6. November 2025
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials
Platz 1 & 2 German Software & IT
Mehrfacher Gewinner renommierter Analyst Awards

Blue Cap AG

In starker Position für den geplanten Ausbau des Portfolios

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 19,70 € | **Kursziel:** 31,30 € (bislang: 31,70 €)

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Aktuelle Entwicklung

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Beteiligungsgesellschaft
Mitarbeiter:	793 (inkl. con-pearl)
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	19,70 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienzahl:	4,5 Mio. Stück
Market Cap:	88,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	33,4 Mio. Euro
Freefloat:	33,6 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	21,60 / 15,30 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	22,6 Tsd. Euro

Lukrativer Verkauf

Das Highlight des dritten Quartals von Blue Cap war eindeutig der Verkauf von con-pearl im August, der dank sehr guter Konditionen zu hohen Erträgen geführt hat. Den Gesamterlös der Transaktion hat das Unternehmen auf einen hohen zweistelligen Millionenbetrag beziffert, womit die Net-Asset-Value-Bewertung der Anteile vom Ende letzten Jahres um mehr als 10 Prozent übertroffen wurde. Insgesamt wurden seit dem Einstieg im Jahr 2019 ein Multiple von rund 15x auf das eingesetzte Kapital und eine interne Verzinsung von 60 Prozent p.a. erzielt – ein beeindruckender Erfolg und eine Bestätigung für das erfolgreiche Turnaround-Management.

Leichter Umsatzrückgang

Seit der Veräußerung von con-pearl besteht das Portfolio aktuell noch aus vier Mehrheitsbeteiligungen und einer Minderheitsbeteiligung. Das Segment Plastics bildet jetzt nur noch die Entwicklung des Automobilzulieferers H+E ab, der den Umsatz in den ersten neun Monaten um 2,4 Prozent auf 31,4 Mio. Euro gesteigert und damit dank hinzugewonnener Aufträge dem widrigen Branchenumfeld getrotzt hat.

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	347,5	273,3	205,9*	128,7*	130,1	136,3
EBIT (Mio. Euro)	17,0	-13,5	1,0	26,5	-1,3	0,7
JÜ (Mio. Euro)	12,2	-17,8	13,3	22,6	-3,4	-1,4
EpS (Euro)	2,78	-4,02	2,96	5,03	-0,75	-0,31
Dividende je Aktie (Euro)	0,90	0,65	1,10	1,50	0,65	0,65
Umsatzwachstum	30,0%	-21,3%	-24,7%*	-37,5%*	1,1%	4,8%
Gewinnwachstum	136,8%	-	-	70,1%	-	-
KUV	0,25	0,32	0,43	0,69	0,68	0,65
KGV	7,2	-	6,7	3,9	-	-
KCF	5,2	4,5	6,8	2,6	6,9	6,1
EV / EBIT	2,0	-2,5	34,2	1,3	-	48,8
Dividendenrendite	4,6%	3,3%	5,6%	7,6%	3,3%	3,3%

** Erlöse aus fortgeführten Aktivitäten; Änderungsraten zu berichteten Erlösen*

Ebenfalls mit einem anspruchsvollen Marktumfeld ist weiterhin der Klebstoffhersteller Planatol, der das Segment Adhesives & Coatings repräsentiert, konfrontiert. Trotzdem konnte die Gesellschaft bei den Erlösen minimal, um 0,3 Prozent auf 23,7 Mio. Euro, zulegen. Die übrigen beiden Mehrheitsbeteiligungen, HY-LINE und Transline, bilden zusammen den dritten Bereich Business Services, dessen Erlöse in den ersten neun Monaten um 14,4 Prozent auf 42,2 Mio. Euro zurückgegangen sind. Beide Unternehmen leiden unter einer schwachen Nachfrage und blieben mit ihrem Umsatz unter den Erwartungen. Damit waren sie in den ersten neun Monaten verantwortlich für den Rückgang des Blue-Cap-Konzernumsatzes aus fortgeführten Aktivitäten um 6 Prozent auf 97,3 Mio. Euro.

