

24. März 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Matador Secondary Private Equity AG

Nach übertroffenem Gewinnziel auch für 2023 optimistisch

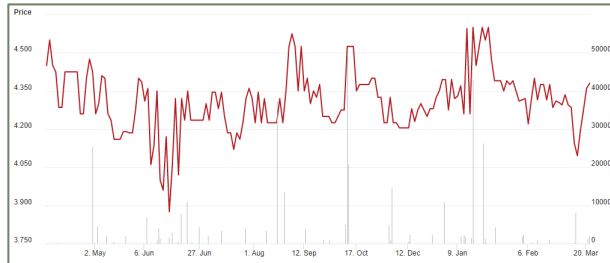
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,37 CHF | Kursziel: 5,00 CHF (zuvor: 5,60 CHF)

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):	4,37 CHF
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	15,3 Mio. CHF
Market Cap:	66,8 Mio. CHF
Enterprise Value:	90,2 Mio. CHF
Free-Float:	64,2 %
Kurs Hoch/Tief (1 M):	4,695 / 3,896 CHF
Ø Umsatz (3 M BX):	35,1 Tsd. CHF

Der Investmentfokus von Matador liegt auf Secondary Private Equity. Die Gesellschaft investiert dabei in PE-Bestandspportfolios, 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 letzten drei Jahren eindrucksvoll bestätigt, in denen das Unternehmen trotz Corona-Pandemie und Ukraine-Krieg hohe Erträge erzielt hat. In der letzten Finanzperiode belief sich der Bruttoerfolg aus den Fondseingagements auf 9,4 Mio. CHF, ein Rückgang um 12 Prozent zum Rekordjahr 2021. Nach unseren Berechnungen korrespondiert das mit einer Durchschnittsrendite von 16 Prozent. Das führte zu einem Jahresüberschuss in Höhe von 5,3 Mio. CHF, womit die Gesellschaft das kommunizierte Gewinnziel von mindestens 5 Mio. CHF übertroffen hat. Zugleich wurde der Ausbau des Portfolios fortgesetzt, durch Capital Calls (und Wertzuwächse) erhöhte sich der Buchwert der Fonds von 52 auf 67 Mio. CHF.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bruttoertrag* (Mio. CHF)	9,9	8,2	9,1	12,3	13,3	13,8
EBIT (Mio. CHF)	8,2	7,0	7,5	10,5	11,2	11,4
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	7,3	5,3	5,8	8,4	9,2	9,6
EpS (CHF)**	0,52	0,36	0,32	0,42	0,45	0,47
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag		-16,6%	10,9%	34,5%	8,2%	4,2%
Gewinnwachstum		-27,1%	8,5%	46,2%	8,9%	4,6%
KUV	6,78	8,12	7,33	5,45	5,04	4,83
KGV	9,2	12,6	11,6	7,9	7,3	7,0
KCF	37,4	-	-	17,0	6,2	3,7
EV / EBIT	11,0	12,8	12,1	8,6	8,1	7,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*aus Finanzanlagen, **ab 2023 verwässert mit hypothetischen Kapitalerhöhungen

Starkes Jahr, aber Abschwächung in HJ2

Die Secondary-Fonds von Matador haben 2022 erneut einen hohen Wertzuwachs erzielt, der mit 9,4 Mio. CHF allerdings um 12 Prozent unter dem sehr starken Vorjahreswert lag. Während in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld bei sieben Investmentvehikeln ein – zumeist sehr kleiner – Wertverlust gebucht wurde, gab es bei den übrigen 16 Fonds Zuschläge, die in fünf Fällen größer als 1 Mio. CHF ausgefallen sind. Im Jahresverlauf hat die Dynamik allerdings deutlich abgenommen: Nachdem für das erste Halbjahr bereits ein sehr hoher Erfolg aus dem Fondsgeschäft von knapp 8,9 Mio. CHF gemeldet worden war, belief sich der rechnerische Beitrag des Zeitraums Juli bis Dezember aufgrund der eher seitwärts gerichteten Wertentwicklung vieler Fonds nur noch auf rund 0,6 Mio. CHF.

