6. Oktober 2026
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials
Platz 1 & 2 German Software & IT
Mehrfacher Gewinner renommierter Analyst Awards

Matador Secondary Private Equity AG

Free-Cashflow nimmt jetzt deutlich zu

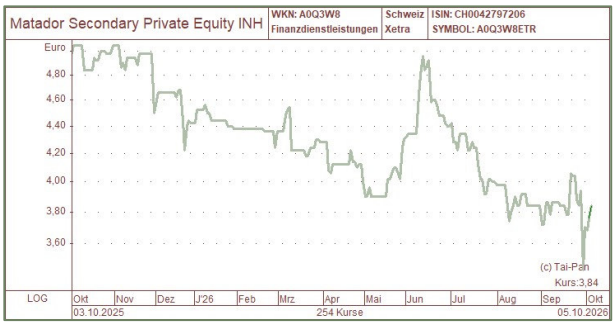
Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 3,78 Euro | **Kursziel:** 5,10 Euro (zuvor: 4,80 Euro)

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

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Sarnen (Schweiz)
Branche:	Private Equity
Mitarbeiter:	4
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	CH0042797206
Ticker:	SQL:SW
Kurs (Xetra):	3,78 Euro
Marktsegment:	Standard Sparks (SIX)
Aktienkapital:	15,3 Mio. CHF
Fondsbuchwert/Aktie	5,36 Euro*
EK-Buchwert/Aktie	3,28 Euro*
Market Cap:	57,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	103,5 Mio. Euro
Freefloat:	49,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,10 / 3,44 Euro
Ø Umsatz (Xetra 12M):	8,1 Tsd. Euro

Ertragreiches erstes Halbjahr

Matador hatte schon im Vorfeld auf eine positive Entwicklung des Portfolios im ersten Halbjahr hingewiesen, was die Sechsmonatszahlen nun auch eindrucksvoll bestätigt haben. Der Nettoerfolg aus dem Kernportfolio, der den erzielten Wertzuwachs widerspiegelt, hat sich binnen Jahresfrist um 30 Prozent auf rund 4,0 Mio. CHF erhöht. Während der operative Erfolg im Vorjahr noch durch eine starke Abwertung des US-Dollar konterkariert worden war, der für (größtenteils nicht zahlungswirksame) Währungsbuchverluste in Höhe von -6,8 Mio. CHF gesorgt hatte, konnte dieses Mal zusätzlich ein Währungsertrag in Höhe von 1,3 Mio. CHF verbucht werden. In Summe haben sich die Erträge aus den Investments damit auf +5,3 Mio. CHF belaufen, nach -3,6 Mio. CHF in der Vorjahresperiode. Aufgrund der erfolgsabhängigen Lizenzgebühren haben sich damit auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen deutlich erhöht, von 0,7 auf 1,9 Mio. CHF, was aber durch Finanzierungserträge in Höhe von 2,1 Mio. CHF (Vorjahr: -0,2 Mio. CHF) kompensiert werden konnte. Damit bewegte sich das Vorsteuerergebnis mit 5,3 Mio. CHF (Vorjahr: -4,7 Mio. CHF) auf dem Niveau der Investmenterträge. Nach Abzug überschaubarer Steueraufwendungen (0,3 Mio. CHF) re-

GJ-Ende: 31.12.	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bruttoertrag (Mio. CHF)**	-1,9	8,3	-4,2	8,0	7,8	8,2
EBIT (Mio. CHF)	-2,1	7,5	-4,2	6,3	6,2	6,3
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	-2,9	6,3	-5,3	5,9	4,4	4,7
EpS (CHF)***	-0,20	0,42	-0,38	0,39	0,29	0,31
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wachstum Bruttoertrag	-	-	-	-	-2,7%	5,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-25,3%	7,0%
KUV	-	6,49	-	6,77	6,96	6,57
KGV	-	8,5	-	9,2	12,3	11,5
KCF	14,9	-	98,1	57,4	8,2	8,8
EV / EBIT	-	12,8	-	15,4	15,6	15,4

**zum WK 1,07 Euro/CHF mit 14,2 Mio. ausstehenden Aktien, **aus Finanzanlagen*

sultiert daraus ein Halbjahresgewinn von 5,0 Mio. CHF, nach einem Verlust von -4,0 Mio. CHF in der Vorjahresperiode.

