

4. Oktober 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# Matador Secondary Private Equity AG

## Gewinnsprung im ersten Halbjahr

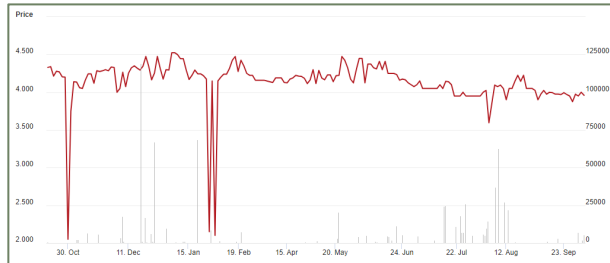
**Urteil:** Buy (unverändert) | **Kurs:** 4,25 CHF | **Kursziel:** 4,80 CHF (zuvor: 4,70 CHF)

**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

<b>Sitz:</b>	Sarnen (Schweiz)
<b>Branche:</b>	Private Equity
<b>Mitarbeiter:</b>	3
<b>Rechnungslegung:</b>	Swiss GAAP
<b>ISIN:</b>	CH0042797206
<b>Ticker:</b>	SQL:SW
<b>Kurs (BX Swiss):</b>	4,25 CHF
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienkapital:</b>	15,3 Mio. CHF
<b>Market Cap:</b>	65,0 Mio. CHF
<b>Enterprise Value:</b>	94,5 Mio. CHF
<b>Freefloat:</b>	37,9 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	4,65 / 3,95 CHF
<b>Ø Umsatz (12M BX):</b>	rd. 13 Tsd. CHF

## Fondserträge kräftig gestiegen

Nach einer Delle im Vorjahr haben die Private-Equity-Secondary-Investments von Matador im ersten Halbjahr 2024 wieder zur gewohnten Ertragsstärke zurückgefunden. Insgesamt konnten aus den Fonds saldierte Erträge von 3,1 Mio. CHF verbucht werden, gegenüber lediglich 0,8 Mio. CHF im Referenzzeitraum 2023. Während es bei 15 Vehikeln zum Teil deutliche Wertzuwächse gab, wurden lediglich für acht Fonds Abschlüsse – und das auch nur in relativ geringem Umfang – erfasst. Ein weiterer wesentlicher Gewinntreiber im ersten Halbjahr war der Währungserfolg. Da die Investments in Euro und US-Dollar getätigt wurden, die gegenüber dem Schweizer Franken in den ersten sechs Monaten deutlich aufgewertet haben, führte das bei Matador zu einem Währungsertrag von 3,4 Mio. CHF (Vorjahr: -1,1 Mio. CHF).

## Nettoerfolg massiv verbessert

Ebenfalls von erhöhter Relevanz für den Nettoerfolg sind die Finanzierungsaufwendungen, die im Berichtshalbjahr mit -0,62 Mio. CHF etwas geringer ausgefallen sind als im Vorjahr (-0,67 Mio. CHF). Da

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttoertrag* (Mio. CHF)	0,7	8,2	-1,9	6,7	8,7	9,2
EBIT (Mio. CHF)	8,2	7,0	-2,1	5,9	7,0	7,2
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	7,3	5,3	-2,9	4,5	5,3	5,6
EpS (CHF)**	0,52	0,36	-0,20	0,22	0,26	0,28
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag		1.075%	-	-	29,9%	5,8%
Gewinnwachstum		-27,1%	-	-	19,5%	5,7%
KUV	92,86	7,90	-	9,75	7,51	7,10
KGV	8,9	12,3	-	14,6	12,2	11,5
KCF	36,4	-29,8	18,1	-	-	16,3
EV / EBIT	11,5	13,4	-	16,0	13,5	13,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

