

Buy	EUR 29,00 (EUR 32,00)	Wertindikatoren:	EUR	Warburg Risiko Score:	2,0	Beschreibung:
		SotP:	29,07	Bilanz Score:	4,0	Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Unternehmen
Kurs	EUR 20,00	Markt Snapshot:	EUR Mio.	Aktionäre:		Kennzahlen (WRe):
Upside	45,0 %	Marktkapitalisierung:	89,7	Freefloat	44,90 %	Beta:
		Aktienanzahl (Mio.):	4,5	Kreissparkasse Biberach	13,60 %	KBV:
		EV:	64,6	JotWe GmbH	15,50 %	EK-Quote:
		Freefloat MC:	40,3	Schüchl GmbH	10,50 %	2026e
		Ø Trad. Vol. (30T):	27,32 Tsd.	PartnerFonds AG	9,20 %	1,3
						0,9 x
						50 %

Attraktiver Einstiegspunkt in ein bargedecktes Unternehmen

Der 2025 vollzogene con-pearl-Exit hat die Bilanz transformiert: Netto-Cash auf Holding-Ebene stieg auf EUR 76,4 Mio., Eigenkapitalquote auf 55,2 % (GJ 2024: 44,0 %). Darauf folgte die Ankündigung der Janoschka-Akquisition, eine attraktive Gelegenheit mit begrenztem Liquiditätsabfluss. Blue Cap ist nun faktisch ein bargedecktes Akquisitionsvehikel; nach der Zahlung für Janoschka im GJ 2026 sind rund 75 % der Marktkapitalisierung durch Netto-Cash gedeckt.

Wir stellen unsere Bewertungsmethode von DCF auf einen wahrscheinlichkeitsgewichteten Sum-of-the-Parts-Ansatz um, um den Beteiligungscharakter und den „Buy, Transform, Sell“-Ansatz besser abzubilden. Die WRe-SotP-Bewertung ergibt EUR 130,5 Mio. Eigenkapitalwert bzw. EUR 29,0 je Aktie (Kursziel EUR 29, 45 % Aufwärtspotenzial). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Das operative Geschäft entwickelte sich im GJ 2025 solide, das ausgewiesene Ergebnis war jedoch von Einmaleffekten geprägt: Umsatz des fortgeführten Portfolios EUR 129,1 Mio., bereinigtes EBITDA EUR 7,0 Mio. (5,4 %), Veräußerungsgewinn nach Steuern aus con-pearl EUR 42,5 Mio. sowie Goodwill-Abschreibung EUR 16,6 Mio. bei Transline. Daraus resultiert ein Rekord-Dividendenvorschlag von EUR 1,60 je Aktie (EUR 0,65 Basis + EUR 0,95 Sonderdividende), entspricht 8,0 % Dividendenrendite.

Die ursprüngliche GJ-2026-Guidance für das Alt-Portfolio signalisierte ein flaches Jahr (Umsatz EUR 120-140 Mio., bereinigte EBITDA-Marge 5-6 %). Nach der Janoschka-Ankündigung wurde sie auf Umsatz EUR 170-190 Mio. und bereinigte EBITDA-Marge 7,5-8,5 % angehoben – impliziert bei sechsmonatiger Konsolidierung einen Janoschka-Beitrag von EUR 50 Mio. Umsatz und EBITDA-Margen 13,5-15,5 %. WRe-Prognose: Umsatz EUR 177 Mio., bereinigtes EBITDA EUR 13,4 Mio. (konservativ am unteren Ende).

Nach öffentlich verfügbaren Informationen ist Janoschka eine attraktive Gelegenheit aus einer gescheiterten Refinanzierung. Im GJ 2026/27 sehen wir erheblichen Rückenwind durch die EU-Verpackungsverordnung, der die implizierte Guidance stützt. Wir unterstellen einen begrenzten Liquiditätsabfluss von rund EUR 10 Mio. bei einem angenommenen EV von EUR 40 Mio. (Details nicht offengelegt). Die EU-Verordnung eröffnet Blue Cap ein Fenster, Strukturen zu optimieren und in Automatisierung zu investieren, um EBITDA-Margen auch bei niedrigeren Umsätzen zu sichern. Angesichts des lokalen Geschäftsansatzes und unterschiedlicher Profitabilität im Netzwerk könnten weitere operative Entscheidungen erforderlich werden.

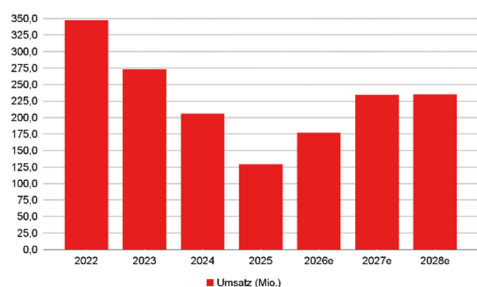
Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	2028e (alt)	+ / -	
Umsatz	138,0	28,1 %	150,0	56,3 %	n.a.	n.m.	■ Prognose basiert auf dem Portfolio einschließlich der Akquisition von Janoschka, die voraussichtlich nach Closing der Transaktion ab H2 2026 konsolidiert wird.
EBITDA adj.	10,4	29,7 %	13,5	66,3 %	n.a.	n.m.	
EBT	-1,3	n.m.	1,5	-41,6 %	n.a.	n.m.	
EPS	-0,21	n.m.	0,24	-41,7 %	n.a.	n.m.	



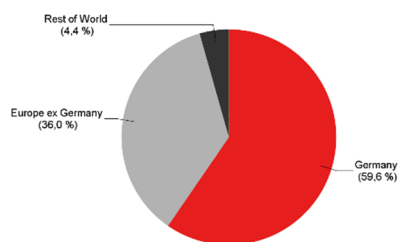
Rel. Performance vs Scale All Share	
1 Monat:	-0,6 %
6 Monate:	-18,0 %
Jahresverlauf:	-1,9 %
Letzte 12 Monate:	-9,0 %

Unternehmenstermine:	
19.05.26	Q1
23.06.26	HV

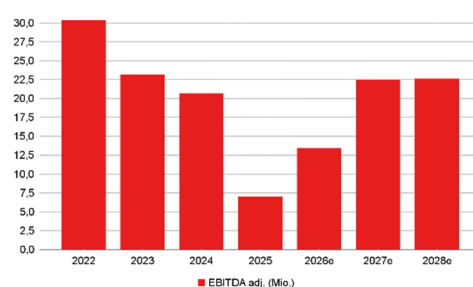
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (25-28e)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	22,1 %	347,5	273,3	205,9	129,1	176,8	234,4	235,2
Veränd. Umsatz yoy		30,0 %	-21,3 %	-24,7 %	-37,3 %	36,9 %	32,6 %	0,3 %
EBITDA adj.		30,4	23,2	20,7	7,0	13,4	22,5	22,6
Marge	21,0 %	8,7 %	8,5 %	10,0 %	5,4 %	7,6 %	9,6 %	9,6 %
EBIT adj.		16,3	6,4	0,8	2,3	2,9	6,5	6,6
Marge	16,7 %	4,7 %	2,3 %	0,4 %	1,8 %	1,7 %	2,8 %	2,8 %
EBT		14,8	-18,1	-2,6	-15,8	-0,9	0,9	3,1
Nettoergebnis	-54,0 %	12,2	-17,8	13,3	22,7	-0,6	0,6	2,2
EPS	-54,1 %	2,78	-4,05	2,96	5,06	-0,14	0,14	0,49
EPS adj.		2,83	-1,28	2,96	7,83	0,28	0,81	0,83
DPS	-25,9 %	0,90	0,65	1,10	1,60	0,65	0,65	0,65
Dividendenrendite		3,5 %	3,1 %	6,3 %	8,8 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
FCFPS		2,09	3,06	1,35	2,06	0,10	0,75	2,39
FCF / Marktkap.		8,0 %	14,5 %	7,7 %	11,3 %	0,5 %	3,8 %	11,9 %
EV / Umsatz		0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,3 x	0,4 x	0,3 x	n.a.
EV / EBITDA adj.		6,7 x	7,1 x	5,3 x	5,6 x	4,8 x	3,1 x	n.a.
EV / EBIT adj.		12,5 x	25,7 x	141,9 x	17,2 x	22,0 x	10,6 x	n.a.
KGv ber.		9,2 x	n.a.	5,9 x	2,3 x	71,4 x	24,7 x	24,1 x
FCF Potential Yield		18,9 %	7,9 %	29,7 %	129,6 %	17,3 %	26,4 %	n.a.
Nettoverschuldung		89,4	71,4	31,6	-41,9	-25,1	-20,9	-24,0
ROE		12,4 %	-19,0 %	14,9 %	22,0 %	-0,6 %	0,6 %	2,2 %
ROCE (NOPAT)		6,0 %	n.a.	0,1 %	n.a.	0,4 %	2,1 %	4,0 %
Guidance:	Umsatz 170-190 Mio EUR und 7,5% bis 8,5% adj. EBITDA Marge							

Entwicklung Umsatz
 in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
 2025; in %


Quelle: Warburg Research

Entwicklung adj. EBITDA
 in Mio. EUR


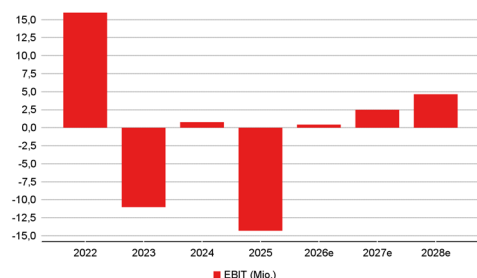
Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

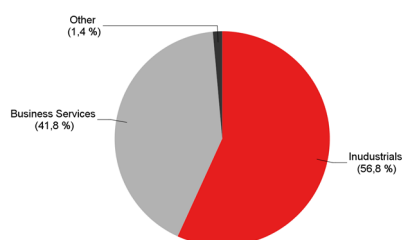
- Die Blue Cap ist eine Münchner Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf mittelständische Nischenanbieter mit einem Umsatzvolumen von EUR 30-80 Mio.
- Es wird ausschließlich in Unternehmen aus dem B2B-Bereich investiert, die sich in einer sog. "special situation" befinden.
- Zu diesen "special situations" zählen z.B. eine ungeklärte Nachfolge, Managementproblematiken oder Finanzierungsschwierigkeiten. Es werden nur Firmen mit intaktem Kerngeschäft und hoher Wettbewerbsqualität erworben.
- Derzeit hält die Blue Cap operative Beteiligungen aus den Bereichen Kunststofftechnik, Mess- und Prüfsysteme, Klebstoffe, Beschichtungstechnik, Elektrotechnik, Business Services und Medizintechnik.

Wettbewerbsqualität

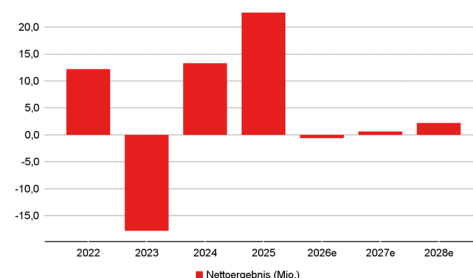
- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Private Equity- und Restrukturierungserfahrung geführt.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus einem Netzwerk von Banken, Finanzdienstleistern, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern akquiriert werden. Dies sichert den Zugang zu weiterem Wachstum.
- Mit einem Beteiligungsfokus auf kleine Mittelständler mit einem Umsatz von EUR 20-200 Mio. liegt die Blue Cap unter den Größenniveaus der meisten Wettbewerber. Dies verbessert deutlich die Auswahl attraktiver Investments.
- Es gibt keine festgelegte Halteperiode für die Portfoliounternehmen, sondern es wird ein "best owner"-Ansatz verfolgt.

Entwicklung EBIT
 in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
 2025; in %


Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
 in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Operatives Update	4
GJ 2025 Ergebnis – solide Operations; Nettoergebnis von Abschreibungen/Verkäufen geprägt	4
Hoher Netto-Cash nach con-pearl-Verkauf, Dividendenvorschlag	5
M&A-Strategie	5
Janoschka-Akquisition	5
GJ 2026 (aktualisierte) Guidance	6
Änderung der Bewertungsmethode	8
Blue-Cap-IPEV-Methodik und WRe-Multiplikatorvergleich	10
Janoscka AG	11
Produkte und Märkte	12
Geschäftsentwicklung vor der Akquisition	12
Blue Cap Strategie und Exit-These	12
H+E Gruppe	14
Produkte und Märkte	14
Entwicklung seit Akquisition	14
Blue Cap Strategie und Exit-These	15
Planatol GmbH	15
Produkte und Märkte	16
Entwicklung seit Akquisition	16
Blue Cap Strategie und Exit-These	16
HY Line	18
Produkte und Märkte	18
Entwicklung seit Akquisition	19
Blue Cap Strategie und Exit-These	19
Transline	19
Produkte und Märkte	20
Entwicklung seit Akquisition	20
Blue Cap Strategie und Exit-These	20
Inheco Industrial Heating and Cooling GmbH	22
Produkte und Märkte	22
Entwicklung seit Akquisition	23
Blue Cap Strategie und Exit-These	23

Operatives Update

- GJ 2025 zeigte eine solide operative Entwicklung.
- Das Portfolio sah den Exit von con-pearl, der zu einem Dividendenvorschlag von EUR 1,60 je Aktie führt
- Ankündigung der Janoschka-Akquisition. Eröffnet eine Chance mit begrenztem initialem Liquiditätsabfluss. Nachfrage aus der EU-Verordnung PPWR stützt das Geschäft kurzfristig und öffnet ein Fenster zur Prozessoptimierung, Investitionen und Kostensenkung.

