08. November 2022
Research-Comment

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

Größere Ertragsrealisierungen wohl erst 2023 zu erwarten

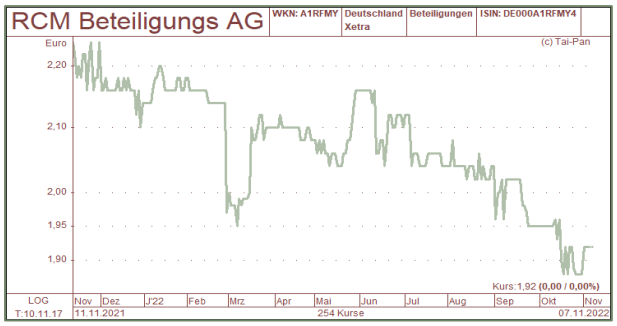
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,92 € | **Kursziel:** 2,30 € (unverändert)

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

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Sindelfingen
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	31
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1RFMY4
Ticker:	RCM:GR
Kurs:	1,92 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	13,1 Mio. Stück
Market-Cap:	25,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	33,6 Mio. Euro
Free Float:	ca. 30 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,26 / 1,86 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	3,3 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	3,55	9,02	7,91
EBIT (Mio. Euro)	3,10	1,51	0,69
Jahresüberschuss	2,49	-1,53	0,59
EpS	0,19	-0,13	0,05
Dividende je Aktie	0,07	0,00	0,03
Umsatzwachstum	-78,9%	153,9%	-12,3%
Gewinnwachstum	-30,6%	-	-
KUV	6,46	2,54	2,90
KGV	9,2	-	38,8
KCF	-	5,6	-
EV / EBIT	9,8	20,2	44,0
Dividendenrendite	3,6%	0,0%	1,6%

Niedrige Erlöse in Q3

RCM hat die Eckpunkte der Entwicklung im dritten Quartal mitgeteilt. Demnach wurden auf Konzernebene zwischen Juli und September bei Abwesenheit weiterer Immobilienverkäufe 0,4 Mio. Euro umgesetzt, wovon etwa 60 Prozent auf Mieterlöse und der Rest auf sonstige Erlöse entfiel. In Summe der ersten neun Monate ergibt sich daraus ein Umsatz von 8,5 Mio. Euro, über 400 Prozent mehr als vor einem Jahr.

Neunmonats-EBIT klar im Plus

Anders als im ersten Halbjahr, in dem zusätzlich 1,4 Mio. Euro aus finanziellen sonstigen Erträgen (hiervon ein wichtiger Teil durch den Verkauf einer vorbörslichen Beteiligung aus dem Internetbereich) erzielt werden konnten, dürfte der entsprechende Ergebnisbeitrag in den Sommermonaten deutlich geringer ausgefallen sein, was sich in einem negativen Quartals-EBIT von -0,4 Mio. Euro ausgewirkt hat. Saldiert mit dem Überschuss des ersten Halbjahrs (+2,5 Mio. Euro) ergibt das nach neun Monaten dennoch einen hohen EBIT-Überschuss von 2,1 Mio. Euro.

Weitere Risikovorsorge

Bedingt durch die schwache Börsenverfassung in den Monaten Juli bis September wurde im dritten Quartal die Risikovorsorge um weitere 0,1 Mio. Euro erhöht, woraus sich im laufenden Jahr eine Ergebnisbelastung von insgesamt 4,0 Mio. Euro ergibt. Diese führte dazu, dass das Vorsteuerergebnis nach neun Monaten trotz des hohen EBIT-Überschusses mit -2,0 Mio. Euro negativ ausgefallen ist.

Verkäufe pausieren

Eine deutliche Ergebnisverbesserung ist im weiteren Jahresverlauf nicht mehr zu erwarten, weil RCM beschlossen hat, wegen der schwächeren und vor allem unsicheren Verfassung des Immobilienmarktes dieses Jahr keine weiteren Immobilien oder Beteiligungen zu veräußern. Auch ein geplanter Dienstleistungsauftrag

(Begleitung einer größeren Immobilientransaktion) ist nach Unternehmensangaben durch die Marktverfassung unsicher geworden.

