

24. März 2022
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Matador Partners Group AG

Starkes Jahr und optimistischer Ausblick

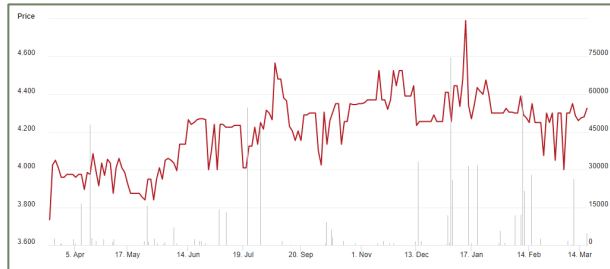
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,30 CHF | Kursziel: 5,10 CHF (zuvor: 5,00 CHF)

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):	4,30 CHF
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	14,84 Mio. CHF
Market Cap:	63,8 Mio. CHF
Enterprise Value:	81,8 Mio. CHF
Free-Float:	33,9 %
Kurs Hoch/Tief (1 M):	4,58 / 3,65 CHF
Ø Umsatz (3 M BX):	39,1 Tsd. CHF

Der Investmentfokus der Matador Partners Group liegt auf Secondary Private Equity. Matador investiert dabei in PE-Bestandspartfolios, 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 und sind vor allem sehr krisenresistent. Das hat sich in den Pandemie Jahren 2020 und 2021 erneut und nachdrücklich bestätigt. Nachdem Matador bereits 2020 einen um Währungseffekte bereinigten Ertrag aus den Fondsenagements von rund 2,9 Mio. CHF erzielen konnte, hat sich die Gewinndynamik in der abgelaufenen Periode mit einer Ertragsvervielfachung auf 10,7 Mio. CHF weiter beschleunigt. Infolgedessen konnte die Gesellschaft ihre im November auf 5 bis 6 Mio. CHF angehobene Gewinnprognose mit einem Überschuss von 7,3 Mio. CHF noch deutlich übertreffen. Trotz der aktuell schwierigeren Rahmenbedingungen sieht der Verwaltungsrat auch für 2022 gute Ertragsperspektiven, zumal einigen Fonds bereits im Januar und Februar attraktive Exits gelungen sind.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bruttoertrag* (Mio. CHF)	0,7	2,3	9,9	7,1	8,5	10,7
EBIT (Mio. CHF)	-0,6	1,0	8,2	6,4	7,8	9,9
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	0,1	1,1	7,3	5,1	6,3	7,5
EpS (CHF)**	0,00	0,09	0,49	0,28	0,34	0,41
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag		222,8%	336,4%	-28,2%	19,8%	25,7%
Gewinnwachstum		1.717,8%	562,2%	-29,9%	23,0%	19,2%
KUV	91,16	28,24	6,47	9,01	7,53	5,99
KGV	1.057,1	58,2	8,8	12,5	10,2	8,5
KCF	-	-	35,7	-	17,2	6,9
EV / EBIT	-	80,8	10,0	12,8	10,5	8,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*aus Finanzanlagen, **ab 2022 hypothetisch voll verwässert (Aktienkapital 18,4 Mio. CHF)

Starker Ertragsanstieg

Der PE-Secondary-Markt hat sich in der Corona-Krise erneut als sehr robust erwiesen, im letzten Jahr war dank der positiven Wirtschafts- und Kapitalmarktentwicklung sogar eine deutliche Beschleunigung der Ertragsdynamik zu beobachten. Mit seinem breit gestreuten Secondary-Portfolio hat die Matador Partners Group davon stark profitiert. Von den 19 Fonds, die sich schon Anfang 2021 mit einem Buchwert von 21,4 Mio. CHF im Bestand befunden hatten, konnten 17 einen Wertzuwachs erzielen; lediglich in zwei Fällen gab es – insgesamt moderate – Abschlüge. Per Saldo wurde ein Wertzuwachs von 10,2 Mio. CHF verbucht. Zusammen mit den Erträgen aus dem Verkauf von PE-Anlagen in Höhe von knapp 0,5 Mio. CHF wurde somit ein Erfolg aus den Fondsengagements (vor Währungseffekten) von 10,7 Mio. CHF erwirtschaftet, womit der Vorjahreswert (2,9 Mio. CHF) mehr als verdreifacht wurde.