Geschäftszahlen	2021	2022	Änderung
Erfolg Fonds	10,7	9,4	-12,0%
Erfolg Beteiligungen	0,1	-0,1	-
Erfolg Wertschriften	0,2	0,0	-
Währungserfolg	-0,6	-0,3	-
Finanzergebnis	-0,2	-0,6	-
Aufwand Dritteleistung.	-0,3	-0,2	-
Nettoerfolg Total	9,9	8,2	-16,6%
EBTDA	8,0	6,4	-19,9%
Periodenergebnis	7,3	5,3	-27,1%

In Mio. CHF; Quelle: Unternehmen

Nettoerfolg geht um 17 Prozent zurück

Da das Unternehmen zur Finanzierung der Aktivitäten inzwischen stärker auf Fremdkapital zurückgreift (siehe unten), ist der Saldo aus Zinserträgen und -aufwendungen mit -0,6 Mio. Euro 2022 deutlich negativer ausgefallen als im Vorjahr. Die Belastung aus Währungsverlusten und Aufwendungen für Dritteleistungen ist hingegen zurückgegangen. Zusammen mit nahezu vernachlässigbaren Resultaten aus gehaltenen Wertschriften (+20,9 Tsd. CHF) und Beteiligungen (-107 Tsd. CHF) hat Matador einen Nettoerfolg von 8,2 Mio. CHF erzielt, 16,6 Prozent weniger als ein Jahr zuvor. Nach Abzug des sonstigen betrieblichen

Aufwands, der sich vor allem aus den Verwaltungs- und IT-Kosten (0,3 Mio. CHF) und Lizenzgebühren an die ELF Partners Group AG (1,3 Mio. CHF), den Inhaber der Matador-Markenrechte, zusammensetzt, resultierte daraus ein Gewinn vor Abschreibungen und Steuern von 6,4 Mio. CHF (Vorjahr: 8,0 Mio. CHF).

Gewinnziel übertroffen

Nach Abzug minimaler Abschreibungen, des latenten Steueraufwands (0,5 Mio. CHF) für 2022 sowie einer Belastung in Höhe von 0,6 Mio. CHF aus gebildeten Steuerrückstellungen für mögliche Nachzahlungen für die Vorjahre hat Matador einen Gewinn von 5,3 Mio. CHF erzielt. Dies stellt zwar im Vergleich mit dem Rekordüberschuss aus 2021 einen Rückgang um 27 Prozent dar, doch das vom Management für 2023 ausgegebene Gewinnziel von mindestens 5 Mio. CHF wurde damit übertroffen. Wir hatten hingegen mit einem deutlich höheren Überschuss (8,7 Mio. CHF) gerechnet. Die Differenz erklärt sich zu einem substantziellen Teil aus den von uns nicht geschätzten Währungsverlusten im zweiten Halbjahr, die sich auf 1,5 Mio. CHF beliefen (aus einem Währungserfolg von 1,2 Mio. CHF per Ende Juni ist zum Jahresende ein Verlust von -0,3 Mio. CHF geworden). Zugleich hatten wir aber auch höhere Erträge aus den Fondsenagements für das zweite Halbjahr erwartet. Hier haben sich die negativen Rahmenbedingungen stärker bemerkbar gemacht, als wir das antizipiert hatten.

Kernportfolio wächst deutlich

Das Unternehmen hat den Ausbau des Kernportfolios im Bereich der Secondary-Fonds im Jahr 2022 mit hohem Tempo fortgesetzt. Über Capital Calls (der Abruf zugesagter Mittel) wurden 15,5 Mio. CHF investiert. Diese Summe lag somit deutlich über dem Volumen der Ausschüttungen (8,6 Mio. CHF) und sorgte zusammen mit dem per Saldo hohen Wertzuwachs für einen Anstieg der Buchwerte der Kernengagements von 52,4 auf 68,0 Mio. CHF. Der Anteil an der Bilanzsumme, die von 73,2 auf 86,6 Mio. CHF ausgeweitet wurde, hat sich damit von 71,1 auf 80,5 Prozent erhöht.

