

26. September 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

RCM Beteiligungs AG

Warten auf Kaufopportunitäten

Urteil: Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,65 € | **Kursziel:** 2,50 € (zuvor: 2,30 €)

Analyst: Dipl. Volkswirt 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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Sindelfingen
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	ca. 25
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A1RFMY4
Ticker:	RCM:GR
Kurs:	1,65 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienanzahl:	13,1 Mio. Stück
Market-Cap:	21,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	35,0 Mio. Euro
Free Float:	ca. 30 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,00 / 1,53 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	2,2 Tsd. Euro / Tag

Umsatz erwartungsgemäß niedriger

Die RCM Beteiligungs AG hat im ersten Halbjahr 2023 einen Konzernumsatz von 1,3 Mio. Euro erzielt. Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien, die im Vorjahr durch die Veräußerung einer Logistikimmobilie mit knapp 6,7 Mio. Euro das Gros des Halbjahresumsatzes ausgemacht hatten, beliefen sich diesmal auf lediglich 0,1 Mio. Euro. Rückläufig, wenn auch in einem geringeren Ausmaß, waren die Mieterlöse (-10 Prozent auf 0,6 Mio. Euro) und die sonstigen Erlöse (-22 Prozent auf 0,6 Mio. Euro). Bei der letztgenannten Einnahmenart, in die Umsätze aus Dienstleistungen im Bereich der Hausverwaltung und der Betreuung von Immobilienprojekten einfließen, hat sich der Markteinbruch im Bereich der Immobilienentwicklung bemerkbar gemacht. Insgesamt lag der Halbjahresumsatz damit um 84 Prozent unter Vorjahr.

Auch Finanzerträge i.w.S. geringer

Ebenfalls unter dem Vorjahresniveau sind im ersten Halbjahr die Erträge ausgefallen, die RCM aus der Anlage der Liquidität am Kapitalmarkt erzielt. Die Summe aus den erhaltenen Zinsen und Dividenden auf die Finanzanlagen des Anlagevermögens, dem Saldo der realisierten Gewinne und Verluste aus Fi-

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	16,83	3,55	8,95	2,67	9,83	9,89
EBIT (Mio. Euro)	5,41	2,70	1,30	0,15	1,77	1,76
Jahresüberschuss	2,22	2,09	-2,82	-0,11	1,27	1,13
EpS	0,17	0,16	-0,22	-0,01	0,11	0,09
Dividende je Aktie	0,07	0,07	0,00	0,00	0,03	0,04
Umsatzwachstum	-20,3%	-78,9%	152,1%	-70,2%	268,9%	0,5%
Gewinnwachstum	-15,7%	-6,0%	-	-	-	-11,1%
KUV	1,16	5,51	2,19	7,34	1,99	1,98
KGV	8,8	9,4	-	-	15,5	17,4
KCF	1,8	-	38,1	-	11,5	20,3
EV / EBIT	5,9	11,8	24,6	218,4	18,0	18,1
Dividendenrendite	4,2%	4,2%	0,0%	0,0%	1,8%	2,4%

nanzanlagen, die im sonstigen betrieblichen Aufwand bzw. Ertrag gebucht werden, und der Zins- und Beteiligungserträge lag in den ersten sechs Monaten bei 0,5 Mio. Euro, nach 1,4 Mio. Euro im Vorjahr.

Russische Assets gänzlich wertberichtigt

Wie bereits Ende April mitgeteilt, war auch das erste Halbjahr 2023 noch einmal von den Folgen des russischen Überfalls auf die Ukraine und der dadurch bedingten Sanktionen belastet. Nachdem bereits 2022 russische Staatsanleihen sowie die Aktien anderer russischer Emittenten bilanziell komplett wertberichtigt wurden, hat RCM dies nun auch für die Anleihe einer in Russland tätigen Bank vorgenommen. Sie ist zwar nicht leistungsgestört und hierzulande auch weiter handelbar, doch es besteht aufgrund der Sanktionen keine Möglichkeit, die Zinsen an die Gläubiger im Westen weiterzuleiten. Durch diese Wertberichtigung summierten sich die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens im ersten Halbjahr auf 0,8 Mio. Euro. Zusammen mit den 3,9 Mio. Euro aus dem Vorjahr wurden damit sämtliche Assets mit Russlandbezug aus der Bilanz eliminiert.