Das GJ 2025 von Blue Cap war durch eine wegweisende Transaktion geprägt: den im August 2025 abgeschlossenen Verkauf der con-pearl GmbH an die Inteplast Group (USA). Mit einem Money Multiple von 15x und einem IRR von über 60 % setzte die Veräußerung einen neuen Maßstab im Exit-Track-Record des Unternehmens und transformierte die Konzernbilanz wesentlich. Darauf folgte die Ankündigung der Akquisition von Janoschka, die das Portfolio erneut transformieren und den Konzernumsatz auf Jahresbasis um rund 70 % erhöhen wird.

GJ 2025 Ergebnis – solide Operations; Nettoergebnis von Abschreibungen/Verkäufen geprägt

Mit der Entkonsolidierung von con-pearl zum August 2025 umfasst das fortgeführte Portfolio von Blue Cap vier Mehrheitsbeteiligungen (H+E Gruppe (71 %), Planatol (100 %), HY-LINE (97,7 %) und Transline (95 %)) sowie die 42-%-Minderheitsbeteiligung an Inheco, die at-equity bilanziert wird. Die kombinierten Umsätze des fortgeführten Portfolios beliefen sich im GJ 2025 auf EUR 129,1 Mio., basierend auf den bestätigten Einzelwerten: H+E EUR 42,7 Mio., Planatol EUR 31,7 Mio., HY-LINE EUR 39,7 Mio. und Transline EUR 15,1 Mio. Dieses Ergebnis lag innerhalb der Konzern-Guidance für das GJ 2025 bzw. der 9M-2025-Guidance.

Auf operativer Ebene lieferte das Segment Industrials unter den operativen Geschäften die widerstandsfähigste Entwicklung. Das neue Segment erwirtschaftete im GJ 2025 ein bereinigtes EBITDA von EUR 8,3 Mio. bei Umsätzen von rund EUR 74 Mio., was einer Marge von etwa 11,2 % entspricht. Eine eigenständige Betrachtung von H+E als Einzelgesellschaft liegt nur für den Berichtszeitraum Q3 2025 vor, als das Unternehmen H+E im Rahmen des 9M-2025-Updates separat auswies. Die H+E Gruppe erzielte im 9M 2025 Umsätze von EUR 31,4 Mio. bei einer bereinigten EBITDA-Marge von 14,0 %, ein Rückgang um zwei Prozentpunkte gegenüber der 9M-2024-Marge von 16,0 %. Die 9M-2025-Zahlen stellen trotz des anhaltenden Drucks aus dem Automobilzyklus weiterhin ein strukturell solides Profitabilitätsniveau dar.

Business Services war das Segment mit dem stärksten Umsatzdruck, wobei sich die Profitabilität deutlich verbesserte. Die Gesamtjahresumsätze des kombinierten Business-Services-Segments (HY-LINE und Transline) beliefen sich im GJ 2025 auf EUR 54,8 Mio., aufgeteilt in EUR 39,7 Mio. (HY-LINE) und EUR 15,1 Mio. (Transline), gegenüber EUR 63,1 Mio. im GJ 2024. Trotz des Umsatzrückgangs erholte sich das bereinigte EBITDA des Segments auf EUR 2,8 Mio. (Marge 5,1 %) von EUR 1,3 Mio. im GJ 2024 (Marge 2,1 %), da Restrukturierungs- und Kostensenkungsmaßnahmen in beiden Gesellschaften Wirkung zeigten. Die ausgewiesene Wertminderung im GJ 2025 in Höhe von EUR 16,6 Mio. konzentrierte sich auf dieses Segment und umfasste eine Goodwill-Abschreibung von EUR 11,9 Mio. bei Transline sowie EUR 4,7 Mio. PPA-bedingte immaterielle Vermögenswerte, die laut Segmentberichterstattung vollständig dem Segment Business Services zugeordnet sind.

Auf Konzernebene belief sich das bereinigte EBITDA auf EUR 7,0 Mio. (bereinigtes EBITDA-Marge 5,4 %). Die Überleitung vom Segment-EBITDA (Industrials EUR 8,3 Mio. + Business Services EUR 2,8 Mio. = EUR 11,1 Mio.) auf das Konzern-EBITDA von EUR 7,0 Mio. spiegelt rund EUR 4,1 Mio. an Holdingkosten und zentralen Funktionen wider. Das ausgewiesene EBIT der fortgeführten Aktivitäten betrug EUR -14,1 Mio.,

einschließlich einer nicht zahlungswirksamen Wertminderung von EUR 16,6 Mio. Die 42%-Beteiligung an Inheco trug mit EUR 0,2 Mio. at-equity zum Konzernergebnis bei, im Wesentlichen unverändert gegenüber dem Vorjahr. Das ausgewiesene Nettoergebnis wurde durch den Veräußerungsgewinn aus con-pearl dominiert, der nach Steuern EUR 42,5 Mio. beitrug und das Konzern-Nettoergebnis auf EUR 22,7 Mio. bzw. das EPS auf EUR 5,06 hob. Das Nettoergebnis aus fortgeführten Aktivitäten betrug EUR -19,8 Mio. und reflektiert die Wertminderung und damit verbundene Steuereffekte.

Hoher Netto-Cash nach con-pearl-Verkauf, Dividendenrendite bei 8,0 %

Die con-pearl-Transaktion stärkte die Finanzposition von Blue Cap wesentlich. Auf konsolidierter Ebene verbesserte sich die Netto-Finanzverschuldung von EUR 18,9 Mio. im GJ 24 auf EUR -50,9 Mio. zum 31.12.2025, ein Swing von EUR 69,8 Mio. Auf Holding-Ebene betrug der Netto-Cash EUR 76,4 Mio. Die Eigenkapitalquote stieg auf 55,2 % von 44 % im GJ 24.

Vorstand und Aufsichtsrat von Blue Cap schlagen eine Rekord-Dividende von EUR 1,60 je Aktie vor, bestehend aus einer Basisdividende von EUR 0,65 und einer Sonderdividende von EUR 0,95 aus dem con-pearl-Exit, was einer Dividendenrendite von 9,3 % bezogen auf den Jahresschlusskurs des GJ 2025 von EUR 17,30 und 8,0 % auf den aktuellen Kurs von EUR 20,00 entspricht.

M&A-Strategie

Auf Holding-Ebene belief sich der Netto-Cash zum Jahresende GJ 2025 auf EUR 76,4 Mio. Diese Liquiditätsposition verschafft Blue Cap erheblichen Spielraum für neue Akquisitionen und entspricht rund 90 % der aktuellen Marktkapitalisierung. Die Bilanz ist unserer Ansicht nach wesentlich entrisikiert: Das Unternehmen ist nun faktisch ein bargedecktes Vehikel, was den Fokus auf die zukünftige M&A-Strategie verschiebt. Das Management hat dargelegt, dass es seine „Buy, Transform & Sell“-Strategie weiterverfolgen will. Das ideale Zielunternehmen agiert primär in einem stabilen, idealerweise wachsenden Endmarkt. Die wesentliche Möglichkeit zur Margenverbesserung liegt in der selektiven Veräußerung oder Einstellung unterperformender Geschäftssegmente.

Hinsichtlich der Unternehmensgröße äußerte das Management, dass es offen für größere Zielunternehmen sei, da Komplexität und Ressourcenbedarf der Transformation tendenziell weniger stark steigen als das mögliche Wertsteigerungspotenzial. Bevorzugte Zielunternehmen sollten demnach Umsätze von über EUR 50 Mio. erzielen. Im März-Update-Call zur Präsentation der vorläufigen Zahlen zeigte sich das Management recht zuversichtlich, im Laufe von 2026 eine Akquisition unterzeichnen zu können. Diesem folgte im Mai die Ankündigung der Janoschka-Akquisition.

Janoschka-Akquisition

Janoschka ist ein One-Stop-Anbieter für Pre-Press-Lösungen in der Verpackungsdruckindustrie. Vereinfacht gesagt arbeitet das Unternehmen mit Markenartikelherstellern (z. B. im Lebensmittelbereich wie Unilever) zusammen, um die Druckzylinder für deren Verpackungen herzustellen. Dieser Prozess lässt sich grundsätzlich in einen Service-Teil (z. B. Verpackungsdesign, Artwork, Reproduktion) und einen Fertigungs-Teil (z. B. Tiefdruckzylinder, Prägewerkzeuge...) unterteilen. Dies erklärt die hohe Mitarbeiterzahl von 1.660 im GJ 2024 bei einem Umsatz von EUR 98 Mio. Blue Cap übernimmt 100 % von der Gründerfamilie und der Süd Beteiligungen GmbH; wir schätzen den Enterprise Value von Janoschka in der Größenordnung von EUR 40 Mio.

Die Transaktion ergab sich aus einer gescheiterten Refinanzierung mit den Konsortialbanken. Die Verschuldung von Janoschka belief sich Ende GJ 2024 auf rund EUR 30 Mio., und ein Covenant wurde gebrochen. Die Eigenkapitalquote fiel auf 19 %. Die bereinigte EBITDA-Marge lag bei 8 %, das Nettoergebnis verzeichnete jedoch einen erheblichen Verlust. Standstill-Vereinbarungen liefen aus, und ein M&A-Prozess wurde initiiert, um einen neuen Eigentümer zu finden und die Refinanzierung zu sichern.

Janoschka ist ein globales Unternehmen mit Standorten in 12 Ländern, darunter Vietnam, Indien, Brasilien und Mexiko.

Das Janoschka-Geschäft ist durch hohe Fixkosten aufgrund der Arbeitsintensität (z. B. Personalkosten von rund 50 % des Umsatzes) sowie durch Investitionsbedarfe in die Produktionsanlagen für die Zylinder (Werkzeuge, Beschichtungsbäder...) gekennzeichnet. Folglich sehen wir einen sehr hohen operativen Leverage, allerdings innerhalb einer vergleichsweise engen Umsatzbandbreite, da eine fortgesetzte Arbeitszeitausweitung üblicherweise mit höheren Vergütungsansprüchen einhergeht. Darüber hinaus handelt es sich unserer Einschätzung nach um ein lokal geprägtes Geschäft, das Kundennähe erfordert. Ein Stillstand der Verpackungsproduktion bei einem Lebensmittelhersteller führt zu sehr hohen Kosten und erfordert Servicebereitschaft.

Die Nachfrage nach Zylindern im Tief- oder Flexodruck ist eine Funktion von Designänderungen an der Verpackung, weniger des reinen Druckvolumens. Daraus ließe sich ein vergleichsweise stabiles Geschäft ableiten, unter der Annahme, dass Designänderungen an Verpackungen festen Erneuerungszyklen folgen. Anzumerken ist allerdings, dass der Trend zu schnellen Designwechseln wie kurzfristigen Limited Editions oder individuellen Verpackungen tendenziell andere Druckverfahren begünstigt, da Flexo- und Tiefdruck insbesondere im Hochvolumen-Druck eingesetzt werden.

Verpackungen sind allerdings ein regulierter Markt, da gesetzliche Vorgaben bestehen, was eine Verpackung anzuzeigen hat (von Health Scores auf Lebensmittelverpackungen bis hin zu Warnhinweisen auf Tabakprodukten). Neue Gesetzgebung erfordert somit eine simultane Überarbeitung aller im Markt befindlichen Verpackungen. Die EU-Verordnung über Verpackungen und Verpackungsabfälle (PPWR, EU-Verordnung 2025/40) verlangt, dass jedes in der EU verkaufte Produkt durch Angaben zur Recyclingfähigkeit, zum Rezyklatanteil, durch harmonisierte Sortiersymbole und entsprechende QR-Codes konform sein muss. Die Verordnung tritt 2026 in Kraft und hat Umsetzungsfristen bis 2028. Dies sollte einen erheblichen Schub für die Nachfrage nach Janoschkas Geschäft darstellen, da neue Zylinder benötigt und Verpackungsdesigns zur Erfüllung der Anforderungen überarbeitet werden.