Geschäftszahlen	6M 25	6M 26	*Änderung*
Erfolg Fonds	3,0	4,0	*+30,0%*
Erfolg sonstige	0,2	0,0	*-100,0%*
Währungserfolg	-6,8	1,3	-
Finanzgeschäftserfolg	-3,6	5,3	-
EBT	-4,7	5,3	-
Periodenergebnis	-4,0	5,0	-

In Mio. CHF; Quelle: Unternehmen

Free-Cashflow noch leicht negativ

Trotz des hohen Periodengewinns war der Free-Cashflow aus der Betriebs- und Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr mit -0,2 Mio. CHF (Vorjahr: -2,2 Mio. CHF) noch leicht negativ. Die Wertänderungen der Fonds stellen nämlich zunächst nur Buchgewinne dar, die erst in der Folgezeit zu Ausschüttungen führen. Deren Volumen hat sich in der Berichtsperiode auf 4,0 Mio. CHF belaufen, womit sie gegenüber dem Vorjahresniveau (2,3 Mio. CHF) um 71 Prozent zugelegt haben. Die Abrufe der Fonds von zugesagten Mitteln (Capital Calls) sind hingegen von 4,4 auf 3,4 Mio. CHF zurückgegangen. Der somit nunmehr positive Zahlungsmittelüberschuss aus dem Kernportfolio wurde im ersten Halbjahr aber noch durch die kumulierten übrigen Änderungen bei den Bilanzpositionen sowie die im betrieblichen Cashflow erfassten Zinszahlungen leicht überkompensiert. Da auch der Finanzierungs-Cashflow wegen des Rückkaufs eigener Aktien (-0,6 Mio. CHF) und der Darlehenstilgung (-1,8 Mio. CHF) negativ war, hat sich der Finanzmittelfonds im ersten Halbjahr von 0,4 auf -2,0 Mio. CHF geändert. Das wurde mit der Inanspruchnahme einer Kontokorrentlinie in Höhe von 2,3 Mio. CHF finanziert, was in Summe zu einer bilanziellen Liquidität von 0,3 Mio. CHF (Ende 2025: 0,4 Mio. CHF) geführt hat.

EK-Quote jetzt bei 47 Prozent

Durch die Bewertungs- und Währungsgewinne hat sich der Wert des Kernportfolios im ersten Halbjahr um 6,5 Prozent auf 73,5 Mio. CHF deutlich erhöht. Damit entfallen auf die Fonds jetzt 80 Prozent der Bilanzsumme. Der zweite große Aktivposten ist ein Darlehen in Höhe von 14,7 Mio. CHF an die Wohnpark Gäuboden GmbH & Co., die ein Wohnportfolio in der Nähe von München hält. Dabei handelt es sich um die letzte größere Position, die noch aus dem früher breiteren Investmentansatz resultiert. Auf der Passivseite hat sich das Eigenkapital durch den Halbjahresgewinn von 38,4 auf 43,6 Mio. CHF erhöht. Im Geschäftsbericht für 2025 war das EK nach Swiss GAAP allerdings noch mit 51,9 Mio. CHF ausgewiesen worden. Nachdem die Gesellschaft im laufenden Jahr den Wechsel auf IFRS vollzogen hat, mussten nun u.a. geschriebene Verkaufsoptionen auf eigene Aktien als Verbindlichkeit ausgewiesen werden, die das Eigenkapital isoliert betrachtet um 10,0 Mio. CHF geschmälert haben und damit für den Großteil der Änderung verantwortlich waren. Dadurch belief sich die Summe des ausgewiesenen Fremdkapitals per 30. Juni auf 48,4 Mio. CHF, woraus sich eine EK-Quote von 47,4 Prozent errechnet. Zum Ende des letzten Geschäftsjahres hatte sie – nach Swiss GAAP – noch bei 58,4 Prozent gelegen.

