

9. Oktober 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Matador Secondary Private Equity AG

Temporäre Ertragsdelle wegen schwieriger Märkte

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 4,20 CHF | **Kursziel:** 4,90 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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Sarnen (Schweiz)
Branche:	Private Equity
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	Swiss GAAP
ISIN:	CH0042797206
Ticker:	SQL:SW
Kurs (BX Swiss):	4,20 CHF
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	15,3 Mio. CHF
Market Cap:	66,4 Mio. CHF
Enterprise Value:	93,9 Mio. CHF
Freefloat:	37,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,48 / 4,10 CHF
Ø Umsatz (12M BX):	25,3 Tsd. CHF

Fondserfolg rückläufig, aber klar positiv

Nach zwei sehr ertragsstarken Jahren haben die schwierigen Marktbedingungen im ersten Halbjahr 2023 zu einer Ertragsdelle bei Matador Secondary Private Equity geführt. Die Bruttowertänderungen aus den Fondsinvestments reduzierten sich binnen Jahresfrist von 9,4 Mio. CHF auf 1,8 Mio. CHF, blieben damit aber auch im aktuellen Umfeld klar positiv. Das war vor allem auf starke Resultate von drei RCP Fonds sowie auf das Neuengagement Capital Dynamics Global Secondary VI zurückzuführen. Von den insgesamt 24 Fonds im Portfolio verzeichneten jeweils elf eine positive bzw. eine negative Wertänderung, zwei blieben unverändert. Die Anteile an ASF Peace Co-Invest wurden im Berichtszeitraum verkauft, der Preis lag um 0,9 Mio. CHF unter dem Buchwert. Damit konnten aber deutlich mehr als 50 Prozent der zuvor gebuchten Wertzuwächse realisiert werden, so dass das Engagement trotzdem sehr ertragreich war. Unter Berücksichtigung dieses Veräußerungsverlusts belief sich der kumulierte Fondserfolg im ersten Halbjahr auf 0,8 Mio. CHF, nach 8,9 Mio. CHF im Vorjahr.

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bruttoertrag* (Mio. CHF)	9,9	8,2	1,0	9,3	13,1	13,8
EBIT (Mio. CHF)	8,2	7,0	1,2	7,8	11,5	12,0
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	7,3	5,3	0,0	5,9	9,2	9,8
EpS (CHF)**	0,52	0,36	0,00	0,29	0,46	0,49
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag	1.308,7%	-16,6%	-87,5%	806,5%	41,0%	5,6%
Gewinnwachstum	562,2%	-27,1%	-100,0%	-	56,0%	6,4%
KUV	6,51	7,81	62,61	6,91	4,90	4,64
KGV	8,8	12,1	-	10,9	7,0	6,5
KCF	35,9	-	-	-	9,2	3,1
EV / EBIT	11,2	13,0	78,4	11,8	8,0	7,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*aus Finanzanlagen, **ab 2024 verwässert mit hypothetischen Kapitalerhöhungen

Nettoerfolg dreht ins Minus

Das erste Halbjahr war von einer Aufwertung des Schweizer Franken geprägt, sowohl zum US-Dollar als auch gegenüber dem Euro. Das machte sich in Währungsbuchverlusten des Portfolios in Höhe von -1,1 Mio. CHF (Vorjahr: +1,2 Mio. CHF) bemerkbar. Zusammen mit einem kleinen Verlust aus Beteiligungen, einem kleinen Überschuss aus Wertschriften (gehaltene Anleihen), einem geringfügigen Aufwand für Dritteleistungen und einem ausgeweiteten negativen Finanzergebnis (von -0,3 auf -0,5 Mio. CHF wegen höherer Zinszahlungen) führte das dazu, dass der Nettoerfolg aus dem operativen Geschäft von +9,7 Mio. CHF im Vorjahr auf -0,9 Mio. CHF in negatives Terrain drehte.

Geschäftszahlen	6M 22	6M 23	Änderung
Erfolg Fonds	8,9	0,8	-91,0%
Erfolg Beteiligungen	-0,1	-0,1	-
Erfolg Wertschriften	0,0	0,2	399,1%
Währungserfolg	1,2	-1,1	-
Finanzergebnis	-0,3	-0,5	-
Aufwand Dritteleistung.	0,0	-0,1	-
Nettoerfolg Total	9,7	-0,9	-
EBTDA	8,3	-1,2	-
Periodenergebnis	7,5	-1,2	-

In Mio. CHF; Quelle: Unternehmen

Auch Periodenergebnis negativ

Stark reduziert hat sich im Vorjahresvergleich auch der übrige betriebliche Aufwand – von -1,4 auf -0,4 Mio. CHF – da ein großer Teil der Zahlungen (an den Lizenzgeber Elf Partners) erfolgsabhängig ist. Zusammen mit dem operativen Nettoerfolg errechnet sich so ein Ergebnis vor Abschreibungen, Wertberichtigungen und Steuern von -1,2 Mio. CHF (Vorjahr: +8,3 Mio. CHF). Bei geringfügigen Abschreibungen und periodenfremden Erträgen und einem latenten Steuerertrag in Höhe von 0,1 Mio. Euro bewegte sich der Nettoverlust in einer ähnlichen Größenordnung.

