent auf 19,6 Mio. Euro verbessert werden. Neben der Tatsache, dass allein 32,6 Mio. Euro der Ergebnisbelastungsfaktoren auf nicht zahlungswirksame Abschreibungen, Wertminderungen und Entkonsolidierungsverluste entfallen sind, resultierte ein sehr positiver Effekt aus der Reduktion der Vorräte (Casseffekt: +10,3 Mio. Euro, Vorjahr: -6,9 Mio. Euro) und der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (+2,3 Mio. Euro, Vorjahr: -0,4 Mio. Euro). Darin zeigt sich der Erfolg des 2023 verstärkten Fokus auf das Working-Capital-Management. Einen deutlichen Überschuss in Höhe von 8,8 Mio. Euro (Vorjahr: -7,0 Mio. Euro) gab es darüber hinaus im letzten Jahr auch aus Investitionsaktivitäten, wo die Auszahlungen, vor allem für Sachanlagen (-5,0 Mio. Euro) und immaterielle Vermögensgegenstände (-1,1 Mio. Euro) insbesondere durch die Zuflüsse aus dem Verkauf von Knauer Uniplast (+11,8 Mio. Euro) deutlich überkompensiert wurden. Damit konnte Blue Cap im letzten Jahr einen Free-Cashflow von +28,4 Mio. Euro erzielen, gegenüber +8,2 Mio. Euro in der Vorperiode. Dieser wurde größtenteils für eine Nettokredittilgung (-10,2 Mio. Euro), die Tilgung von Leasingverbindlichkeiten (-7,2 Mio. Euro), die Dividendenzahlung (-2,0 Mio. Euro) und Zinszahlungen (-4,6 Mio. Euro) genutzt. Der verbliebene Betrag sorgte schließlich für eine Erhöhung der Konzernliquidität von 24,0 auf 27,9 Mio. Euro.

### EK-Quote nahezu stabil bei 36 Prozent

Bilanziell hat die Nettotilgung einen wesentlichen Beitrag zur Reduktion der Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen von 189,3 auf 156,7 Mio. Euro geleistet. Zugleich ist vor allem wegen des hohen Jahresverlusts auch das Eigenkapital von 109,4 auf 87,3 Mio. Euro zurückgegangen. Die Eigenkapital-

quote hat sich infolgedessen von 36,6 auf 35,8 Prozent leicht reduziert, bleibt damit aber auf einem soliden Niveau. Ähnlich ist die Lage auch bei der Relation der Nettoverschuldung (inkl. Leasingverbindlichkeiten) zum bereinigten EBITDA, die das Management als zentrale Kennziffer für den Verschuldungsgrad ansieht und die sich unterhalb eines Wertes von 3,5 bewegen soll. Trotz des deutlich gesunkenen bereinigten Gewinns konnte die Relation mit dem 2,5-Fachen ebenfalls sehr nah am Vorjahr (2,4) gehalten werden, da sich die Nettofinanzverschuldung fast parallel zum rückläufigen Ergebnis von 73,4 auf 58,9 Mio. Euro reduziert hat.

NAV	31.12.22	31.12.23	Änderung
Plastics	70,4	35,6	-49%
Adhes. & Coatings	25,8	33,3	+29%
Business Services	40,6	31,5	-22%
Others	1,3	0,8	-38%
<b>Summe Segmente</b>	<b>138,1</b>	<b>101,2</b>	<b>-27%</b>
NAV Minderheitsant.	26,6	12,1	-55%
Nettofinanz. Blue Cap	-3,0	-0,9	-
Netto Immobilien	-0,9	0,0	-
<b>NAV Gruppe</b>	<b>160,8</b>	<b>112,3</b>	<b>-30%</b>
<b>je Aktie</b>	<b>36,60</b>	<b>25,03</b>	<b>-32%</b>