Keine Dividende für 2022

Da ein Großteil der Risikovorsorge bei der Konzernmutter angefallen ist (3,1 Mio. Euro), hat sich ihr Ergebnis von +1,7 auf -1,4 Mio. Euro verschlechtert. In Verbindung mit der für 2021 ausgezahlten Dividende (0,07 Euro je Aktie) sorgte dies dafür, dass der Bilanzgewinn, der sich noch Ende 2021 auf 2,4 Mio. Euro belaufen hatte, per Ende September nur noch ausgeglichen gewesen ist. Vor diesem Hintergrund ist die Zahlung einer Dividende für das laufende Geschäftsjahr nach Aussage des Vorstands unwahrscheinlich.

Halbjahresverlust von -1,6 Mio. Euro

Ergänzend hat RCM in den letzten Wochen auch weitere Details zu den Halbjahreszahlen veröffentlicht. Wie von uns auf der Grundlage der bereits im August vorgelegten Eckdaten angenommen, lag das Konzern-EBIT zum Halbjahr tatsächlich deutlich über 2,0 Mio. Euro, konkret waren es 2,5 Mio. Euro. Hauptsächlich durch die hohe Belastung aus der Risikovorsorge resultierte daraus auf Vorsteuerbasis ein Verlust von -1,5 Mio. Euro, nach Steuern und Minderheiten musste RCM im ersten Halbjahr einen Konzernverlust von -1,6 Mio. Euro hinnehmen.

Konzerneigenkapitalquote höher

Wie ebenfalls richtig angenommen, hat sich das Konzerneigenkapital im ersten Halbjahr reduziert, während die Liquidität weiter aufgebaut wurde. Und zwar hat sich das Eigenkapital von 25,8 auf 24,0 Mio. Euro ermäßigt, was gegenüber der um 4,2 Mio. Euro auf 43,2 Mio. Euro ebenfalls gesunkenen Bilanzsumme einer Konzerneigenkapitalquote von 55,4 Prozent entspricht. Vergleichen mit dem Jahresanfang (54,3 Prozent) hat sich die Eigenkapitalquote somit sogar erhöht. Deutlich abgenommen haben hingegen im ersten Halbjahr die Bankverbindlichkeiten, die um 2 Mio. Euro auf 17,7 Mio. Euro gesunken sind. Die drittgrößte Passivposition waren zum 30. Juni die Rückstellungen, die sich auf 0,8 Mio. Euro beliefen (zuvor: 1,1 Mio. Euro).

Starker Liquiditätsaufbau

Auf der Aktivseite gab es zum Halbjahresstichtag einen kräftigen Anstieg der Liquidität, die um 50 Prozent auf 6,1 Mio. Euro zugelegt hat (zum 30. September hat sie sich aber wieder auf 4,9 Mio. Euro ermäßigt). Einen signifikanten Anstieg gab es trotz der Risikovorsorge auch bei den Wertpapieren des Anlagevermögens, deren Bilanzansatz um 29 Prozent auf 12,6 Mio. Euro zugelegt hat. Deutlich reduziert haben sich hingegen die Wertpapiere des Umlaufvermögens, die durch Verkäufe und Abschreibungen von 4,2 auf 0,3 Mio. Euro gesunken sind, und der Posten „bebaute Grundstücke“, der sich durch den Verkauf der Logistikimmobilie auf 4,5 Mio. Euro halbierte.

AG-GuV von Abschreibungen geprägt

Da ein Großteil der vorgenommenen Risikovorsorge Wertpapiere im Besitz der Konzernmutter betraf, war deren Halbjahresabschluss noch deutlich stärker von den Abschreibungen auf Wertpapiere geprägt. Bei Halbjahresumsätzen von unter 0,3 Mio. Euro (hauptsächlich aus Vermietung) und sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von 1,2 Mio. Euro (hiervon 1,1 Mio. Euro aus Wertpapierverkäufen) und Wertpapiererträgen von 0,4 Mio. Euro stellten diese die mit 3,0 Mio. Euro die mit Abstand größte GuV-Position dar und führten zu einem Halbjahresfehlbetrag von -2,0 Mio. Euro.