Zwei neue Positionen, ein Verkauf

Im ersten Halbjahr ist Matador bei zwei Secondary Fonds neue Commitments eingegangen, die sich zusammen auf 15 Mio. US-Dollar belaufen (der überwiegende Teil davon wird erst noch abgerufen). Die Capital Calls aus sämtlichen Engagements beliefen sich im ersten Halbjahr auf 4,4 Mio. CHF (Vorjahr: 15,5 Mio. CHF), zugleich gab es auch Ausschüttungen in Höhe von 1,4 Mio. CHF (Vorjahr: 8,6 Mio. CHF). Da Matador zudem mit dem ASF Peace Co-Invest eine größere Position veräußert hat (für 6,4 Mio. CHF), ist das in Fonds investierte Kapital im ersten Halbjahr per Saldo von 67,3 auf 63,3 Mio. CHF zurückgegangen. Bei einer leicht ausgeweiteten Bilanzsumme (von 86,6 auf 89,7 Mio. CHF) entfielen damit Ende Juni 71 Prozent aller Assets auf Fondsinvestments (Ende 2022: 78 Prozent). Die Verschiebung ist auch darauf zurückzuführen, dass Matador im Tausch gegen andere Assets und gegen Bareinlage Anteile an der börsennotierten WR Wohnraum AG erhalten hat, die als neue Beteiligung mit einem Buchwert von 11,3 Mio. CHF erfasst ist.

Anleihenfinanzierung ausgeweitet

Per Saldo überwogen im ersten Halbjahr die Abflüsse für Investments, was sich in einem Free-Cashflow aus dem operativen Geschäft und Investitionsaktivitäten von -1,4 Mio. CHF (Vorjahr: -2,5 Mio. CHF) widerspiegelt. Das wurde mit der Platzierung von weiteren Anleihen im Volumen von 5,0 Mio. CHF und dem Verkauf eigener Aktien aus dem Bestand (0,7 Mio. CHF) überkompensiert, wobei zugleich Bankdarlehen in Höhe von 2,5 Mio. Euro getilgt und sonstige finanzielle Verbindlichkeiten in Höhe von 2,2 Mio. CHF abgebaut wurden. Zum Halbjahresstichtag verfügte das Unternehmen damit über eine Liquidität von 162 Tsd. CHF, wobei zusätzlich Mittel in Höhe von 3,4 Mio. CHF in börsennotierte PE-Unternehmen geparkt worden sind. Nach den Tilgungen ist die Bilanz nun frei von Bankschulden, die wesentliche Verbindlichkeit sind die ausstehenden Anleihen mit einem Buchwert von 29,3 Mio. CHF. Insgesamt belief sich Ende Juni das Volumen der Verbindlichkeiten und Rückstellungen auf 34,7 Mio. CHF und das des Eigenkapitals auf 55,1 Mio. CHF, woraus sich

eine weiterhin sehr solide Eigenkapitalquote von 61,4 Prozent (Ende 2022: 63,9 Prozent) errechnet.

Weitere Investments absehbar

Das Management sieht aufgrund der schwierigen Marktlage bei etlichen, vor allem auch größeren Akteuren eine gewisse Zurückhaltung bezüglich neuer Investments, womit sich die Wettbewerbsintensivität aktuell etwas reduziert hat. Üblicherweise bieten derart schwierige Marktphasen gute Einstiegsgelegenheiten, die Matador bereits selektiv genutzt hat und weiter nutzen wird. Durch die hohen Commitments aus den beiden neuen Engagements ist die Summe der voraussichtlichen Investments, die noch in das Bestandsportfolio (über Capital Calls) erfolgen werden, nach unseren Berechnungen wieder deutlich gestiegen, von 14,1 Mio. Euro Ende 2022 auf aktuell 22,2 Mio. Euro (siehe Tabelle unten).

Positiver Ausblick

Trotz der insgesamt etwas verhaltenen Wertentwicklung der Fonds im ersten Halbjahr fällt der Ausblick der Gesellschaft positiv aus, zumal sie zuletzt wieder ansteigende Bewertungen und Rückflüsse beobachtet hat. Daher rechnet das Management mit einem Anstieg der Bewertungen in der aktuellen Finanzperiode

und sieht das Portfolio auch für die nächsten Jahre gut aufgestellt.