Blue Cap sieht Investitionen in Automatisierung, höhere Produktivität im internationalen Netzwerk und eine verbesserte Wertabschöpfung als Hebel, um das Potenzial von Janoschka zu heben. Aus unserer Sicht hat Janoschka aufgrund seiner finanziellen Restriktionen einige Zeit unterinvestiert. Die gezahlten Zinssätze lagen im zweistelligen Bereich, und im Jahresabschluss finden sich klare Hinweise. Darüber hinaus würde es uns nicht überraschen, wenn die internationalen Standorte, die im Rahmen einer Buy-and-Build-Strategie hinzugekommen sind, nicht mit harmonisierten Workflows arbeiten. Aus den Jahresabschlüssen wird ersichtlich, dass einige Standorte sehr unterschiedliche Profitabilitäten aufweisen. Im GJ 2024 hatte Russland, das im H1 2025 verkauft werden musste, ein positives Eigenkapital und Nettoergebnis, während Polen und Mexiko zusammen Verluste in der Größenordnung von EUR 2,5 Mio. verzeichneten, was mehr als 50 % des Nettoverlusts erklärt. Neben der Bereitstellung finanzieller Flexibilität für Investitionen erwarten wir daher, dass Blue Cap an einer Harmonisierung der Workflows und Software-Tools arbeitet sowie ggf. selektiv mit einzelnen Produktionsstandorten umgeht, bis hin zur Möglichkeit der Schließung oder des Ausstiegs aus einem Land. Die Tatsache, dass Blue Cap den Umfang von Janoschka mit rund 1.500 Mitarbeitern angibt und darauf hinweist, dass die Transaktion vorbehaltlich der Umsetzung operativer Maßnahmen steht, ist für uns ein klarer Indikator.

GJ 2026 (aktualisierte) Guidance

Das Unternehmen prognostiziert für 2026 eine insgesamt stabile Entwicklung in einem weiterhin herausfordernden makroökonomischen Umfeld ohne erwartete Rückenwinde mit Zielumsätzen von EUR 120-140 Mio. und einer bereinigten EBITDA-Marge von 5-6 %, was vor der Janoschka-Akquisition eine im Wesentlichen flache Entwicklung ggü. Vj. impliziert. Auf Segmentebene wird Industrials erwartungsgemäß stabil bleiben, gestützt durch laufende operative Verbesserungen und Kostendisziplin trotz schwacher Endmärkte, während Business Services weiterhin mit einer schwächeren Nachfrage konfrontiert ist,

jedoch eine verbesserte Profitabilität, getrieben durch Transformations- und Effizienzmaßnahmen, zeigen sollte. Im gesamten Portfolio liegt der Fokus klar auf operativer Exzellenz, Margenverbesserung und Cash-Management statt auf Umsatzwachstum, wobei Planatol und H+E den Schwerpunkt auf Stabilisierung und Margensicherung legen, HY-LINE und Transline trotz Umsatzdruck von Effizienz- und Restrukturierungsinitiativen profitieren und Inheco eine weiterhin solide, durch Innovation und Expansion gestützte Entwicklung zeigt. Nach der Janoschka-Akquisition hebt Blue Cap seine Guidance an und strebt nun Umsätze von EUR 170-190 Mio. und eine bereinigte EBITDA-Marge von 7,5-8,5 % an. Unter der Annahme, dass die Veränderung allein durch die Akquisition getrieben ist, impliziert dies für Janoschka Umsätze von EUR 50 Mio. mit einer EBITDA-Margenspanne von 13,5-15,5 %. Bei Annahme einer H2-Konsolidierung läge der annualisierte Umsatz von Janoschka bei rund EUR 100 Mio. Janoschka hatte bei Umsatzniveaus von rund EUR 100 Mio. bereits bereinigte EBITDA-Margen von bis zu 11 % erreicht. Das Profitabilitätsniveau erscheint erreichbar, sofern Mexiko und Polen die Break-even-Schwelle erreichen.

Mit unserer Prognose von EUR 176,8 Mio. Konzernumsatz und einem bereinigten EBITDA von EUR 13,4 Mio. liegen wir im Einklang mit der Unternehmens-Guidance, jedoch konservativ am unteren Ende der Spanne. Für Industrials unterstellen wir einen Umsatzsprung von 62,6 % und eine leichte Margenausweitung auf 11,4 %. Wir gehen davon aus, dass das Industriegesegment ohne die Janoschka-Akquisition eine leichte Kontraktion gezeigt hätte. Für das Segment Business Services schätzen wir einen Rückgang von 1,5 % und eine Kontraktion der EBITDA-Marge um 70 BP. Sonstige/Holdingkosten sollten von EUR 4,1 Mio. im GJ 2025 auf EUR 2,8 Mio. fallen – eine weitere starke Verbesserung dank der Konsolidierung von Janoschka. Im Bereich Business Services bleiben wir für das Transline-Geschäft zurückhaltender, da wir KI eher als strukturelle Bedrohung und das regulierte Umfeld als überbrückbaren Burggraben einschätzen. Für das GJ 2028 modellieren wir ein stabiles Industriegeschäft, wobei wir bei H+E und Planatol wirtschaftliche Verbesserungen sehen, während die Rückenwinde aus der PPWR-Regulierung für Janoschka abklingen sollten.

BlueCap Segmentübersicht

Umsatz, EBITDA und Margenentwicklung 2024A–2028E | EUR Mio.

INDUSTRIALS

EURm	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Umsatz	71,6	74,4	121,0	178,5	177,6
— Wachstum gg. Vj.	—	+3,9%	+62,6%	+47,5%	-0,5%
EBITDA	7,8	8,3	13,8	22,7	22,6
— Wachstum gg. Vj.	—	+6,0%	+66,3%	+64,5%	-0,7%
EBITDA-Marge	10,9%	11,2%	11,4%	12,7%	12,7%

BUSINESS SERVICES

EURm	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Umsatz	63,1	54,8	54,0	54,1	55,8
— Wachstum gg. Vj.	—	-13,2%	-1,5%	+0,2%	+3,1%
EBITDA	1,3	2,8	2,4	2,5	2,9
— Wachstum gg. Vj.	—	+115,4%	-14,3%	+4,2%	+16,0%
EBITDA-Marge	2,1%	5,1%	4,4%	4,6%	5,2%

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Änderung der Bewertungsmethode

- Wir wechseln vom DCF-Ansatz zu einem Sum-of-the-Parts-Modell
- Unser Rahmenwerk integriert den Buy-Transform-Sell-Ansatz und nutzt implizite Exit-Multiplikatoren auf die Portfoliounternehmen
- Unser Ansatz ergibt einen Wert von EUR 29,01 je Aktie (inkl. Janoschka), was sich mit dem von BlueCap ausgewiesenen NAV von EUR 27,9 (exkl. Janoschka) vergleicht.

Wechsel vom DCF zu Sum-of-the-Parts

Wir ersetzen unsere bisherige DCF-basierte Bewertung durch einen Sum-of-the-Parts (SotP)-Ansatz als primäre Methodik. Die Begründung ist strukturell: Blue Cap ist eine aktive Holding-Gesellschaft, deren konsolidierte GuV systematisch durch den Portfolio-Umschlag geprägt wird. Exits und Akquisitionen erzeugen wesentliche Kaufpreisallokationseffekte und Veräußerungsgewinne oder -verluste, die das konsolidierte Ergebnis als Indikator für die zugrundeliegende Wertschöpfung wenig aussagekräftig machen. Das GJ 2025 verdeutlicht dies klar: Die con-pearl-Veräußerung dominierte das Konzernergebnis, während die operativen Geschäfte ein kombiniertes bereinigtes EBITDA von EUR 7,0 Mio. bei Umsätzen von EUR 129,1 Mio. erzielten. Die Anwendung eines DCF auf die konsolidierten Konzernzahlen würde bereits in Cash realisierte Werte mit der zukünftigen Ertragskraft des verbleibenden Portfolios vermischen.

Unser SotP bewertet jedes Portfoliounternehmen auf einer wahrscheinlichkeitsgewichteten, diskontierten Exit-EV-Basis und addiert die Netto-Cash-Position auf Holding-Ebene, die den Aktionären zur Verfügung steht. Dieser Ansatz ist mit dem von Blue Cap halbjährlich veröffentlichten IPEV-basierten NAV-Rahmenwerk konsistent. Das WRe-SotP-Ergebnis ist daher in gewisser Weise mit dem von Blue Cap berichteten NAV je Aktie vergleichbar, enthält aber einige diskretionäre Elemente, die wir im Einklang mit den Sichtweisen externer Investoren und Kapitalmarktteilnehmer bei der Bewertung von Holding-Gesellschaften sehen.

WRe-SotP-Rahmenwerk

Für jedes Portfoliounternehmen schätzen wir einen Ziel-Exit-Umsatz und eine EBITDA-Marge zum Exit-Zeitpunkt, wenden einen EV/EBITDA-Exit-Multiplikator an, diskontieren den resultierenden Blue-Cap-Anteil am Exit-EV auf das Basisjahr (2026) bei einer geforderten 10 %-Ziel-Eigenkapitalrendite (WRe) und wenden eine Szenario-Wahrscheinlichkeit an, die das Umsetzungs- und Timing-Risiko widerspiegelt. Die Wahrscheinlichkeitsgewichtung ist unser primäres Instrument, um die in Mittelstands-Buy-and-Build-Situationen inhärente Unsicherheit abzubilden – statt mehrere Szenarien zu rechnen, wird jedem Unternehmen ein einzelnes Exit-Szenario zugewiesen, auf dessen diskontierten Wert ein Wahrscheinlichkeits-Haircut angewendet wird.

Der Netto-Cash auf Holding-Ebene wird als separater Bridge-Posten zum SotP-Portfoliowert addiert. Wir verwenden die Cash-Position auf Holding-Ebene. Die von uns angewendeten EV/EBITDA-Multiplikatoren ergeben einen Enterprise Value, und der Blue-Cap-Anteil an diesem EV ist das, was ein Käufer für das Eigenkapital inklusive der angenommenen Tochtergesellschafts-Verschuldung zahlen würde. Davon ziehen wir unser geschätztes Verschuldungsniveau der Portfoliounternehmen ab, abzüglich unserer prognostizierten FCF-Generierung im GJ 26 bis GJ 28. Die Netto-Cash-Position auf Holding-Ebene beläuft sich zum 31. Dezember 2025 auf EUR 81,3 Mio. Diese Zahl enthält eine IPEV-Standard-Hinzurechnung der im Juli 2025 gezahlten Dividende von EUR 4,9 Mio. für das GJ 2024 und schließt die vorgeschlagene Dividende für das GJ 2025 von EUR 1,60 je Aktie (EUR 7,2 Mio. insgesamt; vorbehaltlich der HV-Zustimmung, erwartet im Juni 2026) aus. Für unseren Bewertungsansatz ziehen wir die im GJ 2024 gezahlte Dividende ab und verwenden somit eine Cash-Position von EUR 76,4 Mio. Die Netto-

Verschuldung auf Portfoliogesellschaftsebene wird mit geschätzten EUR 22 Mio. exkl. Janoschka angesetzt.

Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass unser WRe-SotP zu einem Abschlag gegenüber dem berichteten NAV gelangt, aus drei Gründen. Erstens wenden wir eine Eigenkapitalrendite von 10 % als Diskontierungssatz an, was höher ist als die im DCF-Crosscheck von Blue Cap verwendeten WACC-basierten Sätze von 5,6-8,7 %. Zweitens führen unsere Szenario-Wahrscheinlichkeiten einen Haircut ein, der im stichtagsbezogenen IPEV-Fair-Value-Ansatz nicht enthalten ist. Drittens setzen wir Exit-Multiplikatoren auf diskretionärer Basis fest und verwenden Exit-Multiplikatoren, die wir am Markt für kleinere deutsche Unternehmen beobachtet und als erreichbar einschätzen. Im Durchschnitt fallen diese tendenziell konservativer aus als die Spanne von 3,9-14,5x, die von Blue Cap in seiner IPEV-Bewertung zum GJ 2025 angewendet wird. Auf der anderen Seite prognostizieren wir Umsätze und EBITDA-Margen, die wir nach einer Unternehmenstransformation und in einem normalisierten wirtschaftlichen Umfeld als erreichbar einschätzen. Daher implizieren beide Kennzahlen zum aktuellen Zeitpunkt eine Verbesserung gegenüber der aktuellen Situation der Portfoliounternehmen.

Berücksichtigung der Janoschka-Akquisition

Wir haben die Akquisition von Janoschka bereits in unser Modell integriert. Der Vorzug des SotP-Ansatzes ist, dass Investoren die Auswirkung isoliert betrachten können.

