

22. August 2022  
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**

# RCM Beteiligungs AG

## Risikoversorge überschattet beachtliche operative Erfolge

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 2,02 € | Kursziel: 2,30 € (zuvor: 2,50 €)

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Sindelfingen
<b>Branche:</b>	Immobilien
<b>Mitarbeiter:</b>	31
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>ISIN:</b>	DE000A1RFMY4
<b>Ticker:</b>	RCM:GR
<b>Kurs:</b>	2,02 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienanzahl:</b>	13,1 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	26,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	37,7 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 30 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	2,34 / 1,95 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	1,7 Tsd. Euro / Tag

Die RCM Beteiligungs AG hat im ersten Halbjahr 8,0 Mio. Euro umgesetzt, fast 420 Prozent mehr als vor einem Jahr. Ermöglicht wurde dies durch den Verkauf einer zuvor im Vorratsvermögen gehaltenen Logistikimmobilie, die RCM in den letzten zwei Jahren neu positioniert und nun mit hohem Gewinn veräußert hat. Ein weiterer lukrativer Verkauf aus dem Beteiligungsbereich hat sich mit 0,6 Mio. Euro im sonstigen betrieblichen Ertrag niedergeschlagen. Dass RCM trotz dieser Erfolge für die ersten sechs Monate ein negatives Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit melden musste, ist auf den Krieg in der Ukraine und die Sanktionen gegen Russland zurückzuführen. Hierdurch musste RCM nämlich eine umfassende Risikovorsorge auf die im Portfolio befindlichen Wertpapiere russischer (oder in Russland aktiver) Emittenten vornehmen. Mit Ausnahme der Anleihe eines Emittenten, der von den Sanktionen nicht betroffen ist, wurden sämtliche Wertpapiere mit Russland-Bezug komplett bereinigt, was den Großteil der im ersten Halbjahr gebuchten Wertkorrekturen von 3,9 Mio. Euro ausmachte. Wir haben diesen Schritt in unseren Schätzungen nachvollzogen und rechnen deswegen nun auch für das Gesamtjahr mit einem negativen Ergebnis von -0,9 Mio. Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	21,12	16,83	3,55	9,28	8,17	10,76
EBIT (Mio. Euro)	4,06	6,78	3,10	2,06	0,79	1,34
Jahresüberschuss	2,64	3,59	2,49	-0,79	0,58	0,78
EpS	0,19	0,27	0,19	-0,07	0,05	0,06
Dividende je Aktie	0,06	0,07	0,07	0,02	0,03	0,04
Umsatzwachstum	20,0%	-20,3%	-78,9%	161,2%	-11,9%	31,6%
Gewinnwachstum	53,5%	36,3%	-30,6%	-	-	33,9%
KUV	1,15	1,44	6,82	2,61	2,96	2,25
KGV	9,2	6,7	9,7	-	41,7	31,1
KCF	1,7	2,2	-	21,4	-6,9	-10,9
EV / EBIT	8,5	5,1	11,1	16,8	44,0	25,7
Dividendenrendite	3,0%	3,5%	3,5%	1,0%	1,5%	2,0%

## Risikovorsorge erhöht

Wie von uns in der Erststudie angenommen, hat RCM die Risikovorsorge auf Wertpapiere infolge des russischen Überfalls auf die Ukraine und dessen Folgen an den Kapitalmärkten kräftig erhöht. Belief sich die Risikovorsorge im Q1-Abschluss noch auf 1,5 Mio. Euro, wurde sie zur Jahresmitte auf 3,9 Mio. Euro angehoben, wovon 3,4 Mio. Euro auf Wertpapiere russischer bzw. in Russland tätiger Emittenten entfielen. Damit wurde der Bilanzansatz dieser Wertpapiere vollständig abgeschrieben, so dass die Bilanz nun mit einer Ausnahme keine diesbezüglichen Risiken mehr birgt. Bei der Ausnahme handelt es sich um die von einem Konzernunternehmen gehaltene Anleihe eines in Russland tätigen Emittenten (Volumen ca. 1 Mio. Euro), der von den Sanktionen nicht betroffen ist und die Anleihe bisher uneingeschränkt bedient. Da weder der russische Staat noch die betroffenen Emittenten im eigentlichen Sinne zahlungsunfähig sind, besteht bei den wertbereinigten Wertpapieren für die Zukunft grundsätzlich die Chance einer Wertaufholung, sofern sich die Lage entspannen sollte. Einen möglichen Weg zur Realisierung eines Teils dieses Potenzials sieht RCM im Umtausch der ADRs in reguläre Aktien, die dann direkt an der Moskauer Börse veräußert werden könnten, betont aber, dass derzeit die Sanktionslage einen solchen Schritt nicht zulässt.