Ansehnliche Rendite

Wir stufen die aktuelle Entwicklung als respektabel ein. Wegen der Eintrübung der Rahmenbedingungen konnten im Fondsgeschäft zwar nicht so hohe Erträge wie in den letzten beiden Jahren verbucht werden, der erzielte Erfolg – vor Währungsverlusten und bereinigt um den Veräußerungsverlust – stellt aber nach unseren Berechnungen immer noch eine annualisierte Rendite von 5,4 Prozent dar. Das liegt indes weit unter dem Durchschnitt der letzten Jahre und wird aus unserer Sicht ein Ausreißer nach unten sein.

Anpassung der Schätzungen

Für das laufende Jahr kalkulieren wir jetzt wegen der schwierigen Kapitalmarktlage, für die im Moment noch keine Besserung in Sicht ist, trotzdem deutlich vorsichtiger und rechnen nur noch mit einem ausgeglichenen Ergebnis (bislang: +5,8 Mio. CHF). Auch für 2024 nehmen wir einen größeren Risikoabschlag vor, von 8,4 auf 5,9 Mio. CHF. Unsere grundsätzlichen Renditeerwartungen für PE-Secondary-Investments in Höhe von 13 Prozent p.a. haben wir aber nicht angepasst. Auf die aktuelle Phase dürfte norma-

Fonds	Initiales Commitments (Mio. Euro)*	Rest-Commitment 06/23 (Mio. Euro)*	Voraussichtliche Inanspruchnahme (in %)**	Voraussichtliches Investment (Mio. Euro)*
AXA Secondary VIII	4,7	1,8	5%	0,2
Capital Dynamics Global Secondary V	7,5	2,1	10%	0,8
Capital Dynamics Global Secondary VI	7,5	6,7	50%	3,8
eQ Secondary III	5,0	1,0	5%	0,3
Stepstone SVCS V Fund	9,5	4,6	35%	3,3
KVCS III Fund	7,1	7,1	100%	7,1
RCP SOF III	7,1	0,3	5%	0,0
RCP Fund XIII	1,4	0,1	10%	0,1
RCP SOF III Overage	9,5	1,0	5%	0,5
RCP Direct IV EU SCSp	4,7	2,6	30%	1,4
RCP SOF IV EU SCSp	9,5	6,7	50%	4,7
Summe	73,5	34,2		22,2

* USD in Euro (mit Kurs 1,057 Euro) umgerechnet; ** in Prozent des initialen Commitments; Quelle: Unternehmen

Mio. CHF	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Bruttoausschüttungen	3,2	8,2	18,2	31,2	36,2	36,5	28,9	24,9
Cash Calls	-9,9	-8,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
Bestands-Cashflow	-6,7	0,2	12,2	25,6	30,6	30,9	21,7	18,5
Ertragssaldo Bestand	1,2	7,8	11,5	12,0	10,5	9,5	9,2	9,1
Steuersatz	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8
Bestands-CF+Ertragssaldo	-5,6	7,3	22,7	36,5	40,1	39,6	30,1	26,7
+ 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	-2,2	-10,5	-14,5	-15,0	-13,6	-12,8	-12,6	-12,5
Operativer Brutto Cashflow	-7,8	-3,2	8,2	21,5	26,5	26,8	17,5	14,2
- Zunahme Net Working Capital	3,0	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	-3,8	-5,9	1,2	14,5	19,5	17,8	9,5	7,2

SMC Schätzmodell

lerweise wieder eine Zeit mit überdurchschnittlichen Renditen folgen. Daher haben wir die Gewinnerwartungen im weiteren Verlauf des Detailprognosezeitraums etwas nach oben angepasst. Die Tabelle oben enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

Finanzierungsmodell geändert

Etwas geändert haben wir auch unser Finanzierungsmodell, aber nur in der zeitlichen Struktur. Wir gehen im Moment nicht davon aus, dass Matador noch im laufenden Jahr eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung des weiteren Portfolioausbaus vornimmt. Grundsätzlich haben wir derartige Maßnahmen aber weiterhin im bisherigen Umfang unterstellt, die Umsetzung aber auf 2024 und 2025 verschoben. Aus der hypothetischen Platzierung von 4,9 Mio. Aktien, die nach unserer Schätzung ausreicht, um den angestrebten Portfolioausbau auf mindestens 100 Mio. CHF zu finanzieren, resultiert eine unveränderte voll verwässerte Stückzahl von 20,2 Mio.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einer 13-prozentigen Rendite auf ein Zielportfolio von 100 Mio. CHF. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 8,9 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 11,2 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,5), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 35 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5,0 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 9 Prozent.