Positive Entwicklung soll sich fortsetzen

Die Rahmenbedingungen für eine weiterhin positive Portfolioentwicklung sind günstig, obwohl sich der Private-Equity-Markt in einigen Sektoren in einer schwierigen Entwicklungsphase befindet. Der deutliche Anstieg der Marktzinsen sorgt vor allem im Large-Buyout-Segment bei hohen Leverages für (Refinanzierungs-)Druck. Die von Matador schwerpunktmäßig adressierten Segmente Small- and Mid-Market-Buyout (Portfolioanteil: 57 Prozent) und VC (Anteil: 34 Prozent) entwickeln sich hingegen weiter sehr positiv. Hier ist das Transaktionsvolumen sehr hoch, wobei die starken IPO-Aktivitäten zu attraktiven Konditionen – mit SpaceX als Flaggschiff – einen zusätzlichen Treiber darstellen. Das Management erwartet daher für 2026 einen „deutlichen Anstieg sowohl der Ausschüttungen als auch der Bewertungen“ und strebt mit den Investments weiterhin eine zweistellige Rendite an.

Höhere Erträge in 2026

Die Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf lag über unseren Erwartungen. Da wir ebenfalls von einer Fortsetzung im zweiten Halbjahr ausgehen, haben wir unsere Ertragsschätzung für den Finanzgeschäftserfolg auf 9,5 Mio. CHF (zuvor 6,5 Mio. CHF) und für den Bruttoerfolg (nach Abzug des Zinsaufwands) auf 8,0 Mio. CHF (zuvor 5,0 Mio. CHF) angehoben. Im Gegenzug fallen aber auch, insbesondere wegen der erfolgsabhängigen Lizenzgebühren, die SBA höher aus (3,2 Mio. CHF, zuvor: 2,1 Mio. CHF). In den Auszahlungen spiegelt sich das dieses Jahr noch nicht so deutlich wider wie erwartet, weswegen wir die Annahmen für die Bruttoausschüttungen von 10,4 auf 8,5 Mio. CHF reduziert und zugleich die Taxe für die Cash Calls von 1,5 auf 4,0 Mio. CHF angehoben haben. Neuinvestments (bisher 2,0 Mio. CHF) unterstellen wir jetzt nicht mehr.

Neuinvestments ab 2027

Als Folgewirkung der positiven Wertentwicklung haben wir die Bruttoausschüttungen für 2027 und 2028 angehoben. Das Restvolumen der potenziellen Capital Calls beläuft sich nur noch auf 1,05 Mio. CHF aus den beiden Fonds RCP SOF IV und KVC Secondaries Fund III. Einen Teil davon haben wir für das zweite Halbjahr 2026 angesetzt und den Rest für 2027. Im nächsten Jahr erwarten wir dann auch wieder Neuinvestments im Volumen von 5 Mio. CHF, die anschließend zu wieder steigenden Capital Calls führen.

Anpassungen am Finanzierungsmodell

Wir hatten bislang einen beschleunigten Ausbau des Portfolios mit Kapitalerhöhungen unterstellt. Diese Komponente haben wir jetzt aus unserem Modell herausgenommen. Zum Halbjahresstichtag befanden sich 1,24 Mio. eigene Aktien im Besitz der Gesellschaft, die zunächst noch zu Finanzierungszwecken genutzt werden könnten. Darüber hinaus sollen 2027 oder 2028 die Mittel aus dem Darlehen an die Wohnpark Gäuboden GmbH & Co. (14,7 Mio. CHF) zurückfließen, was einen erheblichen zusätzlichen Spielraum für Neuinvestments schafft. Das hatten wir in unserem Modell aber schon berücksichtigt. Insgesamt verläuft der Portfolioausbau damit nun langsamer als bislang angenommen. Das führt dazu, dass die Ausschüttungskurve ab 2029 unter der bisherigen verläuft – mit einem erwarteten Ausschüttungsvolumen von 19,3 Mio. CHF (bislang: 26,2 Mio. CHF) zum Ende des Detailprognosezeitraums.