Kosten reduziert

In Reaktion auf das geringere Geschäftsvolumen sind auch die operativen Kosten gesunken. Der Personalaufwand reduzierte sich um 6 Prozent auf 0,7 Mio. Euro, während die Abschreibungen sogar um die Hälfte auf 0,2 Mio. Euro abnahmen, wofür u.a. der Wegfall der im letzten Jahr noch erfassten planmäßigen Abschreibungen auf den Firmenwert der inzwischen aufgelösten Tochtergesellschaft SM Domestic Property beigetragen hat. Schließlich hat sich aufgrund von Währungseffekten auch der Saldo aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen (jeweils ohne Finanzgeschäfte) von -0,5 auf -0,03 Mio. Euro verbessert.

EBIT leicht positiv

Insgesamt führten die genannten Effekte zu einer deutlichen Verschlechterung des EBIT (von 2,5 auf 0,04 Mio. Euro), während der Vorsteuerverlust dank der reduzierten Belastung aus den Wertberichtigungen von -1,5 auf -0,6 Mio. Euro mehr als halbiert wer-

den konnte. Bei nur geringen Steuern und Minderheitsanteilen lag auch das Nettohalbjahresergebnis mit rund -0,6 Mio. Euro in dieser Größenordnung, nach -1,6 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2022.

Geschäftszahlen	HJ 22	HJ 23	Änderung
Umsatz	8,04	1,26	-84,3%
aus Immobilienverkäufen	6,65	0,10	-98,5%
aus Vermietung	0,63	0,57	-9,2%
aus sonstigen Erlösen	0,76	0,59	-22,2%
EBIT	2,49	0,04	-98,6%
EBIT-Marge	30,9%	2,9%	
Vorsteuerergebnis	-1,47	-0,63	-
Vorsteuermarge	-18,3%	-50,0%	
Konzernergebnis	-1,57	-0,63	-
Nettomarge	-19,5%	-49,7%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Liquidität erhöht

Eine Cashflow-Rechnung für das erste Halbjahr hat RCM nicht vorgelegt. Aus der Bilanz lässt sich allerdings eine seit dem Jahreswechsel von 3,0 auf 3,3 Mio. Euro erhöhte Liquidität entnehmen. Entscheidend dafür dürften die Abnahme der Finanzanlagen von 14,0 auf 11,7 Mio. Euro sowie der Rückgang der sonstigen Vermögensgegenstände von 1,3 auf 0,9 Mio. Euro gewesen sein, während die Wertpapiere des Umlaufvermögens um 0,3 Mio. Euro (auf 0,5 Mio. Euro) und die Sachanlagen um 0,4 Mio. Euro (auf 5,6 Mio. Euro) zugenommen und damit die Cashflow-Rechnung belastet haben.

Konzerneigenkapitalquote höher

Die Passivseite der Konzernbilanz wird weiterhin vom Eigenkapital bestimmt, das sich zwar wegen des Halbjahresverlustes von 21,5 auf 20,7 Mio. Euro ermäßigt hat, in Relation zu der von 39,7 auf 37,8 Mio. Euro reduzierten Bilanzsumme aber sogar auf 54,9 Prozent gestiegen ist. Ebenfalls abgenommen haben im ersten Halbjahr die Bankverbindlichkeiten, die um 0,3 Mio. Euro auf 15,9 Mio. Euro gesunken sind. Die drittgrößte Passivposition waren zum 30. Juni die Rück-

stellungen, die sich auf 0,6 Mio. Euro beliefen (zuvor: 0,7 Mio. Euro).

AG-GuV von Abschreibungen geprägt

Da die vorgenommene 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 0,4 Mio. Euro (hiervon knapp 0,2 Mio. Euro aus Wertpapierverkäufen) sowie Wertpapiererträgen von 0,3 Mio. Euro (im Finanzergebnis erfasst) stellten diese mit 0,8 Mio. Euro die größte GuV-Position dar und führten zu einem Halbjahresfehlbetrag von -0,6 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote über 60 Prozent

Dadurch hat sich das Eigenkapital der AG zum Halbjahr um 3 Prozent auf 21,3 Mio. Euro reduziert, was aber immer noch einer Eigenkapitalquote von 61 Prozent entspricht. Ein sehr solider Wert, zumal RCM im Gegensatz zu den meisten anderen börsennotierten Unternehmen (sowohl im Einzel- als auch im Konzernabschluss) nach HGB bilanziert und deswegen die Immobilien konservativ zu fortgeführten Anschaffungskosten und nicht zu Marktwerten ansetzt. Gerade im aktuellen Umfeld, welches sich bei vielen Immobilienunternehmen in teils kräftigen Abwärtskorrekturen des bilanzierten Immobilienvermögens bemerkbar macht, hat dies den Vorteil einer deutlich höheren Wertstabilität.