sich die Positionen Finanzierungsaufwand, Erfolg aus Beteiligungen und aus Wertschriften sowie der Aufwand für Dritteleistungen per Saldo neutralisiert haben, haben die deutlich höheren Fondserträge und der Währungserfolg dazu geführt, dass sich der erzielte Halbjahres-Nettoerfolg von -0,9 auf +5,9 Mio. CHF massiv verbessert hat. Zwar hat sich auch der übrige betriebliche Aufwand von 0,38 auf 0,78 Mio. CHF in etwa verdoppelt, was vor allem auf höhere erfolgsabhängige Zahlungen an den Lizenzgeber Elf Partners zurückzuführen ist, dennoch hat das EBTDA von -1,2 auf 5,1 Mio. CHF zugelegt. Bei geringen Abschreibungen und außerordentlichen Effekten sowie einem latenten Steueraufwand in Höhe von -0,37 Mio. CHF (Vorjahr: Ertrag von +0,11 Mio. CHF) resultiert daraus ein Perioden Nettoergebnis von 4,7 Mio. CHF (Vorjahr: -1,2 Mio. CHF).

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Erfolg Fonds	0,8	3,1	+290,8%
Erfolg Beteiligungen	-0,1	0,1	-
Erfolg Wertschriften	0,2	-0,2	-
Währungserfolg	-1,1	3,4	-
Finanzergebnis	-0,5	-0,4	-
Aufwand Dritteleistung.	-0,1	-0,1	-
Nettoerfolg Total	-0,9	5,9	-
EBTDA	-1,2	5,1	-
Periodenergebnis	-1,2	4,7	-

*In Mio. CHF; Quelle: Unternehmen*

## Investitionen prägen Cashflow

Im Halbjahres-Cashflow spiegelt sich das nicht wider, da die Ertragskomponenten größtenteils Buchwertveränderungen darstellen. Die erfassten Ausschüttungen der Fonds beliefen sich in den ersten sechs Monaten hingegen auf 2,5 Mio. CHF, denen allerdings Abflüsse aus Capital Calls (also aus zuvor getätigten Investitionszusagen) in Höhe von 4,0 Mio. CHF gegenüberstanden. Insgesamt summierte sich der Free-Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit und aus Investitionen in den ersten sechs Monaten daher auf -3,7 Mio. CHF (Vorjahr: -1,4 Mio. CHF). Bei geringfügigen Abflüssen aus Finanzierungstätigkeit (-0,4 Mio. CHF) haben sich die liquiden Mittel im bisherigen

Jahresverlauf von 3,3 auf 1,3 Mio. CHF reduziert, zugleich wurde eine Kreditlinie in Höhe von 1,9 Mio. CHF in Anspruch genommen.

## Fonds stehen für 75 Prozent der Aktiva

Dank der hohen Wertzuwächse und der Nettoinvestitionen hat sich der Buchwert der Fonds im ersten Halbjahr von 61,7 auf 70,1 Mio. CHF erhöht und macht damit nun 75 Prozent der Bilanzsumme aus. Eine weitere wesentliche Aktivposition ist die Beteiligung an der WR Wohnraum AG mit 9,1 Mio. CHF (9,7 Prozent), wobei es für diese Position eine Verkaufsoption mit Laufzeit bis April 2026 gibt. Auf der Passivseite steht dem dank dem Periodengewinn nun ein Eigenkapital von 59,1 Mio. CHF (+5,6 Mio. CHF) gegenüber, woraus sich eine EK-Quote von 63,3 Prozent errechnet (Ende 2023: 61,7 Prozent). Die mit Abstand größte Fremdkapitalposition ist eine Anleihe ohne Laufzeitbegrenzung mit einem Nominalzins von 3,75 Prozent p.a. und einem Buchwert von 28,9 Mio. CHF.