Wir nehmen für die Transaktion einen Enterprise Value von EUR 45 Mio. an. Die Verschuldung von Janoschka wird auf EUR 30 Mio. geschätzt, der Eigenkapitalwert sollte bei rund EUR 15 Mio. liegen. Wir gehen daher von einer ersten Zahlung durch Blue Cap in der Größenordnung von EUR 10 Mio. aus, aufgeteilt in Kaufpreiszahlung und Refinanzierungsbeitrag. Wie angegeben, werden in den GJ 2027 und GJ 2028 weitere Zahlungen erfolgen, die an die Performance von Janoschka geknüpft sind. Wir ziehen die initiale Zahlung von der Cash-Position der Holding ab. Bei einer für Dezember 2025 ausgewiesenen Cash-Position von EUR 81,3 Mio. rechnen wir die im GJ 2025 gezahlte Dividende von EUR 4,9 Mio. sowie die geschätzten EUR 10 Mio. als initialen Cash-out für Janoschka heraus und gelangen so zu einem Blue-Cap-Netto-Cash von EUR 66,4 Mio. Die Folgezahlungen werden im Free Cashflow der GJ 2027 und GJ 2028 abgebildet. Wie erläutert, gehen wir von einer temporär starken Nachfrage aus der europäischen PPWR mit einem anschließenden Abklingen im GJ 2028 aus. Daher unterstellen wir für Janoschka Exit-Umsätze, die nur leicht über dem Niveau des GJ 2025 liegen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich Investitionen und Initiativen auszahlen und die Exit-EBITDA-Marge auf einem Niveau gehalten werden kann, das zuvor nur bei höheren Umsatzniveaus erreicht wurde.

Portfolio-Exit-Bewertung – wahrscheinlichkeitsgewichteter, diskontierter Sum-of-the-Parts

CURRENT PORTFOLIO DATA			EXIT SCENARIO INPUTS / OUTPUTS					DISCOUNTING & PROBABILITY WEIGHTING						
Company	Segment	Stake (%)	Exit Umsatz (EURm) ①	Exit Margin (%) ①	Exit EBITDA (EURm)	EV / EBITDA (x) ①	Gross Exit EV (EURm)	BC Share of EV (EURm)	Exit Year ①	Yrs to Exit	Disc. Rate	Disc. BC Share EV (EURm)	Prob. (%) ①	PW Disc. Value (EURm)
Janoschka	Industrials	100%	92,0	13,0%	12,0	7,0x	83,7	83,7	2030	4	10,0%	57,2	75%	42,9
H+E Gruppe	Industrials	71%	50,0	16,0%	8,0	8,0x	64,0	45,4	2029	3	10,0%	34,1	75%	25,6
Planatol GmbH	Industrials	100%	35,0	7,0%	2,5	5,0x	12,3	12,3	2030	4	10,0%	8,4	75%	6,3
HY-LINE Gruppe	Business Services	93%	45,0	7,0%	3,2	6,5x	20,5	19,0	2029	3	10,0%	14,3	75%	10,7
Transline Gruppe	Business Services	100%	13,0	3,0%	0,4	3,0x	1,2	1,2	2029	3	10,0%	0,9	50%	0,4
Inheco GmbH	At-equity (42%)	42%	24,0	12,0%	2,9	7,5x	21,6	9,1	2028	2	10,0%	7,5	75%	5,6
Net debt at portfolio level less FCF generation														27,5
TOTAL — SotP Portfolio Value														64,1

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Modellparameter

BRIDGE: SotP-Wert → Eigenkapitalwert → Wert je Aktie	
Total probability-weighted discounted SotP (EURm)	64,1
+ Blue Cap AG Netto-Cash / (-schulden) Holding-Ebene (EURm)	66,4
→ Implizierter Eigenkapitalwert (EUR Mio.)	130,5
+ Shares outstanding (m)	4,489
→ Implied Value per Share (EUR)	29,07

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Blue Cap berichtete zum 31. Dezember 2025 einen NAV von EUR 125,3 Mio., entsprechend EUR 27,9 je Aktie. Innerhalb des berichteten Blue-Cap-NAV trägt das Segmentportfolio EUR 35,6 Mio. (Industrials EUR 18,4 Mio., Business Services EUR 17,2 Mio.), die Inheco-Minderheitsbeteiligung EUR 8,4 Mio. und der Netto-Cash auf Holding-Ebene EUR 81,3 Mio. bei. Auf einer Like-for-Like-Basis wäre unser Ansatz zu einem Wert von rund EUR 114 Mio. bzw. EUR 25,4 je Aktie gelangt. Inklusive Janoschka kommen wir auf einen Eigenkapitalwert von EUR 130,5 Mio. bzw. EUR 29,0 je Aktie. Unser Kursziel ist der gerundete Wert aus unserem SotP-Ansatz und bietet ein signifikantes Aufwärtspotenzial gegenüber den aktuellen Niveaus.

Blue-Cap-IPEV-Methodik und WRe-Multiplikatorvergleich

Die IPEV-Bewertung von Blue Cap verwendet einen Zwei-Methoden-Ansatz. Die Multiplikator-Methode leitet EV/EBITDA-Multiplikatoren aus börsennotierten Vergleichsunternehmen ab, bildet den Durchschnitt aus Trailing-12-Monats- und Planjahr-2026-Multiplikatoren der relevanten Peer Group und wendet anschließend einen Größen- und Profitabilitätsabschlag von 0-25 % an, um die geringere Größe und häufig weniger diversifizierte Ertragsbasis der Portfoliounternehmen gegenüber ihren börsennotierten Vergleichsunternehmen abzubilden. Ein DCF dient als sekundärer Cross-Check unter Verwendung eines detaillierten Fünfjahres-Plans (2026-2030) mit einem Terminal Growth von 1,5 %. Die resultierende IPEV-Multiplikator-Bandbreite über das Portfolio liegt bei 3,9-14,5x EV/EBITDA, wobei Blue Cap keine unternehmensspezifischen Multiplikatoren oder individuellen Abschläge offenlegt.

WRe verwendet Exit-Multiplikatoren statt aktueller Trading-Multiplikatoren und spiegelt damit die Perspektive eines Erwerbers zum angenommenen Verkaufszeitpunkt wider, nicht einen Mark-to-Market-Ansatz. Unsere unternehmensspezifischen Annahmen lauten wie folgt (WRe): Janoschka 7x; H+E Gruppe 8,0x, Planatol 5,0x, HY-LINE Gruppe 6,5x, Transline Gruppe 3,0x und Inheco 7,5x. Die aggregierte WRe-Exit-Multiplikator-Bandbreite von 3,0-8,0x ist damit enger und am unteren Ende konservativer als die Bandbreite von 3,9-14,5x bei Blue Cap. Das obere Ende der von Blue Cap offengelegten Bandbreite (14,5x) spiegelt mit hoher Wahrscheinlichkeit das Inheco-Beteiligungsgeschäft mit hohen EBITDA-Margen wider, in dem börsennotierte Medizintechnik-Vergleichsunternehmen zu wesentlich höheren Multiplikatoren als allgemeine Industrieunternehmen gehandelt werden. Unsere WRe-Annahme von 7,5x für Inheco impliziert einen deutlichen Abschlag zu den Multiplikatoren der MedTech-Peer-Group, im Einklang mit dem Minderheitsstatus von Inheco (42 %-Beteiligung) und dem begrenzten operativen Einfluss, den Blue Cap auf das Exit-Timing und den -Prozess ausüben kann.

Wir weisen darauf hin, dass unser Ansatz auf einer Like-for-Like-Basis zu einem höheren Wert für Industrials gelangt, da bereits H+E einen diskontierten Wert oberhalb des von BlueCap für das Gesamtsegment abgeleiteten NAV generiert. Eine Erklärung könnte der Abzug von Verschuldung sein, da wir individuelle Verschuldungsniveaus nicht beurteilen können. Es könnten jedoch weitere Elemente in der Struktur einzelner Unternehmen, z. B. Leasingverträge, eine Rolle spielen, die die erreichbaren Exit-Multiplikatoren und individuellen Bewertungen verändern könnten. Zum aktuellen Zeitpunkt schätzen wir, dass H+E wahrscheinlich das wertvollste Portfoliounternehmen ist, insbesondere wenn die aktuellen Lieferkettenrisiken abklingen und sich die Konjunktur verbessert.

Janoschka AG

- Segment: Industrials | Blue-Cap-Anteil: 100 % | Akquisition: 2026 (Closing ausstehend)

Unternehmensübersicht

Name	Janoschka AG (HGB Konzern; GJ24: 4 inländ. und 23 ausländ. Gesellschaften)
Hauptsitz	Kippenheim, Baden-Württemberg, Germany
Standorte	12 Länder: Deutschland, Frankreich, Spanien, Portugal, Polen, Türkiye, Indien, Vietnam, Malaysia, Mexiko, Brasilien, Philippin
Sektor	Prepress / Verpackung — Tief- und Flexodruckformen, Prägewalzen, technische Zylinder, Premedia / Markengestaltung
Endmärkte	FMCG-Verpackung — Lebensmittel, Getränke, Tabak, Kosmetik, Pharma.
BC-Anteil	100%
Blue Cap seit	2026 (SPA unterzeichnet 07.05.2026; Closing ausstehend)
Blue-Cap-Segment	Industrials
Mitarbeiter	c. 1,500
Management	Vorstand: Drazen Babic (CFO). Alexander Janoschka (CEO) ausgeschieden 31.01.2024.
Gegründet	1976 (Familienunternehmen)

Quelle: BlueCap, Warburg Research

Janoschka Kennzahlen

Kennzahl	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	CAGR 20-24
Umsatz (EUR Mio.)	97.3	99.2	105.4	93.8	98.0	c. 90	+0.2%
Wachstum ggü. Vj.	-6.5%	+1.9%	+6.2%	-11.0%	+4.5%	c. -8%	
Ber. EBITDA (EUR Mio.)	8.2	10.3	10.0	6.3	7.7	n.a.	-1.5%
Ber. EBITDA-Marge	8.4%	10.4%	9.5%	6.7%	7.9%	n.a.	-0.5pp
Konzernjahresergebnis (EURm)	-4.4	+1.8	+1.9	-1.6	-4.1	n.a.	
Operat. CF (EUR Mio.)	1.5	5.6	3.1	6.1	3.3	n.a.	
Bankschuld. (EUR Mio.)	28.7	26.3	25.0	26.6	28.9	n.a.	+0.2%
Liquiditätspuffer (EURm)	n.a.	>15	>7	n.a.	n.a.	n.a.	
Eigenkapitalquote	11.4%	13.0%	30.5%	23.8%	19.0%	n.a.	
Ø Mitarbeiter (GJ)	1,694	1,724	1,772	1,724	1,665	c. 1,500	-0.4%

Quelle: BlueCap, Warburg Research

Akquisition

Blue Cap unterzeichnete am 7. Mai 2026 einen SPA zum Erwerb von 100 % der Janoschka AG von Mitgliedern der Gründerfamilie und von der Süd Beteiligungen GmbH (SüDBG, Stuttgart). Der Kaufpreis wurde nicht öffentlich bekannt gegeben. Das Closing steht unter aufschiebenden Bedingungen, darunter die Anpassung der Konsortialfinanzierung von Janoschka, die Erteilung bestimmter Zustimmungen sowie der Abschluss bestimmter operativer Maßnahmen. Die Jahresabschlüsse von Janoschka deuten darauf hin, dass die Transaktion eher durch eine Refinanzierungssituation als durch operative Schieflage ausgelöst wurde: Janoschka hatte Ende 2023 seinen konsortialkreditbezogenen Net-Debt/EBITDA-Covenant von 3,5x gerissen, und die Standstill-Vereinbarungen mit den finanzierenden Banken waren anschließend ausgelaufen. Die Anschlussfinanzierung war zum 31. Dezember 2025 fällig; der M&A-Prozess wurde im März 2025 in Abstimmung mit Banken und Aktionären initiiert, um die Refinanzierung über eine neue Eigentümerschaft zu sichern. Der Kaufpreis ist in drei Tranchen zu zahlen, wobei die initiale Zahlung zur Refinanzierung von Janoschka eingesetzt wird. In den GJ 2027 und GJ 2028 sind weitere Zahlungen vorgesehen, deren Höhe an die operative Performance von Janoschka geknüpft ist.