Geschäftszahlen	HJ 21	HJ 22	Änderung
Umsatz	1,55	8,04	+418,7%
aus Immobilienverkäufen	0,17	6,65	+3.811,8%
aus Vermietung	0,73	0,63	-13,7%
aus sonstigen Erlösen	0,65	0,76	+16,9%
Vorsteuerergebnis	0,52	-1,47	-
Vorsteuermarge	33,5%	-18,3%	

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Umsatz vervielfacht

Operativ war das erste Halbjahr hingegen sehr erfolgreich. Vor allem durch den zu Jahresanfang vollzogenen Verkauf einer vollvermieteten Kühl- und Logistikhalle in der Nähe von Stuttgart, die RCM in den zwei Jahren zuvor neu positioniert hatte, konnte bei

einem Verkaufspreis von 6,65 Mio. Euro ein Gewinn von 2,13 Mio. Euro erzielt werden. Zusammen mit dem Umsatz aus Vermietung, der sich wegen des Abgangs dieser Immobilie um 14 Prozent auf 0,6 Mio. Euro reduzierte, und den sonstigen Erlösen in Höhe von 0,8 Mio. Euro (Vorjahr: 0,7 Mio. Euro) summierte sich der Halbjahresumsatz auf 8,0 Mio. Euro, 420 Prozent mehr als vor einem Jahr.

## Vorsteuerergebnis dreht ins Minus

Weitere Details zum Halbjahresabschluss hat RCM nur im geringen Umfang vorgelegt. Das Zinsergebnis (inkl. der vereinnahmten Dividenden) betrug -0,06 Mio. Euro und das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit -1,47 Mio. Euro, nach +0,52 Mio. Euro im Vorjahr. Darin enthalten ist auch der Ertrag aus dem Verkauf einer vorbörslichen Beteiligung im Internetbereich, die erst 2021 erworben und nun mit einem Gewinn von 0,6 Mio. Euro veräußert worden ist. Damit dürfte das EBIT nach unseren Berechnungen deutlich über 2 Mio. Euro betragen haben.

## Cashflow klar im Plus

Daten zum Cashflow des ersten Halbjahrs wurden nicht veröffentlicht, doch aus der Struktur der Erträge und Aufwendungen lässt sich auf einen hohen operativen Cashflow-Überschuss schließen. Während nämlich im Umsatz keine signifikanten nicht-liquiditätswirksamen Erträge erkennbar sind, handelt es sich beim größten Aufwandsposten, der Risikovorsorge auf die Wertpapiere, um einen nicht zahlungswirksamen Vorgang in Höhe von 3,9 Mio. Euro. In welchem Umfang aber gleichzeitig Investitionen getätigt und Finanzierungsmaßnahmen ergriffen wurden, wurde nicht veröffentlicht. Auf Nachfrage berichtet das Unternehmen aber, dass aus Umfinanzierungen erhebliche Mittel freigesetzt wurden. Insofern gehen wir davon aus, dass sich die Liquidität gegenüber dem Stand vom Jahreswechsel (4,1 Mio. Euro) signifikant erhöht hat. Einen kleinen Teil der vorhandenen Liquidität hat RCM für den fortgesetzten Aktienrückkauf verwendet, in dessen Rahmen seit Jahresanfang fast 46 Tsd. weitere Stücke zum Durchschnittspreis von 2,11 Euro erworben wurden.