Verbindlichkeiten reduziert

Weitere 9,6 Mio. Euro bzw. fast 28 Prozent der Bilanzsumme von 34,8 Mio. Euro (-8 Prozent gegenüber Jahreswechsel) entfallen auf Bankkredite, die in den ersten sechs Monaten bei der AG um 12 Prozent abgebaut wurden. Ebenfalls abgenommen haben die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, die um 0,5 Mio. Euro auf 3,7 Mio. Euro gesunken sind. Die größten Veränderungen auf der Aktivseite der AG-Bilanz betrafen die Wertpapiere des Anlagevermögens (-2,7 Mio. Euro auf 6,4 Mio. Euro), die Wertpapiere des Umlaufvermögens (+0,3 Mio.

Euro auf knapp 0,5 Mio. Euro) und die Liquidität, die von 2,4 auf 1,8 Mio. Euro abgenommen hat. Die größte Vermögensposition sind weiter die Anteile an verbundenen Unternehmen, die zum 30. Juni unverändert bei 19,5 Mio. Euro lagen.

Warten auf Kaufgelegenheiten

Eine Prognose für das laufende Jahr hat RCM nicht vorgelegt. Allerdings sieht sich der Vorstand durch die Marktentwicklung in der vorsichtigen und abwartenden Vorgehensweise der letzten Monate bestätigt und will weiter auf gute Kaufmöglichkeiten warten. Dies deuten wir als einen Hinweis darauf, dass in der nächsten Zukunft noch nicht viel passieren wird. Dies gilt umso mehr für etwaige Verkäufe, für die die Märkte derzeit nicht aufnahmebereit scheinen. Um die Kostenbasis für die anhaltende Phase niedrigerer Geschäftsvolumina zu senken, hat RCM deswegen u.a. die Notierung im Scale-Segment gekündigt und wird ab Dezember in das Basic Board wechseln.

Schätzungen für 2023 angepasst

Wir haben in Reaktion auf die Halbjahreszahlen unsere Schätzungen für 2023 revidiert und dabei den unterstellten Umsatz aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien reduziert, dafür aber die Erlöse aus Vermietung und die sonstigen Erlöse leicht erhöht und damit die Absenkung im letzten Update leicht korrigiert. In Summe erwarten wir nun für das laufende Jahr Umsätze von 2,7 Mio. Euro (bisher: 3,3 Mio. Euro), die aber deutlich margenstärker ausfallen sollten als bisher erwartet – im ersten Halbjahr lag der relative Deckungsbeitrag in allen drei Einkunftsarten nämlich klar über unseren Erwartungen. Aktualisiert haben wir auch die Ansätze für sämtliche Finanzerträge sowie für die Wertberichtigungen. Zusammen mit den Anpassungen an den Schätzungen des Personalaufwands und der Abschreibungen ergibt sich daraus nun die Erwartung eines EBIT von knapp 0,2 Mio. Euro und eines Jahresfehlbetrages von -0,1 Mio. Euro. Damit hat sich die EBIT-Erwartung etwas verbessert (bisher: -0,04 Mio. Euro), während der geschätzte Nettoverlust nun etwa höher ausfällt als bisher. Die Änderungen haben sich teilweise auf die Schätzungen für die Folgejahre ausgewirkt, wobei die über den Erwartungen liegenden Miet- und sonstigen Erlöse sowie die

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	2,67	9,83	9,89	10,24	10,60	10,87	11,10	11,28
Umsatzwachstum		268,9%	0,5%	3,6%	3,5%	2,6%	2,1%	1,6%
EBIT-Marge*	40,9%	32,7%	32,4%	31,9%	31,2%	30,6%	30,2%	29,9%
EBIT*	1,09	3,22	3,21	3,27	3,30	3,33	3,35	3,38
Steuersatz	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,19	0,55	0,55	0,56	0,56	0,57	0,57	0,57
NOPAT	0,90	2,67	2,66	2,71	2,74	2,76	2,78	2,80
+ Abschreibungen & Amortisation	0,49	0,49	0,48	0,48	0,48	0,48	0,47	0,47
+ 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	1,40	3,16	3,14	3,19	3,22	3,24	3,25	3,27
- Zunahme Net Working Capital	-4,73	0,13	-0,43	-0,43	-0,33	-0,23	-0,13	-0,13
- Investitionen AV	0,02	0,39	0,40	0,40	0,41	0,42	0,42	0,43
Free Cashflow	-3,31	3,68	3,11	3,17	3,30	3,42	3,55	3,57