## Keine neuen Commitments

Matador hatte in den Vorjahren zahlreiche große Neuinvestments getätigt, die aktuell noch zu den hohen Capital Calls führen. Da eine zusätzliche Eigenkapitalaufnahme angesichts der nach wie vor ungünstigen Kapitalmarktbedingungen für Small Caps im Moment schwer umzusetzen ist und die finanziellen Möglichkeiten nach dem bereits deutlichen Ausbau des Fremdkapitals in den letzten Jahren limitiert sind, ist das Unternehmen im ersten Halbjahr keine weiteren Commitments eingegangen. Stattdessen wurden kürzlich die Anteile an dem Fonds RCP Direct IV zu 100 Prozent des Buchwerts, der sich Ende September auf 4,1 Mio. Euro belaufen hat, verkauft. Damit konnten die aus der erzielten Rendite von 20,2 Prozent p.a. resultierenden hohen aufgelaufenen Bewertungsgewinne vollständig realisiert werden – ein beachtlicher Erfolg im aktuellen Umfeld. Matador hat damit neues Kapital für Investments in das Portfolio freigesetzt. Das Management rechnet im Moment noch bei sechs Fonds mit Nettoabrufen (Capital Calls abzüglich Ausschüttungen) in Höhe von umgerechnet 9,4 Mio. Euro (siehe folgende Tabelle).

Fonds	Initiales Commitments (Mio. Euro)*	Rest-Commitment 06/24 (Mio. Euro)*	Voraussichtliche Inanspruchnahme (in %)**	Voraussichtliches Investment (Mio. Euro)*
Adrian Secondary VIII	4,5	1,1	10%	0,5
Capital Dynamics Global Secondary VI	6,8	5,3	35%	2,4
Stepstone SVCS V Fund	9,0	1,6	5%	0,5
KVCS III Fund	6,8	4,9	70%	4,7
RCP Fund XIII	1,4	0,1	5%	0,1
RCP SOF IV EU SCSp	9,0	3,9	15%	1,4
<b>Summe</b>	<b>37,5</b>	<b>16,9</b>		<b>9,4</b>

\* USD in Euro (mit Kurs 1,106 Euro) umgerechnet; \*\* in Prozent des initialen Commitments; Quelle: Unternehmen

## Hoher Gewinn anvisiert

Der Großteil der Fonds befindet sich damit bereits in der Netto-Ausschüttungsphase, und grundsätzlich ist derzeit auch ein Trend zu deutlich ansteigenden Ausschüttungen zu beobachten. Nachdem diese in den ersten sechs Monaten noch vergleichsweise niedrig ausgefallen sind, wird für das zweite Halbjahr ein deutlich höheres Volumen erwartet. Auch die Ertragsperspektiven für das Gesamtjahr stuft das Management von Matador sehr positiv ein und strebt weiterhin einen Gewinn von 5,5 bis 8 Mio. CHF an.

## Aktualisierung des Modells

Wir hatten für 2024 bislang lediglich mit einem Überschuss von 3,0 Mio. CHF gerechnet. In Reaktion auf die positive Entwicklung heben wir diese Taxe jetzt auf einen immer noch vorsichtig geschätzten Wert von 4,5 Mio. CHF an (für das zweite Halbjahr haben wir dabei Währungsverluste in Höhe der Gewinne aus den ersten sechs Monaten unterstellt) und erwarten auch für 2025 einen höheren Gewinn von 5,3 Mio. CHF (bislang: 3,3 Mio. CHF). Das geht einher mit höheren Annahmen bezüglich der Bruttoausschüttungen, und zwar 7,0 Mio. CHF für 2024 (bislang: 5,7 Mio. CHF) und 8,6 Mio. CHF für 2025 (bislang: 7,8 Mio. CHF). Zugleich haben wir das Ausbautempo des Portfolios nach unten angepasst, da in 2024 bislang keine neuen Commitments abgegeben wurden und zuletzt die Anteile am Fonds RCP Direct IV verkauft worden sind. Infolgedessen haben wir das Bruttoausschüttungsvolumen ab 2025 etwas reduziert. Wir gehen aber davon aus, dass der Investitions-

prozess von Matador wieder mehr Tempo aufnimmt, sobald sich die Rahmenbedingungen für Small Caps aufhellen und eine Eigenkapitalakquise in größerem Umfang möglich wird. Die Tabelle auf der nächsten Seite 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 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: 4,80 CHF