Geschäftszahlen*	9M 24	9M 25	Änderung
Umsatz	103,6	97,3	*-6,1%*
- Plastics	*30,7*	*31,4*	*+2,4%*
- Adhesives & Coatings	*23,6*	*23,7*	*+0,3%*
- Business Services	*49,4*	*42,2*	*-14,4%*
Adj. EBITDA	5,2	5,3	*+1,9%*
- Plastics	*4,9*	*4,4*	*-10,3%*
- Adhesives & Coatings	*1,2*	*1,5*	*+27,0%*
- Business Services	*1,9*	*2,3*	*+20,3%*
Adj. EBITDA-Marge	*4,9%*	*5,3%*	*+0,4Pp.*

*In Mio. Euro bzw. Prozent; *fortgeführte Aktivitäten ohne Neschen, Nokra und con-pearl; Quelle Unternehmen*

Marge verbessert

Das Blue-Cap-Management hat angesichts des schwierigen Marktumfelds in mehreren Bereichen den Fokus auf die Kostenentwicklung und Effizienzsteigerungen gelegt und war damit gerade in den beiden schwächeren Segmenten auch erfolgreich. So konnte das um nicht operative Effekte bereinigte („adjusted") EBITDA im Bereich Business Services in den ersten neun Monaten um 20,3 Prozent auf 2,3 Mio. Euro gesteigert werden. Damit hat sich die Marge von 3,8 auf 5,3 Prozent verbessert, was vor allem auf die Fortschritte von HY-LINE zurückzuführen ist. Einen ähnlichen Sprung gab es in dem Bereich Adhesives & Coatings, nämlich um 27,0 Prozent auf 1,5 Mio. Euro bzw. von 4,8 auf 6,0 Prozent. Gegenläufig war hingegen der Trend im Bereich Plastics, wo das bereinigte EBITDA um 10,3 Prozent auf 4,4 Mio. Euro und die Marge von 15,8 auf 13,7 Prozent zurückgegangen sind. Das spiegelt das anspruchsvolle Marktumfeld wider, dennoch bewegt sich H+E im Branchenvergleich damit weiterhin auf einem sehr guten Niveau und über den Erwartungen des Managements. Insgesamt konnte das bereinigte Konzern-EBITDA aus fortgeführten Aktivitäten in den ersten neun Monaten leicht, von 5,2 auf 5,3 Mio. Euro, gesteigert werden, daraus ergibt sich in Relation zum Umsatz eine moderate Verbesserung der Marge von 4,9 auf 5,3 Prozent.

INHECO Opfer der Zölle

Die Minderheitsbeteiligung INHECO, die nur „At Equity" erfasst wird, hat in den ersten neun Monaten alle relevanten Kennzahlen verbessert, wobei das vor allem der guten Entwicklung in den ersten sieben Monaten geschuldet ist. Ab August hat sich die Lage hingegen eingetrübt, da die Gesellschaft von den US-Zöllen für die Schweiz indirekt betroffen ist. Die Zölle hemmen nämlich die US-Exporte der dortigen Kunden, worauf diese ihre Bestellungen bei INHECO reduziert oder verschoben haben. Das Unternehmen hat mit einem weiteren Kostensenkungsprogramm unmittelbar reagiert. Die Wachstumsinitiativen im F&E-Bereich laufen aber davon unberührt weiter und sorgen für einen vorsichtig optimistischen Ausblick auf 2026, sofern es früher oder später eine Beruhigung beim Thema Schweiz-Zölle gibt oder aber die Kunden alternative Geschäftsopportunitäten erschließen.

Prognose bestätigt

Insgesamt liegt die bisherige Entwicklung im Rahmen der Prognose, die im August für die fortgeführten Aktivitäten ohne con-pearl aktualisiert wurde und sich seitdem für 2025 auf einen Umsatz von 120 bis 140 Mio. Euro sowie eine bereinigte EBITDA-Marge von 5,0 bis 6,0 Prozent beläuft. Dieser Ausblick wurde mit den Neunmonatszahlen bestätigt. Für das nächste Jahr sieht das Management derzeit keine Anzeichen für eine deutliche Verbesserung der Rahmenbedingungen, so dass der Fokus, wie in letzter Zeit, weiter-

hin auf Effizienzsteigerungen und die Ergebnissicherung im Portfolio liegen wird.

