

2. September 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Blue Cap AG

Nach weiterer Akquisition starke Basis  
für hohe Zuwächse in 2022

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 30,60 € | Kursziel: 46,00 € (unverändert)

**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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	München
<b>Branche:</b>	Industrie
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 1.200
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A0JM2M1
<b>Ticker:</b>	B7E:GR
<b>Kurs:</b>	30,60 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienzahl:</b>	4,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	134,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	200,9 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	41,9 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	33,20 / 13,95 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	36,0 Tsd. Euro

Blue Cap bleibt im Expansionsmodus. Nachdem im ersten Halbjahr bereits die Übernahme des Automobilzulieferers Hero sowie eine kleine Add-on-Akquisition für die Beteiligung con-pearl gelungen waren, konnte kürzlich der Kauf von 93 Prozent der Anteile der HY-LINE Gruppe vereinbart werden. Die Gesellschaft hat sich als Value-Added-Distributor darauf spezialisiert, für ihre Kunden, etwa aus der Elektronikindustrie oder der Medizintechnikbranche, benötigte Erzeugnisse am internationalen Markt zu beschaffen und diese so anzupassen, dass sie die gewünschten Spezifikationen erfüllen. Neue Kundenprojekte haben nicht selten eine Vorlaufzeit von ein bis zwei Jahren, im Anschluss liefert HY-LINE die angepassten Vorprodukte oft für den gesamten Lebenszyklus des Endprodukts. Das Management von Blue Cap sieht noch großes Wachstumspotenzial für das Geschäft und hat für ca. 93 Prozent der Anteile einen Preis im „unteren Drittel des zweistelligen Millionenbereiches“ vereinbart. Umsatz und Ergebnis von Blue Cap dürften von der Übernahme weiter profitieren. Schon im ersten Halbjahr 2021 konnte bei einem Umsatzwachstum um 6 Prozent auf 120,8 Mio. Euro das bereinigte EBITDA um 74,4 Prozent auf 10,5 Mio. Euro gesteigert und die Marge von 5,0 auf 8,4 Prozent verbessert werden.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	176,0	225,7	233,0	269,2	331,0	355,7
EBIT (Mio. Euro)	14,0	4,6	21,4	7,8	15,4	19,2
Jahresüberschuss	12,5	2,8	16,6	4,1	9,0	11,5
EpS	3,14	0,71	4,15	0,93	2,04	2,62
Dividende je Aktie	0,75	0,75	1,00	0,75	0,75	1,00
Umsatzwachstum	22,1%	28,2%	3,2%	15,6%	22,9%	7,5%
Gewinnwachstum	-68,2%	-77,4%	487,2%	-75,4%	119,6%	28,5%
KUV	0,76	0,60	0,58	0,50	0,41	0,38
KGV	10,8	47,7	8,1	33,0	15,0	11,7
KCF	60,2	73,0	10,7	7,5	8,7	7,5
EV / EBIT	14,4	43,2	9,4	25,6	13,1	10,4
Dividendenrendite	2,5%	2,5%	3,3%	2,5%	2,5%	3,3%

## Deutliche Zuwächse...

Mit der Akquisition von Hero im März hat das Segment Kunststofftechnik weiter an Gewicht gewonnen. Die Spartenerlöse haben im ersten Halbjahr von 48,1 auf 64,1 Mio. Euro zugelegt, wovon 13,6 Mio. Euro auf Hero entfielen, woraus sich kumuliert ein leichtes Wachstum der beiden anderen Segmentgesellschaften con-pearl und Uniplast ableiten lässt. Das dürfte vor allem auf con-pearl zurückzuführen sein, da der Anbieter von Hohlkammerplatten und Kunststoff-Compounds die Assets von Recyplast übernommen hat (siehe unseren Comment vom 12. April) und aktuell auf eine hohe Nachfrage trifft. Letzteres gilt auch für den Klebstoffspezialisten Planotol, der dank einer vorausschauenden Lagerhaltung den steigenden Bedarf in einem Umfeld mit Lieferengpässen auch bedienen konnte, so dass die Spartenerlöse in der Klebstofftechnik (Planotol ist die einzige Gesellschaft dieses Segments) um 19 Prozent auf 17,5 Mio. Euro zugelegt haben.

Erlösentwicklung	6M 20	6M 21	Änderung
Konzernumsatz	113,9	120,8	+6,0%
- Kunststofftechnik	48,1	64,1	+33,3%
- Beschichtungstechnik	26,3	25,4	-3,2%
- Klebstofftechnik	14,7	17,5	+19,1%
- Metalltechnik	15,2	11,8	-22,3%
- Produktionstechnik	5,5	1,8	-66,9%
- Sonstige	6,5	2,7	-58,2%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## ...aber auch einige Dämpfer

