

25. März 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Matador Partners Group AG

Marktabsturz bietet gute Gelegenheiten

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 3,32 CHF | Kursziel: 3,90 CHF (zuvor: 4,05 CHF)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Sarnen (Schweiz)
Branche:	Private Equity
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	Swiss GAAP
ISIN:	CH0042797206
Ticker:	SQL:SW
Kurs (BX Swiss):	3,32 CHF
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	12,45 Mio. CHF
Market Cap:	41,3 Mio. CHF
Enterprise Value:	50,5 Mio. CHF
Free-Float:	43,46 %
Kurs Hoch/Tief (1 M):	3,95 / 1,75 CHF

Seit der Übernahme von Matador Private Equity durch die Matador Partners Group AG im Jahr 2018 liegt der Investmentfokus ausschließlich auf Private Equity (PE) Secondary-Fonds. Diese investieren in PE-Bestandportfolios, die über den Zweitmarkt erworben werden und dadurch bezüglich ihrer Zusammensetzung transparenter sind als neu aufgelegte PE-Fonds. Trotz des damit reduzierten Risikos bieten solche Secondary Fonds historisch betrachtet dennoch hohe Renditen. Im Jahr 2019 konnte Matador das Secondary-Portfolio von 9,1 auf 16,9 Mio. CHF ausbauen. Aus den Fondseingagements resultierten Ausschüttungen in Höhe von 2,3 Mio. CHF und Erträge in Höhe von rund 1,6 Mio. CHF, was nach unseren Berechnungen einer Rendite von ca. 13 Prozent entspricht. Geschmälert wurde der Erfolg der Gesellschaft durch deutliche Währungsverluste wegen der Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber US-Dollar und Euro sowie einen kleinen Verlust aus den gehaltenen börsennotierten Aktiva. In Summe ist deswegen nur ein kleiner Jahresüberschuss von rund 60 Tsd. CHF angefallen. Matador plant trotzdem eine Ausschüttung von 0,16 CHF je Aktie, was einer aktuellen Dividendenrendite von 4,8 Prozent entspricht.

GJ-Ende: 31.12.	2016/17	2017/18*	2019	2020e	2021e	2022e
Bruttoertrag** (Mio. CHF)	0,8	0,5	0,7	0,2	4,5	12,6
EBIT (Mio. CHF)	0,4	0,5	-0,6	0,8	5,1	12,7
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	0,3	2,0	0,1	-0,2	3,9	10,3
EpS (CHF)	1,36	0,18	0,00	-0,02	0,25	0,52
Dividende je Aktie (CHF)	0,10	0,15	0,16	0,00	0,20	0,31
Wachstum Bruttoertrag	95,6%	-34,8%	47,5%	-79,1%	2.828,7%	182,5%
Gewinnwachstum	80,6%	504,2%	-97,0%	-	-	166,0%
KUV	54,41	83,50	56,62	271,19	9,26	3,28
KGV	122,9	20,3	684,8	-	10,7	4,0
KCF	-	-	-	-	13,0	18,7
EV / EBIT	132,8	102,9	-88,6	61,9	9,9	4,0
Dividendenrendite	3,0%	4,5%	4,8%	0,0%	6,0%	9,5%

*einmalig 1,5 Jahre, nur MPG-Abschluss; **aus Finanzanlagen (bis 2016/17: Beratungserlöse)

Secondary-Portfolio deutlich ausgebaut

Die Matador Partners Group hat ihr Private-Equity-Secondary-Portfolio im Geschäftsjahr 2019 deutlich ausgebaut. Insgesamt wurden neue Investitionen in Höhe von 5,4 Mio. CHF getätigt, die sich auf drei neue Anlagevehikel (Wellington Ventures IV Life Sciences, AXA Secondary VIII und ASF Peace Co-Invest) verteilten. Zusammen mit den Cash-Calls aus bestehenden Positionen belief sich das gesamte Investitionsvolumen im Kernbereich auf 9 Mio. CHF. Dem standen Ausschüttungen aus den Fonds in Höhe von 2,3 Mio. CHF gegenüber. In Summe ist daraus unter zusätzlicher Berücksichtigung von Wertsteigerungen, Abschreibungen und Wechselkursänderungen ein Anstieg des Portfoliobuchwerts von 9,1 auf 16,9 Mio. CHF hervorgegangen.

