

26. März 2024
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 Secondary Private Equity AG

Rendite auch im zyklischen Markttief
knapp zweistellig

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 4,225 CHF | Kursziel: 4,70 CHF (zuvor: 4,90 CHF)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

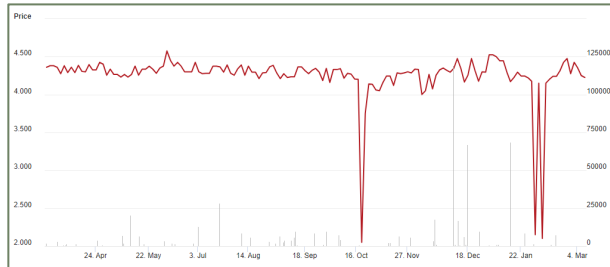
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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):	4,225 CHF
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	15,3 Mio. CHF
Market Cap:	64,6 Mio. CHF
Enterprise Value:	89,1 Mio. CHF
Freefloat:	38,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,65 / 3,95 CHF
Ø Umsatz (12M BX):	9,4 Tsd. CHF

Fondserträge niedriger

Das Jahr 2023 war auch für die Private-Equity-Industrie sehr anspruchsvoll, was sich in den Erfolgskennzahlen der Secondary-Investments von Matador niedergeschlagen hat. Zwar haben die Fonds insgesamt erneut einen deutlichen Wertzuwachs (vor Währungseffekten) von 3,3 Mio. CHF erzielt, dieser lag aber weit unter dem Vorjahreswert (9,4 Mio. CHF). Insgesamt wurde bei 13 Positionen eine Wertsteigerung und bei 11 Positionen eine Wertminderung erfasst. Hinzu kamen noch die Effekte aus Wechselkursänderungen und der saldierte Wertbeitrag von -0,3 Mio. CHF aus Veräußerungen (siehe unten), wobei erstere aufgrund der deutlichen Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber US-Dollar und Euro mit -4,7 CHF letztes Jahr sehr hoch ausgefallen sind.

Ergebnis negativ

Zwar hat die Gesellschaft zugleich aus Wertschriften (börsennotierte Wertpapiere) einen hohen Ertrag von 1,3 Mio. CHF (Vorjahr: 0,02 Mio. CHF) und aus Beteiligungen nur einen minimalen Verlust (-0,08 Mio. CHF, Vorjahr -0,11 Mio. CHF) erzielt, aber da

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttoertrag* (Mio. CHF)	0,7	8,2	-1,9	4,5	6,5	9,1
EBIT (Mio. CHF)	8,2	7,0	-2,1	4,5	5,0	7,5
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	7,3	5,3	-2,9	3,0	3,3	5,6
EpS (CHF)**	0,52	0,36	-0,20	0,20	0,17	0,28
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag		1.075,3%	-	-	43,7%	40,7%
Gewinnwachstum		-27,1%	-	-	11,1%	67,1%
KUV	92,32	7,85	-	14,35	9,99	7,10
KGV	8,9	12,2	-	21,5	19,3	11,6
KCF	36,1	-	18,0	-	-	9,7
EV / EBIT	10,9	12,7	-	19,9	17,8	12,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

die übrigen Finanzerträge (0,4 Mio. CHF) deutlich geringer ausgefallen sind als der übrige Finanzaufwand (-1,3 Mio. CHF), der vor allem aus Zinsaufwendungen resultierte, wurde inklusive des Aufwands für Drittleistungen (-0,1 Mio. CHF) im Jahr 2023 ein Nettoerfolg aus Finanzgeschäften von -1,9 Mio. CHF erwirtschaftet. Im Vorjahr hatten die hohen Fondserträge noch für einen Überschuss von 8,2 Mio. CHF gesorgt. Nach Abzug des übrigen betrieblichen Aufwands, der vor allem wegen der geringeren erfolgsabhängigen Zahlungen an den Lizenzgeber Elf Partners von 1,8 auf 1,0 Mio. CHF gesunken ist, resultierte daraus ein EBTDA von -2,9 Mio. CHF (Vorjahr: +6,4 Mio. CHF). Bei geringfügigen Abschreibungen und periodenfremden Aufwendungen sowie einem Ertrag von 0,2 Mio. CHF aus der Aktivierung latenter Steuern bewegte sich auch das Jahresergebnis mit -2,9 Mio. Euro (Vorjahr: +5,3 Mio. CHF) auf diesem Niveau.