Stärkerer Rückgriff auf Fremdkapital

Die hohen Investitionen haben naturgemäß auch den Cashflow geprägt. Wie schon im Vorjahr, ist der Zahlungsmittelsaldo aus der Betriebs- und Investitionstätigkeit mit -6,3 Mio. CHF (Vorjahr: -4,7 Mio. CHF) deutlich negativ ausgefallen. Das wurde maßgeblich durch die Platzierung einer weiteren Tranche der ausstehenden Anleihe in Höhe von 5 Mio. Euro finanziert. Außerdem wurden kurzfristige Bankverbindlichkeiten über 2,5 Mio. CHF aufgebaut, zugleich aber auch längerfristige Finanzverbindlichkeiten (ebenfalls 2,5 Mio. CHF) getilgt. Keinen größeren Effekt hatte die durchgeführte Kapitalerhöhung mit einem Bruttovolumen von 1,9 Mio. CHF, in deren Rahmen im Dezember 455 Tsd. Aktien zu einem Preis von 4,25 CHF platziert worden waren, da die Gesellschaft, wie schon in der Vergangenheit, die Stücke zunächst auf die eigenen Bücher nimmt und erst im Nachgang bei Investoren platziert. Insgesamt hat die bilanziell ausgewiesene Liquidität im letzten Jahr von 1,6 auf 0,6 Mio. CHF abgenommen. Das Unternehmen verfügt aber über weitere Reserven mit Liquiditätscharakter, wozu insbesondere die zum Bilanzstichtag noch gehaltene börsennotierte Anleihe der Gesellschaft REA (Buchwert Ende 2022: 3,4 Mio. CHF) zählt.

NAV steigt um 11 Prozent

Das Eigenkapital wurde im letzten Jahr von 47,5 auf 55,3 Mio. CHF ausgeweitet. Bereinigt um die Effekte der Kapitalerhöhung (inkl. Platzierungskosten) hat der Net Asset Value um 11 Prozent zugelegt. Der Buchwert der eigenen Aktien im Bestand hat sich durch diverse Transaktionen per Saldo von 5,6 auf 4,7 Mio. CHF reduziert.

Investitionen angekündigt

Im letzten Jahr hat sich Matador bei Neuengagements zurückgehalten und die Marktentwicklung abgewartet. Der weitere Ausbau des Portfolios war durch umfangreiche Kapitalabrufe aus den bestehenden Fondsenagements ohnehin gesichert, denn zum Ende des Jahres 2021 belief sich das Volumen der voraussichtlich noch zu tätigen Nettoinvestitionen auf umgerechnet rund 24 Mio. Euro. Wegen der umfangreichen Capital Calls ist dieses zum Jahresende 2022 auf nur noch rund 14 Mio. Euro, die sich auf zehn Fonds verteilen, zurückgegangen (siehe Tabelle unten). Für das laufende Jahr hat das Management mit Verweis auf die günstige Marktlage neue Investments angekündigt. Die schwierigen Rahmenbedingungen haben nach Darstellung des Unternehmens nämlich dazu geführt, dass sich viele Adressen im Markt zurückhalten bzw. ihre Portfolios umstrukturieren und Positionen

Fonds	Initiales Commitments (Mio. Euro)*	Rest-Commitment 12/22 (Mio. Euro)*	Voraussichtliche Inanspruchnahme (in %)**	Voraussichtliches Investment (Mio. Euro)*
ASF PEACE Co-Invest	9,3	3,6	5%	0,5
AXA Secondary VIII	4,6	1,9	10%	0,5
Capital Dynamics Global Secondary V	7,5	2,2	10%	0,8
eQ Secondary III	5,0	1,5	10%	0,5
Greenspring GVCS V Fund	9,3	5,2	35%	3,2
KVC Secondaries Fund II	7,0	0,5	15%	1,0
RCP Fund XIII	1,4	0,3	15%	0,2
RCP SOF III Overage	9,3	1,0	10%	0,9
RCP Direct IV EU SCSp	4,6	3,4	40%	1,9
RCP SOF IV EU SCSp	9,3	6,6	50%	4,6
Summe	83,1	26,2		14,1