SMC Schätzmodell; *inkl. der Beteiligungserträge und Erträgen aus Wertpapieren des AV

niedrigeren Overheadkosten (zusammen mit dem Segmentwechsel) und Abschreibungen in Summe für eine leicht erhöhte Umsatz- und Margenreihe gesorgt haben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2023 kalkulieren wir nun mit einem Umsatz von 11,3 Mio. Euro und mit einer EBIT-Marge von 17,1 Prozent (bisher: 10,8 Mio. Euro resp. 14,8 Prozent). Alle anderen Annahmen sind gegenüber dem Update vom 21. Juni, in dem sie ausführlich erläutert wurden, unverändert geblieben. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben auf der nächsten Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Gleich gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,3 berechnet und belaufen sich auf 10,0 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 60 Prozent und

einem Steuersatz für das Tax-Shield von 25,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,3 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Kursziel: 2,50 Euro

Aus den Änderungen der Schätzungen sowie aus dem Diskontierungseffekt ergibt sich ein neuer fairer Wert von 29,7 Mio. Euro bzw. 2,50 Euro je Aktie, woraus wir das gleichlautende Kursziel ableiten (bisher: 2,30 Euro, eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dabei ist zu beachten, dass wir die fortgesetzten Aktienrückkäufe berücksichtigt und mit einer Aktienzahl von 11,9 Mio. kalkuliert haben. Unverändert gelassen haben wir erneut die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür auf einer Skala von eins (sehr niedrig) bis sechs (sehr hoch) fünf Punkte. Damit bringen wir zum Ausdruck, dass die Schätzwerte, auf denen die Wertermittlung beruht, von hoher Unsicherheit geprägt sind, 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. Doch auch sonst sorgt

die geringe Transparenz der opportunitätsgetriebenen Geschäftsmodells für eine hohe Schätzunsicherheit.

Fazit

Die Geschäftsentwicklung von RCM ist im ersten Halbjahr 2023 erwartungsgemäß verhalten ausgefallen. Die Erlöse aus dem Verkauf von Vorratsimmobilien, die im Vorjahr von der Veräußerung einer Logistikimmobilie in die Höhe getrieben worden waren, sind in Abwesenheit ähnlicher Transaktionen fast gänzlich weggefallen, und auch die Mieterlöse und die sonstigen Erlöse sind teils deutlich gesunken.

Hinzu kam, wie bereits im April gemeldet, eine erneute Belastung durch die Wertberichtigungen auf Assets mit Russlandbezug, weswegen das EBT mit -0,6 Mio. Euro erneut negativ ausgefallen ist. Auf der EBIT-Ebene blieb RCM aber minimal im Plus, was wir angesichts der widrigen Marktumstände für bemerkenswert halten. Auch konnte das Unternehmen in den ersten sechs Monaten die Bankverbindlichkeiten weiter reduzieren und die Liquidität wie auch die Eigenkapitalquote erhöhen.

Dies zeigt, dass RCM trotz der Krise weiter kerngesund ist. Die solide Kapitalausstattung soll deswegen

in den kommenden Quartalen genutzt werden, um antizyklisch die sich aus der Krise bietenden Kaufmöglichkeiten zu nutzen und das Portfolio und damit das Potenzial für künftige Erträge wieder zu vergrößern. Die Effekte dieser Strategie werden sich aber erst frühestens 2024 zeigen. Das laufende Jahr dürfte hingegen umsatz- und ergebnisseitig schwächer ausfallen.

Wir haben deswegen in unserem Modell die Schätzungen für 2023 reduziert, gleichzeitig aber die künftigen Erlöse und Margen etwas angehoben. Das Letztere auch deswegen, weil RCM derzeit die Kosten weiter signifikant senkt und hierbei u.a. auch das Scale-Segment verlässt. Diese Anpassungen haben unser Kursziel leicht auf 2,50 Euro steigen lassen, auf dessen Basis wir das Urteil „Speculative Buy“ bestätigen. Die spekulative Komponente des Urteils ist den Eigenheiten des Geschäftsmodells und der aktuellen Übergangsphase, in der sich das Unternehmen befindet, geschuldet.