Geschäftszahlen	2020	2021	Änderung
Erfolg Fonds	2,9	10,7	+272,8%
Erfolg Beteiligungen	0,0	0,1	+150,5%
Erfolg Wertschriften	0,5	0,2	-70,3%
Währungserfolg	-1,4	-0,6	-
Finanzergebnis	0,3	-0,2	-
Aufwand Dritteleistung.	0,0	-0,3	-
Nettoerfolg Total	2,3	9,9	+336,4%
EBTDA	1,3	8,0	+523,7%
Periodenergebnis	1,1	7,3	+562,1%

In Mio. CHF; Quelle: Unternehmen

Nettoerfolg steigt um 336 Prozent

Weitere kleine Beiträge kamen aus Beteiligungen (0,1 Mio. CHF) und Wertschriften (0,15 Mio. CHF aus einer börsennotierten Anleihe). Demgegenüber waren die Währungseffekte, die aus der Änderung des Wechselkurses des Schweizer Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar (den Währungen der Fondspositionen) resultieren, auch 2021 negativ, wenn auch in einem deutlich geringeren Umfang als im Vorjahr (-0,6 Mio. CHF nach -1,4 Mio. CHF). Zusammen mit einem leicht negativen Saldo aus

Zinserträgen, Zinsaufwendungen sowie Transaktionskosten und nach Abzug des Aufwands für Dritteleistungen (0,3 Mio. CHF) errechnet sich ein Nettoerfolg aus Finanzgeschäften von 9,9 Mio. CHF, 336 Prozent mehr als im Vorjahr.

Aufwand steigt unterproportional

Der betriebliche Aufwand hat sich auch deutlich erhöht, von 1,0 auf 1,8 Mio. CHF, was vor allem auf die von 0,5 auf 1,5 Mio. CHF deutlich erhöhte Lizenzgebühr zurückzuführen ist, die an die ELF Partners Group AG, den Inhaber der Matador-Markenrechte, zu entrichten war. Die Lizenzgebühr beinhaltet eine Performance-Fee, die maßgeblich für den Anstieg verantwortlich war. Da die Steigerung des betrieblichen Aufwands insgesamt deutlich unter dem Zuwachs des Nettoerfolgs geblieben ist, erhöhte sich das betriebliche Ergebnis vor Abschreibungen, Wertberichtigungen und Steuern sogar um mehr als 500 Prozent auf 8,0 Mio. CHF. Bei minimalen Abschreibungen und periodenfremden Erträgen resultierte daraus nach Abzug des Steueraufwands in Höhe von rd. 0,8 Mio. CHF (Vorjahr: 0,1 Mio. CHF) ein Jahresergebnis von 7,3 Mio. CHF, was ebenfalls eine Vervielfachung des Vorjahreswerts (1,1 Mio. CHF) bedeutet. Das Management will pro Jahr eine Rendite von 8 bis 12 Prozent auf das Eigenkapital erzielen, was für 2021 einer Gewinnspanne von rd. 3 bis 4,4 Mio. CHF entsprochen hätte. Diese Zielsetzung wurde nach einer guten Entwicklung in den ersten neun Monaten im November auf 5 bis 6 Mio. CHF angehoben und nun noch einmal deutlich übertroffen, ebenso wie unsere Schätzung (5,3 Mio. CHF).

Starker Ausbau des Kernportfolios

Das Unternehmen hat im abgelaufenen Geschäftsjahr hohe Investitionen in den Ausbau des Kernportfolios getätigt. Über Capital Calls (der Abruf zugesagter Mittel) wurden insgesamt 27,1 Mio. CHF in Fonds investiert, zugleich hat Matador aber auch Ausschüttungen in Höhe von 6,5 Mio. CHF erhalten. Die Investitionen sind zum größten Teil in den Bestand geflossen; zum Jahresende befanden sich aber auch vier neue Investmentvehikel im Portfolio, so dass die Ge-

sellschaft am Stichtag Anteile an 23 PE-Secondary Fonds mit einem Buchwert von 52,4 Mio. CHF gehalten hat.