Hohe Rendite

Der Saldo aus positiven und negativen Wertanpassungen bei den Fonds hat sich gegenüber dem vorherigen (wegen der Fusion einmalig anderthalbjährigen) Geschäftsjahr von 0,86 auf 1,62 Mio. CHF fast verdoppelt, wobei in 2019 auch ein Einmaleffekt in Höhe von 200 Tsd. CHF einen positiven Effekt ausgeübt hat, der aus dem Kauf von Fondsanteilen mit Discount zum fairen Wert resultierte. Derartige Sondererträge aus günstigen Erwerben zählen indes zum Kerngeschäft von Matador. Setzt man die Wertsteigerung im Gesamtjahr in Relation zu der Summe aus dem Portfoliobuchwert zu Jahresbeginn (9,1 Mio. CHF) und der pauschal über den Jahresverlauf gemittelten Nettoinvestitionssumme (3,2 Mio. CHF), so errechnet sich eine hohe Rendite von 13,2 Prozent.

Kern-Erfolgskennzahl deutlich verbessert

Geschmälert wurde dieser Erfolg allerdings durch saldierte buchhalterische Währungsverluste aus Fondspositionen sowie Forderungen und Darlehen in Höhe von -1,3 Mio. CHF (Vorjahr: -0,92 Mio. CHF), die aus der Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar resultierten. Zudem musste das Unternehmen einen Verlust aus Wertschriften (börsennotierte Anleihen und Aktien) von -0,22 Mio. CHF hinnehmen, nachdem noch im Vorjahr ein Gewinn von 0,51 Mio. CHF angefallen war.

Zusammen mit dem Zinsüberschuss in Höhe von 0,64 Mio. CHF (Vorperiode: 0,18 Mio. CHF) hat Matador einen Bruttoüberschuss aus den Kernaktivitäten in Höhe von 0,73 Mio. CHF (Vorjahr: 0,64 Mio. CHF) erwirtschaftet. Bereinigt um die Währungsverluste lag der Bruttoüberschuss hingegen bei 2,0 Mio. CHF, rund 31 Prozent höher als in der vorherigen Finanzperiode, die fusionsbedingt sechs Monate länger war.

Geschäftszahlen	2017/18	2019
Erfolg Fonds	0,86	1,62
Erfolg Wertschriften	0,51	-0,22
Währungserfolg	-0,92	-1,31
Finanzergebnis	0,18	0,64
Nettoerfolg Total	1,59	0,58
EBTDA	0,68	0,08
Periodenergebnis	2,02	0,06

In Mio. CHF; Periode 2017/18 umfasste 18 Monate, Zahlen daher nur eingeschränkt vergleichbar; Quelle: Unternehmen

Ergebnis verfehlt Prognose

Der in der GuV ausgewiesene Nettoerfolg, in dem zusätzlich noch der Aufwand für Dritteleistungen (2019: -0,15 Mio. CHF, Vorperiode: -0,75 Mio. CHF) berücksichtigt ist, hat sich hingegen von 1,59 auf 0,58 Mio. CHF reduziert. Allerdings enthält der Vorjahreswert noch Dienstleistungs- und Beteiligungserträge in Höhe von 1,69 Mio. Euro, die 2019 (zum Teil fusionsbedingt) so nicht angefallen sind. Zur Ermittlung des EBTDA wird von dem Nettoerfolg noch der Personalaufwand und der sonstige betriebliche Aufwand abgezogen. Während der sonstige betriebliche Aufwand von 0,75 auf 0,5 Mio. CHF zurückgegangen ist, sind Personalkosten im Geschäftsjahr 2019 sogar überhaupt nicht mehr angefallen (Vorperiode: 0,15 Mio. CHF), da die operative Geschäftsleitung seit dem letzten Geschäftsjahr unentgeltlich arbeitet. Daraus resultieren für 2019 ein Gewinn vor Steuern und Abschreibungen von 78,6 Tsd. CHF (Vorperiode: 0,68 Mio. CHF) sowie ein Nettoüberschuss von 60,4 Tsd. CHF. Im Vorjahr war dieser mit 2,03 Mio. CHF noch um ein Vielfaches höher