## Komfortables Eigenkapitalpolster

Auch Bilanzdaten zum 30.06. hat RCM nicht veröffentlicht. Wir gehen aber davon aus, dass sich die Bilanzsumme durch die Abschreibungen und den Verkauf der Logistikimmobilie etwas reduziert hat. Das gilt auch für das Eigenkapital, das durch den Halbjahresverlust gesunken sein dürfte. Dennoch dürfte es weiterhin mehr als die Hälfte der Bilanzsumme ausmachen. Noch besser dürfte sich die Eigenkapitalposition im Einzelabschluss der Konzernmutter darstellen. Hier lag die Eigenkapitalquote zum 31.12. bei einer Bilanzsumme von 38,8 Mio. Euro bei 64 Prozent und dürfte sich durch den Halbjahresverlust (die Risikoversorge wurde auf der Ebene der Einzelgesellschaft vorgenommen) in Höhe von 2,0 Mio. Euro nach unseren Berechnungen in Richtung von 60 Prozent verschoben haben.

## Weiterer Jahresverlauf noch offen

Im Hinblick auf den weiteren Jahresverlauf betont das Unternehmen die Abhängigkeit vom Umfang und Timing der Realisierung weiterer stillen Reserven sowie der weiteren Entwicklung des Ukraine-Konflikts und

der Sanktionen. Auf eine konkrete Prognose verzichtet das Management deswegen. Auch bezüglich der angekündigten Rückkehr in den Investitionsmodus im Immobilienbereich wurde noch nichts Konkretes vermeldet. Auf Nachfrage bestätigt der Vorstand aber, dass mögliche Neuengagements laufend geprüft werden und dass erwartungsgemäß verstärkt Projekte auf den Markt gelangen, deren bisherige Kalkulation aufgrund der schwieriger gewordenen Rahmenbedingungen nicht mehr aufgeht.

## Risikoversorge im Modell integriert

Umsatzseitig liegen die Halbjahreszahlen voll im Rahmen unserer Erwartungen. Da wir für die zweite Jahreshälfte keine signifikanten Einnahmen aus dem Verkauf von Immobilien mehr erwarten, enthält unsere Umsatzschätzung für 2022 neben dem Halbjahreswert nur noch die Mieteinnahmen und die sonstigen Erlöse der zweiten Jahreshälfte und beläuft sich, wie bisher, auf 9,3 Mio. Euro. Eine größere Änderung betrifft die Risikoversorge, die wir nun auf den vom Unternehmen gemeldeten Wert von 3,9 Mio. Euro (zuvor: 2,0 Mio. Euro) angehoben haben. Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Lage in der Ukraine und

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	9,28	8,17	10,76	12,84	14,62	14,94	15,21	15,43
Umsatzwachstum		-11,9%	31,6%	19,3%	13,9%	2,2%	1,8%	1,5%
EBIT-Marge*	36,8%	24,3%	23,6%	23,4%	23,2%	22,9%	22,6%	22,5%
<b>EBIT*</b>	<b>3,41</b>	<b>1,98</b>	<b>2,54</b>	<b>3,01</b>	<b>3,39</b>	<b>3,42</b>	<b>3,44</b>	<b>3,47</b>
Steuersatz	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,58	0,34	0,43	0,51	0,58	0,58	0,59	0,59
<b>NOPAT</b>	<b>2,83</b>	<b>1,65</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,81</b>	<b>2,84</b>	<b>2,86</b>	<b>2,88</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,59	0,59	0,58	0,58	0,57	0,57	0,56	0,56
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>3,43</b>	<b>2,23</b>	<b>2,69</b>	<b>3,07</b>	<b>3,38</b>	<b>3,40</b>	<b>3,42</b>	<b>3,44</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,46	-4,82	-3,78	-3,24	-0,49	-0,39	-0,29	-0,19
- Investitionen AV	-1,13	-0,03	-0,05	-0,06	-0,06	-0,05	-0,04	-0,03
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,84</b>	<b>-2,62</b>	<b>-1,14</b>	<b>-0,23</b>	<b>2,83</b>	<b>2,96</b>	<b>3,09</b>	<b>3,21</b>