Geschäftszahlen	2022	2023	Änderung
Erfolg Fonds	9,4	2,5*	-73,7%
Erfolg Beteiligungen	-0,1	-0,1	-
Erfolg Wertschriften	0,0	1,3	-
Währungserfolg	-0,3	-4,7	-
Finanzergebnis	-0,6	-0,8	-
Aufwand Drittleistung	-0,2	-0,1	-
Nettoerfolg Total	8,2	-1,9	-
EBTDA	6,4	-2,9	-
Periodenergebnis	5,3	-2,9	-

*In Mio. CHF; *Wertänderungen (3,3 Mio. CHF) inklusive Veräußerungsergebnis; Quelle: Unternehmen*

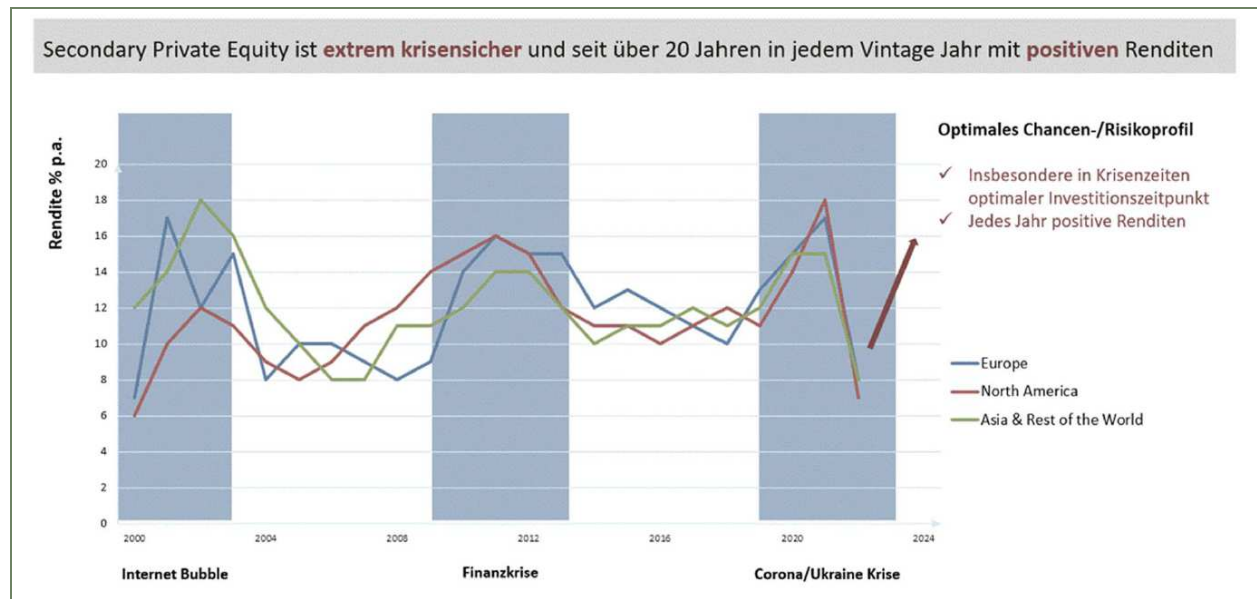
Weitere Investitionen

Im Rahmen von Capital Calls hat Matador im letzten Jahr 10,4 Mio. CHF (Vorjahr: 15,5 Mio. CHF) in Secondary-Fonds investiert, darunter waren auch die beiden neuen Engagements Capital Dynamics Global Secondary VI (1,8 Mio. CHF) und KVC Secondaries Fund III (1,5 Mio. CHF). Dem standen Ausschüttungen in Höhe von 3,1 Mio. CHF gegenüber. Zudem hat das Unternehmen die Anteile an dem ASF Peace Co-Invest veräußert (Zufluss 6,8 Mio. CHF), womit ca. 76 Prozent der zuvor gebuchten Wertstei-