Hohe Investitionen in Wertpapiere

Dadurch hat sich das Eigenkapital der AG zum Halbjahr um 8 Prozent auf 22,7 Mio. Euro reduziert, was aber immer noch einer Eigenkapitalquote von 56 Prozent entspricht. Weitere 12,4 Mio. Euro bzw. fast 31 Prozent der Bilanzsumme von 40,3 Mio. Euro (+4 Prozent gegenüber Jahreswechsel) entfallen auf Bankkredite, die sich in den ersten sechs Monaten bei der AG, anders als im Konzern, erhöht haben (+14 Prozent). Ebenfalls deutlich zugenommen haben die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, die sich auf 4,9 Mio. Euro verdoppelt haben. Darin spiegelt sich vor allem die hohe Liquidität der SM Domestic Property AG, die aus dem Verkauf der bei ihr angesiedelten Logistikimmobilie entstanden ist. Dieser Mittelzufluss wurde auf der AG-Ebene für

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	9,02	7,91	10,48	12,55	14,33	14,64	14,90	15,12
Umsatzwachstum		-12,3%	32,6%	19,7%	14,1%	2,2%	1,8%	1,4%
EBIT-Marge*	28,1%	24,0%	23,3%	23,1%	22,8%	22,4%	22,1%	21,9%
EBIT*	**2,53**	**1,90**	**2,44**	**2,90**	**3,27**	**3,28**	**3,30**	**3,32**
Steuersatz	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,43	0,32	0,42	0,49	0,56	0,56	0,56	0,56
NOPAT	**2,10**	**1,57**	**2,03**	**2,40**	**2,71**	**2,72**	**2,74**	**2,75**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,89	0,58	0,57	0,57	0,56	0,56	0,55	0,55
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	2,99	2,15	2,60	2,97	3,27	3,28	3,29	3,30
- Zunahme Net Working Capital	2,54	-4,82	-3,78	-3,24	-0,49	-0,39	-0,29	-0,19
- Investitionen AV	-4,04	0,38	0,36	0,36	0,35	0,36	0,37	0,38
Free Cashflow	**1,50**	**-2,29**	**-0,81**	**0,08**	**3,14**	**3,26**	**3,38**	**3,49**

SMC Schätzmodell
** inkl. der Finanzerträge*

den Kauf weiterer Wertpapiere genutzt, deren Bilanzansatz trotz der Abschreibungen per Ende Juni mit 9,8 Mio. Euro um fast 3 Mio. Euro höher war als zu Jahresanfang. Auch die Liquidität in der Einzelbilanz hat sich von 3,1 auf 4,7 Mio. Euro deutlich erhöht, während die Wertpapiere des Umlaufvermögens von 3,2 auf 0,2 Mio. Euro abgenommen haben.

Schätzungen angepasst

Wir haben die Eckdaten zum Verlauf des dritten Quartals und die zusätzlichen Details zu den Halbjahreszahlen in unsere Schätzungen eingepflegt, woraus sich einige Änderungen ergeben haben. So lagen die sonstigen Erlöse im dritten Quartal unter unseren Erwartungen, weswegen wir auch die Schätzung für den Umsatz im Gesamtjahr etwas reduziert haben. Auch die weiter erhöhte Risikovorsorge haben wir in dem Modell ebenso berücksichtigt wie die zusätzlichen Investitionen in weitere Wertpapierkäufe. Insgesamt kalkulieren wir für 2022 nun mit einem Umsatz von 9,0 Mio. Euro, einem EBIT von 1,5 Mio. Euro und einem Jahresfehlbetrag von -1,5 Mio. Euro (bisher: 9,2 Mio. Euro, 2,1 Mio. Euro und -0,8 Mio. Euro). Die vergleichsweise starke Anpassung des EBIT ist auch einem höheren Ansatz für Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände geschuldet, die im ersten Halbjahr bereits fast den Wert des gesamten Vorjahrs erreichten. Die Änderungen für 2022 haben sich auch auf die Folgejahre ausgewirkt, zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 kalkulieren wir nun mit Erlösen von 15,1 Mio. Euro bzw. mit einer EBIT-Marge von 21,9 Prozent (bisher: 15,4 Mio. Euro resp. 22,5 Prozent).