in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

### NAV deutlich gesunken

Deutlich negativer waren die Spuren, die die jüngste Geschäftsentwicklung im Net Asset Value hinterlassen hat, der sich binnen Jahresfrist von 160,8 Mio. Euro resp. 36,60 Euro je Aktie auf 112,3 Mio. Euro oder 25,03 Euro je Aktie sehr deutlich reduziert hat. Ein großer Teil des Rückgangs entfiel auf die Bereiche Plastics (-34,8 Mio. Euro auf 35,6 Mio. Euro) und Business Services (-9,1 auf 31,5 Mio. Euro). Während im erstgenannten Segment die Ergebnisabschwächung von con-pearl dafür maßgeblich verantwortlich war, sorgte bei den Business Services insbesondere die Abwertung von Transline für den Rückgang (teilweise wegen der Zahlen, teilweise wegen gesunkener Branchen-Multiples). Im dritten großen Bereich Adhesives & Coatings (+7,5 Mio. Euro auf 33,3 Mio. Euro)

brachte hingegen der kräftige Turnaround von Neschen einen deutlich positiven Bewertungseffekt, der die Abwertung der zweiten Segmentgesellschaft Planatol überkompensiert hat. Da es durch das schwache Jahr von INHECO allerdings auch bei dem NAV der Minderheitsbeteiligungen einen kräftigen Abschlag (-14,5 Mio. Euro auf 12,1 Mio. Euro) gab, überwogen per Saldo im Gesamtjahr klar die Belastungsfaktoren für den Substanzwert.

### Prognose vorsichtig optimistisch

Wir halten den deutlichen NAV-Rückgang aber nur für eine Momentaufnahme. Bei INHECO hat es isoliert betrachtet schon im zweiten Halbjahr 2023 wieder eine leichte Anhebung der Bewertung gegeben und auch die Geschäftsprognose für 2024 fällt vorsichtig optimistisch aus. So wird mit einer Rückkehr auf den profitablen Wachstumspfad und einem wieder deutlich positiven Ergebnis gerechnet, u.a. aufgrund einer anziehenden Nachfrage aus den USA. Ähnlich positiv fällt der Grundton für das Segment Adhesives & Coatings aus. Während der Spezialist für Klebefolien und Beschichtungen Neschen schon im zweiten Halbjahr 2023 einen Aufwärtstrend beim Auftragseingang verspürt hat und im laufenden Jahr ergebnisseitig die vollen positiven Effekte der Effizienzsteigerungsmaßnahmen merken wird, erwartet der Klebstoffproduzent Planatol nach einem schwierigen Jahr eine einsetzende Erholung der Nachfrage und zusätzliche Impulse durch die forcierte Internationalisierung. In Summe rechnet das Blue-Cap-Management für das Segment Adhesives & Coatings mit einem Anstieg des Umsatzes und der bereinigten EBITDA-Marge. Auch im Bereich Plastics sollen die Erlöse leicht zulegen, wobei für die bereinigte EBITDA-Marge ein weiterer Rückgang erwartet wird. Das liegt am Automobilzulieferer H+E, der aufgrund des Preis- und Kostendrucks in der Branche trotz Effizienzsteigerungsmaßnahmen mit rückläufigen Zahlen rechnet. Demgegenüber sollen bei der zweiten Segmentgesellschaft con-pearl sowohl der Umsatz als auch das EBITDA insb. aufgrund einer anziehenden Nachfrage aus den USA zulegen. Ebenfalls eine heterogene Entwicklung in Form eines rückläufigen Umsatzes bei allerdings verbesserter bereinigter EBITDA-Marge wird von Blue Cap für den dritten großen Be-

reich Business Services erwartet. Für den Umsatzrückgang ist HY-LINE verantwortlich, wo sich der im Jahresverlauf 2023 gesunkene Auftragseingang bemerkbar machen wird. Der Übersetzungsdienstleister Transline rechnet hingegen mit einem anziehenden Geschäft und einer deutlich höheren operativen Rendite. Steigen soll der Umsatz schließlich auch noch bei der kleinen Beteiligung nokra, der einzigen operativen Gesellschaft im Segment „Others“, wobei für den Bereich zugleich eine rückläufige bereinigte EBITDA-Marge erwartet wird. In Summe prognostiziert das Management für den Blue-Cap-Konzern für 2024 einen Umsatz von 270 bis 290 Mio. Euro (Vorjahr: 273,3 Mio. Euro) und eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 8,5 bis 9,5 Prozent (Vorjahr: 8,5 Prozent).