SMC Schätzmodell

\* inkl. der Finanzerträge

aus Vorsicht haben wir eine Wertaufholung für die russischen Wertpapiere weder für die laufende Periode noch für den späteren Verlauf des detaillierten Prognosezeitraums unterstellt. In unserem Modell gehen wir somit davon aus, dass die Wertkorrektur dauerhaft ist. Sollte sich diese Annahme als zu vorsichtig herausstellen, bergen die abgeschriebenen Wertpapiere ein zusätzliches Upside-Potenzial, das in unserem Modell nicht enthalten ist. Durch die erhöhte Risikovorsorge ergibt sich aus unseren ansonsten unveränderten Schätzungen für 2022 nun die Erwartung eines Jahresfehlbetrages von -0,9 Mio. Euro, während wir bisher von einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,5 Mio. Euro ausgegangen waren.

### Einnahmen aus Finanzanlagen niedriger

Im Hinblick auf die nächsten Jahre haben wir keine größeren Änderungen vorgenommen, doch durch die dauerhafte Herausnahme russischer Wertpapiere hat sich die Reihe der unterstellten Zins- und Divideneinnahmen etwas reduziert. Allerdings hält sich dieser Effekt in Grenzen, weil wir für diesen Punkt schon bisher einen vorsichtigen Ansatz gewählt hatten. Gleichwohl ist hierdurch der unterstellte Margenpfad etwas gesunken. Bei einer unveränderten Umsatzreihe, die bis 2029 auf den Zielwert von 15,4 Mio. Euro führt, rechnen wir nun mit einer sukzessive steigenden EBIT-Marge (incl. der Finanzerträge) auf den Zielwert von 22,5 Prozent (bisher: 22,9 Prozent). Kernannahme hinter diesem Szenario ist die Erwartung, dass RCM nach der mehrjährigen Verkaufsphase in diesem Jahr wieder damit beginnt, das Vorratsvermögen aufzubauen. Die aus unseren Schätzungen insgesamt resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle unten auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. An-

schließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value ausgehend von der Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums mit einer „ewigen“ Wachstumsrate von 1 Prozent.

### Zinsniveau angepasst

Eine Änderung hat es auch an den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den Märkten passen wir in allen unseren Modellen den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,3) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,0 Prozent. Bei Annahme eines FK-Zinses von 4,0 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 60 Prozent und eines Steuersatzes für den Tax-Shield in Höhe von 25 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 5,4 Prozent (bisher: 5,2 Prozent).

### Kursziel: 2,30 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals nach Minderheiten in Höhe von 27,6 Mio. Euro bzw. 2,30 Euro je Aktie (auf Basis von 12,0 Mio. im Umlauf befindlichen Aktien, ohne den Eigenbesitz), woraus wir das gleichlautende neue Kursziel von 2,30 Euro ableiten (bisher: 2,50 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Absenkung des Kursziels ist auf die Kombination aus der Erhöhung des Diskontierungszinssatzes und der reduzierten EBIT-Reihe (incl. der Finanzerträge) zurückzuführen. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter fünf von sechs möglichen Punkten.

## Fazit

---

Das erste Halbjahr brachte für RCM eine Mischung aus sehr erfreulichen operativen Erfolgen und hohen Belastungen infolge des russischen Überfalls auf die Ukraine. So konnte RCM zu Jahresbeginn eine in den letzten zwei Jahren neu positionierte Logistikimmobilie mit hohem Gewinn veräußern, darüber hinaus ist ein kurzes Engagement bei einem Internet-Start-up mit einem sehr lukrativen Exit beendet worden.

Die hieraus resultierenden Erträge wurden aber von den hohen Abschreibungen überkompensiert, die RCM wegen des Krieges und der Sanktionen auf die im Portfolio gehaltenen Wertpapiere russischer Emittenten vornehmen musste. Da RCM diese Wertpapiere komplett abgeschrieben hat, summierten sich die Wertkorrekturen auf 3,9 Mio. Euro und führten im ersten Halbjahr zu einem negativen Ergebnis aus

gewöhnlicher Geschäftstätigkeit in Höhe von -1,5 Mio. Euro.

