

29. April 2021
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Blue Cap AG

Positive Margenentwicklung

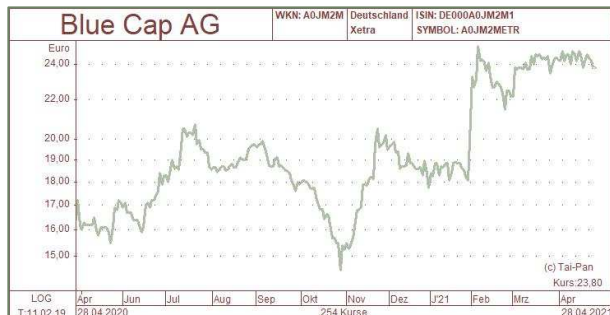
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 23,60 € | Kursziel: 46,00 € (zuvor: 45,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Q1: Umsatz rückläufig, Marge steigt



Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Industrie
Mitarbeiter:	ca. 1.300
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0JM2M1
Ticker:	B7E:GR
Kurs:	23,60 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	4,0 Mio. Stück
Market Cap:	94,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	147,4 Mio. Euro
Free-Float:	43,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	25,60 / 13,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	31,4 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	232,3	255,2	281,7
EBIT (Mio. Euro)	28,9	11,7	15,1
Jahresüberschuss	23,6	6,4	8,6
EpS	5,91	1,61	2,14
Dividende je Aktie	0,75	0,85	0,85
Umsatzwachstum	2,9%	9,9%	10,4%
Gewinnwachstum	737,4%	-72,8%	33,1%
KUV	0,41	0,37	0,33
KGV	4,0	14,6	11,0
KCF	7,7	8,4	7,0
EV / EBIT	5,1	12,6	9,7
Dividendenrendite	3,2%	3,6%	3,6%

Aktuelle Entwicklung

Das erste Quartal der Blue Cap AG war von Konsolidierungseffekten und divergierenden Trends bei den Beteiligungen geprägt. Während die Gesellschaften em-tec (verkauft) und SMB David (insolvent), die inzwischen nicht mehr zum Portfolio zählen, im Vorjahr noch Erlöse von ca. 3 bis 4 Mio. Euro beigesteuert haben dürften, die nun entfallen sind, gab es auch einen positiven Konsolidierungseffekt in ähnlicher Höhe. Und zwar wurde der Neuzugang Hero ab März im Konzernabschluss erfasst. Den von Blue Cap gemeldeten Rückgang der Konzern Erlöse um 13,6 Prozent auf 55,9 Mio. Euro stufen wir daher als weitgehend organisch ein. Der Meldung zufolge leidet die Beteiligung Neschen im Endkundengeschäft weiter unter den Auswirkungen des Lockdown, was durch ein wachsendes Industriegeschäft nur teilweise kompensiert werden konnte. Ebenfalls eine Folge der verordneten Einschränkungen ist nach Unternehmensangaben die gesunkene Einlieferungsmenge bei der Carl Schaefer Gold- und Silberscheideanstalt. Rückläufig waren darüber hinaus auch die Erlöse bei Uniplast nach der restrukturierungsbedingten Schließung eines Werks. Demgegenüber blieben die Erlöse bei Planotol und nokra in etwa auf Vorjahresniveau, während con-pearl nach einem Großauftrag aus dem Verpackungsbereich sogar zulegen konnte. Als sehr erfreulich werten wir, dass das um Sondereffekte bereinigte EBITDA („adjusted“) trotzdem um 5,9 Prozent auf 4,7 Mio. Euro gesteigert werden konnte, gleichbedeutend mit einer Margenverbesserung von 6,7 auf 8,1 Prozent. Das ist nicht nur wegen der deutlich schwierigeren Rahmenbedingungen als im Vorjahr bemerkenswert, sondern auch aufgrund der Entkonsolidierung der im letzten Jahr noch erfassten sehr profitablen Beteiligung em-tec.

Niedrige Verschuldung

Die für das Gesamtjahr in Aussicht gestellte bereinigte EBITDA-Marge von 8 Prozent konnte damit im ersten Quartal bereits übertroffen werden. Das Margenziel wurde ebenso bestätigt wie die Guidance für die

Erlöse, die einen Anstieg um 12 Prozent auf 260 Mio. Euro vorsieht. Dieser dürfte nach unseren Berechnungen im Wesentlichen auf die Erstkonsolidierung der erworbenen Gesellschaft Hero zurückzuführen sein. Blue Cap hat zudem gemeldet, dass der Nettoverschuldungsgrad – die Relation der Nettoverschuldung zum bereinigten EBITDA – im ersten Quartal bei lediglich 1,8 gelegen hat – nach 3,25 noch vor Jahresfrist. Als neuer Zielwert für diese Größe wurde ein Multiple von maximal 2,75 festgelegt, was erhebliches Potenzial bietet, die Expansion auch mit teilweise fremdkapitalfinanzierten Akquisitionen weiter voranzutreiben.

Margenschätzung angehoben

Wir rechnen daher mit weiteren Zukäufen, die wir in unserem Modell aber noch nicht berücksichtigt haben. Unsere Schätzungen zum Bestand haben wir nach den Zahlen nur geringfügig angepasst und insbesondere die Erlöserwartungen zu Neschen und Carl Schaefer leicht abgesenkt. Auf EBITDA-Ebene wurde das durch eine optimistischere Margenschätzung, insb. bei con-pearl, aufgewogen. Wir gehen jetzt davon aus, dass Blue Cap das Margenziel im Gesamtjahr solide erreichen wird und rechnen mit einer bereinigten EBITDA-Marge von 8,8 Prozent (bislang 8,3 Prozent). Daraus ergibt sich eine EBIT-Marge von 4,6 Prozent (bislang 4,1 Prozent – siehe Modell auf der nächsten Seite). Insgesamt hat sich der von uns ermittelte faire Wert damit moderat von zuletzt 45,00 auf 46,00 Euro erhöht.