### Überschaubare Modellanpassungen

Da das Unternehmen bereits mit den vorläufigen Zahlen im März umfangreiche Informationen zur Portfolioentwicklung bereitgestellt hatte, gab es mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts jetzt keine großen Überraschungen mehr – mit Ausnahme des Konzernergebnisses, das 2023 deutlich schlechter ausgefallen ist als von uns erwartet, allerdings in erster Linie wegen nicht zahlungswirksamer Effekte. Erfreulich war demgegenüber die starke Entwicklung des Cashflows. Der Ausblick für die einzelnen Portfoliogesellschaften war in der Tendenz schon im März so vorgestellt worden und hat nun nur geringe Anpassungen an unseren Annahmen bezüglich der einzelnen Beteiligungen erfordert. Für drei Unternehmen – Neschen, Planatol und Transline – haben wir die Schätzungen etwas angehoben. Zwar hatten wir bei diesen schon bislang mit Zuwächsen gerechnet, aber die Trendaussage ist etwas besser ausgefallen als von uns erwartet. Demgegenüber sind wir für H+E und HY-LINE jetzt etwas vorsichtiger. Die übrigen Schätzungen – Zuwächse bei con-pearl, moderates Wachstum von nokra und eine Erholung des Geschäfts der Minderheitsbeteiligung INHECO – sind unverändert. Damit erwarten wir für den Blue Cap-Konzern in diesem Jahr jetzt einen Konzernumsatz von 278,5 Mio. Euro (bislang: 281,2 Mio. Euro) und ein EBITDA von 25,6 Mio. Euro (bislang: 27,6 Mio. Euro), gleichbedeutend mit einer Marge von 9,2 Pro-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	278,5	294,1	312,7	332,4	354,0	377,2	402,2	429,2
Umsatzwachstum		5,6%	6,3%	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
<b>EBITDA</b>	<b>25,6</b>	<b>29,7</b>	<b>33,1</b>	<b>35,9</b>	<b>37,5</b>	<b>39,2</b>	<b>41,0</b>	<b>42,9</b>
EBIT	6,2	11,1	14,6	17,8	21,7	28,1	29,4	30,8
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	3,3	4,4	5,3	6,5	8,4	8,8	9,2
<b>NOPAT</b>	<b>4,4</b>	<b>7,8</b>	<b>10,2</b>	<b>12,5</b>	<b>15,2</b>	<b>19,7</b>	<b>20,6</b>	<b>21,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	19,9	19,6	19,5	19,6	17,3	12,6	13,1	13,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>24,3</b>	<b>27,4</b>	<b>29,8</b>	<b>32,1</b>	<b>32,5</b>	<b>32,3</b>	<b>33,7</b>	<b>35,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-8,1	-5,5	-4,2	-4,5	-4,8	-5,1	-5,5	-5,9
- Investitionen AV	-12,1	-12,7	-13,4	-14,1	-14,9	-15,9	-16,8	-17,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>4,1</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>

#### SMC-Schätzmodell

zent (bislang: 9,8 Prozent). Die Tabelle oben zeigt die aus unseren Schätzungen zum bestehenden Portfolio resultierenden Konzern-Cashflow-Zahlen in den nächsten acht Jahren, weitere Details enthält der Anhang.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	49,6	44,9	-4,7
Adhesives & Coatings	41,8	43,5	+1,7
Business Services	44,2	40,4	-3,8
Others	2,3	2,3	0,0
<b>Summe Segmente</b>	<b>137,9</b>	<b>131,1</b>	<b>-6,8</b>
Minderheitsanteile	8,4	9,9	+1,5
Nettofinanz. Blue Cap	-1,0	-0,9	+0,1
Netto Immobilien	1,0	0,0	-1,0
<b>PW Gruppe</b>	<b>146,3</b>	<b>140,1</b>	<b>-6,2</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>32,62</b>	<b>31,23</b>	<b>-1,39</b>