Produkte und Märkte

1976 gegründet und mit Hauptsitz in Kippenheim, Baden-Württemberg, ist Janoschka ein global agierender One-Stop-Anbieter für Pre-Press-Lösungen in der Verpackungsdruckindustrie. Die Gruppe deckt die gesamte Pre-Press-Wertschöpfungskette ab – vom Verpackungsdesign und der Designanpassung bis hin zur Herstellung von Druckformen (Tief- und Flexodruck) und Prägewerkzeugen. Die Aktivitäten sind in zwei Geschäftsbereichen organisiert (Blue Cap PM 07.05.2026): dem Janoschka-Geschäft – grafische Reproduktion und Herstellung von Druck- und Prägewerkzeugen – sowie Linked2Brands, einer Premedia-Produktionsagentur für Verpackungsdesign und Markenkonsistenzprozesse für FMCG-Markenartikler (von BAT bis Nestlé). Die Gruppe beschäftigt rund 1.500 Mitarbeiter und betreibt Produktionsstandorte in 12 Ländern in Europa, Asien und Amerika. Die Endmärkte konzentrieren sich auf FMCG (Lebensmittel, Getränke, Kosmetik, Pharma und Tabak); ergänzende Anwendungen umfassen Sicherheitsdruck, Fälschungsschutz sowie haptische Dekoroberflächen für Tissue- und Textilprodukte.

Geschäftsentwicklung vor der Akquisition

Die Standalone-Umsätze nach lokaler Rechnungslegung zeigten von 2020 bis 2024 eine CAGR von 0,2 %, wobei die bereinigte EBITDA-Marge zwischen 6,7 % und 10,4 % schwankte. Die Schwäche 2023 wurde durch einen schwachen europäischen Kernmarkt, einen nur teilweise variablen Personalkostenblock und ineffiziente Prozesse in Polen nach der Standortverlagerung getrieben; im GJ 2024 erholten sich der deutsche Heimatmarkt (+19,2 % ggü. Vj.) und das Brands-Geschäft (+7,8 % ggü. Vj.) auf Basis einer verbesserten Kapazitätsauslastung. Die Bankverschuldung belief sich Ende 2024 auf EUR 28,9 Mio. (GJ 23: EUR 26,6 Mio.), die Eigenkapitalquote fiel von 30,5 % (2022) auf 19,0 % (2024), und die durchschnittliche Mitarbeiterzahl ging von 1.772 (2022) auf 1.665 (2024) zurück, was Kapazitätsanpassungen in Iberien, Deutschland und der Türkei widerspiegelt. Laut Blue Cap belief sich der Umsatz im GJ 2025 auf rund EUR 90 Mio. Aus unserer Sicht steht dies im Einklang mit dem H1-2025-Kommentar im Jahresabschluss, der ein klar stabilisiertes Geschäft beschreibt, in dem Umsatz- und Ergebnisziele leicht übertroffen wurden und die Erlöse aus der Russland-Veräußerung zur Tilgung gestundeter Beträge an die Konsortialbanken verwendet wurden. Wir weisen darauf hin, dass der Umsatz je Mitarbeiter mit rund 60 Tsd. EUR je Mitarbeiter stabil bleibt und die Personalkostenquote im Bereich von 46-52 % liegt. Die Investitionen lagen seit 2020 konsistent unter dem Abschreibungs niveau, was auf Unterinvestition hinweist. Die Jahresabschlüsse zeigen zudem, dass einige lokale Einheiten deutlich verlustträchtig waren (z. B. Polen und Mexiko mit Volumina von mehr als EUR 1 Mio.)

Blue Cap Strategie und Exit-These

Blue Cap positioniert Janoschka als ein robustes, global etabliertes Nischengeschäft mit verteidigungsfähiger Marktposition. Der grundlegende Treiber des Geschäftsvolumens ist die Änderung von Verpackungen, da ein neues Design einen neuen Flexo- oder Tiefdruckzylinder erfordert. Für die GJ 2026 und 2027 ist eine deutliche Geschäftsbelebung zu erwarten, dank der EU-Verpackungs- und Verpackungsabfall-Verordnung (PPWR; Verordnung (EU) 2025/40, in Kraft seit dem 11. Februar 2025, mit zentralen Pflichten, die ab August 2026 stufenweise greifen). Die Verordnung verlangt eine höhere Recyclingfähigkeit, Rezyklatquoten, Teilverbote bestimmter Einwegformate sowie wesentlich überarbeitete Verpackungen über das gesamte FMCG-Segment hinweg.

Das Janoschka-Geschäft ist überwiegend lokal geprägt, da die Zylinder in den meisten Fällen nicht über Ländergrenzen hinweg versendet werden. Um in neue Märkte einzutreten, hat Janoschka typischerweise lokale Einheiten erworben. Die Zylinderfertigung ist werkzeug- und capex-intensiv, während Design und Designanpassung stark arbeitsintensiv sind. Das Geschäft ist somit durch ein sehr hohes Fixkostenvolumen gekennzeichnet. Ineffizienzen lokaler Einheiten wirken sich erheblich auf die Profitabilität aus.

Nach Closing wird Janoschka vollkonsolidiert; Blue Cap hat seine Guidance für die fortgeführten Aktivitäten im GJ 2026 entsprechend auf einen Umsatz von EUR 170-190 Mio. (von EUR 120-140 Mio.) und eine bereinigte EBITDA-Marge von 7,5-8,5 % (von 5,0-6,0 %) angehoben. Die implizierte Deltamarge auf den Umsatzzuwachs von EUR 50 Mio. liegt bei rund 13-15 %. Unter der Annahme einer Konsolidierung ab Ende Q2 würde dies einen Umsatz von EUR 100 Mio. oder mehr bedeuten, was einem Wachstum von 10 % ggü. Vj. entspricht. Dies ist unseres Erachtens gut möglich, angesichts des Rückenwinds aus der EU-Verordnung und dem überwiegend europäischen regionalen Geschäft. Innerhalb der engen Bandbreite ungenutzter Kapazitäten bei den Mitarbeitern dürften die Drop-Through-Raten sehr substanziell sein, sodass die Annahme, dass der Russland-Exit und die Stabilisierung in Polen/Mexiko (Rightsizing?) im Jahr 2025 die Profitabilität im GJ 2026 stützen, auch hinsichtlich der EBITDA-Marge nicht unwahrscheinlich erscheint.

Der Marktrückenwind bis Ende GJ 2027 muss genutzt werden, um den notwendigen Investitionsstau aufzuholen, was in der BlueCap-Aussage zur Erhöhung der Automatisierung implizit enthalten ist. Darüber hinaus dürfte eine Harmonisierung der Workflows und eine Standardisierung von Software und Tools erfolgen, die schließlich zu einer Anwendung von Best Practice im gesamten Netzwerk führen sollte. Während die Verordnung für mehrere Elemente noch Anpassungsphasen vorsieht, erwarten wir ab 2028 wieder eine Umsatzdelle mit entsprechendem negativem operativen Leverage, der durch die Effizienzgewinne aus der Automatisierung und den Workflows kompensiert werden muss, um die Profitabilitätsniveaus hoch genug zu halten, um ausreichend Cashflow zur Finanzierung und Durchführung der Erhaltungsinvestitionen zu generieren. Dies sollte bei einem Niveau von rund 10-11 % EBITDA-Marge möglich sein.

Während entwickelte Märkte nahezu kein Wachstum bei den Zylinderstückzahlen aufweisen, ist dies in den Schwellenländern anders. Hier ist eine Wachstumsrate beobachtbar, die die Möglichkeit bietet, den Maschinenpark zu skalieren. Schließlich sehen wir für die europäischen Einheiten eine Chance, die sich aus Near- und Friend-Shoring in Verbindung mit der für die Druckindustrie benötigten Kompetenz in Präzisionsmechatronik und -fertigung ergibt.

H+E Gruppe

▪ Segment: Industrials | Blue-Cap-Anteil: 71 % | Akquiriert: 2021

Unternehmensübersicht

Name	H+E Gruppe (H+E Molding Solutions GmbH, H+E Kinematics GmbH, H+E Automotive GmbH)
Hauptsitz	Ittingen (BW) / Sinsheim (BW), Deutschland
Sektor	Automobil / Haushaltsgeräte — thermoplastische Bauteile & Baugruppen
Produkte	Spritzguss-Kunststoffteile und komplexe Baugruppen; Oberflächenveredelung, Gasinnendrucktechnik
Kunden	OEM und Tier-1-Automobilzulieferer; Haushaltsgeräteindustrie
BC-Anteil	71%
Blue-Cap-Segment	Industrials (umbenannt von Plastics in GJ2025)
Mitarbeiter	210 (inkl. Auszubildende)
Gegründet	n.a.

Quelle: BlueCap, Warburg Research

H+E Kennzahlen

Kennzahl	2022	2024	FY 2025
Umsatz (EUR Mio.)	39.9	40.6	42.7
Wachstum ggü. Vj. (%)		+1.8% ²	+5.2%
Mitarbeiter (Periodenende)	188	197	210

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Akquisition

Blue Cap erwarb 2021 eine 71%-Mehrheitsbeteiligung an der H+E Gruppe. Der Kaufpreis wurde nicht öffentlich bekannt gegeben. H+E wurde in einer für die Deal-Strategie von Blue Cap typischen Sondersituation in das Portfolio aufgenommen – ein inhabergeführtes Mittelstandsunternehmen mit operativem Aufwärtspotenzial, das unter der vorherigen Eigentümerschaft nicht vollständig ausgeschöpft wurde. Das erste volle Konsolidierungsjahr war 2022.

Produkte und Märkte

Die H+E Gruppe ist ein Hersteller von Spritzguss-Kunststoffteilen und komplexen Baugruppen mit Hauptsitz in Ittlingen und Sinsheim, Baden-Württemberg. Die Gruppe operiert über die H+E Molding Solutions GmbH, H+E Kinematics GmbH und H+E Automotive GmbH und bietet Komponenten, die mittels Gasinnendrucktechnik und Oberflächenveredelungsprozessen hergestellt werden. Die primären Kunden sind OEM und Tier-1-Automobilzulieferer, ergänzt durch ein Exposure zur Hausgeräteindustrie. Mit rund 210 Mitarbeitern ist H+E ein Nischenpräzisionshersteller mit technisch anspruchsvollen Produktionskapazitäten. Die Gruppe wird von Philipp Bentzinger und Mike Liphardt als Co-Geschäftsführer geleitet.

Entwicklung seit Akquisition

Der Umsatz lag 2022 bei EUR 39,9 Mio., erreichte 2024 EUR 40,6 Mio. und stieg im GJ 2025 auf EUR 42,7 Mio., was trotz der strukturellen Herausforderungen in der Automobilzulieferkette eine insgesamt stabile – und moderat wachsende – Umsatzentwicklung impliziert. Das Standalone-EBITDA wurde für 2022–2024 nicht separat ausgewiesen, da das Segment Plastics in diesem Zeitraum con-pearl umfasste. Nach der con-pearl-Veräußerung im August 2025 wurde H+E zum alleinigen Bestandteil des Plastics-Segments, was erstmals eine saubere Einzelbetrachtung ermöglicht. Auf dieser Basis belief sich der 9M-2025-Umsatz auf EUR 31,4 Mio. bei einem bereinigten EBITDA von EUR 4,4 Mio., was einer Marge von 14,0 % entspricht – ein Rückgang von 2

PP gegenüber dem restated 9M-2024-Wert von 16,0 %. Die Margenkompression spiegelt zunehmenden OEM-Preisdruck und ein schwieriges Automobilproduktionsumfeld wider. Für das Gesamtjahr GJ 2025 bestätigte das Management, dass die Profitabilität leicht unter dem Vorjahresniveau lag, im Einklang mit der 9M-Entwicklung; Effizienzmaßnahmen und diszipliniertes Kostenmanagement dämpften den Rückgang.

Blue Cap Strategie und Exit-These

Der Management-Kommentar deutet darauf hin, dass die Sicherung und Verteidigung der Margen als oberste operative Priorität für das Plastics-Segment in 2025 festgelegt wurde. Parallel setzt H+E Vertriebsinitiativen um, um die Umsätze in nicht-automobilen Endmärkten zu steigern und die Abhängigkeit von der strukturell herausgeforderten PKW-OEM-Basis zu reduzieren. Der Umsatz im GJ 2025 belief sich auf EUR 42,7 Mio. und bestätigte die im Earnings Call zu den vorläufigen Zahlen des GJ 2025 antizipierte Wachstumsbahn. Für das GJ 2026 prognostiziert das Management bei H+E einen leicht niedrigeren Umsatz und ein leicht niedrigeres EBITDA, wobei die Weiterentwicklung der kaufmännischen und Finanzfunktionen eine zentrale interne Priorität darstellt.