Ausbau des Portfolios im Fokus

Der zweite Schwerpunkt der Aktivitäten besteht aus der Umsetzung von Akquisitionen, um das Portfolio wieder auszubauen und neue Potenziale für eine Wertsteigerung zu schaffen. Das Unternehmen verfügt nach dem Verkauf von con-pearl über eine sehr starke Finanzposition. So summierte sich die Liquidität der Holding Ende September auf ca. 90 Mio. Euro und die Nettofinanzposition (inkl. Leasingverbindlichkeiten) des Konzerns war positiv. Das eröffnet einen großen Spielraum für Übernahmen, für die das Management Unternehmen in Sondersituationen mit einem Umsatz zwischen 20 und 200 Mio. Euro und einer EBITDA-Marge von 0 bis 5 Prozent prüft, die zugleich ein klares Verbesserungspotenzial aufweisen müssen, das mit der Erfahrung und dem Instrumentekasten von Blue Cap voraussichtlich auch gehoben werden kann. Der Vorstand hat im Earnings-Call noch einmal betont, dass keine überzogenen Preise gezahlt werden sollen und Transaktionen nur umgesetzt werden, wenn die Kriterien erfüllt sind. Denn das Ziel ist es, dass im Rahmen von Akquisitionen eingesetzte Kapital mindestens zu verdreifachen.

Anpassung der Konzernschätzungen

In Reaktion auf die Neunmonatszahlen haben wir moderate Anpassungen an unserem Modell vorgenommen. Die anhaltend schwachen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen erfordern insgesamt eine leichte Abwärtsrevision bei den Umsatzschätzungen. Für 2025 erwarten wir jetzt Erlöse aus fortgeführten Aktivitäten in Höhe von 128,7 Mio. Euro nach bislang 132,1 Mio. Euro, der Wert liegt aber weiterhin solide innerhalb der Zielspanne des Managements. Die Ertragsentwicklung ist hingegen besser als von uns erwartet, so dass wir das kumulierte bereinigte EBITDA jetzt auf 7,9 Mio. Euro taxieren, nach zuvor 7,5 Mio. Euro. Wir erwarten damit nun eine Marge von 6,1 Prozent und damit ein Resultat leicht oberhalb der Zielspanne des Unternehmens. Unter hypothetischer Einrechnung der Erträge aus dem con-pearl-Verkauf in den sonstigen betrieblichen Erträgen ergibt sich daraus ein Konzern-EBITDA von 40,5 Mio. Euro (bislang: 39,6 Mio. Euro). Da wir für die Folgeperioden im Gegenzug keine höheren Wachstumsraten angenommen haben, liegt die Umsatzkurve insgesamt niedriger als bislang, mit 130 Mio. Euro (bislang: 134,5 Mio. Euro) in 2026 und 177,4 Mio. Euro (bislang: 184,0 Mio. Euro) zum Ende des Detailprognosezeitraums in 2032. Die un-

Mio. Euro	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032
Umsatzerlöse	128,7	130,1	136,3	143,7	151,4	159,6	168,3	177,4
Umsatzwachstum		1,1%	4,8%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
EBITDA	**40,5**	**9,9**	**11,2**	**12,8**	**13,9**	**14,2**	**14,5**	**14,9**
EBIT	26,5	-1,3	0,7	1,9	3,6	9,8	10,0	10,3
Steuersatz	12,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,2	0,0	0,0	0,6	1,1	3,0	3,0	3,1
NOPAT	**23,3**	**-1,3**	**0,7**	**1,3**	**2,5**	**6,9**	**7,0**	**7,2**
+ Abschreibungen & Amortisation	15,0	12,2	12,0	12,4	11,8	5,9	5,9	6,1
+ 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	38,3	10,9	12,7	13,7	14,3	12,8	13,0	13,3
- Zunahme Net Working Capital	-6,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2
- Investitionen AV	28,9	-6,2	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6	-8,0
Free Cashflow	**61,0**	**4,3**	**5,7**	**6,4**	**6,6**	**4,5**	**4,3**	**4,1**