ausgefallen, was aber auch zu einem großen Teil auf Sondererträge in Höhe von 1,45 Mio. CHF (u.a. Bargain Purchase aus der Fusion in Höhe von 0,96 Mio. CHF) zurückzuführen war. Bereinigt um die Währungsverluste betrug der Gewinn im letzten Geschäftsjahr 1,37 Mio. CHF. Damit wurde der Zielwert von mindestens 2,5 Mio. CHF verfehlt, was vor allem auf eine Abschreibung auf den Bilanzwert einer börsennotierten Beteiligung zurückzuführen war.

Ausschüttung steigt

Trotzdem hat der Verwaltungsrat eine Anhebung der Ausschüttung auf 0,16 CHF je Aktie vorgeschlagen, nachdem für die vorherige, anderthalbjährige Finanzperiode 0,15 CHF ausgekehrt worden waren. Die vorgeschlagene Dividende soll aus den bilanziellen Gewinnreserven in Höhe von knapp 2,3 Mio. CHF (inkl. Periodenergebnis) bestritten werden und würde aktuell einer Dividendenrendite von 4,8 Prozent entsprechen.

Weiterer Ausbau des Kernportfolios

Bezüglich der weiteren Entwicklung zeigt sich die Gesellschaft trotz der aktuellen Kapitalmarkturbulenzen zuversichtlich. CEO Dr. Florian Dillinger verweist darauf, dass die Anlageklasse der Private-Equity-Secondaries sogar während der Finanzkrise in jedem

Vintage-Jahr (= Jahr der Auflage) positive Renditen erzielt hat. Außerdem wurde bei der Portfoliokonzeption von Matador Wert auf Diversifikation und Risikominimierung gelegt, das Unternehmen ist daher u.a. in den Bereichen Infrastruktur und Life Science stärker engagiert. Zugleich bieten starke Marktrückschläge und der damit einhergehende Liquiditätsbedarf von einigen Investoren auch immer neue Kaufgelegenheiten. Aber auch in den aktuellen Bestand wird das Unternehmen noch hohe Investitionen tätigen, die aus dem Abruf („Cash-Calls“) der mit der Übernahme der Fondsanteile eingegangenen Verpflichtungen („Commitments“) resultieren. Diese beliefen sich zum Bilanzstichtag brutto umgerechnet auf 19,5 Mio. Euro. Abzüglich der zu erwartenden Nettozuflüsse dürfte sich das tatsächlich anstehende Investitionsvolumen nach Einschätzung des Managements auf maximal 11 Mio. Euro belaufen (siehe unten abgebildete Tabelle).

Umfangreiche Reserven in der Bilanz

Die Finanzierung dieser Investitionen könnte prinzipiell vollständig aus den eigenen Reserven erfolgen. Obwohl bereits im größeren Umfang umgeschichtet wurde, hatte Matador zum Bilanzstichtag noch Kapital in Höhe von 34,7 Mio. CHF in Engagements außerhalb des Kernbereichs gebunden. Dazu zählten liquide Investments wie börsennotierte Anleihen (REA