Planatol GmbH

- Industrials: Blue-Cap-Anteil: 100 % | Akquiriert: 2009 (Mehrheit seit 2011)

Unternehmensübersicht

Name	Planatol GmbH
Hauptsitz	Rohrdorf-Thansau, Bayern, Deutschland
Weitere Standorte	Herford (NRW, Deutschland); Paris (Frankreich); Mailand (Italien)
Sektor	Spezialklebstoffe und Applikationssysteme (B2B Industrie)
Produkte	Lösungsmittelfreie Klebstoffprodukte für Druck/Verlag, Verpackung, Holzindustrie, Industrie/Automobil/Textil; Klebstoff-Auftragssysteme für Klebebindung im Rollendruck
Endmärkte	Druck/Buchbinderei, Verpackung (Kartonverschluss, End-of-Line), Holz/Möbel, Industrie (Automobil, Bauwesen, Textil)
BC-Anteil	100%
Blue Cap seit	2009 (majority since 2011)
Blue-Cap-Segment	Industrials (umbenannt von Adhesives & Coatings in GJ2025; gemäß GB2025 Segmentrestrukturierung)
CEO	Thomas Lösch (seit April 2025); zuvor Hans Mühlhauser
Gegründet	1932 von Willy Hesselmann

Quelle: BlueCap, Warburg Research

Planatol Kennzahlen

Kennzahl (EURm)	2022	2023	2024	FY 2025
Umsatz (EUR Mio.)	38.9	32.685	30.975	31.7
Wachstum ggü. Vj.	—	-16.0%	-5.2%	+2.3%
Ber. EBITDA (EUR Mio.)	n.a.	1.114	1.150	n/a
Ber. EBITDA-Marge	n.a.	3.4%	3.7%	n/a
EBITDA (reported, EURm)	n.a.	0.744	1.176	n/a
D&A (EURm)	n.a.	0.940	0.926	n/a
EBIT (EURm)	n.a.	-0.196	0.251	n/a
Mitarbeiter (Periodenende)	128	n.a.	127	120

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Akquisition

Blue Cap investierte erstmals 2009 in die Planatol GmbH und übernahm bis 2011 eine Mehrheitsbeteiligung. Es handelt sich um Blue Caps am längsten gehaltene Mehrheitsbeteiligung und eine nachfolgegetriebene Akquisition eines familiengeführten Mittelstandsunternehmens. Der Kaufpreis wurde nicht öffentlich bekannt gegeben. Planatol ist seit dem Abschluss der Beteiligungsaufstockung zu 100 % im Eigentum von Blue Cap.

Produkte und Märkte

1932 von Willy Hesselmann in Rohrdorf-Thansau, Bayern, gegründet, ist Planatol ein globaler Spezialist für lösungsmittelfreie Klebstoffprodukte und Auftragssysteme. Das Produktportfolio umfasst Klebstoffe für Druck und Buchbinderei, Verpackung (Kartonverschluss und End-of-Line), Holz und Möbel sowie industrielle Anwendungen einschließlich Automobil und Textil. Eine differenzierende Produktlinie sind Klebstoff-Auftragssysteme für die Klebebindung im Rollendruck, in der Planatol eine technisch differenzierte Position innehat. Das Unternehmen bedient Kunden von Standorten in Bayern, Herford (NRW), Paris und Mailand aus. Mit 120 Mitarbeitern differenziert sich Planatol durch anwendungstechnische Expertise und einen technisch versierten Vertrieb und positioniert sich in Kundensegmenten, in denen die Skalenvorteile großer Commodity-Klebstoffhersteller nur begrenzte Relevanz haben. Seit April 2025 ist Thomas Lösch als CEO tätig.

Entwicklung seit Akquisition

Der Umsatz lag 2022 bei EUR 38,9 Mio., fiel anschließend auf EUR 32,7 Mio. im Jahr 2023 und EUR 31,0 Mio. im Jahr 2024 – ein kumulierter Umsatzrückgang von rund 20 % über zwei Jahre. Der Rückgang spiegelt anhaltende makroökonomische Gegenwinde in der Druck- und Verpackungsindustrie sowie den Lagerabbau bei Kunden wider. Die Profitabilität bleibt niedrig: Das bereinigte EBITDA betrug sowohl 2023 als auch 2024 EUR 1,1 Mio., was Margen von 3,4 % bzw. 3,7 % entspricht – deutlich unter den Niveaus, die typischerweise erforderlich sind, um einen vollwertigen Exit-Multiplikator zu erzielen. Der Geschäftsbericht 2024 wies darauf hin, dass Planatol die Erwartungen für das Jahr verfehlt hatte. Erste Verbesserungssignale sind erkennbar: Das bereinigte EBITDA im H1 2025 lag bei EUR 1,0 Mio. bei einem Umsatz von EUR 15,8 Mio. (bereinigte EBITDA-Marge 6,2 %), eine Verbesserung von 13 % ggü. Vj. Der Gesamtjahresumsatz im GJ 2025 belief sich auf EUR 31,7 Mio. Das Management wies darauf hin, dass in den ersten drei Quartalen sowohl Umsatz als auch EBITDA das Budget übertrafen, getrieben durch kontinuierliche Effizienzprogramme und eine höhere operative Disziplin.

Blue Cap Strategie und Exit-These

Die von Blue Cap genannten Prioritäten für Planatol konzentrieren sich auf die Stärkung des Vertriebs, die Internationalisierung des Vertriebsnetzes und die Reduktion der Betriebskosten. Ein Fitnessprogramm läuft seit 2024. Der Geschäftsbericht 2025 bestätigt Fortschritte: Ein neu eingerichtetes Export-Vertriebsteam adressiert die Verticals Holz,

Industrie und Buchbinderei, und für das GJ 2026 erwartet Blue Cap eine weitere kostengetriebene Margenstabilisierung. Die Exit-These hängt von einer signifikanten Margenerholung ab: Bei einer bestätigten Verbesserungsbahn von 3,7 % im GJ 2024 auf über 6 % im H1 2025 und einem deutlich verbesserten Gesamtjahr 2025 erholt sich die Exit-Bewertung von ihrer bisherigen Begrenzung. Der Blue-Cap-IPEV-NAV für das Segment Adhesives & Coatings (ab dem 31.12.2024 nur Planatol) lag zum Jahresende 2024 bei EUR 2,1 Mio. und zum 30.06.2025 bei EUR 5,6 Mio. Ab dem 31.12.2025 wurde die Segmentberichterstattung neu strukturiert: Planatol und H+E werden nun innerhalb des Segments Industrials zusammengefasst, mit einem kombinierten NAV von EUR 18,4 Mio.; der individuelle Planatol-NAV wird nicht mehr separat ausgewiesen. In unserem SotP-Modell unterstellen wir einen Exit bei einer Marge von 7 %, was die noch erforderliche operative Verbesserung widerspiegelt.

HY Line

▪ Segment: Business Services | Blue-Cap-Anteil: 93 % | Akquiriert: 2021

Unternehmensübersicht

Name	HY-LINE Gruppe (HY-LINE Management GmbH, HY-LINE Holding GmbH, HY-LINE Technology GmbH, HY-LINE AG)
Hauptsitz	Unterhaching, Bayern, Deutschland
Weitere Standorte	Schaffhausen, Schweiz
Sektor	Vertrieb elektron. Komponenten / Anwendungsspezialist (B2B Industrie)
Produkte	Systemlösungen und anwendungssp. Design-Services. Vom Value-Added-Distributor hin zum Produkt-/Systemanbieter
Endmärkte	Elektronikfertigung, Medizintechnik, Automatisierung, Energie, Medien/Kommunikation — Primärmarkt DACH-Region
BC-Anteil	97.7%
Blue Cap seit	2021
Blue-Cap-Segment	Business Services
Mitarb. 31.12.25	64 (inkl. Auszubildende)
CEO	Jeroen Rijswijk
Gegründet	1988

Quelle: BlueCap, Warburg Research

HY-Line Kennzahlen

Kennzahl	2022	2023	2024	FY 2025
Umsatz standalone (EUR Mio.)	67.4	n.a.	44.2	39.7
Mitarbeiter (Periodenende, stand.)	85	n.a.	82	64

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Akquisition

Blue Cap erwarb 2021 eine Mehrheitsbeteiligung an der HY-LINE Gruppe. Der Kaufpreis wurde nicht öffentlich bekannt gegeben. HY-LINE wurde in einer nachfolgegetriebenen Situation akquiriert, und die Investition passt zum Modell von Blue Cap für B2B-Nischengeschäfte mit latentem operativem Aufwärtspotenzial.

Produkte und Märkte

1988 gegründet und mit Hauptsitz in Unterhaching, Bayern, agiert die HY-LINE Gruppe als Value-Added-Distributor und Anwendungsspezialist für elektronische Komponenten. Das Produktportfolio umfasst Displays, Touchscreens, Batterien, Stromversorgungen, Sensoren und Embedded-Computing-Module. HY-LINE differenziert sich von Commodity-Distributoren durch Engineering- und Design-In-Services und entwickelt sich schrittweise von reiner Distribution hin zu proprietären Systemlösungen. Das Unternehmen bedient Kunden in der Elektronikfertigung, Medizintechnik, Industrieautomation, Energie und Kommunikation mit Fokus auf den DACH-Markt. Eine Schweizer Tochter operiert aus Schaffhausen. Ein weiterer Standort befindet sich in Durchhausen, Baden-Württemberg. HY-LINE beschäftigt 64 Mitarbeiter.

Entwicklung seit Akquisition

HY-LINE erlebte während der Halteperiode einen ausgeprägten Umsatzzyklus. 2022 erreichte der Standalone-Umsatz EUR 67,4 Mio., erhöht durch eine Post-COVID-Normalisierung der Lieferketten und den Abbau hoher Auftragsbestände. Der Umsatz ging anschließend auf EUR 44,2 Mio. im Jahr 2024 und EUR 39,7 Mio. im GJ 2025 zurück, da sich die Umsatzschwäche auf das Ergebnis durchschlug. Die 2024 eingeleiteten Kostenrestrukturierungsmaßnahmen und die im H1 2025 abgeschlossene ERP- und PIM-Systemimplementierung beginnen, Ergebnisse zu liefern: Für das Gesamtjahr GJ 2025 erholte sich das bereinigte EBITDA des Segments Business Services auf EUR 2,8 Mio. (Marge 5,1 %) von EUR 1,3 Mio. (2,1 %) im GJ 2024.

Blue Cap Strategie und Exit-These

Der erklärte Fokus des Managements für HY-LINE ist das profitable Right-Sizing der Organisation auf die aktuelle Umsatzbasis, die vollständige Umsetzung des ERP- und PIM-Digitalisierungsprogramms sowie die Hebung von Effizienzgewinnen aus dem Technologie-Rollout. Die mittelfristige Ambition besteht darin, das HY-LINE-Angebot in Richtung Systemintegration und wiederkehrender Serviceumsätze auszubauen, was einen höheren Exit-Multiplikator stützen würde.

Transline

▪ Segment: Business Services | Blue-Cap-Anteil: 100 % | Akquiriert: März 2022

Unternehmensübersicht	
Name	Transline Gruppe GmbH (Sprachdienstleistungsgruppe)
Hauptsitz	Reutlingen, Baden-Württemberg, Deutschland
Weitere Standorte	München (BY), Walldorf (BW), Köln (NRW), Grünbach (Sachsen), Modena (Italien), Schiltigheim (Frankreich)
Sektor	Sprachdienstleistungen / Übersetzung und Kommunikationstechnologie
Produkte	Marketing, Recht/Patent, Software-Lokalisierung. Proprietäre digitale Workflow-Plattform für automatisierte Auftragsabwicklung
Endmärkte	~5.000 Kunden; Fokus auf Medtech, Pharma, E-Commerce, Software. Namhafte Kunden u.a. Bosch, Miele, TeamViewer
BC-Anteil	95 % (erhöht von 70,2 % im Rahmen der Schuldenrestrukturierung 2025)
Blue Cap seit	2022
Blue-Cap-Segment	Business Services
Mitarb. 31.12.25	130 (inkl. Auszubildende)
CEO	Maximilian Lachnit
Gegründet	1986

Quelle: BlueCap, Warburg Research

Transline Kennzahlen

Metric	2022	2023	2024	FY 2025
Revenue standalone (EURm)	n.a.	n.a.	18.9	15.1
Employees (period-end)	n.a.	n.a.	156	130

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Akquisition

Blue Cap erwarb die Transline Gruppe GmbH im März 2022 zu einem nicht öffentlich bekannt gegebenen Preis. Transline war eine nachfolgegetriebene Transaktion und stellt die jüngste Plattform-Akquisition im aktuellen Portfolio dar.

Produkte und Märkte

1986 gegründet und mit Hauptsitz in Reutlingen, Baden-Württemberg, ist Transline eine deutsche Sprachdienstleistungsgruppe, die Übersetzungs-, Lokalisierungs- und Sprachmanagement-Lösungen anbietet. Kernkompetenzen umfassen technische Dokumentation, Marketing-Lokalisierung, Rechts- und Patentübersetzung sowie Software-Lokalisierung, unterstützt durch eine proprietäre digitale Workflow-Plattform, die volumenstarke, weniger komplexe Sprachaufgaben automatisiert. Transline bedient rund 5.000 Kunden mit strategischem Fokus auf Medtech, Pharma, E-Commerce und Software – Verticals, die durch hohe regulatorische Dokumentationsanforderungen und strukturell wiederkehrende Nachfrage gekennzeichnet sind. Namhafte Kunden umfassen Bosch, Miele und TeamViewer. Das Unternehmen beschäftigt 130 Mitarbeiter, gegenüber 156 zuvor, an Standorten in Reutlingen, München, Walldorf, Köln, Grünbach sowie international in Modena und Schiltigheim.