SMC-Schätzmodell

terstellte operative Marge haben wir hingegen nicht verändert, sie liegt weiterhin bei 7,6 Prozent in 2026 und 8,4 Prozent in 2032. Damit gleichen sich die Auswirkungen aus der aktuell stärker als erwartet verbesserten Profitabilität und niedrigeren Skaleneffekten aus einem geringeren Umsatz aus. In diese Schätzungen haben wir keinen Schub aus einer gesamtwirtschaftlichen Erholung einkalkuliert und unverändert auch keine möglichen Akquisitionen berücksichtigt. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Konzern-Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, weiteren Informationen zu unseren Schätzungen bietet der Anhang.

Neues Kursziel: 31,30 Euro

Die Anpassungen haben auch Auswirkungen auf den von uns ermittelten Potenzialwert. Während die Bereiche Plastics und Business Services nun etwas niedriger taxiert werden, hat das Segment Adhesives & Coatings eine Aufwertung erfahren, aus der insgesamt eine etwas höhere Bewertung der Segmente resultiert. Dem steht allerdings eine Reduktion des Werts der Minderheitsbeteiligung INHECO sowie der Nettofinanzposition der Holding gegenüber, so dass sich der Potenzialwert insgesamt seit unserem letzten Update geringfügig von 31,66 auf 31,30 Euro je Aktie reduziert hat. Das setzen wir als neues Kursziel (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	11,9	11,4	*-0,5*
Adhesives & Coatings	9,1	10,1	*+1,0*
Business Services	17,7	17,5	*-0,2*
Summe Segmente	**38,7**	**39,0**	*+0,3*
Minderheitsanteile	12,5	11,4	*-1,1*
Nettofinanz. Blue Cap	90,8	90,0	*-0,8*
PW Gruppe	**142,0**	**140,4**	*-1,6*
je Aktie (Euro)	**31,66**	**31,30**	*-0,36*

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

Fazit

Das Umfeld für die Industrie ist in Deutschland weiterhin schwierig, weshalb der Fokus des Blue-Cap-Managements vor allem auf der Margensicherung und, so weit möglich, -verbesserung liegt. Hier können respektable Fortschritte erzielt werden, so dass in den ersten neun Monaten 2025 aus fortgeführten Aktivitäten bei einem Umsatzrückgang um 6 Prozent auf 97,3 Mio. Euro eine Steigerung des bereinigten EBITDA um 2 Prozent auf 5,3 Mio. Euro erwirtschaftet wurde, gleichbedeutend mit einer Margenverbesserung von 4,9 auf 5,3 Prozent.

Daraufhin wurde die Prognose bestätigt, die für 2025 aus fortgeführten Aktivitäten einen Umsatz von 120 bis 140 Mio. Euro sowie eine bereinigte EBITDA-Marge von 5,0 bis 6,0 Prozent vorsieht. Wir haben unsere Schätzungen in Reaktion auf die Neunmonatszahlen leicht angepasst und erwarten nun einen Konzernumsatz von 128,7 Mio. Euro und eine Marge von 6,1 Prozent.

Unter dem Strich wird das Unternehmen nach dem sehr lukrativen Verkauf der großen Beteiligung conpearl im August aber erneut eine kräftige Gewinnsteigerung ausweisen, wir erwarten einen Sprung von 13,3 auf 22,6 Mio. Euro und auf der Basis eine hohe Dividende von 1,50 Euro je Aktie.

Die Liquidität der Holding liegt aktuell bei rund 90 Mio. Euro und der Konzern insgesamt weist, inklusive Leasingverbindlichkeiten, eine positive Nettofinanzposition auf. Damit besteht ein großer Spielraum, um das Portfolio mit aussichtsreichen Turnaround-Kandidaten wieder aufzustocken. An dieser Thematik wird intensiv gearbeitet.

