

26. August 2024
Research-Comment

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

Blue Cap AG

Trendwende beim NAV vollzogen

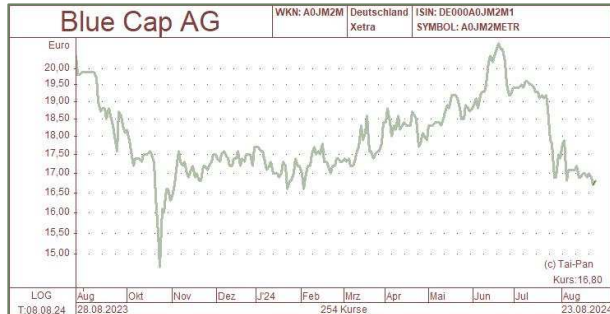
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 16,80 € | Kursziel: 30,00 € (unverändert)

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:	1.081
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	16,80 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	75,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	150,3 Mio. Euro
Freefloat:	33,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	21,20 / 14,20 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	13,7 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2023	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	273,3	268,2	282,3
EBIT (Mio. Euro)	-13,5	6,0	11,4
Jahresüberschuss	-17,8	0,9	5,1
EpS	-4,02	0,21	1,14
Dividende je Aktie	0,65	0,90	0,90
Umsatzwachstum	-21,3%	-1,9%	5,3%
Gewinnwachstum	-	-	455,0%
KUV	0,28	0,28	0,27
KGV	-	81,8	14,7
KCF	3,8	4,5	3,4
EV / EBIT	-	25,2	13,2
Dividendenrendite	3,9%	5,4%	5,4%

EBITDA-Marge verbessert

Mit der Vorlage des Halbjahresberichts hat Blue Cap die bereits Ende Juli gemeldeten vorläufigen Zahlen vollumfänglich bestätigt. Auf Konzernebene hat sich der Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 11 Prozent auf 129,2 Mio. Euro reduziert, was vor allem an einem deutlichen Rückgang im Bereich Business Services (-32 Prozent auf 33,9 Mio. Euro) lag, wo sich das Geschäftsvolumen von HY-LINE nach einem Auftragsboom 2022/23 wieder auf deutlich niedrigerem Niveau eingependelt hat und der Übersetzungsdienstleister Transline in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld unter Plan blieb. Demgegenüber konnten die Erlöse im Bereich Plastics dank einer starken Performance von con-pearl um 4 Prozent auf 52,3 Mio. Euro gesteigert werden und im Segment Adhesives & Coatings gab es lediglich einen kleinen Rückgang um 3 Prozent auf 42,1 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung eines Bestandsaufbaus von 2,5 Mio. Euro (Vorjahr: -0,9 Mio. Euro) hat sich die Konzerngesamtleistung nur um 9,3 Prozent auf 133,3 Mio. Euro reduziert. In Relation dazu war der Rückgang des Materialaufwands deutlich überproportional (-15 Prozent auf 67,1 Mio. Euro), womit der unterproportionale Rückgang der Personalaufwendungen (-8 Prozent auf 33,4 Mio. Euro) und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-2 Prozent auf 20,7 Mio. Euro) überkompensiert werden konnte. Dadurch ist das berichtete EBITDA nur um 3 Prozent auf 10,1 Mio. Euro zurückgegangen, ebenso wie das um Sondereffekte bereinigte („adjusted“) EBITDA (-3 Prozent auf 11,1 Mio. Euro). Die bereinigte EBITDA-Marge hat sich damit binnen Jahresfrist von 7,9 auf 8,4 Prozent erhöht. Für eine detaillierte Analyse der Entwicklung verweisen wir auf unser Update vom 8. August.

Verlust kräftig reduziert

Bei niedrigeren Abschreibungen (von 10,0 auf 9,0 Mio. Euro), einem geringeren Wertminderungsaufwand (von 0,3 auf 0,1 Mio. Euro) und einem reduzierten Fehlbetrag assoziierter Unternehmen (von -0,7 auf -0,1 Mio. Euro) hat sich das Konzern-EBIT ge-

genüber dem Vorjahr sogar deutlich verbessert und ist mit 0,8 Mio. Euro (Vorjahr: -0,6 Mio. Euro) ins Plus gedreht. Bei einem aufgrund höherer Zinsaufwendungen etwas schwächeren Finanzergebnis (von -1,8 auf -2,1 Mio. Euro) und etwas niedrigeren Steuererträgen (von 0,7 auf 0,3 Mio. Euro) resultierte daraus ein verbessertes Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen von -1,0 Mio. Euro, nach -1,8 Mio. Euro im Vorjahr. Da damals zusätzlich eine Belastung in Höhe von -6,1 Mio. Euro aus dem Verkauf einer Tochter (also aus nicht fortgeführten Aktivitäten) verbucht wurde, dem in der aktuellen Periode kein vergleichbarer Effekt gegenüberstand, hat sich das Nettoergebnis nach Minderheiten von -7,8 auf -0,5 Mio. Euro sehr deutlich verbessert, blieb damit aber noch leicht im Verlustbereich.