gerung des Fonds realisiert wurden (da der bilanziell ausgewiesene Wert in jedem Jahr an die Wertentwicklung angepasst wird, wurde für das Abschlussjahr ein Veräußerungsverlust in Höhe von 539 Tsd. CHF verbucht, was der Differenz zum Buchwert inklusive zuvor unrealisierter Gewinne in Höhe von 2,3 Mio. CHF entspricht). Außerdem wurden im Rahmen eines Tauschs gegen Aktien von Matador sowie (in geringem Umfang) von der WR Wohnraum AG die Fondsanteile am eQ Secondary III Fonds abgegeben, was mit einem Veräußerungsgewinn von 253 Tsd. CHF verbunden war. Zusammen mit Änderungen bei anderen Positionen (insb. Private Debt, kurzfristige Forderungen, Aktiva mit Börsenkursen) betrug der Cashflow-Saldo aus der Betriebs- und Investitionstätigkeit somit -4,5 Mio. CHF (Vorjahr: -6,3 Mio. CHF). Das wurde mit einem Zahlungsmittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit von 9,7 Mio. CHF deutlich überkompensiert, wobei der Verkauf selbst gehaltener eigener Aktien (6,8 Mio. CHF) und die Platzierung einer weiteren 5 Mio. Euro-Tranche der emittierten Anleihe für hohe Zuflüsse gesorgt haben, während die Bankverbindlichkeiten (Vorjahreswert: 2,5 Mio. CHF) im Berichtszeitraum vollständig zurückgeführt wurden. Insgesamt hat sich die Liquidität damit im Jahresverlauf von 0,6 auf 3,3 Mio. CHF erhöht.

EK-Quote jetzt 61,7 Prozent

Dominiert wird die Aktivseite der Bilanz aber weiterhin durch die Investments in insgesamt 23 Secondary-Fonds, auf die zum Jahresende 61,7 Mio. CHF resp. 71 Prozent der nahezu unveränderten Bilanzsumme (86,6 Mio. CHF) entfielen. Damit ist der Anteil trotz der Neuinvestments und der Capital Calls gesunken (Vorjahr: 78 Prozent), was auf den Verkauf (ASF Peace), den Anteilstausch (eQ Secondary III) und die erfassten Wertminderungen wegen Wechselkursänderungen zurückzuführen ist. Durch das negative Jahresergebnis hat sich zugleich das Eigenkapital von 55,3 auf 53,5 Mio. CHF reduziert, wodurch die EK-Quote von 63,9 auf 61,7 Prozent gesunken ist, was aber weiterhin ein komfortables Niveau darstellt. Das Fremdkapital hat insgesamt leicht zugenommen (von 31,2 auf 33,1 Mio. CHF), wobei die emittierte Anleihe (mit 30 Mio. Euro resp. 27,9 Mio. CHF) der



Quelle: Unternehmen

mit Abstand wichtigste Posten ist, während die Bankverbindlichkeiten komplett getilgt wurden.

Knapp zweistellige Rendite

Das Finanzanlagevermögen (inklusive Beteiligungen, ohne aktive latente Steuern) von Matador lag zum Jahresende 2023 insgesamt bei 75,3 Mio. CHF und damit unter dem von uns geschätzten Wert (81,4 Mio. CHF), was auf das Tauschgeschäft und die Auswirkungen der hohen Währungsverluste auf den Buchwert zurückzuführen ist. Der um Währungsver-

luste und das Zinsergebnis bereinigte Nettoerfolg hat hingegen mit 3,6 Mio. CHF unsere Schätzung (2,2 Mio. CHF) deutlich übertroffen. Nach unseren Berechnungen haben die Fondspositionen gemessen am durchschnittlichen Investitionsvolumen eine Rendite von 9,9 Prozent erzielt (vor Wechselkursänderungen). Das ist angesichts der Marktbedingungen ein sehr gutes Resultat, da die Renditen am Secondary-Markt zuletzt zyklisch eher am unteren Ende der üblichen Bandbreite lagen (siehe Abbildung oben).

Fonds	Initiales Commitments (Mio. Euro)*	Rest-Commitment 12/23 (Mio. Euro)*	Voraussichtliche Inanspruchnahme (in %)**	Voraussichtliches Investment (Mio. Euro)*
Adrian Secondary VIII	4,6	1,3	10%	0,5
Capital Dynamics Global Secondary V	7,5	2,0	10%	0,8
Capital Dynamics Global Secondary VI	6,9	5,1	15%	1,0
Stepstone SVCS V Fund	9,2	3,6	10%	0,9
KVCS III Fund	6,9	5,4	20%	1,4
RCP Fund XIII	1,4	0,1	5%	0,1
RCP SOF III Overage	9,2	0,9	5%	0,5
RCP Direct IV EU SCSp	4,6	1,8	25%	1,2
RCP SOF IV EU SCSp	9,2	5,0	50%	4,6
Summe	59,6	25,2		10,8