* USD in Euro (mit Kurs 1,08 Euro) umgerechnet; ** in Prozent des initialen Commitments; Quelle: Unternehmen

verkaufen. Das sorgt für ein gutes Angebot und eine geringere Wettbewerbsintensität. Matador hat im ersten Quartal eine hohe Liquiditätsposition aufgebaut, u.a. durch einen Kompletterwerb der REA-Anleihe, die Platzierung einer weiteren Tranche der Anleihe im Volumen von 5 Mio. Euro und durch die Rückzahlung der noch ausstehenden Private-Debt-Kredite, und plant eine Reinvestition dieser Mittel in das Kerngeschäft.

Weitere Wertzuwächse erwartet

Auch die Einschätzung zum weiteren Wertpotenzial des Portfolios fällt positiv aus. Das Management rechnet mit einer insgesamt positiven Entwicklung der PE-Secondary-Investments, die zu einer weiteren Aufwertung führen soll. Üblicherweise strebt Matador einen Jahresertrag von 8 bis 12 Prozent auf das Eigenkapital an.

Rendite von 16 Prozent

Auch wenn der Erfolg aus dem Fondsgeschäft im zweiten Halbjahr für uns eine kleine Enttäuschung darstellt, war das Jahr 2022 insgesamt sehr erfolgreich. Setzt man den erzielten Ertrag aus dem Kerngeschäft (vor Währungseffekten) in Relation zum Buchwert zu

Jahresbeginn zuzüglich der gemittelten Nettoinvestitionssumme des Jahres, so errechnet sich eine Rendite von 16 Prozent. Damit wurde der von uns unterstellte Wert (13 Prozent) erneut deutlich übertroffen.

Etwas vorsichtigere Kalkulation

Trotzdem haben wir unsere Gewinnschätzung für 2023 von bislang 7,2 Mio. CHF auf jetzt 5,8 Mio. CHF zurückgenommen und damit die geringere Ertragsdynamik des zweiten Halbjahres und die weiterhin nicht einfachen Rahmenbedingungen (Stichwort: Bankenkrise) berücksichtigt. In den nächsten drei Jahren erwarten wir dann aber aus dem wachsenden Portfolio einen deutlichen weiteren Gewinnanstieg (bis auf 9,6 Mio. CHF in 2026). Der Buchwert des Portfolios überschreitet nach unserer aktualisierten Kalkulation im Jahr 2025 die Schwelle von 100 Mio. CHF. Danach lassen wir diesen um diese Marke pendeln und rechnen in der zweiten Hälfte des Detailprognosezeitraums im Rahmen einer konservativen Kalkulation auch nicht mit einem weiteren Anstieg des Nettogewinns. Die Ausschüttungen aus den getätigten umfangreichen Investitionen nehmen indes noch bis zum Jahr 2028 zu. Die aus diesem Grundscenario abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Cash-

Mio. CHF	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Bruttoausschüttungen	9,1	15,0	22,1	28,6	31,8	33,9	25,3	20,4
Cash Calls	-12,2	-6,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
Bestands-Cashflow	-3,1	9,0	16,1	23,0	26,2	28,3	18,1	14,0
Ertragssaldo Bestand	7,5	10,5	11,2	11,4	10,2	9,7	9,7	10,1
Steuersatz	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Bestands-CF+Ertragssaldo	3,7	18,6	26,2	33,4	35,5	37,1	26,9	23,2
+ 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	-10,3	-13,5	-14,4	-14,7	-13,6	-13,2	-13,3	-13,8
Operativer Brutto Cashflow	-6,5	5,1	11,9	18,7	21,9	24,0	13,7	9,4
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	1,0	-2,7	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
Free Cashflow	-5,5	2,4	4,9	11,7	14,9	15,0	5,7	2,4

SMC Schätzmodell

flow-Kennzahlen zeigt die Tabelle auf der Vorseite, weitere Details zu unseren Schätzungen bietet der Anhang.