Entwicklung seit Akquisition

Transline trat in das Blue-Cap-Portfolio in einem Marktumfeld ein, das sich anschließend für die Sprachdienstleistungsbranche als herausfordernd erwies. Der Standalone-Umsatz im GJ 2024 betrug EUR 18,9 Mio. Der Umsatz im GJ 2025 belief sich auf EUR 15,1 Mio. und spiegelt eine anhaltend schwache Nachfrage über das gesamte Jahr 2025 wider. Das EBITDA des Unternehmens wird nicht separat ausgewiesen, sondern ist im Segment Business Services subsumiert (zusammen mit HY-LINE). Kostendisziplin und eine abgeschlossene Schuldenrestrukturierung haben die Ergebnisseite trotz des Umsatzrückgangs verbessert, im Einklang mit der Margenerholung des Segments Business Services auf 5,1 % im Jahr 2025. Ein strukturelles Risiko für das Geschäftsmodell ist die schnelle Verbreitung KI-basierter Übersetzungstools, die weniger komplexe Sprachdienstleistungen zu kommodifizieren drohen; Transline reagiert darauf, indem es KI-Fähigkeiten sowohl in sein Kundenangebot als auch in interne Workflows integriert. Transline verzeichnete im GJ 2025 eine Goodwill-Abschreibung in Höhe von EUR 11,9 Mio.

Blue Cap Strategie und Exit-These

Der erklärte Fokus von Blue Cap liegt auf striktem Kostenmanagement, der Realisierung von Digitalisierungsvorteilen und selektivem Wachstum in höherwertigen Segmenten. Das Management rechnet im Jahr 2026 mit anhaltenden strukturellen Herausforderungen für das Geschäftsmodell der Sprachdienstleistungen und erwartet kurzfristig keine wesentliche Nachfrageerholung; Transline wird jedoch nach der Restrukturierung und mit einem aktualisierten KI-gestützten Serviceangebot als besser positioniert angesehen. Angesichts der laufenden Transformation setzen wir in unserem SotP-Modell ein Exit-Jahr 2028 an und unterstellen eine konservative Exit-Marge von 4 %, was die strukturellen

Gegenwinde und die erforderliche operative Verbesserung widerspiegelt. Angesichts der strukturellen KI-Bedrohung setzen wir die Wahrscheinlichkeit auf lediglich 50 % an.

Inheco Industrial Heating and Cooling GmbH

▪ Segment: Life Science (at-equity Minderheit) | Blue-Cap-Anteil: 42 % | Investiert: 2006

Unternehmensübersicht

Full name	INHECO Industrial Heating and Cooling GmbH
Headquarters	Martinsried (also referred to as Planegg bei München), Bavaria, Germany
Other sites	Taiwan;
Sector	Medtech / Lab automation (Life Science)
Products	process control in lab automation. Standard products, proprietary systems, and customised OEM solutions
End-markets	Life Science / Diagnostics: IVD, genomics, drug discovery. Named customers: Hamilton, Agilent, ThermoFisher, Roche
Blue Cap stake	42% (minority) — at-equity consolidation; NOT included in Blue Cap consolidated revenue
Blue Cap since	2006
Blue Cap segment	Medical
Employees 31.12.24	90 (incl. apprentices)
CEO / Founder	Günter Tenzler (founder) and Steven Williams (co-CEO)
Founded	2000

Quelle: BlueCap, Warburg Research

Inheco Kennzahlen

Metric	2022	2023	2024	FY 2025
Revenue 100% (EURm)	37.8	~21.2 ¹	23.3	22.2
Employees (period-end)	149	n.a.	90	90

Quelle: Blue Cap; Warburg Research

Akquisition

Blue Cap investierte 2006 in Inheco und hält damit den am längsten gehaltenen Asset im aktuellen Portfolio – eine bisherige Halteperiode von rund 19 Jahren. Die Investition liegt zeitlich vor dem aktuellen „Buy, Transform & Sell“-Modell von Blue Cap und war von Anfang an als Minderheitsbeteiligung strukturiert. Blue Cap hält 42 % auf at-equity-Basis; Inheco ist daher nicht in den konsolidierten Umsatz oder das EBITDA von Blue Cap einbezogen. Der Kaufpreis wurde nicht öffentlich bekannt gegeben. Die Mehrheit an Inheco verbleibt bei Gründer und CEO Günter Tenzler, was die einseitige Exit-Optionalität von Blue Cap einschränkt.

Produkte und Märkte

2000 gegründet und mit Hauptsitz in Martinsried (Planegg bei München), Bayern, ist Inheco ein Spezialist für Heiz-, Kühl- und Schüttelmodule für die Laborautomation. Die Produkte umfassen Inkubatoren, Thermocycler und Präzisions-Temperaturkontrollsysteme, die in automatisierten biochemischen Reaktionsprozessen eingesetzt werden, primär in der In-vitro-Diagnostik, Genomik und Wirkstoffforschung. Das Unternehmen bedient globale OEM und Systemintegratoren, darunter Hamilton, Agilent, ThermoFisher und Roche – Blue-Chip-Kunden mit langen Produktzulassungszyklen, die ein gewisses Maß an Umsatzvisibilität bieten. Die Fertigung erfolgt in Deutschland, mit einer Präsenz in Taiwan. Inheco beschäftigt 90 Mitarbeiter, deutlich reduziert von 149 zum Ende 2022, nach einer Post-COVID-Restrukturierung.

Entwicklung seit Akquisition

Der Umsatz erreichte 2022 EUR 37,8 Mio., erhöht durch den COVID-bedingten Nachfrageanstieg bei Diagnostika und Life-Science-Instrumenten. Nach dem Ende dieses Zyklus ging der Umsatz auf EUR 22,2 Mio. im Jahr 2025 zurück, ein Rückgang von rund 41 %. 2023 war das Unternehmen auf EBITDA-Ebene verlustträchtig; bis 2024 wurde die Profitabilität wiederhergestellt, wobei sich die EBITDA-Marge deutlich verbesserte. Der absolute EBITDA-Wert wird nicht öffentlich ausgewiesen. 2025 blieb der Umsatz mit rund EUR 23 Mio. stabil, wobei sich die Margen weiter verbesserten; der Auftragseingang wurde jedoch durch US-Zölle, die schweizerische OEM-Kunden betreffen, gedämpft.

Blue Cap Strategie und Exit-These

Blue Cap beschreibt Inheco als in der „Capture“-Phase des Halte-Zyklus befindlich (HV 2025 Präsentation), was darauf hindeutet, dass die Wertschöpfung in die Exit-Vorbereitung übergegangen ist. Zentrale strategische Initiativen für 2025 umfassen kontinuierliche operative Verbesserungen, Produkt-Digitalisierung, IoT-Integration und eine verbesserte Auslastung des Fertigungsstandorts Taiwan. Blue Cap hat Inheco kürzlich zusätzliche finanzielle Mittel zur Verfügung gestellt, um die Innovationsagenda zu beschleunigen und die weitere internationale Expansion einschließlich der Integration des Taiwan-Standorts zu unterstützen. Der Markt für Life Science / Laborautomation ist strukturell attraktiv, mit anhaltender Konsolidierung und langen Produktzyklen, die verteidigungsfähige Positionen schaffen. Die Möglichkeit von Blue Cap, die Inheco-Beteiligung zu monetarisieren, hängt von der Abstimmung mit dem Mehrheitsaktionär ab; Exit-Optionen umfassen einen Trade-Sale oder eine Finanzinvestoren-Transaktion.

Wertermittlung							
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
KBV	1,1 x	1,1 x	0,8 x	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,10	6,30	9,95	18,19	14,17	12,58	11,31
EV / Umsatz	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,3 x	0,4 x	0,3 x	n.a.
EV / EBITDA	4,7 x	10,8 x	6,2 x	3,1 x	5,9 x	3,7 x	n.a.
EV / EBIT	12,7 x	n.a.	141,9 x	n.a.	149,1 x	27,6 x	n.a.
EV / EBIT adj.*	12,5 x	25,7 x	141,9 x	17,2 x	22,0 x	10,6 x	n.a.
Kurs / FCF	12,5 x	6,9 x	13,0 x	8,8 x	200,6 x	26,5 x	8,4 x
KGv	9,3 x	n.a.	5,9 x	3,6 x	n.a.	142,9 x	40,8 x
KGv ber.*	9,2 x	n.a.	5,9 x	2,3 x	71,4 x	24,7 x	24,1 x
Dividendenrendite	3,5 %	3,1 %	6,3 %	8,8 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	18,9 %	7,9 %	29,7 %	129,6 %	17,3 %	26,4 %	n.a.
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Net Asset Value EURm	160,8	112,3	120,2	125,3	n.a.	n.a.	n.a.
Net Asset Value pro Aktie	36,58	25,55	26,79	27,93	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

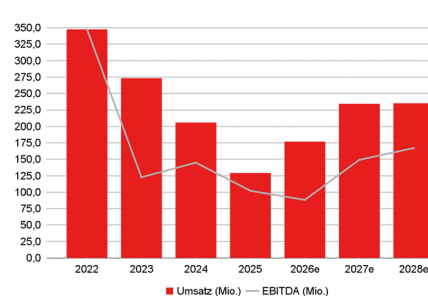
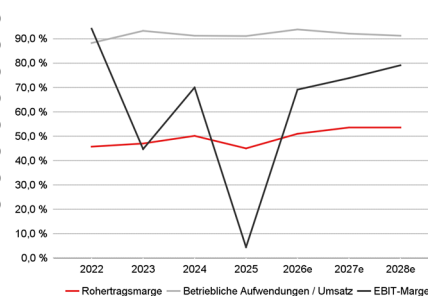
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	347,5	273,3	205,9	129,1	176,8	234,4	235,2
Veränd. Umsatz yoy	30,0 %	-21,3 %	-24,7 %	-37,3 %	36,9 %	32,6 %	0,3 %
Bestandsveränderungen	1,8	-3,7	-0,4	0,9	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	349,8	270,0	205,7	130,2	176,8	234,4	235,2
Materialaufwand	190,8	141,8	102,7	72,1	86,6	109,0	109,4
Rohertrag	159,0	128,3	103,0	58,1	90,2	125,4	125,8
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>45,7 %</i>	<i>46,9 %</i>	<i>50,0 %</i>	<i>45,0 %</i>	<i>51,0 %</i>	<i>53,5 %</i>	<i>53,5 %</i>
Personalaufwendungen	80,9	70,0	54,1	36,3	51,4	68,7	69,0
Sonstige betriebliche Erträge	20,7	6,1	4,1	8,5	3,9	3,7	3,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	55,8	49,3	35,1	17,7	31,7	42,0	40,1
EBITDA adj.	30,4	23,2	20,7	7,0	13,4	22,5	22,6
<i>Marge</i>	<i>8,7 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>9,6 %</i>
EBITDA	43,0	15,2	17,9	12,6	10,9	18,5	20,6
<i>Marge</i>	<i>12,4 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>8,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	22,6	20,0	15,8	10,3	10,4	15,8	15,9
EBITA	20,3	-4,8	2,2	2,3	0,5	2,6	4,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	4,4	6,2	1,4	16,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,0	-11,0	0,8	-14,3	0,4	2,5	4,6
<i>Marge</i>	<i>4,6 %</i>	<i>-4,0 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>-11,1 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>1,1 %</i>	<i>2,0 %</i>
EBIT adj.	16,3	6,4	0,8	2,3	2,9	6,5	6,6
Zinserträge	1,5	1,3	1,6	1,1	1,2	1,3	1,3
Zinsaufwendungen	3,1	5,5	5,2	2,8	2,7	3,1	3,1
Sonstiges Finanzergebnis	1,5	-2,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
EBT	14,8	-18,1	-2,6	-15,8	-0,9	0,9	3,1
<i>Marge</i>	<i>4,3 %</i>	<i>-6,6 %</i>	<i>-1,2 %</i>	<i>-12,3 %</i>	<i>-0,5 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>1,3 %</i>
Steuern gesamt	4,4	2,4	-2,0	3,9	-0,3	0,3	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	10,4	-20,5	-0,6	-19,8	-0,6	0,6	2,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,2	12,8	42,5	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,4	-20,3	12,3	22,7	-0,6	0,6	2,2
Minderheitenanteile	-1,8	-2,5	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	12,2	-17,8	13,3	22,7	-0,6	0,6	2,2
<i>Marge</i>	<i>3,5 %</i>	<i>-6,5 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>17,6 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>0,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
EPS	2,78	-4,05	2,96	5,06	-0,14	0,14	0,49
EPS adj.	2,83	-1,28	2,96	7,83	0,28	0,81	0,83