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

## Neues Kursziel: 31,20 Euro

Die Anpassungen haben auch Auswirkungen auf den von uns geschätzten Potenzialwert des Unternehmens. Während sich die Taxe für den Bereich Adhe-

sives & Coatings etwas erhöht hat, gab es für die Segmente Plastics und Business Services Abschläge. Zusammen mit dem unveränderten Wert für „Others“ beläuft sich der Potenzialwert der konsolidierten Beteiligungen jetzt auf 131,1 Mio. Euro, gegenüber bislang 137,9 Mio. Euro. Bei einer etwas höheren Bewertung der Minderheitsbeteiligung (durch den Roll-over auf das neue Basisjahr 2024) und aktualisierten Werten für die Nettofinanz- und Immobilienposition von Blue Cap (gemäß aktuellem NAV) resultiert daraus ein neuer Potenzialwert von 140,1 Mio. Euro oder 31,23 Euro je Aktie. Daraus leiten wir das neue Kursziel von 31,20 Euro ab (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Das ist aufgrund der in Summe vorsichtigeren Schätzungen etwas geringer als zuletzt (32,62 Euro), zeigt aber das aus unserer Sicht bestehende große Aufwärtspotenzial für den Net Asset Value in den nächsten zwölf Monaten. 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.

## Deutliche Wertsteigerung im Fokus

Als einen wesentlichen Werttreiber für die von uns erwartete deutliche Steigerung des Net Asset Value in naher Zukunft sehen wir die positiven Auswirkungen der umgesetzten Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz und Ausweitung des Vertriebs. Lukrative Verkäufe könnten diese Wertschöpfung bald sichtbar machen. Nicht erfasst ist im Potenzialwert hingegen ein positiver Effekt aus der anvisierten Dynamisierung der Akquisitionsaktivitäten. Das Management strebt

nun ein bis zwei Zukäufe pro Jahr an und fokussiert sich dabei wieder stärker auf Gesellschaften in Sonder-situationen, die einen gesunden Kern sowie ein klar identifizierbares Upside-Potenzial bieten. Die ideale Größenordnung liegt zwischen 20 und 200 Mio. Euro Umsatz bei einer EBITDA-Marge von 0 bis 5 Prozent. Aus diesen Akquisitionen und deren erfolgreicher Transformation erwartet Blue Cap einen substanzialen Wertbeitrag für die bis Ende 2026 angestrebte Steigerung des NAV bis auf 60 Euro je Aktie.

## Fazit

Blue Cap hat im letzten Jahr in einem schwierigen Umfeld solide abgeschnitten. Während der Umsatz leicht zurückgegangen ist (-6,2 Prozent auf 273,3 Mio. Euro), reduzierte sich das bereinigte EBITDA um 15,6 Prozent auf 23,2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Margenrückgang von 9,3 auf 8,5 Prozent. Mehrere – nicht zahlungswirksame – Einmaleffekte (u.a. ein Entkonsolidierungsverlust und eine Firmenwertabschreibung) haben dazu geführt, dass das Konzernergebnis nach Anteilen Dritter mit -17,8 Mio. Euro stark negativ ausgefallen ist. Die Cashflow-Entwicklung war demgegenüber erheblich erfreulicher, das Unternehmen konnte einen Free-Cashflow in Höhe von 28,4 Mio. Euro erwirtschaften. Die Gremien haben daraufhin für das Jahr eine Dividende von 0,65 Euro je Aktie vorgeschlagen.

Die Aussichten für das laufende Jahr beurteilt der Vorstand dank der im Portfolio umgesetzten Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz und des Vertriebs und angesichts eines möglicherweise im Jahresverlauf abnehmenden konjunkturellen Gegenwinds vorsichtig optimistisch. In zwei der drei großen Segmente (die jeweils die Entwicklung von zwei größeren Beteiligungen widerspiegeln) soll der Umsatz steigen

und die bereinigte operative Marge verbessert werden. Insgesamt prognostiziert das Management einen Umsatz von 270 bis 290 Mio. Euro (Vorjahr: 273,3 Mio. Euro) und eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 8,5 bis 9,5 Prozent (Vorjahr: 8,5 Prozent).

Außerdem sollen die M&A-Aktivitäten wieder deutlich an Dynamik gewinnen mit jeweils ein bis zwei lukrativen Exits und potenzialträchtigen Akquisitionen pro Jahr. Das wird, neben der organischen Entwicklung, als ein wichtiger Werttreiber für den NAV eingestuft, für den Blue Cap bis Ende 2026 einen Anstieg auf 60 Euro je Aktie anstrebt.