Diskontierungszins angehoben

Unseren Diskontierungszinssatz haben wir an die geänderten Rahmenbedingungen angepasst. Als Reaktion auf den Anstieg der Umlaufrendite haben wir den sicheren Zins in allen unseren Modellen von 1,5 auf 2,5 Prozent angehoben. Gleichzeitig haben wir den unterstellten FK-Zins für Matador von 4,5 auf 5,0 Prozent erhöht, das liegt zwischen dem Anleihezins (3,75 Prozent) und den Konditionen der Bankfinanzierung (5,5 Prozent im Durchschnitt). Da die Gesellschaft jetzt noch stärker auf Fremdkapital zurückgreift, haben wir die Ziel-FK-Quote zugleich von 30 auf 35 Prozent erhöht. Bei ansonsten unveränderten weiteren Parametern (Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta-Faktor 1,5, Steuersatz für das Tax-Shield 9 Prozent) resultieren daraus neue durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 8,9 Prozent (bislang: 8,4 Prozent).

Weitere Verwässerung unterstellt

Wie schon bisher gehen wir davon aus, dass das Unternehmen für den weiteren Ausbau des Portfolios Aktienplatzierungen durchführen wird. Wir haben deswegen unverändert Kapitalerhöhungen mit einem Volumen von 4,9 Mio. Stück unterstellt und rechnen voll verwässert mit einer Aktienzahl von 20,2 Mio.

Neues Kursziel: 5,00 CHF je Aktie

Aus dem aktualisierten Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 101,1 Mio. CHF. Umgerechnet auf die voll verwässerte Stückzahl entspricht das 5,01 CHF je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel von 5,00 CHF ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (5,60 CHF) resultiert aus der etwas vorsichtigeren Gewinnschätzung und der marktbedingten Anhebung der Diskontierungszinsen. Nichtsdestotrotz sehen wir damit ein Aufwärtspotenzial von 15 Prozent für die Aktie. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit 4 Punkten nach wie vor als leicht überdurchschnittlich ein.

Fazit

Auch wenn die Erträge des zweiten Halbjahres deutlich unter dem herausragenden Niveau der ersten sechs Monate lagen, hat Matador in 2022 einen beachtlichen Überschuss von 5,3 Mio. CHF erwirtschaftet und damit das eigene Gewinnziel (mindestens 5 Mio. CHF) übertroffen. Wir hatten nach den ersten sechs Monaten zwar mit einem höheren Überschuss gerechnet (was u.a. durch deutliche Währungsverluste im zweiten Halbjahr verhindert wurde), aber auch so lag die kalkulatorische Rendite aus den Fondsengagements nach unseren Berechnungen bei 16 Prozent und damit erneut oberhalb des von uns in unserem Modell unterstellten Werts von 13 Prozent.

Das Management zeigt sich optimistisch für die weitere Entwicklung und erwartet für 2023 weitere Wertzuwächse der Fonds, außerdem sollen neue Engagements eingegangen werden. Die aktuellen Marktbe-

dingungen sind aus Sicht des Unternehmens günstig, da in einem schwierigen Umfeld viel Akteure ihre Portfolios umstrukturieren und Positionen verkaufen müssen, was für ein gutes Angebot und einen reduzierten Wettbewerb sorgt.