*Adjustiert um:

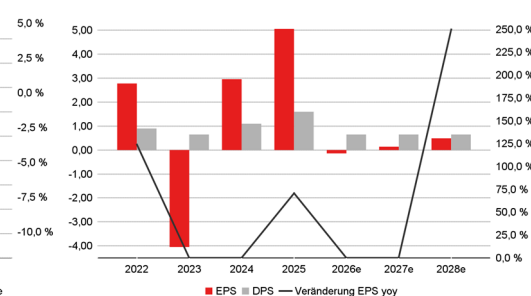
Guidance: Umsatz 170-190 Mio EUR und 7,5% bis 8,5% adj. EBITDA Marge

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,3 %	93,2 %	91,2 %	91,0 %	93,8 %	92,1 %	91,2 %
Operating Leverage	5,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,6 x	254,1 x
EBITDA / Interest expenses	14,0 x	2,7 x	3,5 x	4,5 x	4,1 x	6,0 x	6,7 x
Steuerquote (EBT)	29,7 %	-13,0 %	78,2 %	-24,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	37,9 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	468,1 %	132,3 %

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

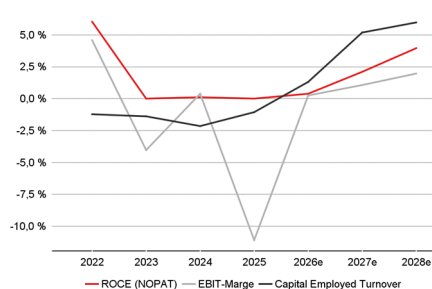
Bilanz

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	68,1	56,1	50,4	29,2	39,4	44,6	49,9
davon übrige imm. VG	39,5	33,5	28,0	18,8	19,0	19,2	19,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	28,6	22,6	22,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Sachanlagen	82,6	61,9	44,9	23,0	17,0	9,0	0,2
Finanzanlagen	8,8	9,2	9,8	10,2	10,2	10,2	10,2
Sonstiges langfristiges Vermögen	9,6	7,0	4,4	4,7	4,7	4,7	4,7
Anlagevermögen	169,1	134,2	109,5	67,0	71,3	68,5	65,0
Vorräte	47,2	28,8	18,7	11,3	15,5	20,5	20,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	27,0	15,6	8,4	11,4	15,2	15,2
Liquide Mittel	35,1	38,6	56,0	99,7	103,0	98,8	101,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	18,1	15,4	16,2	14,4	14,4	14,4	14,4
Umlaufvermögen	129,6	109,7	106,5	133,8	144,3	148,9	152,1
Bilanzsumme (Aktiva)	298,7	243,9	216,0	200,8	215,6	217,3	217,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Kapitalrücklage	15,7	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	83,6	61,7	73,1	88,8	81,0	79,0	78,6
Buchwert	103,7	83,8	95,1	110,8	103,0	101,0	100,6
Anteile Dritter	5,7	3,5	2,1	3,8	3,8	3,8	3,8
Eigenkapital	109,4	87,3	97,2	114,6	106,8	104,8	104,4
Rückstellungen gesamt	21,0	14,8	11,2	8,3	8,3	8,8	8,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	6,1	5,4	5,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	118,4	104,7	82,2	56,1	76,1	76,1	76,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	45,2	31,4	42,2	22,1	42,1	42,1	42,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	20,1	15,7	12,3	7,1	9,7	12,9	12,9
Sonstige Verbindlichkeiten	29,8	21,4	13,1	14,8	14,8	14,8	14,8
Verbindlichkeiten	189,3	156,7	118,8	86,3	108,8	112,5	112,5
Bilanzsumme (Passiva)	298,7	243,9	216,0	200,8	215,6	217,3	217,0

Kennzahlen

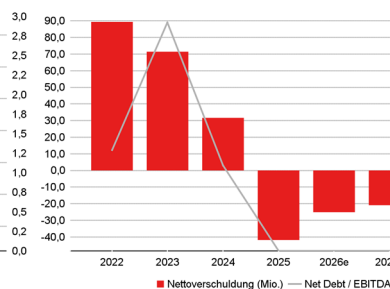
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,5 x	2,7 x	3,1 x	3,6 x	5,2 x	7,4 x	10,2 x
Capital Employed Turnover	1,7 x	1,7 x	1,6 x	1,8 x	2,2 x	2,8 x	2,9 x
ROA	7,2 %	-13,3 %	12,1 %	33,9 %	-0,9 %	0,9 %	3,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	6,0 %	n.a.	0,1 %	n.a.	0,4 %	2,1 %	4,0 %
ROE	12,4 %	-19,0 %	14,9 %	22,0 %	-0,6 %	0,6 %	2,2 %
Adj. ROE	12,7 %	-6,0 %	14,9 %	34,1 %	1,2 %	3,6 %	3,7 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	89,4	71,4	31,6	-41,9	-25,1	-20,9	-24,0
Nettofinanzverschuldung	83,3	66,1	26,2	-43,6	-26,8	-22,6	-25,7
Net Gearing	81,7 %	81,9 %	32,5 %	-36,5 %	-23,5 %	-19,9 %	-23,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	193,7 %	435,4 %	146,1 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	23,6	19,1	21,2	24,7	23,0	22,5	22,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,1	6,3	10,0	18,2	14,2	12,6	11,3

Entwicklung ROCE



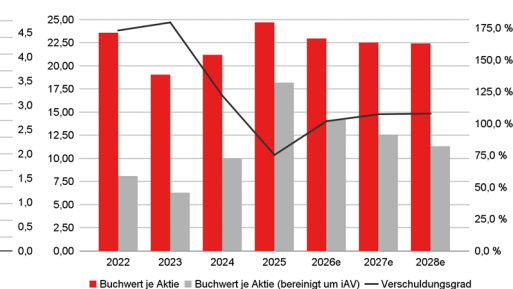
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Cash flow

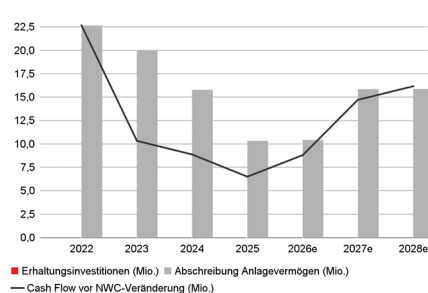
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	10,4	-20,3	12,3	-19,8	-0,6	0,6	2,2
Abschreibung Anlagevermögen	22,6	20,0	15,8	10,3	10,4	15,8	15,9
Amortisation Goodwill	4,4	6,2	1,4	16,6	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,3	-1,1	1,5	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-10,6	6,8	-20,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	25,5	11,7	10,0	7,3	9,9	16,6	18,2
Veränderung Vorräte	-7,0	10,3	2,6	0,5	-4,2	-5,0	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,8	2,3	0,1	0,2	-3,1	-3,8	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,7	-4,7	0,3	0,7	2,6	3,2	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,4	0,0	0,0	3,8	0,0	0,5	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-8,6	8,0	3,0	5,3	-4,7	-5,1	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	17,0	19,6	13,0	12,6	5,2	11,5	18,1
Investitionen in iAV	-1,7	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-6,1	-5,0	-6,0	-2,8	-4,5	-7,8	-7,1
Zugänge aus Akquisitionen	-20,6	-0,6	0,0	0,0	-10,0	-5,0	-5,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,8	1,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	21,1	14,7	33,6	63,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-7,3	8,8	27,9	60,7	-14,8	-13,1	-12,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-11,2	-21,7	-12,3	-19,1	20,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-3,7	-2,0	-2,9	-4,9	-7,2	-2,6	-2,6
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,8	-4,8	-2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-15,0	-24,4	-20,1	-26,2	12,8	-2,6	-2,6
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-5,3	4,0	20,8	47,0	3,2	-4,2	3,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	36,2	39,2	60,3	96,4	103,0	98,8	101,9

Kennzahlen

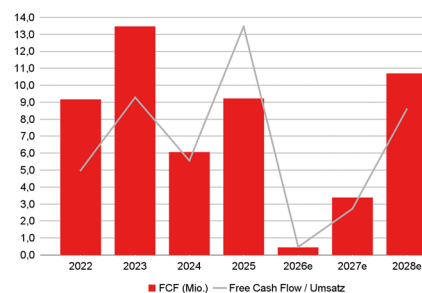
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitalfluss							
FCF	9,2	13,5	6,1	9,2	0,4	3,4	10,7
Free Cash Flow / Umsatz	2,6 %	4,9 %	2,9 %	7,1 %	0,3 %	1,4 %	4,5 %
Free Cash Flow Potential	38,6	13,0	32,8	51,2	11,2	18,2	n.a.
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	75,1 %	-75,7 %	45,6 %	40,6 %	-73,7 %	543,3 %	485,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,8 %	3,6 %	3,5 %	1,4 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,7 %	5,0 %	5,6 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,2 %	1,9 %	3,1 %	2,6 %	2,7 %	3,5 %	3,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	n.a.
CAPEX / Abschreibungen	28,8 %	20,2 %	36,7 %	12,5 %	45,7 %	50,7 %	46,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	15,2 %	17,6 %	15,1 %	13,4 %	8,4 %	8,5 %	9,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	145,3 %	171,2 %	127,1 %	117,4 %	117,5 %	117,8 %	117,8 %
Vorratumschlag	4,0 x	4,9 x	5,5 x	6,4 x	5,6 x	5,3 x	5,3 x
Receivables collection period (Tage)	31	36	28	24	24	24	24
Payables payment period (Tage)	38	41	44	36	41	43	43
Cash conversion cycle (Tage)	83	70	50	45	48	49	49

Investitionen und Cash Flow

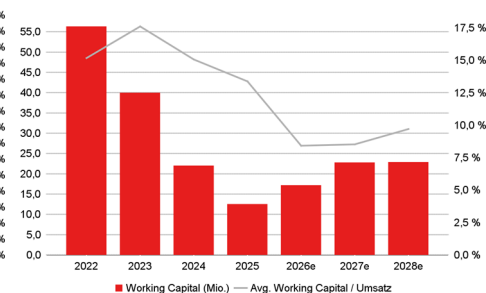
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH erstellt und wird von der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH weitergegeben. Seit dem 01.12.2025 ist die Warburg Research GmbH eine 100%-Tochter der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH (MPCM), die wiederum im alleinigen Eigentum der MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH steht. Dieser Research Report ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der MPCM oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und MPCM und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen MPCM und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. MPCM und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der MPCM und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften MPCM und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von MPCM und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der der MPCM, der Warburg Research GmbH oder mit diesen verbundener Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URheberRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von MPCM und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH oder der MPCM beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von MPCM, MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH oder eines mit diesen verbundenen Unternehmen.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Warburg Research GmbH unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der MPCM, Deutschland. Die Warburg Research GmbH oder MPCM ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Crédit Industriel et Commercial (CIC) und MPCM haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions Inc. die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. (CICI), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Die Warburg Research GmbH oder mit dieser im Sinne des § 271 Abs. 2 HGB verbundene Unternehmen („verbundene Unternehmen“) oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals eines verbundenen Unternehmens.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Blue Cap	5	https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	134	72
Halten	41	22
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	5	3
Gesamt	185	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen durch verbundene Unternehmen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	2	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	2	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [12.05.2026]


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

RESEARCH

Henner Rüscheimer +49 40 309537-270
 hruescheimer@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
 saugustin@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
 ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
 pkaiser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
 aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
 mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz
 Chemicals, Agriculture

Yannik Siering
 Software & IT Services

Sebastian Ubert
 Cap. Goods, Engineering

+49 40 309537-250
 oschwarz@warburg-research.com

+49 40 38022-1240
 y.siering@mp-capitalmarkets.com

+49 40 38022-1252
 s.ubert@mp-capitalmarkets.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Michael Grohmann +49 40 38022-1238
 m.grohmann@mp-capitalmarkets.com

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

Olaf Gabriel +49 40 38022-1239
 o.gabriel@mp-capitalmarkets.com

Leyan Ilkbahar
 Roadshow/Marketing

Antonia Möller
 Roadshow/Marketing

+49 40 38022-1247
 l.ilkbahar@mp-capitalmarkets.com

+49 40 38022-1248
 a.moeller@mp-capitalmarkets.com

SALES TRADING

Bastian Quast +49 40 38022-1242
 b.quast@mp-capitalmarkets.com

Our research can be found under:

MPCM | Warburg Research research.mp-capitalmarkets.com
 Bloomberg ERH MPC
 FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.com
 Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Antonia Möller +49 40 38022-1248
 Sales Assistance a.moeller@mp-capitalmarkets.com