Fokussierung schreitet voran

Engagements außerhalb des Kernbereichs, die aus dem in früheren Jahren noch breiteren Investmentansatz resultieren, wurden indes weiter zurückgeführt. Insbesondere wurden nach deren Börsengang die Anteile an der WR Wohnraum AG veräußert, die im Vorjahr noch mit 8,2 Mio. CHF in der Bilanz gestanden hatten, so dass sich der ausgewiesene Beteiligungsbesitz von 13,9 auf 5,3 Mio. CHF reduziert hat. Außerdem wurden weitere Anteile an einer börsennotierten Anleihe (REA) veräußert, womit ihr Buchwert von 6,7 auf 3,6 Mio. CHF zurückgegangen ist. Daneben weist Matador als weitere wesentliche Aktivpositionen außerhalb des Kernbereichs PE-Secondary-Fonds per Ende 2021 noch Forderungen aus Finanzgeschäften, der Kreditvergabe oder anderen Transaktionen in Höhe von kumuliert 10,2 Mio. CHF (Vorjahr: 8,0 Mio. CHF) aus. Per Saldo ist die Fokussie-

rung der Gesellschaft damit deutlich vorangeschritten, vor allem hat sich der Anteil der Fondsenagements an der Bilanzsumme massiv, von 47,4 auf 71,1 Prozent erhöht.

Zwei Finanzierungsmaßnahmen

Der Abbau von Aktiva außerhalb des Kernbereichs hat damit die Fondsinvestitionen teilweise refinanziert. Zusätzlich hat das Unternehmen aber auch zwei wichtige Finanzierungsmaßnahmen umgesetzt. Einerseits wurde eine Anleihe mit einem Volumen von 20 Mio. Euro und einer unbeschränkten Laufzeit bei einem Investor platziert, aus deren Mittelzufluss auch die bestehenden Bankdarlehen abgelöst wurden. Darüber hinaus hat die Gesellschaft im Jahr 2021 zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt und rund 2,0 Mio. Aktien zu Kursen von 3,85 und 3,90 CHF platziert. Da zugleich im großen Maßstab eigene Aktien von Investoren zurückerworben wurden, weist der Finanzierungs-Cashflow allerdings per Saldo einen Mittelabfluss aus Kapitalerhöhungen und dem Erwerb eigener Aktien in Höhe von rd. -3,0 Mio. CHF aus. Ma-

Fonds	Initiales Commitments (Mio. Euro)*	Rest-Commitment 12/21 (Mio. Euro)*	Voraussichtliche Inanspruchnahme (in %)**	Voraussichtliches Investment (Mio. Euro)*
ASF PEACE Co-Invest	9,1	3,9	10%	0,9
AXA Early Secondary V	0,9	0,1	5%	0,0
AXA Secondary VI	2,7	0,3	5%	0,1
AXA Secondary VIII	4,6	2,3	25%	1,1
Capital Dynamics Global Secondary V	7,5	2,8	10%	0,8
eQ Secondary III	5,0	2,0	20%	1,0
Finatem IV	1,0	0,0	2%	0,0
Greenspring GVCS V Fund	9,1	6,5	45%	4,1
KVC Secondaries Fund II	6,8	4,2	30%	2,0
RCP direct III	4,1	0,8	15%	0,6
RCP SOF III	6,8	2,1	10%	1,0
RCP Fund XIII	1,4	0,6	30%	0,4
RCP SOF III Overage	9,1	2,9	20%	1,8
RCP Direct IV EU SCSp	4,6	4,0	75%	3,4
RCP SOF IV EU SCSp	9,1	9,0	70%	6,4
Summe	81,8	41,8		23,8

* USD in Euro (mit Kurs 0,91 Euro) umgerechnet; ** in Prozent des initialen Commitments; Quelle: Unternehmen

tador hat sich schon in der Vergangenheit bei Umplatzierungen von Aktienbeständen immer mal wieder in dieser Form zwischengeschaltet und die erworbenen Bestände im Anschluss weiterplatziert. Das ist nach Auskunft des Managements mit den in 2021 erworbenen Beständen in den ersten Monaten des laufenden Jahres auch wieder passiert.