Kursziel: 4,90 CHF

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 99 Mio. CHF oder 4,91 CHF je Aktie (voll verwässert). Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 4,90 CHF ab (bisher: 5,00 CHF; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Reduktion des Kursziels resultiert aus der vorsichtigeren Gewinnschätzung für 2023 und 2024. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

Nach zwei sehr erfolgreichen Jahren fallen die Renditen aus den Secondary-Investments von Matador aktuell deutlich niedriger, wenn auch immer noch klar positiv, aus. Im ersten Halbjahr resultiert nach unseren Berechnungen aus den gebuchten Wertänderungen im Bestand eine annualisierte Rendite von 5,4 Prozent. Dennoch – im Vergleich mit den Vorperioden ist das eine Ertragsdelle, die den schwierigen Rahmenbedingungen geschuldet ist.

Erfahrungsgemäß folgt auf eine solche Phase im Secondary-Markt wieder eine Periode mit überdurch-

schnittlichen Renditen. Matador rüstet sich dafür mit weiteren Investments.

Wir haben als Reaktion auf die Zahlen und die Marktentwicklung unsere Gewinnerwartungen für 2023 und 2024 deutlich abgesenkt, für die mittlere Frist aber erhöht. In Summe hat sich unser Kursziel von 5,00 auf 4,90 CHF leicht reduziert. Damit sehen wir aktuell ein Aufwärtspotenzial von 13 Prozent für die Aktie, was weiterhin die Einstufung mit „Buy“ rechtfertigt.

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 61 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 und in den ersten sechs Monaten von 2023 verhalten. Diese Phase könnte sich weiter 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. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	73,7	82,0	96,3	105,6	102,0	92,0	82,9	81,8	82,8
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	9,4	15,3	25,3	41,4	61,8	80,6	90,4	97,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	55,3	55,4	71,3	90,5	100,3	108,9	116,8	124,7	132,5
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	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4	31,4
2. Kurzfristiges FK	3,9	4,4	8,6	8,7	11,4	13,2	14,9	15,8	16,5
BILANZSUMME	86,6	91,6	111,7	131,0	143,5	153,9	163,6	172,3	180,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Bruttoertrag Finanz.	8,2	1,0	9,3	13,1	13,8	12,6	12,0	12,0	12,0
EBITDA	7,0	1,2	7,8	11,5	12,0	10,5	9,5	9,2	9,1
EBIT	7,0	1,2	7,8	11,5	12,0	10,5	9,5	9,2	9,1
EBT	5,8	0,0	6,5	10,1	10,8	9,4	8,7	8,6	8,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	5,3	0,0	5,9	9,2	9,8	8,6	7,9	7,8	7,8
JÜ	5,3	0,0	5,9	9,2	9,8	8,6	7,9	7,8	7,8
EPS (CHF)	0,36	0,00	0,29	0,46	0,49	0,42	0,39	0,39	0,39

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Bruttoausschüttungen	8,6	3,2	8,2	18,2	31,2	36,2	36,5	28,9	24,9
Cash Calls	-15,5	-9,9	-8,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
CF operativ	-2,2	-5,9	-4,3	7,0	20,4	25,6	26,1	17,0	13,8
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	4,5	14,2	10,0	2,7	1,9	1,7	0,9	0,7
Liquidität Jahresanfa.	1,6	0,6	0,2	7,4	17,4	33,5	53,9	72,7	82,5
Liquidität Jahresende	0,6	0,2	7,4	17,4	33,5	53,9	72,7	82,5	90,0

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Wachstum Bruttoertrag	-16,6%	-87,5%	806,5%	41,0%	5,6%	-9,3%	-4,8%	0,0%	0,2%
EBITDA-Marge	85,7%	114,1%	83,4%	87,8%	86,4%	83,3%	79,8%	77,2%	75,5%
EBIT-Marge	85,6%	114,1%	83,4%	87,8%	86,4%	83,3%	79,8%	77,2%	75,5%
EBT-Marge	70,8%	2,5%	69,9%	77,4%	77,9%	74,9%	72,9%	72,1%	71,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	64,4%	2,3%	63,6%	70,4%	70,9%	68,2%	66,3%	65,6%	64,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	6,66	6,22	5,84	5,51	5,23
8,4%	5,99	5,63	5,31	5,03	4,79
8,9%	5,42	5,12	4,91	4,62	4,41
9,4%	4,93	4,67	4,45	4,24	4,06
9,9%	4,50	4,28	4,09	3,91	3,76

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 09.10.2023 um 9:00 Uhr fertiggestellt und am 09.10.2023 um 9:40 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
24.03.2023	Buy	5,00 CHF	1), 3)
05.09.2022	Buy	5,60 CHF	1), 3)
24.03.2022	Buy	5,10 CHF	1), 3), 4)

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.