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Umsatz	145,4	129,2	-11,1%
Gesamtleistung	147,0	133,3	-9,3%
EBITDA	10,4	10,1	-3,3%
Adj. EBITDA	11,5	11,1	-2,9%
Adj.-EBITDA-Marge	7,9%	8,4%	+0,5Pp.
EBIT	-0,6	0,8	-
Nettoergebnis	-7,8	-0,5	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

Free-Cashflow deutlich positiv

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ist hingegen, wie in 2023, mit 6,8 Mio. Euro deutlich positiv ausgefallen. Gegenüber dem Vorjahr ist er aber um 13 Prozent gesunken, was vor allem auf eine Zunahme der Vorräte und eine Abnahme der übrigen Verbindlichkeiten zurückzuführen ist. Reduziert hat sich aber auch der Cashflow aus Investitionstätigkeit, von -2,2 auf -1,7 Mio. Euro, so dass der Free-Cashflow der ersten sechs Monate mit 5,1 Mio. Euro nur um 0,6 Mio. Euro unter dem Referenzwert aus 2023 geblieben ist. Der Überschuss wurde für eine Dividendenzahlung genutzt, zugleich hat das Unternehmen per Saldo Kredit- und Leasingverbindlichkeiten getilgt (Finanzierungs-Cashflow: -12,2 Mio. Euro), was zu einem Rückgang der Liquidität von 26,1 auf 19,1 Mio. Euro geführt hat. Die Summe aus Rückstellungen und Ver-

bindlichkeiten hat dadurch im ersten Halbjahr um 1 Prozent auf 155,3 Mio. Euro abgenommen. Da das Eigenkapital wegen der Dividendenzahlung und des Periodenverlusts noch etwas stärker gefallen ist, um 5 Prozent auf 83,3 Mio. Euro, hat sich die EK-Quote von 35,8 auf 34,9 Prozent reduziert.

NAV	31.12.23	30.06.24	Änderung
Plastics	35,6	47,8	+34%
Adhes. & Coatings	33,3	34,5	+4%
Business Services	31,5	25,3	-20%
Others	0,8	0,8	0%
Summe Segmente	101,2	108,4	+7%
NAV Minderheitsant.	12,1	9,0	-26%
Nettofinanz. Blue Cap	-0,9	-2,1	-
NAV Gruppe	112,3	115,3	+3%
je Aktie	25,03	25,70	+3%

in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

NAV legt leicht zu

Die Geschäftsentwicklung hat sich positiv auf den Net Asset Value ausgewirkt. Dank der starken Performance von con-pearl hat der Wert des Bereichs Plastics in den ersten sechs Monaten um 34 Prozent auf 47,8 Mio. Euro zugelegt und im Bereich Adhesives & Coatings gab es wegen Neschen per Saldo immerhin einen kleinen Aufschlag um 4 Prozent auf 34,5 Mio. Euro. Damit konnte der Rückgang im Bereich Business Services (-20 Prozent auf 25,3 Mio. Euro) bei einer unveränderten Bewertung des kleinen Segments Others (0,8 Mio. Euro) deutlich überkompensiert werden, so dass der NAV der Bereiche in den ersten sechs Monaten von 101,2 auf 108,4 Mio. Euro zugelegt hat. Dem stehen aber eine um 26 Prozent auf 9,0 Mio. Euro gesunkene Taxe für die Minderheitsbeteiligungen INHECO und eine wegen der Dividendenzahlung reduzierte Nettofinanzposition (von -0,9 auf -2,1 Mio. Euro) gegenüber. Unter dem Strich reichte das dennoch für einen Anstieg des Substanzwerts von 112,3 auf 115,3 Mio. Euro respektive von 25,03 auf 25,70 Euro je Aktie.