Investitionsprozess wird fortgesetzt

Der Investitionsprozess wird sich in 2022 weiter fortsetzen, zumal das Management gerade in turbulenten Marktphasen attraktive Einstiegschancen sieht, da bei einigen Investoren dann üblicherweise Liquiditätsbedarf besteht und Positionen mit Bewertungsabschlag verkauft werden. Aber auch aus dem Bestand heraus stehen noch Folgeinvestitionen in erheblichem Ausmaß an. Brutto hat Matador den Fonds Mittelzusagen in Höhe von 41,8 Mio. Euro gegeben (US-Dollar-Positionen in Euro umrechnet). Da es zugleich aber schon zu hohen Ausschüttungen kommt, werden sich die Nettoinvestitionen nach der konservativen, im Geschäftsbericht veröffentlichten Schätzung auf 23,8 Mio. Euro belaufen (siehe Tabelle auf der vorherigen Seite). Die Finanzierung der Investitionen kann teilweise mit dem weiteren Abbau von Restpositionen

außerhalb des Kernbereichs erfolgen, außerdem sind weitere Kapitalerhöhungen zur Stützung des Wachstumsprozesses angedacht.

Optimistischer Ausblick

Insgesamt fällt der Ausblick des Managements trotz der aktuell turbulenteren Märkte durchaus optimistisch aus. Einerseits haben die Private-Equity-Secondary-Fonds ihre Robustheit in Krisen bereits hinlänglich unter Beweis gestellt, andererseits ist der Jahresstart schon sehr erfolgreich verlaufen. Matador spricht davon, dass den Fonds im Januar und Februar bereits mehrere erfolgreiche Exits gelungen sind. Auf dieser Basis will die Gesellschaft dieses Jahr einen Gewinn von 3,8 bis 5,7 Mio. CHF (entspricht einer Rendite von 8 bis 12 Prozent auf das Eigenkapital per 31.12.21) erzielen.

Engagements sehr renditestark

Mit den Zahlen für 2021 ist es Matador erneut gelungen, die von uns unterstellte Durchschnittsrendite für Private-Equity-Secondary-Fonds in Höhe von 12 Prozent deutlich zu übertreffen. Schon im ersten Pandemiejahr lag diese bei 13,9 Prozent. Setzt man den nun erzielten Erfolg des letzten Jahres in Relation zum

Mio. CHF	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Bruttoausschüttungen	8,1	14,0	22,3	29,3	33,9	38,1	32,0	29,2
Cash Calls	-6,4	-7,2	-8,8	-9,6	-9,2	-8,8	-8,4	-7,2
Bestands-Cashflow	1,7	6,8	13,5	19,7	24,7	29,3	23,6	22,0
Ertragssaldo Bestand	6,4	7,8	9,9	11,0	12,2	12,7	11,4	10,5
Steuersatz	8,0%	8,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,5	0,6	1,6	1,8	1,9	2,0	1,8	1,7
Bestands-CF+Ertragssaldo	7,5	14,0	21,8	29,0	34,9	40,0	33,2	30,8
+ 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	-8,0	-9,4	-11,7	-12,8	-14,0	-14,7	-13,4	-12,5
Operativer Brutto Cashflow	-0,4	4,6	10,1	16,2	20,8	25,4	19,8	18,3
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	-9,0	-11,0	-12,0	-11,5	-11,0	-10,5	-9,0	-8,0
Free Cashflow	-9,4	-6,4	-1,9	4,7	9,8	14,9	10,8	10,3

SMC Schätzmodell

Buchwert zu Jahresanfang zuzüglich der über die zwölf Monate gemittelten Nettoinvestition (das sind kalkulatorisch 10,8 Mio. CHF), so errechnet sich für 2021 sogar eine annualisierte Rendite von rund 33 Prozent. Damit war die letzte Periode sicherlich ein außergewöhnlich gutes Jahr. Dennoch deuten die Zahlen der letzten beiden Jahre an, dass unsere Renditeannahme zu konservativ ist. Wegen der Marktverwerfungen, die der Ukrainekrieg mit sich bringt, lassen wir diese trotzdem unverändert bei 12 Prozent und sehen darin einen ausreichenden Risikopuffer.