Hohe Schätzunsicherheit

Wie bisher, sind diese Schätzwerte allerdings von hoher Unsicherheit geprägt, weil RCM in der aktuellen Aufstellung einen wesentlichen Teil der Erträge mit Einnahmen aus dem Halten von bzw. aus dem Handeln mit Wertpapieren erzielt, was für eine hohe Abhängigkeit von der Entwicklung der Börsen sorgt. Wir gehen zwar in dem Modell davon aus, dass im Zeitablauf die Erträge aus dem Kerngeschäft Immobilien wieder ein größeres Gewicht einnehmen werden, doch die hierfür benötigten Investitionen müssen noch getätigt werden. Aus diesem Grund vergeben wir zur Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzun-

gen weiter fünf von maximal sechs möglichen Punkten.

Kursziel: 2,30 Euro je Aktie

Ebenfalls unverändert geblieben sind die Rahmendaten des Modells. Wir diskontieren die geschätzten Cashflows weiter mit einem WACC-Satz von 5,4 Prozent (bestehend aus Eigenkapitalkosten nach CAPM von 9,0 Prozent, FK-Kosten von 4,0 Prozent und einem FK-Anteil von 60 Prozent) und sehen auf dieser Basis den fairen Marktwert des Eigenkapitals bei 27,6 Mio. Euro bzw. 2,31 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 2,30 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dabei ist zu beachten, dass wir die auch im dritten Quartal fortgesetzten Aktienrückkäufe berücksichtigt und mit einer Aktienzahl von 11,9 Mio. kalkuliert haben.

Fazit

Das laufende Geschäftsjahr gestaltet sich schwierig für die RCM Beteiligungs AG, deren Erträge in den letzten Jahren im wachsenden Ausmaß aus der Anlage der freien Mittel am Kapitalmarkt stammten. Durch den russischen Überfall auf die Ukraine und die hierdurch ausgelösten Turbulenzen an den Kapitalmärkten sowie durch die westlichen Sanktionen musste RCM eine hohe Risikovorsorge auf die Wertpapiere treffen, welche die Ergebnisrechnung in den ersten neun Monaten des Jahres um über 4 Mio. Euro belastete. Dadurch rutschte das Ergebnis trotz einer überzeugenden operativen Performance soweit ins Minus, dass die Dividendenzahlung für dieses Jahr wahrscheinlich ausgesetzt werden muss.

Da ein Großteil der Risikovorsorge Wertpapiere russischer Emittenten betrifft, ist derzeit nicht absehbar, ob und wann hier mit einer Wertaufholung gerechnet werden kann.

Aber auch das operative Geschäft ist derzeit von erhöhter Unsicherheit geprägt, weil der Immobilienmarkt von dem steilen Zinsanstieg massiv ausgebremst wurde und die Anpassung der Marktakteure an die neuen Rahmenbedingungen noch im vollen Gange ist. Aus diesem Grund wartet auch RCM derzeit sowohl beim Verkauf fortgeschrittener Projekte als auch bei Neuengagements ab.

Dank der in den Vorjahren antizyklisch verfolgten Desinvestitionspolitik, in deren Rahmen hohe Erträge realisiert und finanzielle und bilanzielle Polster aufgebaut wurden, verfügt RCM über ausreichende Reserven, um diese Phase zu überstehen und auf neue Opportunitäten warten zu können.

In unserem Bewertungsmodell arbeiten wir mit einem Szenario, in dem RCM wieder verstärkt im Kerngeschäft Immobilien aktiv wird und damit, wie schon in der Vergangenheit, wieder auskömmliche Erträge generiert. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert derzeit bei 2,30 Euro je Aktie und bestätigen unser Urteil „Speculative Buy“, wobei die spekulative Komponente den Eigenheiten des Geschäftsmodells und der aktuellen Übergangsphase, in der sich das Unternehmen befindet, geschuldet ist.

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.

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.