Verzögerungen im M&A-Bereich

Der Ausblick für das Gesamtjahr – ein Umsatz von 270 bis 290 Mio. Euro und eine adjusted EBITDA-Marge von 8,5 bis 9,5 Prozent – wurde schon mit den vorläufigen Zahlen bestätigt und jetzt erneut bekräftigt sowie mit Details zu den einzelnen Segmenten unterlegt. So sollen sich die Zahlen im Bereich Plastics im Gesamtjahr verbessern, weil con-pearl bei Umsatz und Marge voraussichtlich über Plan liegen wird, während die zweite Segmentgesellschaft H+E wegen der schwierigen Lage im Automobilmarkt einen Erlös- und Margenrückgang erwartet. Insgesamt rückläufig dürfte die Entwicklung im Segment Business Services ausfallen, mit niedrigeren Resultaten bei beiden Sparten-Gesellschaften (HY-LINE und H+E). Demgegenüber soll im Bereich Adhesives & Coatings zwar der Umsatz stagnieren, aber die adjusted EBITDA-Marge deutlich zulegen. Und schließlich wird für den kleinen Bereich Others dank Nachholeffekten bei der Beteiligung nokra im zweiten Halbjahr für 2024 ein Umsatz und adjusted EBITDA auf Vorjahresniveau erwartet. Neben diesem operativen Ausblick hat das Unternehmen auch ein Update zu den M&A-Aktivitäten gegeben und will sie sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufsseite intensiv vorantreiben. Das Management konstatiert zwar insgesamt

verlängerte Prozesszeiten im gesamten Markt, rechnet aber mit einem Abschluss der geplanten Exits bis zum Ende des Jahres.

Geringfügige Anpassung am Modell

Zuvor war eher das dritte Quartal anvisiert worden, so dass die Verzögerungen schon zu einer deutlichen Verschiebung geführt haben. Sollte ein signifikanter Exit nicht mehr im laufenden Jahr gelingen, wäre das eine Enttäuschung. Ansonsten entsprachen die Zahlen im Großen und Ganzen unseren Schätzungen, bedingten im Detail aber einige Anpassungen. Während wir die Umsatzzschätzung unverändert bei 268,2 Mio. Euro belassen, betreffen die Änderungen vor allem die sonstigen betrieblichen Erträge und die Materialkosten, die wir beide etwas niedriger angesetzt haben, was aber per Saldo zu einer unveränderten EBITDA-Schätzung von 23,3 Mio. Euro für 2024 geführt hat. Etwas niedriger fallen jetzt auch die Abschreibungen aus (aber nur auf Konzernebene), so dass sich unsere EBIT-Schätzung für dieses Jahr von bislang 4,0 auf 6,0 Mio. Euro erhöht hat, das Nettoergebnis sehen wir jetzt bei 0,9 Mio. Euro (zuvor: -0,5 Mio. Euro). Die Anpassungen setzen sich so in der Folgezeit fort. Der Umsatz- und EBITDA-Verlauf im Konzern bleibt damit derselbe, die EBIT-Reihe hat sich hinge-

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	268,2	282,3	299,8	318,3	338,5	360,2	383,6	408,6
Umsatzwachstum		5,3%	6,2%	6,2%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%
EBITDA	23,3	28,0	32,4	35,0	37,2	39,3	41,0	42,9
EBIT	6,0	11,4	16,0	19,1	21,7	28,5	29,9	31,3
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,8	3,4	4,8	5,7	6,5	8,5	9,0	9,4
NOPAT	4,2	8,0	11,2	13,4	15,2	19,9	20,9	21,9
+ Abschreibungen & Amortisation	17,9	17,5	17,4	17,4	17,0	12,3	12,7	13,2
+ 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	25,5	28,6	30,8	32,2	32,2	33,6	35,0
- Zunahme Net Working Capital	-7,8	-5,3	-4,0	-4,2	-4,5	-4,9	-5,2	-5,6
- Investitionen AV	-11,7	-12,2	-12,9	-13,6	-14,3	-15,2	-16,1	-17,1
Free Cashflow	2,6	8,1	11,7	13,0	13,3	12,2	12,2	12,3