Nach den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 97,0 Mio. CHF oder 4,81 CHF je Aktie (voll verwässert). Daraus leiten wir ein neues Kursziel von 4,80 CHF ab (bisher: 4,70 CHF; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Erhöhung des Kursziels resultiert aus den positiveren Ertragschätzungen. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Mio. CHF	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Bruttoausschüttungen	7,0	8,6	14,6	25,6	35,1	34,5	26,7	23,4
Cash Calls	-9,9	-6,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
Bestands-Cashflow	-3,0	2,6	8,6	20,0	29,5	28,9	19,5	17,0
<b>Ertragssaldo Bestand</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>
Steuersatz	12,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	0,6	0,7	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
<b>Bestands-CF+Ertragssaldo</b>	<b>2,2</b>	<b>9,0</b>	<b>15,1</b>	<b>29,8</b>	<b>38,0</b>	<b>36,5</b>	<b>26,9</b>	<b>24,3</b>
+ 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	-7,5	-9,8	-10,2	-13,8	-12,4	-11,6	-11,4	-11,5
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,9</b>	<b>15,9</b>	<b>25,6</b>	<b>24,9</b>	<b>15,5</b>	<b>12,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	3,0	2,0	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>8,9</b>	<b>18,6</b>	<b>15,9</b>	<b>7,5</b>	<b>5,8</b>

*SMC Schätzmodell*

## Fazit

Nach einer schwächeren Entwicklung im Vorjahr haben die Private-Equity-Secondary-Investments von Matador schnell wieder zur alten Ertragsstärke zurückgefunden. Dank hoher Fondserträge und Währungsgewinne wurde der Ertrag aus Finanzgeschäften im ersten Halbjahr von -0,9 auf +5,9 Mio. CHF massiv verbessert, was einen Nettogewinn von 4,7 Mio. CHF ermöglicht hat.

Auch für das zweite Halbjahr zeichnet sich eine positive Ertragsentwicklung der Fonds ab. Zwar dürften die Währungsgewinne wegen der jüngsten Wechselkursentwicklung zurückgehen, aber das Management erwartet weiterhin für das Gesamtjahr einen Gewinn von 5,5 bis 8,0 Mio. CHF.

Das Investitionstempo hat Matador wegen begrenzter liquider Mittel und noch anstehender Capital Calls allerdings gedrosselt. Im ersten Halbjahr wurden keine neuen Commitments eingegangen, stattdessen wur-

den kürzlich die Anteile an einem Fonds verkauft – womit die hier aufgelaufenen hohen Bewertungsgewinne (Rendite 20,2 Prozent p.a.) vollständig realisiert werden konnten. Da aktuell zudem auch ein Trend zu deutlich steigenden Ausschüttungen zu beobachten ist, besteht ein ausreichender Spielraum für die Capital Calls, mit denen das Investitionsvolumen weiter aufgestockt werden könnte.

Wir haben unser Modell in Reaktion auf die aktuelle Entwicklung angepasst und erwarten für 2024 und 2025 höhere Gewinne und Ausschüttungen als bislang geschätzt – aber etwas niedrigere danach, weil wir die Annahmen zum Tempo des Portfolioausbaus reduziert haben.

In Summe hat sich unser Kursziel leicht erhöht, von 4,70 auf 4,80 CHF, und bietet damit ein attraktives Kurspotenzial von 12 Prozent, weswegen wir weiter das Urteil „Buy“ vergeben.