Mio. CHF	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031	12 2032	12 2033
Bruttoausschüttungen	8,5	11,7	13,0	17,5	20,9	24,6	23,6	19,3
Cash Calls	-4,0	-0,6	-2,5	-4,0	-4,8	-5,6	-5,6	-5,6
Bestands-Cashflow	4,5	11,1	10,5	13,5	16,1	19,0	18,0	13,7
Ertragssaldo Bestand	**6,3**	**6,2**	**6,3**	**6,3**	**5,8**	**6,0**	**6,1**	**6,1**
Steuersatz	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Bestands-CF+Ertragssaldo	**10,0**	**16,5**	**16,0**	**18,9**	**21,2**	**24,3**	**23,3**	**19,0**
+ 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	-9,5	-8,9	-9,1	-9,2	-8,6	-8,8	-8,8	-8,7
Operativer Brutto Cashflow	0,5	7,6	6,9	9,7	12,6	15,5	14,5	10,4
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	0,0	10,0	-5,0	-6,0	-7,0	-7,0	-7,0	-6,0
Free Cashflow	**0,5**	**17,6**	**1,9**	**3,7**	**5,6**	**8,5**	**7,5**	**4,4**

SMC Schätzmodell

Renditeerwartungen unverändert

Unsere Renditeerwartungen für die Investments sind unverändert. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass mit den Secondary-Fonds im Durchschnitt ein Wertzuwachs von 11 Prozent p.a. erzielt werden kann. Die historischen Ergebnisse stützen das: Nach unseren Berechnungen lag die durchschnittliche Wertsteigerung des Secondary-Portfolios von Matador im Zeitraum 2020 bis 2025 bei 13,2 Prozent. Auch im ersten Halbjahr entspricht die Rendite wieder diesem Trend, denn hochgerechnet auf das Jahr hat sie bei 11,6 Prozent gelegen. Die Tabelle unten auf der vorherigen Seite enthält die aus unseren Annahmen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2033. Weitere Details bietet der Anhang.

Diskontierungszins 8,9 Prozent

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value weiterhin mit einer 11-prozentigen IRR auf das Fondsportfolio. Den Diskontierungszinssatz unserer Schätzungen leiten wir aus den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) ab. Die Eigenkapitalkosten taxieren wir nach CAPM mit einem sicheren Zins von 3,0 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,6 Prozent und einem Betafaktor von 1,5. Daraus ergibt sich ein EK-Kostensatz von 11,4 Prozent. Zusammen mit einer Zielkapitalstruktur mit 35 Prozent Fremdkapital, einem FK-Zins von 5,0 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 13 Prozent ergeben sich WACC in Höhe von 8,9 Prozent.

Neues Kursziel: 5,10 Euro

Nach den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 78,3 Mio. Euro oder 5,12 Euro je Aktie, woraus wir 5,10 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Anhebung unseres Kursziels (zuvor: 4,80 Euro) ist vor allem den verbesserten Ertragsschätzungen für 2026 und höheren Ausschüttungserwartungen für 2027 und 2028 sowie der eliminierten Verwässerung geschuldet. Gedämpft wurde der Effekt insbesondere durch die Reduktion der unterstellten Dynamik beim Portfolioausbau. Das Prognoserisiko stufen wir unverändert mit vier Punkten als leicht überdurchschnittlich ein (in einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)).

Fazit

Matador Secondary Private Equity hat starke Zahlen für das erste Halbjahr vorgelegt. Während sich die Erträge aus der Folgebewertung der Fonds-Investments um 30 Prozent auf 4,0 Mio. CHF erhöht haben, sind die Bruttoausschüttungen gegenüber dem Vorjahr sogar um 71 Prozent auf ebenfalls 4,0 Mio. CHF gestiegen. Da die Capital Calls zugleich von 4,4 auf 3,4 Mio. CHF zurückgegangen sind, fällt der Free-Cashflow aus dem Bestand inzwischen positiv aus. Unter dem Strich wurde im ersten Halbjahr ein Gewinn von 5,0 Mio. CHF erzielt, nachdem im Vorjahr Währungsverluste aus der Abwertung des US-Dollars noch für einen Halbjahresverlust von -4,0 Mio. CHF gesorgt hatten.