Fonds	Commitments per 31.12. (Mio. Euro)*	Geschätzte prozentuale Inanspruchnahme (in Prozent)	Voraussichtliche Nettoinvestition (in Mio. Euro)
AXA Early Secondary V Fund	0,2	5%	0,1
AXA Secondary VI Fund	0,4	5%	0,1
Capital Dyn. Global Sec. IV Fund	0,5	10%	0,2
Finatem IV Fund	0,1	10%	0,1
eQ SF II Fund	2,1	15%	0,8
RCP DIRECT III Fund	1,9	60%	1,6
RCP SOF III Fund	4,7	60%	3,3
Wellington Partners Ventures IV Fund	0,1	8%	0,1
AXA Secondary VIII Fund	4,2	65%	3,0
ASF PEACE Fund	5,3	20%	1,8
Summe	19,5		11,0

* USD-Commitments in Euro umgerechnet, Quelle: Unternehmen

Anleihe, rd. 7 Mio. CHF), Aktien (Berkshire Hathaway, rd. 0,3 Mio. CHF) und ein Immobilienfonds (11,1 Mio. CHF). Darüber hinaus hat das Unternehmen attraktiv verzinsten Brückenfinanzierungen (ca. 7,8 Mio. CHF) für Projekte in den Bereichen Immobilien sowie Öl- und Gasinfrastruktur gewährt. Und schließlich bestanden noch umfangreiche Forderungen (rd. 8,5 Mio. CHF) aus Geschäftsvorfällen in der Vergangenheit, wovon der größte Einzelposten auf Forderungen in Höhe von 6,8 Mio. CHF gegen die Elf Partners GmbH, eine Gesellschaft von Verwaltungsratspräsident Dr. Dillinger, entfiel.

Etwas langsames Tempo

Insgesamt war der Kapitaltransfer aus Positionen, die seit dem Zusammenschluss der Matador Partner Group mit Matador Private Equity nicht mehr zur Strategie passen, in PE-Secondaries im letzten Geschäftsjahr langsamer, als von uns erwartet. CEO Dr. Dillinger hatte schon nach den Halbjahreszahlen darauf verwiesen, dass es das Unternehmen aus Risikoverwägungen zur Diversifikation vermeiden will, dass Investitionen eines Kalenderjahres ein zu großes Gewicht im Portfolio einnehmen. Wir hatten daher mit dem letzten Update unsere Schätzung für das Portfoliovolumen im Secondary-Bereich (inkl. des REA-Immobilienfonds) zum Jahresende 2019 von 40 auf 30 Mio. CHF reduziert, die Gesellschaft hat nun einen Wert von rund 28 Mio. CHF vermeldet.

Neue Chancen

Die aktuelle Entwicklung gibt dem Management recht, denn die Marktturbulenzen dürften für attraktive neue Chancen im Secondary-Segment sorgen. Viele institutionelle Investoren waren nämlich im Vorfeld der Krise im Bereich Private Equity stark investiert, die entsprechenden Portfolioquoten lagen in vielen Fällen an den satzungsmäßig zulässigen Höchstmarken. Durch den Einbruch anderer Segmente ist das relative Gewicht der vergleichsweise stabilen Private-Equity-Investments aber nun oftmals über die erlaubte Schwelle gestiegen, weswegen zwangsläufig Positionen verkauft werden müssen. Da dieses Problem viele sektorspezifische Investoren betrifft, fällt ein großer Teil der üblichen Abnehmer aus, was zu höheren Discounts führen könnte.

Weitere Umschichtung

Matador plant, diese günstigen Rahmenbedingungen durch neue Investments zu nutzen, mit denen aufgrund niedriger Einstiegskurse ein hohes Potenzial für die nächsten Jahre geschaffen werden könnte. Zugleich werden die Cash-Calls aus dem aktuellen Portfolio zu weiteren substanziellen Investments in den Bestand führen. Nach Angaben des Managements haben die Fonds zuletzt bereits verstärkt Mittel abgerufen, um die günstigen Bewertungen zu nutzen. Im Rahmen dessen hat Matador im Laufe dieses Jahres bereits im substanziellen Maße Altpositionen außerhalb des Kernbereichs abgebaut und reinvestiert. Dieser Prozess soll sich in den nächsten Monaten fortsetzen. Zwar ist das Investitions- und Cash-Management unter den aktuellen Marktbedingungen anspruchsvoller geworden – etwa der Teilverkauf der gehaltenen Anleihe – aber CEO Dr. Dillinger berichtet auf Nachfrage von unverändert guten Möglichkeiten, den Umschichtungsprozess sukzessive fortzusetzen.