Wir gehen daher davon aus, dass der Net Asset Value, der zum Jahresende deutlich auf rund 25 Euro abgerutscht ist, die Talsohle durchschritten hat und jetzt wieder steigen wird. Den Potenzialwert in zwölf Monaten sehen wir bei 31,20 Euro. Das ist zwar etwas niedriger als bisher (32,60 Euro), dennoch bietet sich damit ein sehr attraktives Aufwärtspotenzial für die Aktie, das bei einem von uns erwarteten positiven Newsflow sukzessive gehoben werden könnte. Unser Urteil lautet daher unverändert „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 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 25 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	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	134,2	126,4	119,4	113,3	107,8	105,5	108,7	112,5	116,7
1. Immat. VG	57,1	50,6	44,1	37,6	31,1	27,1	28,1	29,1	30,1
2. Sachanlagen	61,9	60,6	60,2	60,5	61,5	63,2	65,4	68,2	71,4
II. UV Summe	109,7	122,5	134,4	148,3	163,3	179,1	192,8	205,4	218,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	87,3	88,4	89,0	92,1	96,5	104,8	116,4	127,1	138,3
II. Rückstellungen	8,4	9,0	9,5	10,0	10,6	11,1	11,6	12,2	12,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	86,1	86,3	86,7	87,2	87,8	88,3	88,8	89,3	89,8
2. Kurzfristiges FK	62,1	65,2	68,7	72,3	76,2	80,3	84,7	89,3	94,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>243,9</b>	<b>248,9</b>	<b>253,8</b>	<b>261,6</b>	<b>271,1</b>	<b>284,5</b>	<b>301,5</b>	<b>317,9</b>	<b>335,0</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	273,3	278,5	294,1	312,7	332,4	354,0	377,2	402,2	429,2
Gesamtleistung	276,2	287,2	303,3	322,4	342,7	365,0	388,9	414,7	442,5
Rohrertrag	134,4	140,9	149,4	159,5	169,8	180,9	187,1	199,5	212,9
EBITDA	15,2	25,6	29,7	33,1	35,9	37,5	39,2	41,0	42,9
EBIT	-13,5	6,2	11,1	14,6	17,8	21,7	28,1	29,4	30,8
EBT	-18,2	1,6	6,6	10,2	13,4	17,5	23,9	25,3	26,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-20,3	1,1	4,6	7,1	9,4	12,2	16,7	17,7	18,7
JÜ	-17,8	1,2	4,9	7,5	9,9	12,8	17,6	18,6	19,6
EPS	-4,02	0,26	1,09	1,67	2,20	2,86	3,92	4,15	4,37

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	19,6	18,1	24,0	27,8	29,9	30,1	29,6	30,7	31,9
CF aus Investition	8,8	-12,1	-12,7	-13,4	-14,1	-14,9	-15,9	-16,8	-17,9
CF Finanzierung	-24,4	-4,9	-8,7	-8,6	-9,5	-8,5	-9,8	-11,8	-12,2
Liquidität Jahresanfa.	24,0	38,6*	39,7	42,3	48,1	54,4	61,0	65,0	67,1
Liquidität Jahresende	27,9*	39,7	42,3	48,1	54,4	61,0	65,0	67,1	68,8

\*2023 Wert der CF-Rechnung des Unternehmens, 2024 bilanzieller Liquiditätswert

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-21,3%	1,9%	5,6%	6,3%	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
Rohermargemarge	49,2%	50,6%	50,8%	51,0%	51,1%	51,1%	49,6%	49,6%	49,6%
EBITDA-Marge	5,6%	9,2%	10,1%	10,6%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%	10,0%
EBIT-Marge	-4,9%	2,2%	3,8%	4,7%	5,4%	6,1%	7,4%	7,3%	7,2%
EBT-Marge	-6,6%	0,6%	2,3%	3,3%	4,0%	4,9%	6,3%	6,3%	6,2%
Netto-Marge	-6,5%	0,4%	1,7%	2,4%	3,0%	3,6%	4,7%	4,6%	4,6%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	58,11	50,73	44,84	40,02	36,00
6,5%	48,33	42,64	37,99	34,13	30,86
7,0%	40,53	36,05	31,23	29,17	26,46
7,5%	34,18	30,58	27,54	24,93	22,68
8,0%	28,91	25,98	23,46	21,29	19,38

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

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 27.04.2024 um 15:15 Uhr fertiggestellt und am 29.04.2024 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
15.03.2024	Buy	32,60 Euro	1), 3), 4)
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.