Die derzeit günstigen Rahmenbedingungen in den Schwerpunktsegmenten Small- and Mid-Market-Buyout und VC sprechen dafür, dass sich der positive Trend im zweiten Halbjahr fortsetzt. Das Portfolio befindet sich inzwischen in einem reifen Stadium mit steigenden Ausschüttungen. Da das Volumen potenzieller Capital Calls zugleich auf nur noch 1,05 Mio. CHF zurückgegangen ist, dürfte das zu deutlich steigenden Free-Cashflows führen.

Wir haben unser Modell etwas angepasst und unterstellen vorerst keine Kapitalerhöhungen zur Beschleunigung des Portfolioausbaus. Zwar hat sich dadurch das angenommene Ausbautempo reduziert, doch zugleich entfällt damit die zuvor eingerechnete Verwässerung. Auf dieser Basis haben sich auch die unterstellten Ausschüttungs- und Ertragskurven verändert. Für das laufende Jahr erwarten wir jetzt deutlich höhere Erträge und einen Jahresgewinn von 5,8 Mio. CHF (bislang: 2,4 Mio. CHF). Obwohl wir somit für das zweite Halbjahr aus Vorsicht nur noch einen moderaten Beitrag (bei konstanten Währungsrelationen) annehmen, hat sich die Gewinnschätzung somit deutlich erhöht.

Die Modellanpassungen haben zu einem leichten Anstieg des Kursziels von 4,80 auf 5,10 Euro geführt. Da der Aktienkurs in den letzten Monaten tendenziell rückläufig war, hat das zu einem kräftigen Anstieg des Kurspotenzials auf mehr als 30 Prozent geführt. Auf der Basis bekräftigen 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 zur renditestarken Assetklasse der Secondary-Fonds. In den vergangenen Jahren wurde bereits ein attraktives Portfolio aufgebaut, in dem Fonds von mehreren Top-Adressen enthalten sind.
- Mit einer Durchschnittsrendite von 13,2 Prozent wurde das eigene Renditeziel (8 bis 12 Prozent p.a.) in den letzten sechs Jahren übertroffen.
- Solide Bilanzstruktur mit einer Eigenkapitalquote von rund 47 Prozent.

Schwächen

- Zusätzliche Gebührenebene durch Dachfondskonstruktion.
- Marktschwankungen können für volatile Fondserträge sorgen, worauf das Unternehmen kurzfristig keinen Einfluss hat. Erratische Währungsschwankungen verzerren den Ergebnistrend zusätzlich.
- Geringer Einfluss auf Beteiligungen in den PE-Vehikeln.
- Unternehmensentwicklung ist abhängig von nur wenigen Schlüsselpersonen.
- Eine deutliche Beschleunigung des Portfolioausbaus wäre aktuell nur mit zusätzlicher EK-Aufnahme möglich und würde zunächst eine Verwässerung bedingen.

Chancen

- Das Portfolio ist deutlich gereift, so dass die Ausschüttungen die noch anstehenden Cash-Calls erheblich übertreffen dürften. Daher sollte der Free-Cashflow ohne große Neuinvestments jetzt klar positiv ausfallen.
- Die unsichere und volatile Lage sorgt aktuell am Secondary-Markt für größere NAV-Abschläge, was attraktive Einstiegsgelegenheiten eröffnet.
- 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.