Aktualisierung der Kernparameter

Wir haben in unserem Modell den Ausbau des PE-Secondary-Portfolios trotzdem noch etwas konservativer formuliert und die Erreichung eines Volumens von 100 Mio. CHF von 2023 auf 2024 verschoben. Im Hinblick auf die Profitabilität ist das Jahr 2019 für uns enttäuschend verlaufen, wir hatten einen deutlich höheren Überschuss von 1,9 Mio. CHF erwartet. Die Rentabilität des Kernportfolios war mit rund 13 Prozent (nach unseren Berechnungen) aber erfreulich, diesbezüglich bleiben wir daher bei unserem Schätzwert von konstant 12 Prozent. Da das künftig der Haupttreiber für die Überschüsse von Matador sein wird, ist die Reduktion unserer Gewinnerwartungen überschaubar ausgefallen und besteht im Wesentlichen aus einem wegen der Marktentwicklung deutlich vorsichtiger kalkulierten Bewertungsergebnis in 2020 (1,2 Mio. CHF vor allem durch günstige Neuinvestments, bislang 4,4 Mio. CHF), das zu einem kleinen Nettoverlust führt. Darüber hinaus haben wir wegen der reduzierten Annahmen bezüglich des Ausbautempos des Secondary-Portfolios den Gewinnpfad ab 2021 etwas abgesenkt. Unverändert unterstellen wir aber, dass das Unternehmen in diesem und nächstem

Mio. CHF	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Bruttoausschüttungen	2,9	8,5	15,7	24,9	38,2	38,7	47,3	36,5
Cash Calls	-7,5	-3,0	-3,8	-6,3	-6,3	-5,0	-5,0	-3,8
Bestands-Cashflow	-4,6	5,5	11,9	18,7	31,9	33,7	42,3	32,7
Ertragssaldo Bestand	0,8	5,1	12,7	17,8	22,6	20,4	14,2	12,7
Steuersatz	8,0%	8,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,4	2,0	2,8	3,6	3,3	2,3	2,0
Bestands-CF+Ertragssaldo	-3,8	10,2	22,6	33,6	51,0	50,8	54,3	43,4
+ Abschreibungen & Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- cash-neutrale Wertsteigerungen	-1,2	-5,3	-13,1	-18,2	-23,1	-20,9	-14,8	-13,3
Operativer Brutto Cashflow	-5,0	4,8	9,5	15,4	27,9	29,9	39,5	30,1
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	-3,5	-15,0	-25,0	-25,0	-20,0	-20,0	-15,0	-9,5
Free Cashflow	-8,5	-10,1	-15,5	-9,6	7,9	10,0	24,5	20,7

SMC Schätzmodell

Jahr eine größere Kapitalerhöhung für den Portfolioausbau durchführt, und rechnen daher weiterhin mit einer voll verwässerten Aktienzahl von 19,6 Mio. Stück. Die auf dieser Seite abgebildete Tabelle zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Zahlen im Detailprognosezeitraum bis 2026, Übersichten zur Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung in diesem Zeitraum finden sich im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem aktualisierten WACC-Satz von 8,6 Prozent (zuvor: 8,5 Prozent), der sich aus Eigenkapitalkosten von 10,8 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,5, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und einem Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent errechnet. Die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Zu dessen Berechnung gehen wir von einem konstanten Private-Equity-Portfolio von 100 Mio. CHF aus (inflationiert mit 1 Prozent p.a.). Ein Teil der daraus resultierenden Ausschüttungen wird so reinvestiert, dass das Volumen nach dem Ende des Detailprognosezeitraums

stabil bleibt. Gemäß der Renditeannahmen sollte danach ein Zahlungsmittelüberschuss in Höhe von 12 Mio. CHF oder 12 Prozent p.a. verbleiben (ebenfalls inflationiert mit 1 Prozent p.a. in Form einer „ewigen“ Ertragsteigerung in selber Höhe), der an die Anleger ausgekehrt werden kann.