Portfoliowachstum etwas langsamer

Obschon Matador 2021 ein deutlicher Ausbau des Kernportfolios gelungen ist, wurde nicht ganz das Tempo erreicht, das wir angenommen hatten – unsere Taxe für den Portfoliowert zum Jahresende lag bei 55,5 Mio. CHF. Als Reaktion darauf haben wir unseren Wachstumspfad etwas gestreckt. Der vom Management anvisierte Zielwert in Höhe von 100 Mio. CHF wird nun nicht, wie bislang unterstellt, im Jahr 2024 erreicht, sondern erst 2025. Dafür unterstellen wir unverändert weitere Kapitalerhöhungen (hypothetisch in diesem und im nächsten Jahr), die zu einer Verwässerung auf 18,4 Mio. Aktien führen. Ab 2026 (und damit ein Jahr später als bislang) kalkulieren wir mit einem bezogen auf den Buchwert in etwa konstanten Portfolio, bei dem der jährliche Nettozahlungsmittelüberschuss in etwa dem Bewertungsgewinn entspricht. Schon ab 2024 kalkulieren wir vorsichtshalber mit einem deutlich höheren Steuersatz – das ist aber ausschließlich ein Risikopuffer angesichts sehr niedriger Sätze, die sich gleichwohl in den letzten Jahren nicht geändert haben. Die aus diesen Annah-

men resultierenden wichtigsten Kennzahlen zum Cashflow im Detailprognosezeitraum bis 2029 zeigt die Tabelle auf der vorherigen Seite. Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung finden sich im Anhang.

Diskontierungszins unverändert

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem unveränderten WACC-Satz von 7,9 Prozent. Dieser basiert auf einem Fremdkapitalzins von 4,0 Prozent, einem Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent, einem Steuersatz für das Tax-Shield von 8 Prozent und Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,7 Prozent (mit: sicherer Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,5).

Kursziel: 5,10 CHF je Aktie

Aus dem aktualisierten Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 94,5 Mio. CHF. Umgerechnet auf die voll verwässerte Stückzahl entspricht das 5,13 CHF je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 5,10 CHF (alt: 5,00 CHF) ableiten. Die Anhebung resultiert aus dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2022 sowie aus den modifizierten Erwartungen zum Verlauf der Investitionen und den daraus resultierenden Ausschüttungen. Eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang. Das Prognoseisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit 4 Punkten nach wie vor als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

Die Matador Partners Group hat in den letzten Jahren ein breit diversifiziertes Portfolio im Bereich der Private-Equity-Secondary-Fonds aufgebaut. Die Investments haben in der Pandemie nicht nur die ihnen zugeschriebene Robustheit in Krisenzeiten unter Beweis gestellt, sondern sie haben in der Finanzperiode 2021 auch erstmals ihre volle Ertragskraft angedeutet.

Im letzten Geschäftsjahr konnte Matador den Erfolg aus Fondsendagements (vor Wechselkursänderungen) um 273 Prozent auf 10,7 Mio. CHF steigern. Damit wurde nach unseren überschlägigen Berechnungen in etwa eine Durchschnittsrendite von 33 Prozent erwirtschaftet – und damit deutlich mehr als die 12 Prozent, mit der wir in unserem Modell kalkuliert haben.

Der Jahresgewinn der Gesellschaft lag mit 7,3 Mio. CHF ebenfalls deutlich über unserer Schätzung in Höhe von 5,3 Mio. CHF und auch über der im November vom Management angehobenen Zielspanne, die sich auf 5 bis 6 Mio. CHF belaufen hatte.