Wir haben dies in unserem Modell nachvollzogen. Da wir für die zweite Jahreshälfte mit keinen größeren Verkäufen kalkulieren, hat sich daraus nun auch die Erwartung eines negativen Ergebnisses für das Gesamtjahr ergeben, welches wir nun auf -0,9 Mio. Euro taxieren. Diese Schätzung ist aber, wie bisher, mit einer hohen Unsicherheit behaftet, weil schon einzelne Transaktionen das Ergebnis massiv beeinflussen können.

Aus unseren Schätzungen resultiert derzeit ein Kursziel von 2,30 Euro (bisher: 2,50 Euro), auf dessen Basis wir das bisherige Urteil „Speculative Buy“ bestätigen.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit zwei Jahrzehnten etablierte Marktposition, auf deren Grundlage RCM über eine große Expertise, ein umfangreiches Kontakt- und Partnernetzwerk und über einen langen Track-Record als verlässlicher Geschäftspartner verfügt.
- Die Entwicklung der letzten Jahre war von hoher Profitabilität und sehr hohen Cash-Überschüssen geprägt.
- Eine starke Bilanz mit einer hohen Eigenkapitalquote, einem großen Wertpapierbestand und hohen stillen Reserven im Immobilienvermögen.
- Aktionäre werden am Erfolg mit hohen Dividenden und umfangreichen Aktienrückkäufen beteiligt.
- Das Unternehmen weist in der Führung und im Mitarbeiter-Team eine große Kontinuität auf.

## Chancen

- Das verbliebene Immobilienportfolio dürfte noch stille Reserven enthalten, die in den nächsten Jahren realisiert werden können. Auch im Beteiligungsbereich und im Wertpapierbestand dürfte RCM noch über Reserven verfügen.
- Auf der Grundlage der üppigen finanziellen Ausstattung will RCM mit dem antizyklischen Ansatz die unsichere Marktphase für vielversprechende Neuengagements im Immobilienbereich nutzen.
- Wie der lukrative Verkauf der Logistikimmobilie verdeutlicht, kann RCM in solchen Fällen eine hohe Wertschöpfung generieren.
- Das erfahrene Management dürfte auch abseits des Immobiliengeschäfts attraktive Investitionsoptionen identifizieren und nutzen.
- Die vollständig abgeschriebenen russischen Wertpapiere bieten im günstigen Fall hohes Aufwertungspotenzial.

## Schwächen

- Die von Immobilienverkäufen geprägte Umsatzstruktur ist volatil, auch die Finanzerträge sind teilweise wenig vorhersehbar.
- Geschäftsmodellbedingt wenig Transparenz über den Umfang, das Potenzial und den Zeitplan der Immobilienprojekte. Auch über die Zusammensetzung des Wertpapier- und Beteiligungsportfolios ist wenig bekannt.
- Mit dem Abverkauf der letzten Jahre wurde das Potenzial des Immobilienbestandes bereits weitgehend realisiert, für neues Wachstum müssen erst wieder Investitionen getätigt werden.
- Bedingt durch die Historie sowie aktien- und steuerrechtliche Restriktionen ist die Konzernstruktur für ein Unternehmen dieser Größe kompliziert.
- Der Handel mit der RCM-Aktie ist illiquide.