* USD in Euro (mit Kurs 1,085 Euro) umgerechnet; ** in Prozent des initialen Commitments; Quelle: Unternehmen

Antizyklische Investitionen

Auch die Bewertungsabschläge bei Verkäufen waren im Marktschnitt in jüngster Zeit vergleichsweise hoch, was die Gesellschaft mit den Neuinvestments antizyklisch genutzt hat. Im Rahmen der Transaktionen hat sich Matador an einem Portfolio aus US-Tech-Gesellschaften mit einem Discount von 45 Prozent auf den inneren Wert beteiligt. Das Unternehmen wird diese Strategie fortsetzen und den Kernbereich der Secondary-Investments weiter ausbauen. Aus den bestehenden Positionen erwartet das Unternehmen noch Capital Calls im Volumen von ca. 10,8 Mio. Euro (siehe Tabelle unten auf der vorherigen Seite) – nach den umfangreichen Abrufen in 2023 hat sich diese Summe damit binnen Jahresfrist deutlich reduziert (damals: 14,1 Mio. Euro). Das schafft auch weiteren Spielraum für Neuinvestments. Insgesamt rechnet das Management mit einem „erfolgreichen Geschäftsjahr 2024“.

Schätzungen überarbeitet

Wir haben weitere Investitionen einkalkuliert, das Portfoliovolumen gegenüber unseren bisherigen Schätzungen als Reaktion auf die Zahlen aus 2023 aber deutlich reduziert, und zwar auf 82,2 Mio. CHF

(bislang: 95,6 Mio. CHF) zum Ende dieses Jahres 2024. Entsprechend fallen auch die Erträge niedriger aus, als bislang erwartet. Wir kalkulieren jetzt mit einem Ertrag (vor Währungseffekten und Zinsergebnis) von 5,7 Mio. CHF (bislang: 10,6 Mio. CHF), was immer noch eine deutliche Verbesserung gegenüber 2023 darstellen würde. Für das nächste Jahr haben wir dann ein Portfoliowachstum auf 92,9 Mio. CHF (bislang: 104,9 Mio. CHF), gestützt auf eine weitere Einwerbung von Eigenkapital, und Erträge in Höhe von 7,8 Mio. CHF (bislang: 14,5 Mio. CHF) unterstellt. Damit haben wir auch einen deutlichen Abschlag für den Fall vorgenommen, dass die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, insbesondere in Europa, weiter schwierig bleiben. Die Tabelle unten enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details bietet der Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einer 13-prozentigen Rendite auf ein Zielfortfolio 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

Mio. CHF	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Bruttoausschüttungen	5,7	7,8	17,5	30,8	35,5	35,2	27,8	24,3
Cash Calls	-9,9	-8,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
Bestands-Cashflow	-4,2	-0,2	11,5	25,2	29,9	29,6	20,6	17,9
Ertragssaldo Bestand	4,5	5,0	7,5	11,1	9,6	8,6	8,3	8,2
Steuersatz	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	0,5	0,7	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7
Bestands-CF+Ertragssaldo	-0,1	4,3	18,3	35,3	38,6	37,4	28,2	25,4
+ 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	-5,7	-7,8	-10,4	-14,1	-12,7	-11,9	-11,7	-11,6
Operativer Brutto Cashflow	-5,8	-3,4	7,9	21,2	25,9	25,6	16,5	13,8
- 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	2,0	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
Free Cashflow	-4,8	-1,4	0,9	14,2	18,9	16,6	8,5	6,8

SMC Schätzmodell

unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 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: 4,70 CHF

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 94,6 Mio. CHF oder 4,69

CHF je Aktie (voll verwässert). Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 4,70 CHF ab (bisher: 4,90 CHF; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Reduktion des Kursziels resultiert aus den vorsichtigeren Ertragsschätzungen. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

Die Secondary-Investments von Matador haben im letzten Jahr nach unseren Berechnungen eine Rendite von knapp 10 Prozent erzielt, obwohl sich der Markt eher in einem zyklischen Renditetief befunden hat. Das ist aus unserer Sicht ein beachtliches Ergebnis, das über unseren Erwartungen ausgefallen ist. Das Nettoergebnis wurde allerdings durch hohe Wechselkursverluste getrübt, die der starken Aufwertung des Schweizer Franken geschuldet sind. Das war mitverantwortlich dafür, dass das Portfoliovolumen insgesamt unter unseren Schätzungen geblieben ist.