Wir haben nur den Bestand bewertet und sehen wegen etwas vorsichtigerer Schätzungen nun ein Kursziel von 31,30 Euro (bislang: 31,70 Euro), das eine deutliche Unterbewertung der Aktie anzeigt. Diese wird auch dadurch untermauert, dass der aktuelle Börsenwert mit 88,4 Mio. Euro knapp unter der Liquidität der Holding liegt – das Portfolio findet somit in der aktuellen Marktkapitalisierung keine Berücksichtigung.

Angesichts dieser Relationen und der Erwartung, dass das erfahrene Management weitere Unternehmen erfolgreich entwickelt und zu einem lukrativen Exit führt, bekräftigen wir unsere Einschätzung 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.
- Portfolio mit vier Mehrheitsbeteiligungen und einer Minderheitsbeteiligung. Die Diversifikation hat sich in den schwierigen Jahren 2020 bis 2024 bewährt und eine positive Konzernentwicklung ermöglicht.
- Das Unternehmen zahlt kontinuierlich eine Basisdividende und schüttet bei ertragsstarken Exits zusätzlich attraktive Sonderdividenden aus, was für hohe Dividendenrenditen sorgt.

Schwächen

- Die Umsatzentwicklung war wegen der schwierigen Rahmenbedingungen bei einem Teil der Beteiligungen zuletzt schwach, eine deutliche Trendwende zeichnet sich noch nicht ab.
- Nach drei Verkäufen im letzten und in diesem Jahr ist die Diversifikation der Aktivitäten nicht mehr sehr ausgeprägt und das Potenzial für weitere große Exits begrenzt.
- Es befinden sich nur deutsche Unternehmen im Portfolio, die zudem den größten Teil ihrer Erlöse hierzulande erzielen, so dass die geografische Diversifikation sehr gering ist.
- Die Nettorendite des Konzerns aus dem laufenden Geschäft (ohne Exits) ist noch gering.

Chancen

- Der Margentrend der Beteiligungen war dank der durchgeführten Optimierungsmaßnahmen zuletzt positiv. Eine Fortsetzung dieses Trends dürfte perspektivisch weitere Exits ermöglichen.
- Sollte sich die Konjunktur beleben, dürfte das den positiven Margentrend verstärken.
- Nach dem Verkauf von con-pearl rechnen wir mit einer weiteren Rekorddividende für 2025.
- 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.
- Der hohe Abschlag zum NAV (rd. 30 %) und ein im Trend wieder steigender Substanzwert sind eine gute Basis für eine deutliche Kurserholung.

Risiken

- 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.
- Ohne weitere große operative Fortschritte oder konjunkturellen Rückenwind könnte jetzt eine Phase ohne größeren Exit anstehen.
- Der Tausch von PartnerFonds-Aktien in Blue Cap Aktien im Rahmen der Abwicklung des Großaktionärs könnte temporär für Abgabedruck sorgen.
- In einem sehr unsicheren Umfeld sind Zukäufe nicht leicht umzusetzen, im letzten Jahr sind die anvisierten Akquisitionen nicht gelungen.
- Der vom Management favorisierte Kauf von Unternehmen in Sondersituationen ist mit einem erhöhten Fehlschlagrisiko verbunden.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
AKTIVA									
I. AV Summe	109,5	80,7	74,6	69,0	63,3	58,4	59,9	61,5	63,5
1. Immat. VG	50,4	39,4	34,4	29,4	23,9	18,9	19,9	20,9	21,9
2. Sachanlagen	44,9	31,0	30,0	29,4	29,1	29,3	29,7	30,4	31,3
II. UV Summe	106,5	159,9	159,2	164,0	170,3	179,9	187,2	192,6	198,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	97,2	118,7	108,7	104,5	101,5	102,7	107,8	111,2	114,7
II. Rückstellungen	8,4	9,9	11,4	12,8	14,3	15,8	17,3	18,8	20,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	47,9	50,1	50,3	50,5	50,7	50,9	51,1	51,3	51,5
2. Kurzfristiges FK	62,5	61,9	63,5	65,2	67,0	68,9	70,8	72,9	75,0
BILANZSUMME	**216,0**	**240,5**	**233,8**	**233,0**	**233,5**	**238,3**	**247,0**	**254,1**	**261,5**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzerlöse	205,9	128,7	130,1	136,3	143,7	151,4	159,6	168,3	177,4
Gesamtleistung	209,8	163,9	133,2	139,6	147,1	155,0	163,4	172,3	181,7
Rohertrag	107,2	97,6	66,5	69,9	73,8	77,8	81,9	86,1	90,7
EBITDA	17,9	40,5	9,9	11,2	12,8	13,9	14,2	14,5	14,9
EBIT	1,0	26,5	-1,3	0,7	1,9	3,6	9,8	10,0	10,3
EBT	-2,6	24,4	-3,2	-1,3	-0,1	1,6	8,0	8,2	8,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	12,2	21,5	-3,2	-1,3	-0,1	1,1	5,6	5,7	5,9
JÜ	13,3	22,6	-3,4	-1,4	-0,1	1,2	5,9	6,0	6,2
EPS	2,96	5,03	-0,75	-0,31	-0,01	0,27	1,31	1,34	1,39