Kursziel: 3,90 CHF je Aktie

Aus dem aktualisierten Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 76,9 Mio. CHF. Umgerechnet auf die voll verwässerte Stückzahl entspricht das 3,92 CHF je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 3,90 CHF (alt: 4,05 CHF) ableiten. Damit bietet der Titel aktuell ein Aufwärtspotenzial von rund 18 Prozent. Wir bewerten die Aktie weiter in Schweizer Franken, da aufgrund des andauernden Streits zwischen der Schweiz und der EU um ein Partnerschaftsabkommen nach wie vor kein Handel von schweizerischen Aktien an offiziellen Handelsplätzen der EU erlaubt ist und derzeit daher von Anlegern nur die Heimatbörse BX Swiss sowie der OTC-Handel von Lang & Schwarz genutzt werden können. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, das wir weiter auf fünf

von sechs möglichen Punkten beziffern, da der Großteil des Portfolioaufbaus erst noch stattfinden muss.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,6 und 9,6 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,93 und 5,58 CHF je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
7,6%	5,58	5,16	4,82	4,51	4,25
8,1%	4,96	4,62	4,33	4,08	3,86
8,6%	4,44	4,16	3,92	3,70	3,51
9,1%	3,99	3,76	3,55	3,37	3,21
9,6%	3,60	3,41	3,23	3,07	2,93

Fazit

Die von Matador für 2019 vorgelegten Jahreszahlen sind gemischt ausgefallen. Während im Kerngeschäft Private-Equity-Secondaries nach unseren Berechnungen eine Rendite von etwa 13 Prozent erwirtschaftet und damit ein Wert im Zielkorridor der Gesellschaft und leicht über unseren Schätzungen erreicht werden konnte, ist der um Währungsverluste bereinigte Überschuss mit rund 1,4 Mio. CHF klar unter dem Zielwert von 2,5 Mio. CHF geblieben. Verursacht wurde dies vor allem durch die Ergebnisse der Investments außerhalb des Kernbereichs, die noch aus der breiteren Aufstellung des Unternehmens in den Vorjahren bestehen.

Auch die Umschichtung von sonstigen Aktiva in den Secondary-Bereich ist etwas langsamer vorangeschritten, als von uns unterstellt. Im ersten Quartal hat es diesbezüglich aber nach Auskunft des Managements weitere Fortschritte geben. Zwar bleibt abzuwarten, in welchem Tempo sich der Prozess im aktuell turbulenten Kapitalmarktumfeld fortsetzt, aber CEO Dr. Dillinger sieht dafür nach wie vor gute Chancen.

Auch bezüglich der Entwicklung des Secondary-Portfolios insgesamt bleibt Dr. Dillinger optimistisch, zum einen, weil Secondaries sogar in der Finanzkrise

positive Renditen erwirtschaftet haben, und zum anderen, weil bei der Portfoliokonzeption Wert auf Diversifikation und Risikominimierung gelegt wurde. Zudem bieten starke Korrekturen am Kapitalmarkt in der Regel neue Einstiegschancen, die aktiv genutzt werden sollen.