Das deutlich ausgebaute Secondary-Portfolio, dessen Bilanzbuchwert im Jahresverlauf 2021 von 27,3 auf 52,0 Mio. CHF gestiegen ist, bietet auch für die lau-

fende Periode gute Ertragsperspektiven. Nach Angaben des Managements hat es im Januar und Februar bei einigen Vehikeln bereits sehr erfolgreiche Exits gegeben, so dass Matador trotz des schwieriger gewordenen Marktumfelds zuversichtlich ist, die eigenen Ziele zu erreichen, die einen Gewinn von 3,8 bis 5,7 Mio. CHF (das entspricht einer Rendite von 8 bis 12 Prozent auf das Eigenkapital) vorsehen.

Wir rechnen für das laufende Jahr mit einem Überschuss von 5,1 Mio. CHF und gehen davon aus, dass Matador das Fondsportfolio weiter ausbaut. Im Jahr 2025 wird nach unserer aktuellen Projektion ein Investitionsvolumen von 100 Mio. CHF im Kernbereich erreicht. Dieses Wachstum und die zunehmende Reife der bestehenden Engagements sind der Garant für steigende Gewinne und Ausschüttungen. Aus unserem Modell errechnet sich aktuell ein fairer Wert von 5,10 CHF (bislang: 5,00 CHF) je Aktie, der ein Kurspotenzial von fast 20 Prozent bietet. Wir bestätigen unsere Einstufung mit „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Branchenerfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk.
- Schlüsselpersonen sind mit hohem Aktienbesitz als Eigner engagiert.
- Einfacher und diversifizierter Zugang zu renditestarker Assetklasse, den Secondary-Fonds im Private-Equity-Markt.
- In den vergangenen Jahren wurde bereits ein attraktives Portfolio aufgebaut, in dem Fonds von mehreren Top-Adressen enthalten sind.
- Solide Bilanzstruktur mit einer Eigenkapitalquote von rund 65 Prozent.

Chancen

- Zahlreiche Fonds im Secondary-Portfolio befinden sich schon in einem fortgeschrittenen Reifestadium und sorgen für steigende Ausschüttungen.
- Die Secondary-Investitionen von Matador haben sich in den letzten Jahren als sehr renditestark erwiesen. Setzt sich das fort, wäre das eine gute Grundlage für deutliche Gewinnsteigerungen.
- Der im Verhältnis zur Unternehmensgröße von Matador sehr große Markt bietet nahezu unbegrenztes Expansionspotenzial.
- Das Management verfolgt eine klare Wachstums- und Diversifikationsstrategie. Damit sollten die Rückflüsse nicht nur zunehmen, sondern auch verstetigt werden.
- Mit wachsender Unternehmensgröße sind größere Einzelinvestitionen möglich, wodurch der relative Aufwand pro Investitionsentscheidung gesenkt werden kann.
- Sollte das Unternehmen die Portfoliozielmarke von 100 Mio. CHF erreichen, dürfte die Gesellschaft auch für größere institutionelle Investoren interessant werden.

Schwächen

- Zusätzliche Gebührenebene durch Dachfondskonstruktion.
- Aus dem früher breiteren Investitionsansatz bestehen immer noch einige Engagements, die nicht zum Kernbereich PE-Secondary-Fonds zählen.
- Geringer Einfluss auf Beteiligungen in den PE-Vehikeln.
- Unternehmensentwicklung ist abhängig von nur wenigen Schlüsselpersonen.
- Der Ausbau des Portfolios erfordert zusätzliche Kapitalakquise und bedingt zunächst immer eine Verwässerung.