Fazit

Die Beteiligungen von Blue Cap haben im ersten Quartal die immer noch schwierigen Rahmenbedingungen in einigen Wirtschaftsbereichen zu spüren bekommen, so dass sich die Erlöse im Vorjahresvergleich um 13,6 Prozent auf 55,9 Mio. Euro reduziert haben. Sehr erfreulich ist allerdings, dass das bereinigte EBITDA trotzdem um 5,9 Prozent auf 4,7 Mio. Euro gesteigert werden konnte, gleichbedeutend mit einem Margenanstieg von 6,7 auf 8,1 Prozent. Das zeigt, dass die Weiterentwicklung der Gesellschaften Früchte trägt.

Das Management hat die Ziele für das Gesamtjahr – ein Umsatzanstieg um rund 12 Prozent auf 260 Mio. Euro und eine bereinigte EBITDA-Marge von 8,0 Prozent – bekräftigt. Wir gehen davon aus, dass das Margenziel in 2021 solide erreicht werden dürfte und rechnen mit einer operativen Marge von 8,8 Prozent. Unser Kursziel hat sich infolgedessen von 45,00 auf 46,00 Euro erhöht. Wir halten die Gesellschaft damit weiterhin für deutlich unterbewertet, was auch in einem geschätzten KGV22 von lediglich rund 11 zum Ausdruck kommt, und bekräftigen unsere Einstufung mit „Buy“.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	255,2	281,7	298,9	313,9	329,6	346,2	363,6	382,0
Umsatzwachstum		10,4%	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	4,6%	5,4%	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%
EBIT	11,7	15,1	19,5	21,2	22,3	23,6	25,4	26,7
Steuersatz	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,9	4,5	5,8	6,4	6,7	7,1	7,6	8,0
NOPAT	8,8	10,6	13,6	14,8	15,6	16,5	17,8	18,7
+ Abschreibungen & Amortisation	12,0	13,2	13,2	13,0	13,2	13,3	13,4	13,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	20,8	23,8	26,8	27,9	28,9	29,8	31,1	32,2
- Zunahme Net Working Capital	-9,4	-10,5	-11,2	-8,6	-5,8	-4,4	-4,7	-5,0
- Investitionen AV	-21,0	-10,9	-11,5	-12,0	-12,6	-13,2	-13,8	-14,4
Free Cashflow	-9,6	2,4	4,1	7,2	10,4	12,3	12,7	12,8

SMC Schätzmodell

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	109,2	119,2	116,9	115,2	114,2	113,6	113,4	113,9	114,8
1. Immat. VG	2,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
2. Sachanlagen	86,1	92,9	89,6	86,9	84,8	83,1	82,0	81,3	81,2
II. UV Summe	90,8	105,3	117,2	130,6	143,7	156,9	170,6	184,9	199,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	80,0	86,2	91,0	98,7	106,5	114,6	123,3	132,9	143,0
II. Rückstellungen	13,1	13,9	14,7	15,4	16,2	17,0	17,8	18,5	19,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	54,3	61,1	61,8	61,9	62,1	62,4	62,7	63,1	63,5
2. Kurzfristiges FK	52,7	63,2	66,6	69,7	73,0	76,6	80,3	84,2	88,4
BILANZSUMME	200,1	224,4	234,0	245,8	257,9	270,5	284,1	298,8	314,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	232,3	255,2	281,7	298,9	313,9	329,6	346,2	363,6	382,0
Gesamtleistung	260,0	268,0	295,8	313,8	329,5	346,1	363,5	381,8	401,1
Rohhertrag	134,5	130,7	145,1	155,4	163,2	171,4	180,0	189,1	198,6
EBITDA	37,6	22,5	27,0	31,4	33,0	34,3	35,7	37,5	39,0
EBIT	28,9	11,7	15,1	19,5	21,2	22,3	23,6	25,4	26,7
EBT	25,3	8,3	11,7	16,0	17,7	18,9	20,3	22,3	23,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	23,5	6,2	8,2	11,2	12,4	13,2	14,2	15,6	16,6
JÜ	23,6	6,4	8,6	11,7	13,0	13,9	15,0	16,4	17,5
EPS	5,91	1,61	2,14	2,94	3,25	3,48	3,74	4,10	4,37

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	12,3	11,2	13,4	15,8	19,4	23,3	25,8	27,0	27,9
CF aus Investition	12,1	-21,0	-10,9	-11,5	-12,0	-12,6	-13,2	-13,8	-14,4
CF Finanzierung	-1,3	2,7	-4,7	-5,8	-6,8	-7,3	-7,6	-8,0	-8,6
Liquidität Jahresanfa.	9,0	32,1	25,1	22,9	21,4	21,9	25,3	30,3	35,5
Liquidität Jahresende	32,1	25,1	22,9	21,4	21,9	25,3	30,3	35,5	40,3

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	2,9%	9,9%	10,4%	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Rohtragsmarge	57,9%	51,2%	51,5%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
EBITDA-Marge	16,2%	8,8%	9,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%	10,3%	10,2%
EBIT-Marge	12,5%	4,6%	5,4%	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%
EBT-Marge	10,9%	3,2%	4,1%	5,3%	5,6%	5,7%	5,9%	6,1%	6,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	10,2%	2,5%	3,0%	3,9%	4,1%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%

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.

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 Interessenskonflikte 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 29.04.2021 um 11:10 Uhr fertiggestellt und am 29.04.2021 um 12:15 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
12.04.2021	Buy	45,00 Euro	1), 3)
02.03.2021	Buy	44,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und ein Comment

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.