Dennoch haben wir im Rahmen der Aktualisierung unseres Modells die Wachstums- und Gewinnannahmen etwas konservativer ausgestaltet. Unter der zentralen Prämisse, dass die anvisierte Umschichtung von Mitteln aus Assets außerhalb des Kernbereichs auch im aktuellen Umfeld ohne größere Abschlüsse gelingt und damit das PE-Secondary-Portfolio weiter ausgebaut werden kann, haben wir einen neuen fairen Wert von 3,90 CHF je Aktie (zuvor 4,05 CHF) ermittelt. Wir sehen damit ein Aufwärtspotenzial von 18 Prozent. Da der faire Wert zu einem substantiellen Teil auf der erfolgreichen Monetarisierung von Assets außerhalb des Kernbereichs, dem noch bevorstehenden deutlichen Ausbau des Secondary-Portfolios und auf Annahmen bezüglich der in einigen Jahren im Secondary-Markt erzielbaren Renditen beruht, ist das Schätzrisiko überdurchschnittlich hoch. Auf dieser Basis bestätigen wir das Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. CHF	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	31,4	34,8	42,6	55,7	53,9	49,5	65,0	57,8	42,6
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. UV Summe	20,8	24,4	35,1	43,5	67,6	81,8	74,6	84,6	103,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	34,8	44,5	63,9	71,7	79,8	90,9	98,4	99,7	100,2
II. Rückstellungen	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	10,9	10,4	10,6	20,1	30,1	29,1	29,6	30,6	32,6
2. Kurzfristiges FK	6,4	6,0	5,0	9,1	13,4	13,0	13,2	13,7	14,6
BILANZSUMME	52,5	61,4	80,0	101,5	123,8	133,6	141,8	144,6	148,1

GUV-Prognose

Mio. CHF	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Bruttoertrag Finanz.	0,7	0,2	4,5	12,6	17,4	22,2	20,3	14,0	12,6
EBITDA	-0,6	0,8	5,1	12,7	17,8	22,6	20,4	14,2	12,7
EBIT	-0,6	0,8	5,1	12,7	17,8	22,6	20,4	14,2	12,7
EBT	0,1	-0,2	4,2	12,2	16,9	21,7	19,7	13,5	12,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,1	-0,2	3,9	10,3	14,2	18,3	16,6	11,3	10,1
JÜ	0,1	-0,2	3,9	10,3	14,2	18,3	16,6	11,3	10,1
EPS (CHF)	0,00	-0,02	0,25	0,52	0,72	0,93	0,84	0,58	0,52

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Bruttoausschüttungen	2,3	2,9	8,5	15,7	24,9	38,2	38,7	47,3	36,5
Cash Calls	-9,0	-7,5	-3,0	-3,8	-6,3	-6,3	-5,0	-5,0	-3,8
CF operativ	-3,1	-7,0	3,2	2,2	7,1	12,9	27,0	29,5	38,5
CF aus Investition	-2,1	-3,5	-15,0	-25,0	-25,0	-20,0	-20,0	-15,0	-9,5
CF Finanzierung	5,3	17,1	27,5	31,2	42,0	21,2	-14,3	-4,5	-10,4
Liquidität Jahresanfa.	0,3	0,4	7,0	22,7	31,1	55,3	69,4	62,2	72,2
Liquidität Jahresende	0,4	7,0	22,7	31,1	55,3	69,4	62,2	72,2	90,8

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Wachstum Bruttoertrag	47,5%	-79,1%	2828,7%	182,5%	37,7%	27,8%	-8,6%	-30,8%	-10,0%
EBITDA-Marge	-77,4%	535,9%	113,8%	101,0%	102,4%	101,9%	100,4%	101,3%	100,7%
EBIT-Marge	-78,1%	535,9%	113,8%	101,0%	102,4%	101,9%	100,4%	101,3%	100,7%
EBT-Marge	10,0%	-162,4%	94,2%	97,1%	97,5%	97,8%	97,3%	95,9%	95,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,3%	-149,4%	86,6%	81,6%	81,9%	82,2%	81,8%	80,5%	80,1%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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 25.03.2020 um 9:05 Uhr fertiggestellt und am 25.03.2020 um 9:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
01.10.2019	Speculative Buy	4,05 CHF	1), 3)
21.03.2019	Speculative Buy	3,85 Euro	1), 3), 4)
19.11.2018	Speculative Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)

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

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

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.