Für das laufende Jahr erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Erträge (vor Wechselkurseffekten und dem Zinsergebnis) um 58 Prozent auf 5,7 Mio. CHF. Damit haben wir unsere Schätzungen gleichwohl ab-

gesenkt und u.a. auf das geringere Portfoliovolumen und die möglicherweise insbesondere in Europa anhaltend schwierigen Rahmenbedingungen reagiert.

Das Unternehmen wird die Marktbedingungen, die sich in hohen Discounts auf den inneren Wert von Beteiligungen niederschlagen, weiter für antizyklische Investitionen nutzen, mit denen die Basis für das künftige Ertragswachstum geschaffen wird.

Nach dem Update unseres Modells sehen wir den fairen Wert jetzt bei 4,70 CHF je Aktie (bislang: 4,90 CHF). Damit bietet der Titel ein Aufwärtspotenzial von rund 11 Prozent. Auf der Basis lautet unsere Empfehlung weiterhin „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 62 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 im Gesamtjahr 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	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	76,2	83,1	93,8	99,7	95,6	85,4	76,7	75,8	76,5
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	10,4	11,0	15,3	25,2	41,0	60,8	78,3	87,0	94,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	53,5	56,5	69,8	85,4	94,4	102,2	109,4	116,5	123,5
II. Rückstellungen	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,9	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4
2. Kurzfristiges FK	1,6	1,6	3,1	3,4	6,0	7,8	9,4	10,2	10,9
BILANZSUMME	86,6	94,1	109,1	124,9	136,6	146,2	154,9	162,8	170,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Bruttoertrag Finanz.	-1,9	4,5	6,5	9,1	13,0	11,7	11,1	11,1	11,1
EBITDA	-2,1	4,5	5,0	7,5	11,1	9,6	8,6	8,3	8,2
EBIT	-2,1	4,5	5,0	7,5	11,1	9,6	8,6	8,3	8,2
EBT	-3,1	3,3	3,7	6,1	9,9	8,6	7,9	7,8	7,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,9	3,0	3,3	5,6	9,0	7,8	7,2	7,1	7,0
JÜ	-2,9	3,0	3,3	5,6	9,0	7,8	7,2	7,1	7,0
EPS (CHF)	-0,20	0,20	0,17	0,28	0,45	0,39	0,35	0,35	0,35

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Bruttoausschüttungen	3,1	5,7	7,8	17,5	30,8	35,5	35,2	27,8	24,3
Cash Calls	-10,4	-9,9	-8,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
CF operativ	3,6	-6,9	-4,7	6,7	20,2	25,0	24,9	15,9	13,3
CF aus Investition	-8,1	1,0	2,0	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
CF Finanzierung	9,7	4,5	11,6	10,3	2,6	1,8	1,6	0,8	0,6
Liquidität Jahresanfa.	0,6	3,3	2,0	10,9	20,9	36,6	56,5	73,9	82,6
Liquidität Jahresende	3,3	2,0	10,9	20,9	36,6	56,5	73,9	82,6	89,6

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Wachstum Bruttoertrag	-122,9%	-338,9%	43,7%	40,7%	42,7%	-9,7%	-5,3%	0,0%	0,3%
EBITDA-Marge	-111,1%	99,3%	77,6%	81,9%	85,1%	81,7%	77,8%	75,2%	73,5%
EBIT-Marge	-111,2%	99,3%	77,6%	81,9%	85,1%	81,7%	77,8%	75,2%	73,5%
EBT-Marge	-162,1%	73,4%	56,7%	67,4%	76,5%	73,2%	70,8%	69,9%	69,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-152,4%	66,8%	51,6%	61,3%	69,6%	66,6%	64,4%	63,6%	62,9%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	6,19	5,77	5,40	5,09	4,81
8,4%	5,54	5,19	4,89	4,62	4,39
8,9%	4,98	4,69	4,69	4,21	4,01
9,4%	4,50	4,26	4,04	3,85	3,68
9,9%	4,08	3,88	3,69	3,52	3,37

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 26.03.2024 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 26.03.2024 um 8:45 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
09.10.2023	Buy	4,90 CHF	1), 3), 4)
24.03.2023	Buy	5,00 CHF	1), 3)
05.09.2022	Buy	5,60 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.