# 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 63 Prozent.

## Chancen

- Nach einem Gewinnsprung im ersten Halbjahr verspricht die positive Fondsentwicklung auch für das zweite Halbjahr hohe Erträge.
- Zahlreiche Fonds befinden sich in einem fortgeschrittenen Reifestadium mit steigenden 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.
- 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

- Die Ertragsentwicklung war in den letzten anderthalb Jahren volatil als zuvor. Ein erneuter gesamtmakrobedingter Dämpfer für die Gewinnentwicklung ist angesichts der schwierigen Wirtschaftslage in Europa durchaus denkbar.
- In einem schwierigen Kapitalmarktumfeld könnten Aktienemissionen nur mit Abschlägen oder gar nicht möglich sein. Da die FK-Quote für das Geschäftsmodell schon recht hoch ist, wäre in dem Fall ein deutliches Wachstum schwierig.
- 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	76,2	79,7	84,9	93,5	94,4	84,3	76,0	75,9	77,4
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	11,9	21,9	31,3	41,0	60,6	77,5	85,3	91,3
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	53,5	57,9	73,2	88,9	97,8	105,5	112,6	119,5	126,5
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	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4	30,4
2. Kurzfristiges FK	1,6	1,6	1,5	3,9	5,5	7,3	8,8	9,5	10,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>86,6</b>	<b>91,6</b>	<b>106,8</b>	<b>124,9</b>	<b>135,4</b>	<b>144,9</b>	<b>153,5</b>	<b>161,1</b>	<b>168,7</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Bruttoertrag Finanz.	-1,9	6,7	8,7	9,2	12,9	11,6	11,0	11,0	11,1
EBITDA	-2,1	5,9	7,0	7,2	10,8	9,3	8,4	8,1	8,0
EBIT	-2,1	5,9	7,0	7,2	10,8	9,3	8,4	8,1	8,0
EBT	-3,1	5,1	5,9	6,2	9,8	8,4	7,7	7,7	7,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,9	4,5	5,3	5,6	8,9	7,7	7,0	7,0	7,0
JÜ	-2,9	4,5	5,3	5,6	8,9	7,7	7,0	7,0	7,0
EPS (CHF)	-0,20	0,22	0,26	0,28	0,44	0,38	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	7,0	8,6	14,6	25,6	35,1	34,5	26,7	23,4
Cash Calls	-10,4	-9,9	-6,0	-6,0	-5,6	-5,6	-5,6	-7,2	-6,4
CF operativ	3,6	-6,0	-1,9	4,0	15,1	24,8	24,4	15,1	12,5
CF aus Investition	-8,1	3,0	2,0	-7,0	-7,0	-7,0	-9,0	-8,0	-7,0
CF Finanzierung	9,7	4,5	9,9	12,4	1,6	1,8	1,5	0,7	0,5
Liquidität Jahresanfa.	0,6	3,3	4,8	14,9	24,3	34,0	53,6	70,5	78,2
Liquidität Jahresende	3,3	4,8	14,9	24,3	34,0	53,6	70,5	78,2	84,2

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Wachstum Bruttoertrag	-122,9%	-453,4%	29,9%	5,8%	40,8%	-10,1%	-5,3%	0,2%	1,1%
EBITDA-Marge	-111,1%	88,5%	81,1%	78,9%	83,5%	80,1%	76,2%	73,6%	72,2%
EBIT-Marge	-111,2%	88,5%	81,1%	78,9%	83,5%	80,1%	76,2%	73,6%	72,2%
EBT-Marge	-162,1%	76,0%	67,6%	67,6%	76,3%	72,8%	70,5%	69,6%	69,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-152,4%	66,9%	61,6%	61,5%	69,4%	66,3%	64,1%	63,4%	62,9%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,9%	6,61	6,16	5,78	5,45	5,16
8,4%	5,95	5,58	5,26	4,98	4,74
8,9%	5,38	5,07	4,81	4,57	4,36
9,4%	4,90	4,64	4,41	4,21	4,02
9,9%	4,47	4,25	4,06	3,88	3,72



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 03.10.2024 um 18:15 Uhr fertiggestellt und am 04.10.2024 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
26.03.2024	Buy	4,70 CHF	1), 3)
09.10.2023	Buy	4,90 CHF	1), 3), 4)
24.03.2023	Buy	5,00 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.