SMC Schätzmodell

gen auch in den nächsten Jahren erhöht. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Anpassungen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, weitere Details zur geschätzten GuV, Bilanz und Cashflow-Rechnung enthält der Anhang.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Plastics	50,4	50,4	0,0
Adhesives & Coatings	47,8	47,8	0,0
Business Services	29,9	29,9	0,0
Others	0,2	0,2	0,0
Summe Segmente	128,2	128,2	0,0
Minderheitsanteile	10,1	10,1	0,0
Nettofinanz. Blue Cap	-4,0	-2,9	+1,1
PW Gruppe	134,4	135,5	+1,1
je Aktie (Euro)	29,96	30,20	+0,24

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

Kursziel weiterhin 30,00 Euro

Da sich die Änderungen in der operativen Kostenstruktur gegenseitig aufgehoben haben und die Reduktion der Abschreibungen nur den Konzern betraf, hat sich der Potenzialwert des Portfolios hierdurch nicht verändert und beläuft sich weiterhin auf 128,2 Mio. Euro. Bei einer ebenfalls unveränderten Bewertung der Minderheitsposition INHECO (10,1 Mio. Euro) ist die einzige Anpassung somit bei der Nettofinanzposition erfolgt, die wir von unserem Schätzwert (-4,0 Mio. Euro) auf den gemeldeten Wert (-2,9 Mio. Euro) geändert haben. Damit hat sich der Potenzialwert, der den von uns erwarteten Net Asset Value in zwölf Monaten abbildet, von bislang 134,4 auf 135,5 Mio. Euro erhöht, resp. von 29,96 auf 30,20 Euro je Aktie. Unser Kursziel belassen wir auf dieser Basis weiterhin bei 30,00 Euro. Die Beurteilung des Prognoserisikos stufen wir aufgrund der stabilisierend wirkenden Diversifikation der Aktivitäten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich (drei von sechs möglichen Punkten) ein.

Fazit

Mit dem Halbjahresbericht hat Blue Cap die Ende Juli gemeldeten vorläufigen Zahlen vollumfänglich bestätigt. Der Umsatz ist in den ersten sechs Monaten um 11 Prozent auf 129,2 Mio. Euro gesunken, der Rückgang des bereinigten EBITDA konnte aber auf 3 Prozent bzw. 11,1 Mio. Euro begrenzt werden. Damit hat sich die Marge von 7,9 auf 8,4 Prozent verbessert. Unter dem Strich ist in den ersten sechs Monaten noch ein Verlust von 0,5 Mio. Euro angefallen, der damit deutlich unter dem Vorjahreswert (-7,8 Mio. Euro) lag.

Das Management hat die Prognose für 2024 auf dieser Basis bestätigt, die einen Umsatz von 270 bis 290 Mio. Euro und eine adjusted EBITDA-Marge von 8,5 bis 9,5 Prozent vorsieht.

Weiterhin angestrebt sind für dieses Jahr ein bis zwei Exits und Zukäufe, wobei das Unternehmen eingeräumt hat, dass sich die Verkaufsprozesse im gesamten Markt verlängert haben. Während bislang ein erster Verkauf noch im dritten Quartal angestrebt worden war, wird jetzt ein erfolgreicher Abschluss bis zum Jahresende in Aussicht gestellt.

Wir sehen hier einen wichtigen Werttreiber für die Aktie. Zudem ist dank der positiven Entwicklung der Beteiligungen con-pearl und Neschen die Trendwende beim Net Asset Value gelungen, der sich im ersten Halbjahr von 25,03 auf 25,70 Euro je Aktie erhöht hat. Wir sehen den NAV in einem Jahr unverändert bei rund 30 Euro je Aktie, was weiterhin unserem Kursziel entspricht. Damit konstatieren wir ein hohes Aufwärtspotenzial.

Die Aktie hat zuletzt trotzdem weiter an Boden verloren, was die voraussichtlich ausbleibende Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr widerspiegelt und möglicherweise auch die Unsicherheit, ob die Exits im laufenden Jahr tatsächlich umgesetzt werden können. Wir sehen dafür immer noch gute Chancen und bekräftigen unsere Einstufung mit „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 Mehrheitsbeteiligungen und einer Minderheitsbeteiligung. Die Diversifikation hat sich in den schwierigen Jahren 2020 bis 2023 bewährt und eine positive Konzernentwicklung ermöglicht.
- Attraktive Dividendenrenditen.