Wegen der geringen Ertragsdynamik im zweiten Halbjahr haben wir unsere Schätzung für den Jahresgewinn 2023 zwar reduziert, rechnen aber wegen des gewachsenen Portfolios trotzdem mit einer Ergebnissteigerung um 8,5 Prozent. Mit der vorsichtiger ausgefallenen Kalkulation und dem marktbedingt höheren Diskontierungszins hat sich unser Kursziel von zuvor 5,60 auf 5,00 CHF reduziert, signalisiert damit aber weiterhin ein Aufwärtspotenzial von 15 Prozent für die Aktie. Auf dieser Basis bestätigen wir 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 66 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.
- Marktschwankungen können für volatile Fondserträge sorgen, worauf das Unternehmen kurzfristig keinen Einfluss hat.
- 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

- Durch die schwierigen Rahmenbedingungen war die Wertentwicklung der Fonds im zweiten Halbjahr 2022 verhalten. Diese Phase könnte sich länger fortsetzen.
- 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	73,7	91,0	99,5	104,8	103,5	97,9	91,7	94,8	101,6
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	12,8	15,8	25,0	25,8	38,8	54,4	70,3	76,1	78,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	55,3	71,1	89,5	98,7	108,2	116,8	125,0	133,4	142,3
II. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,9	31,5	31,1	29,1	30,5	31,4	32,3	32,7	32,8
2. Kurzfristiges FK	3,9	3,9	3,7	2,6	3,3	3,8	4,4	4,5	4,6
BILANZSUMME	86,6	106,9	124,6	130,7	142,5	152,4	162,1	171,1	180,1

GUV-Prognose

Mio. CHF	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Bruttoertrag Finanz.	8,2	9,1	12,3	13,3	13,8	12,8	12,6	12,8	13,4
EBITDA	7,0	7,5	10,5	11,2	11,4	10,2	9,7	9,7	10,1
EBIT	7,0	7,5	10,5	11,2	11,4	10,2	9,7	9,7	10,1
EBT	5,8	6,3	9,2	10,1	10,5	9,4	9,1	9,2	9,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	5,3	5,8	8,4	9,2	9,6	8,5	8,2	8,4	8,9
JÜ	5,3	5,8	8,4	9,2	9,6	8,5	8,2	8,4	8,9
EPS (CHF)	0,36	0,32	0,42	0,45	0,47	0,42	0,41	0,42	0,44

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Bruttoausschüttungen	8,6	9,1	15,0	22,1	28,6	31,8	33,9	25,3	20,4
Cash Calls	-15,5	-12,2	-6,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
CF operativ	-2,2	-7,6	3,9	10,8	17,9	21,2	23,4	13,3	9,1
CF aus Investition	-4,1	1,0	-2,7	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
CF Finanzierung	2,8	14,6	9,3	-3,1	2,2	1,4	1,4	0,5	0,2
Liquidität Jahresanfa.	1,6	0,6	8,6	19,1	19,9	32,9	48,5	64,4	70,2
Liquidität Jahresende	0,6	8,6	19,1	19,9	32,9	48,5	64,4	70,2	72,5

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Wachstum Bruttoertrag	-16,6%	10,9%	34,5%	8,2%	4,2%	-7,6%	-1,7%	2,2%	4,6%
EBITDA-Marge	85,7%	81,9%	85,9%	84,3%	82,5%	79,5%	76,9%	75,2%	75,0%
EBIT-Marge	85,6%	81,9%	85,9%	84,3%	82,5%	79,5%	76,9%	75,2%	75,0%
EBT-Marge	70,8%	69,3%	75,3%	75,8%	76,1%	73,4%	72,1%	71,9%	72,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	64,4%	63,1%	68,6%	69,0%	69,3%	66,8%	65,6%	65,4%	65,8%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	6,70	6,27	5,91	5,59	5,32
8,4%	6,05	5,70	5,40	5,13	4,90
8,9%	5,50	5,21	5,01	4,73	4,53
9,4%	5,03	4,78	4,57	4,37	4,20
9,9%	4,62	4,41	4,22	4,06	3,91

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 24.03.2023 um 7:40 Uhr fertiggestellt und am 24.03.2023 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
05.09.2022	Buy	5,60 CHF	1), 3)
24.03.2022	Buy	5,10 CHF	1), 3), 4)
23.08.2021	Buy	5,00 CHF	1), 3), 4)
16.06.2021	Buy	4,90 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.