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 Investitionsopportunitäten identifizieren und nutzen.
- Die vollständig abgeschriebenen russischen Wertpapiere bieten im günstigen Fall hohes Aufwertungspotenzial.

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 potenzialträchtiger 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
AKTIVA									
I. AV Summe	28,09	28,82	28,35	27,89	27,45	27,02	26,59	26,14	25,70
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	8,81	8,64	8,50	8,37	8,24	8,11	7,98	7,83
3. Finanzanlagen	12,18	13,68	13,68	13,68	13,68	13,68	13,68	13,68	13,68
II. UV Summe	19,32	16,01	21,36	26,60	31,86	32,93	33,89	34,75	35,49
1. Vorratsvermögen	8,87	10,38	15,25	19,08	22,37	22,91	23,35	23,69	23,93
2. Wertpapiere	4,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
PASSIVA									
I. Eigenkapital	25,76	23,08	23,87	24,55	25,26	25,78	26,18	26,47	26,64
II. Rückstellungen	1,14	1,19	1,24	1,29	1,34	1,39	1,44	1,49	1,54
III. Fremdkapital									
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	24,18	28,25	28,32	28,39	28,47	28,54
BILANZSUMME	**47,45**	**44,86**	**49,74**	**54,52**	**59,35**	**59,99**	**60,51**	**60,92**	**61,22**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	3,55	9,02	7,91	10,48	12,55	14,33	14,64	14,90	15,12
Gesamtleistung	3,19	4,57	7,98	10,56	12,63	14,40	14,72	14,98	15,19
Rohertrag	2,31	3,87	3,18	3,79	4,30	4,74	4,82	4,88	4,93
EBITDA	3,71	2,40	1,27	1,81	2,26	2,62	2,64	2,65	2,66
EBIT	3,10	1,51	0,69	1,24	1,69	2,06	2,08	2,10	2,11
EBT	3,09	-2,12	0,95	1,25	1,43	1,49	1,35	1,21	1,07
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,87	-1,76	0,79	1,04	1,19	1,23	1,12	1,00	0,89
JÜ	2,49	-1,53	0,59	0,78	0,89	0,93	0,84	0,75	0,66
EPS	0,19	-0,13	0,05	0,07	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	4,09	-3,94	-2,65	-1,97	0,82	0,80	0,78	0,76
CF aus Investition	1,36	-4,04	0,38	0,36	0,36	0,35	0,36	0,37	0,38
CF Finanzierung	-1,40	-0,92	4,00	3,64	3,52	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
Liquidität Jahresanfa.	5,85	4,07	3,20	3,65	5,00	6,91	7,37	7,82	8,26
Liquidität Jahresende	4,07	3,20	3,65	5,00	6,91	7,37	7,82	8,26	8,69

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-78,9%	153,9%	-12,3%	32,6%	19,7%	14,1%	2,2%	1,8%	1,4%
Rohertragsmarge	65,0%	42,9%	40,2%	36,1%	34,3%	33,1%	32,9%	32,8%	32,6%
EBITDA-Marge	104,5%	26,7%	16,1%	17,3%	18,0%	18,3%	18,0%	17,8%	17,6%
EBIT-Marge	87,4%	16,7%	8,8%	11,8%	13,5%	14,4%	14,2%	14,1%	14,0%
EBT-Marge	87,1%	-23,5%	12,0%	12,0%	11,4%	10,4%	9,2%	8,1%	7,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	70,2%	-17,0%	7,5%	7,4%	7,1%	6,5%	5,7%	5,0%	4,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	**2,0%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,5%**	**0,0%**
4,4%	4,78	3,93	3,32	2,87	2,52
4,9%	3,77	3,19	2,75	2,42	2,15
5,4%	3,06	2,64	**2,31**	2,05	1,84
5,9%	2,53	2,21	1,96	1,76	1,59
6,4%	2,12	1,88	1,68	1,51	1,38

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. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

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 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 Studienerstellung 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 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),

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 08.11.2022 um 9:25 Uhr fertiggestellt und am 08.11.2022 um 9:45 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
22.08.2022	Specualtive Buy	2,30 Euro	1), 3), 4)
14.06.2022	Specualtive 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 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 übernommenen, 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.