Chancen

- Die Optierungsmaßnahmen aus 2023 und eine leichte Belebung der Geschäftsdynamik sollen in diesem Jahr bei einem moderaten Umsatzwachstum für eine Margensteigerung sorgen.
- Sollte sich die Konjunktur beleben, dürfte das den positiven Margentrend verstärken.
- 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 dem 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

- Der Abschluss von Exits könnte sich weiter verzögern. Eine weitere Verschiebung ins nächste Jahr ist nicht ausgeschlossen.
- Bei anhaltend schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen könnte die Umsatzerholung im Jahresverlauf ausbleiben, was eine Zielverfehlung zur Folge haben könnte.
- Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ist die Entwicklung von Beteiligungen, die noch keinen profitablen Wachstumspfad etabliert haben, erschwert; Fehlschläge könnten das Ergebnis und den NAV belasten.
- 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
AKTIVA									
I. AV Summe	134,2	128,0	122,6	118,1	114,3	111,7	114,6	118,0	122,0
1. Immat. VG	57,1	52,6	48,1	43,6	39,1	35,1	36,1	37,1	38,1
2. Sachanlagen	61,9	60,2	59,4	59,4	60,1	61,4	63,3	65,8	68,7
II. UV Summe	109,7	114,9	125,2	138,3	152,3	167,8	182,0	194,9	208,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	87,3	85,3	86,1	90,2	95,6	103,4	115,3	126,2	137,6
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	84,4	84,7	85,2	85,7	86,3	86,8	87,3	87,8
2. Kurzfristiges FK	62,1	64,3	67,5	71,0	74,8	78,7	82,9	87,3	92,1
BILANZSUMME	243,9	242,9	247,9	256,4	266,6	279,5	296,6	312,9	330,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	273,3	268,2	282,3	299,8	318,3	338,5	360,2	383,6	408,6
Gesamtleistung	276,2	274,4	289,1	307,0	325,9	346,7	368,9	392,8	418,4
Rohhertrag	134,4	135,7	143,4	152,9	162,7	173,0	180,5	192,2	204,7
EBITDA	15,2	23,3	28,0	32,4	35,0	37,2	39,3	41,0	42,9
EBIT	-13,5	6,0	11,4	16,0	19,1	21,7	28,5	29,9	31,3
EBT	-18,2	1,3	7,0	11,6	14,8	17,4	24,3	25,7	27,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	-20,3	0,9	4,9	8,1	10,3	12,2	17,0	18,0	19,0
JÜ	-17,8	0,9	5,1	8,5	10,8	12,8	17,8	18,9	19,9
EPS	-4,02	0,21	1,14	1,89	2,42	2,85	3,98	4,22	4,44

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	19,6	16,7	22,3	26,6	28,6	29,9	29,6	30,7	31,9
CF aus Investition	8,8	-11,7	-12,2	-12,9	-13,6	-14,3	-15,2	-16,1	-17,1
CF Finanzierung	-24,4	-11,1	-8,6	-8,5	-9,3	-8,8	-9,6	-11,7	-12,1
Liquidität Jahresanfa.	24,0	38,6*	32,5	33,9	39,2	44,9	51,7	56,5	59,4
Liquidität Jahresende	27,9*	32,5	33,9	39,2	44,9	51,7	56,5	59,4	62,0

*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%	5,3%	6,2%	6,2%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%
Rohertragsmarge	49,2%	50,6%	50,8%	51,0%	51,1%	51,1%	50,1%	50,1%	50,1%
EBITDA-Marge	5,6%	8,7%	9,9%	10,8%	11,0%	11,0%	10,9%	10,7%	10,5%
EBIT-Marge	-4,9%	2,2%	4,0%	5,3%	6,0%	6,4%	7,9%	7,8%	7,6%
EBT-Marge	-6,6%	0,5%	2,5%	3,9%	4,6%	5,1%	6,7%	6,7%	6,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	-6,5%	0,3%	1,8%	2,8%	3,4%	3,8%	5,0%	4,9%	4,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	57,84	50,20	44,10	39,11	34,96
6,5%	47,82	41,93	37,11	33,10	29,71
7,0%	39,84	35,18	30,20	28,04	25,23
7,5%	33,33	29,59	26,43	23,72	21,37
8,0%	27,93	24,87	22,26	19,99	18,01

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), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte 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 26.08.2024 um 7:10 Uhr fertiggestellt und am 26.08.2024 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
08.08.2024	Buy	30,00 Euro	1), 3), 10)
09.07.2024	Buy	30,80 Euro	1), 3), 10)
13.05.2024	Buy	30,40 Euro	1), 3), 4), 10)
29.04.2024	Buy	31,20 Euro	1), 3), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: 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 Finanz-

analyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden 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.