Risiken

- Die Marktentwicklung, insbesondere der starke Zinsanstieg in den USA, könnte die Rendite aus Secondary-Investments insgesamt belasten.
- Eine weitere Aufwertung des Schweizer Franken würde den Buchwert der Positionen schmälern.
- Die emittierte Anleihe hat keine Frist. Sollte sie dennoch gekündigt werden, müsste das Unternehmen zur Finanzierung ggf. Fondsanteile verkaufen, was eventuell nur mit Preisabschlägen möglich ist.
- 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	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
AKTIVA									
I. AV Summe	77,4	88,1	84,9	88,4	90,2	89,6	86,4	84,2	85,1
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	11,4	4,4	8,7	8,9	12,6	18,0	26,7	34,5	38,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	51,9	47,5	51,9	56,6	61,4	65,9	70,5	75,4	80,2
II. Rückstellungen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7	37,7
2. Kurzfristiges FK	6,7	6,7	3,4	2,4	3,1	3,6	4,3	5,0	5,4
BILANZSUMME	**88,9**	**92,5**	**93,5**	**97,3**	**102,8**	**107,7**	**113,1**	**118,7**	**123,9**

GUV-Prognose

Mio. CHF	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Bruttoertrag Finanz.	-4,2	8,0	7,8	8,2	8,4	7,9	8,1	8,2	8,2
EBITDA	-4,2	6,3	6,2	6,3	6,3	5,8	6,0	6,1	6,1
EBIT	-4,2	6,3	6,2	6,3	6,3	5,8	6,0	6,1	6,1
EBT	-5,5	6,8	5,1	5,4	5,5	5,1	5,4	5,5	5,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-5,3	5,9	4,4	4,7	4,8	4,4	4,7	4,8	4,9
JÜ	-5,3	5,9	4,4	4,7	4,8	4,4	4,7	4,8	4,9
EPS (CHF)	-0,38	0,39	0,29	0,31	0,31	0,29	0,31	0,31	0,32

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Bruttoausschüttungen	6,6	8,5	11,7	13,0	17,5	20,9	24,6	23,6	19,3
Cash Calls	-7,5	-4,0	-0,6	-2,5	-4,0	-4,8	-5,6	-5,6	-5,6
CF operativ	0,5	0,9	6,6	6,2	9,1	11,9	14,9	14,0	9,9
CF aus Investition	-0,9	0,0	10,0	-5,0	-6,0	-7,0	-7,0	-7,0	-6,0
CF Finanzierung	0,5	0,0	-3,3	-0,9	0,6	0,5	0,8	0,7	0,4
Liquidität Jahresanfa.	0,4	0,6	1,5	14,8	15,0	18,7	24,2	32,9	40,6
Liquidität Jahresende	0,6	1,5	14,8	15,0	18,7	24,2	32,9	40,6	44,9

Kennzahlen

Prozent	2025 Ist	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Wachstum Bruttoertrag	-151,2%	-288,4%	-2,7%	5,8%	2,7%	-6,6%	2,9%	1,0%	-0,1%
EBITDA-Marge	100,1%	79,0%	80,1%	76,5%	74,6%	73,5%	74,6%	74,6%	74,5%
EBIT-Marge	100,1%	79,0%	80,1%	76,5%	74,6%	73,5%	74,6%	74,6%	74,5%
EBT-Marge	129,2%	85,0%	65,2%	65,9%	65,6%	64,3%	66,3%	67,7%	68,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	125,7%	73,9%	56,7%	57,3%	57,1%	55,9%	57,7%	58,9%	59,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
8,0%	7,12	6,62	6,20	5,83	5,51
8,5%	6,39	5,98	5,62	5,31	5,04
9,0%	5,76	5,42	**5,12**	4,85	4,62
9,5%	5,23	4,93	4,68	4,45	4,25
10,0%	4,76	4,51	4,29	4,09	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.

I) 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 und/oder ein nahestehendes Unternehmen unterhält/unterhalten 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 Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrumente auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 06.10.2026 um 7:45 Uhr fertiggestellt und am 06.10.2026 um 10:15 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.

Ausführlichere 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
24.03.2026	Buy	4,80 Euro	1), 3)
07.10.2025	Buy	5,10 Euro	1), 3)
21.03.2025	Buy	4,80 CHF (5,00 Euro)	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.

III) Kooperation mit der BankM

1) Diese Studie wird gemäß Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 Art. 8 Abs. 1 und 2 weitergegeben von BankM AG. Die BankM AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Die BankM AG

- verfügt über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- war innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- war innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden noch hat sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- hat keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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 Meinungsaussagen 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.