Risiken

- Der Ukrainekrieg sorgt aktuell für anspruchsvollere Bedingungen am Kapitalmarkt, was die Wertentwicklung der Fonds zumindest temporär dämpfen dürfte.
- Das Unternehmen hat den Fonds umfangreiche Kapitalzusagen gegeben und muss zu deren Finanzierung – in Abhängigkeit von Ausschüttungen an anderer Stelle – ggf. Kapital einwerben.
- In einem schwierigen Kapitalmarktumfeld könnten Aktienemissionen nur mit Abschlägen oder gar nicht möglich sein.
- Das Unternehmen notiert mit einem Aufschlag zum NAV, was ein erhöhtes Kursrisiko bei einer Änderung der Marktlage birgt.
- Die große Spannbreite möglicher Renditen von PE-Fonds sorgt für ein erhöhtes Risiko, schlecht performende Fonds für das Portfolio auszuwählen, was die Profitabilität beeinträchtigen würde.
- Das Steuerprivileg für Holdings in der Schweiz könnte fallen, was zu einer höheren Steuerbelastung führen würde.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. CHF	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	57,7	73,0	86,6	96,8	101,4	101,8	97,6	96,4	94,9
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	15,3	18,7	25,8	25,2	29,7	39,6	55,1	66,3	77,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	47,5	62,6	78,8	86,3	94,6	104,0	113,9	122,9	131,2
II. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	24,6	26,4	28,5	29,6	30,0	30,5	31,1	31,7	32,1
2. Kurzfristiges FK	1,0	2,7	5,0	6,1	6,5	6,9	7,6	8,1	8,6
BILANZSUMME	73,2	91,8	112,5	122,2	131,2	141,5	152,8	162,8	172,1

GUV-Prognose

Mio. CHF	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Bruttoertrag Finanz.	9,9	7,1	8,5	10,7	11,7	13,0	13,7	12,7	11,9
EBITDA	8,2	6,4	7,8	9,9	11,0	12,2	12,7	11,4	10,5
EBIT	8,2	6,4	7,8	9,9	11,0	12,2	12,7	11,4	10,5
EBT	8,0	5,5	6,8	8,9	9,9	11,1	11,8	10,7	9,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	7,3	5,1	6,3	7,5	8,3	9,3	9,9	9,0	8,3
JÜ	7,3	5,1	6,3	7,5	8,3	9,3	9,9	9,0	8,3
EPS (CHF)	0,49	0,28	0,34	0,41	0,45	0,51	0,54	0,49	0,45

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Bruttoausschüttungen	6,5	8,1	14,0	22,3	29,3	33,9	38,1	32,0	29,2
Cash Calls	-27,1	-6,4	-7,2	-8,8	-9,6	-9,2	-8,8	-8,4	-7,2
CF operativ	1,8	-1,2	3,7	9,2	15,3	20,0	24,6	19,2	17,8
CF aus Investition	-6,5	-9,0	-11,0	-12,0	-11,5	-11,0	-10,5	-9,0	-8,0
CF Finanzierung	10,6	13,6	14,4	2,2	0,8	0,9	1,4	1,0	1,0
Liquidität Jahresanfa.	1,2	1,6	5,0	12,1	11,5	16,0	25,9	41,4	52,6
Liquidität Jahresende	1,6	5,0	12,1	11,5	16,0	25,9	41,4	52,6	63,3

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Wachstum Bruttoertrag	336,4%	-28,2%	19,8%	25,7%	9,9%	11,0%	5,6%	-7,7%	-5,9%
EBITDA-Marge	83,3%	90,5%	92,0%	93,3%	93,7%	93,6%	92,7%	90,2%	88,0%
EBIT-Marge	83,3%	90,5%	92,0%	93,3%	93,7%	93,6%	92,7%	90,2%	88,0%
EBT-Marge	81,3%	78,2%	80,4%	83,5%	84,5%	85,6%	86,0%	84,3%	82,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	73,7%	72,0%	74,0%	70,1%	71,0%	71,9%	72,2%	70,8%	69,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,9%	7,44	6,83	6,33	5,91	5,54
7,4%	6,58	6,09	5,68	5,33	5,03
7,9%	5,86	5,47	5,13	4,84	4,58
8,4%	5,26	4,93	4,65	4,41	4,19
8,9%	4,75	4,48	4,24	4,03	3,84

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), 4)

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 23.03.2022 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 23.03.2022 um 8:30 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
23.08.2021	Buy	5,00 CHF	1), 3), 4)
16.06.2021	Buy	4,90 CHF	1), 3)
23.03.2021	Speculative Buy	4,75 CHF	1), 3), 4)
25.03.2020	Speculative Buy	3,90 CHF	1), 3)

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

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.