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 im Jahr 2022 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 abgedeckten 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 die Immobilienprojekte. Auch über die Zusammensetzung des Wertpapier- und Beteiligungsportfolios ist wenig bekannt.
- Nach dem Abverkauf der letzten Jahre muss neues Wachstum erst durch frische Investitionen vorbereitet werden.
- Für 2023 erwarten wir sinkende Erlöse und einen leichten Verlust.
- 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.
- 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.
- Eine anhaltende Schwäche der deutschen Konjunktur könnte die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien belasten.
- Der Erfolg des Unternehmens hängt wesentlich von wenigen Schlüsselpersonen ab, deren Ausfall schwer zu ersetzen sein könnte.
- Die verbliebenen Wohnimmobilien unterliegen einer zunehmend restriktiven Regulierung.
- Durch den Segmentwechsel könnten die Liquidität der Aktie und die Transparenz abnehmen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	25,36	24,90	24,52	24,14	23,75	23,36	22,96	22,56	22,15
1. Immat. VG	6,21	5,87	5,54	5,21	4,88	4,55	4,22	3,89	3,56
2. Sachanlagen	5,19	5,07	5,02	4,97	4,91	4,85	4,78	4,71	4,63
3. Finanzanlagen	13,96	13,96	13,96	13,96	13,96	13,96	13,96	13,96	13,96
II. UV Summe	14,31	18,75	24,86	30,45	31,88	33,11	34,39	35,70	37,06
1. Vorratsvermögen	9,07	13,90	13,86	14,40	14,92	15,35	15,68	15,91	16,14
2. Wertpapiere	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
PASSIVA									
I. Eigenkapital	21,53	21,39	22,97	24,03	24,91	25,60	26,33	27,08	27,88
II. Rückstellungen	0,74	0,84	0,94	1,04	1,14	1,24	1,34	1,44	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	12,93	16,94	20,99	25,04	25,09	25,14	25,20	25,25	25,31
BILANZSUMME	39,69	43,67	49,40	54,61	55,64	56,49	57,37	58,28	59,23

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	8,95	2,67	9,83	9,89	10,24	10,60	10,87	11,10	11,28
Gesamtleistung	4,47	2,70	9,87	9,93	10,28	10,64	10,91	11,14	11,31
Rohhertrag	3,89	1,99	3,64	3,68	3,80	3,92	4,00	4,07	4,13
EBITDA	2,06	0,64	2,26	2,25	2,31	2,34	2,36	2,38	2,40
EBIT	1,30	0,15	1,77	1,76	1,83	1,86	1,88	1,91	1,93
EBT	-2,70	-0,16	1,91	1,70	1,64	1,69	1,73	1,77	1,82
JÜ (vor Ant. Dritter)	-2,76	-0,13	1,58	1,41	1,36	1,40	1,43	1,47	1,51
JÜ	-2,82	-0,11	1,27	1,13	1,09	1,12	1,15	1,17	1,21
EPS	-0,22	-0,01	0,11	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	0,51	-4,42	1,70	0,96	0,92	1,06	1,19	1,32	1,35
CF aus Investition	3,54	0,02	0,39	0,40	0,40	0,41	0,42	0,42	0,43
CF Finanzierung	-5,13	4,00	4,00	3,64	-0,47	-0,71	-0,71	-0,71	-0,71
Liquidität Jahresanfa.	4,07	3,00	2,60	8,69	13,70	14,55	15,31	16,20	17,22
Liquidität Jahresende	3,00	2,60	8,69	13,70	14,55	15,31	16,20	17,22	18,30

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	152,1%	-70,2%	268,9%	0,5%	3,6%	3,5%	2,6%	2,1%	1,6%
Rohtragsmarge	43,5%	74,6%	37,0%	37,2%	37,1%	37,0%	36,8%	36,7%	36,6%
EBITDA-Marge	23,0%	23,9%	23,0%	22,7%	22,5%	22,1%	21,7%	21,4%	21,3%
EBIT-Marge	14,5%	5,5%	18,0%	17,8%	17,8%	17,6%	17,3%	17,2%	17,1%
EBT-Marge	-30,2%	-6,0%	19,4%	17,2%	16,0%	16,0%	15,9%	15,9%	16,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-31,5%	-4,0%	12,9%	11,4%	10,6%	10,6%	10,5%	10,6%	10,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,3%	4,22	3,70	3,29	2,97	2,71
5,8%	3,55	3,16	2,86	2,61	2,40
6,3%	3,04	2,74	2,50	2,30	2,13
6,8%	2,63	2,40	2,21	2,04	1,91
7,3%	2,30	2,12	1,96	1,83	1,71

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.

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 26.09.2023 um 11:25 Uhr fertiggestellt und am 26.09.2023 um 11:50 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
21.06.2023	Speculative Buy	2,30 Euro	1), 3)
08.11.2022	Speculative Buy	2,30 Euro	1), 3)
22.08.2022	Speculative Buy	2,30 Euro	1), 3), 4)
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: keine

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.