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
CF operativ	13,0	34,4	12,8	14,4	15,9	16,5	14,9	15,0	15,2
CF aus Investition	27,9	28,9	-6,2	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6	-8,0
CF Finanzierung	-20,1	-0,9	-10,7	-6,8	-6,8	-3,8	-4,5	-6,3	-6,4
Liquidität Jahresanfa.	29,6	56,0*	118,3	114,3	115,5	118,1	123,8	126,9	127,9
Liquidität Jahresende	50,9*	118,3	114,3	115,5	118,1	123,8	126,9	127,9	128,7

**2024 Wert der CF-Rechnung des Unternehmens, 2025 bilanzieller Liquiditätswert*

Kennzahlen

Prozent	2024 Ist	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Umsatzwachstum	-24,7%	-37,5%	1,1%	4,8%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Rohertragsmarge	52,0%	75,8%	51,1%	51,3%	51,4%	51,4%	51,3%	51,2%	51,1%
EBITDA-Marge	8,7%	31,4%	7,6%	8,2%	8,9%	9,2%	8,9%	8,6%	8,4%
EBIT-Marge	0,5%	20,6%	-1,0%	0,5%	1,3%	2,4%	6,2%	6,0%	5,8%
EBT-Marge	-1,3%	19,0%	-2,5%	-1,0%	-0,1%	1,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Netto-Marge	6,4%	17,5%	-2,6%	-1,0%	0,0%	0,8%	3,7%	3,6%	3,5%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
5,8%	41,91	39,16	36,98	35,21	33,74
6,3%	38,32	36,21	34,49	33,07	31,88
6,8%	35,47	33,81	**31,30**	31,28	30,29
7,3%	33,15	31,82	30,70	29,74	28,92
7,8%	31,22	30,14	29,22	28,42	27,72

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.

I) 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 und/oder ein nahestehendes Unternehmen unterhält/unterhalten 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 06.11.2025 um 6:35 Uhr fertiggestellt und am 06.11.2025 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
27.08.2025	Buy	31,70 Euro	1), 3), 10)
19.08.2025	Buy	32,80 Euro	1), 3), 10)
01.08.2025	Buy	31,80 Euro	1), 3), 10)
26.05.2025	Buy	31,50 Euro	1), 3), 4), 10)
02.04.2025	Buy	33,00 Euro	1), 3), 4), 10)
31.03.2025	Buy	32,40 Euro	1), 3), 10)
09.10.2024	Buy	34,00 Euro	1), 3), 4), 10)
01.10.2024	Buy	30,80 Euro	1), 3), 10)
26.08.2024	Buy	30,00 Euro	1), 3), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: ein Update und drei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

III) Kooperation mit der BankM

1) Diese Studie wird gemäß Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 Art. 8 Abs. 1 und 2 weitergegeben von BankM AG. Die BankM AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Die BankM AG

- verfügt über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- war innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- war innerhalb der vergangenen 12 Monate an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und haben aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,

- hat keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2) Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.