## Risiken

- Große Teile des Wertpapierportfolios unterliegen dem Risiko sinkender Kurse.
- Sollten die Sanktionen weiter verschärft werden, könnte für eine weitere Wertpapierposition im Buchwert von ca. 1 Mio. Euro eine Risikovorsorge erforderlich werden.
- Die Identifizierung und Akquisition potenziell trächtiger Immobilienprojekte könnten sich als schwieriger bzw. als langwieriger erweisen als geplant. Auch die erfolgreiche Umsetzung der Projekte ist unsicher.
- Der Erfolg des Unternehmens hängt wesentlich von wenigen Schlüsselpersonen ab, deren Ausfall schwer zu ersetzen sein könnte.
- Die Kapazitätsengpässe im Baubereich könnten die Umsetzung von Aufwertungsmaßnahmen verteuern und/oder verzögern.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	28,09	25,73	25,24	24,78	24,34	23,90	23,46	23,01	22,56
1. Immat. VG	6,65	6,33	6,03	5,72	5,41	5,10	4,80	4,49	4,18
2. Sachanlagen	9,27	9,11	8,94	8,79	8,65	8,52	8,39	8,24	8,10
3. Finanzanlagen	12,18	10,28	10,28	10,28	10,28	10,28	10,28	10,28	10,28
II. UV Summe	19,32	19,96	25,07	30,31	35,58	36,67	37,67	38,56	39,34
1. Vorratsvermögen	8,87	10,38	15,25	19,08	22,37	22,91	23,35	23,69	23,94
2. Wertpapiere	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	25,76	23,94	24,47	25,15	25,87	26,40	26,82	27,14	27,34
II. Rückstellungen	1,14	1,19	1,24	1,29	1,34	1,39	1,44	1,49	1,54
<b>III. Fremdkapital</b>									
1. Langfristiges FK	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
2. Kurzfristiges FK	16,05	16,09	20,13	24,19	28,25	28,33	28,40	28,48	28,55
<b>BILANZSUMME</b>	<b>47,45</b>	<b>45,72</b>	<b>50,34</b>	<b>55,12</b>	<b>59,95</b>	<b>60,61</b>	<b>61,16</b>	<b>61,60</b>	<b>61,93</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	3,55	9,28	8,17	10,76	12,84	14,62	14,94	15,21	15,43
Gesamtleistung	3,19	9,35	8,25	10,83	12,91	14,69	15,02	15,29	15,51
Rohhertrag	2,31	4,08	3,35	3,96	4,49	4,93	5,01	5,08	5,14
EBITDA	3,71	2,65	1,37	1,93	2,38	2,76	2,79	2,81	2,83
EBIT	3,10	2,06	0,79	1,34	1,81	2,19	2,22	2,24	2,27
EBT	3,09	-1,09	0,93	1,25	1,44	1,51	1,38	1,25	1,12
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,87	-0,91	0,77	1,04	1,20	1,25	1,14	1,04	0,93
JÜ	2,49	-0,79	0,58	0,78	0,90	0,94	0,86	0,78	0,70
EPS	0,19	-0,07	0,05	0,06	0,07	0,08	0,07	0,06	0,06

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-1,74	1,13	-3,53	-2,23	-1,54	1,26	1,25	1,24	1,22
CF aus Investition	1,36	-1,13	-0,03	-0,05	-0,06	-0,06	-0,05	-0,04	-0,03
CF Finanzierung	-1,40	-0,92	3,76	3,64	3,52	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
Liquidität Jahresanfa.	5,85	4,07	3,15	3,35	4,71	6,63	7,10	7,58	8,05
Liquidität Jahresende	4,07	3,15	3,35	4,71	6,63	7,10	7,58	8,05	8,52

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-78,9%	161,2%	-11,9%	31,6%	19,3%	13,9%	2,2%	1,8%	1,5%
Rohtragsmarge	65,0%	44,0%	41,0%	36,8%	34,9%	33,7%	33,5%	33,4%	33,3%
EBITDA-Marge	104,5%	28,6%	16,8%	17,9%	18,6%	18,9%	18,6%	18,5%	18,3%
EBIT-Marge	87,4%	22,2%	9,6%	12,5%	14,1%	15,0%	14,8%	14,8%	14,7%
EBT-Marge	87,1%	-11,8%	11,4%	11,6%	11,2%	10,3%	9,2%	8,2%	7,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	70,2%	-8,5%	7,1%	7,2%	7,0%	6,4%	5,7%	5,1%	4,5%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
4,4%	4,92	4,02	3,38	2,90	2,53
4,9%	3,85	3,23	2,77	2,41	2,13
5,4%	3,09	2,65	2,30	2,03	1,81
5,9%	2,53	2,20	1,93	1,72	1,54
6,4%	2,10	1,84	1,63	1,46	1,31

# 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. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *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), 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. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 22.08.2022 um 13:06 Uhr fertiggestellt und am 22.08.2022 um 13:15 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
14.06.2022	Speculative Buy	2,50 Euro	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.