In den anderen drei Bereichen waren die Erlöse rückläufig. Neschen leidet weiterhin unter einem schwachen Messegeschäft und hat zudem einen größeren Kunden im Industriebereich verloren, was zu einem leichten Umsatzrückgang um 3,2 Prozent auf 25,4 Mio. Euro (Bereich Beschichtungstechnik, Neschen ist hier das einzige Unternehmen) geführt hat. Einen deutlicheren Rückgang gab es in der Metalltechnik (-22,3 Prozent auf 11,8 Mio. Euro), die von der Gold- und Silberscheideanstalt Carl Schaefer vertreten wird, da die Metall-Einlieferungsmengen insbesondere vom Lockdown im ersten Quartal negativ beeinflusst wur-

den. Ebenfalls stark rückläufig waren die Erlöse im Bereich Produktionstechnik (-66,9 Prozent auf 1,8 Mio. Euro), was zum Teil auf die im Vorjahr noch enthaltene und nach der Insolvenz inzwischen entkonsolidierte Gesellschaft SMB David zurückzuführen ist. Zugleich steht bei dem Mess- und Prüfsystemanbieter nokra aufgrund von Projektverzögerungen eine größere Erholung noch aus, und auch Gämmler leidet unter Verschiebungen. Die seit längerem defizitäre Gesellschaft hat ihr Neuanlagengeschäft inzwischen aufgegeben, wurde restrukturiert und fokussiert sich nun auf das profitable Service- und Ersatzteilgeschäft für die Bestandskunden.

## Konzernumsatz steigt um 6 Prozent

Insgesamt hat der Konzernumsatz von Blue Cap in den ersten sechs Monaten um 6 Prozent auf 120,8 Mio. Euro zugelegt. Der positive Konsolidierungseffekt aus der erstmaligen Erfassung von Hero hat dabei die entfallenen Beiträge der Gesellschaften SMB David und em-tec, die im letzten Jahr verkauft wurde und noch 4,2 Mio. Euro zum Halbjahresumsatz 2020 beigesteuert hatte, überkompensiert.

## Bereinigtes EBITDA legt stark zu

Der Verkauf von em-tec im letzten Jahr war sehr lukrativ und hauptverantwortlich für das hohe ausgewiesene EBITDA in Höhe von 24,7 Mio. Euro. Für die ersten sechs Monate 2021 wurden nun 10,6 Mio. Euro berichtet. Das um Einmaleffekte (Anteilsverkäufe, Bargain Purchases, Restrukturierungsaufwendungen, usw.) bereinigte „adjusted EBITDA“ hat hingegen binnen Jahresfrist um 74,4 Prozent auf 10,5 Mio. Euro zugenommen, woraus sich eine Verbesserung der Marge von 5,0 auf 8,4 Prozent errechnet. Ausschlaggebend dafür war das stark gestiegene bereinigte EBITDA im Segment Kunststofftechnik dank der Akquisition von Hero und der positiven Entwicklung von con-pearl. Zugelegt hat der bereinigte operative Überschuss auch im Bereich Klebstofftechnik (+155 Prozent auf 1,8 Mio. Euro), während es in der Beschichtungstechnik (-28 Prozent auf 1,9 Mio. Euro) und in der Metalltechnik (-43 Prozent auf 0,3 Mio. Euro) Rückgänge gab. Im Segment Produkti-

onstechnik konnte das Defizit zumindest von -1,4 auf -1,1 Mio. Euro reduziert werden.

Ergebnisentwicklung	6M 20	6M 21	Änderung
EBITDA (berichtet)	24,7	10,6	-57,2%
EBITDA (adjusted)	6,0	10,5	+74,4%
- Kunststofftechnik	2,5	7,2	+187,2%
- Beschichtungstechnik	2,6	1,9	-28,0%
- Klebstofftechnik	0,7	1,8	+155,4%
- Metalltechnik	0,5	0,3	-43,2%
- Produktionstechnik	-1,4	-1,1	-
- Sonstige	1,0	0,3	-70,0%
EBIT (berichtet)	18,7	2,8	-85,2%
EBIT (adjusted)	1,3	5,3	+295,0%
- Kunststofftechnik	-0,5	3,1	-719,9%
- Beschichtungstechnik	1,6	0,7	-56,9%
- Klebstofftechnik	0,1	1,2	779,9%
- Metalltechnik	0,5	0,2	-46,9%
- Produktionstechnik	-1,7	-1,2	-
- Sonstige	0,5	-0,1	-
Periodenergebnis	15,6	1,5	-90,7%

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Bereinigte EBIT-Marge 4,2 Prozent

Die skizzierten EBITDA-Trends haben sich entsprechend auch im bereinigten EBIT der einzelnen Bereiche niedergeschlagen, so dass die Kennzahl auf Konzernebene stark, von 1,3 auf 5,3 Mio. Euro verbessert wurde; die bereinigte EBIT-Marge hat sich somit von 1,1 auf 4,2 Prozent erhöht. Berichtet wurde hingegen nur ein EBIT von 2,8 Mio. Euro (Vorjahr: 18,7 Mio. Euro dank em-tec-Verkauf). Der Unterschied zum bereinigten Wert basiert im Wesentlichen auf Abschreibungen in Höhe von 2,4 Mio. Euro auf aufgedeckte stille Reserven im Rahmen von Übernahmen. Nach Abzug des Finanzergebnisses (-1,0 Mio. Euro), des Steueraufwands (0,2 Mio. Euro) und eines kleinen Minderheitenanteils (0,2 Mio. Euro) resultierte daraus ein Halbjahresüberschuss von 1,5 Mio. Euro, nach 15,6 Mio. Euro im Referenzzeitraum aus 2020.

## Free-Cashflow deutlich positiv

Die positive operative Ergebnisentwicklung war, trotz dämpfender Effekte aus dem Aufbau des Working Capital, die Basis für einen Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit in Höhe von 4,7 Mio. Euro (Vorjahr: 6,7 Mio. Euro). Zugleich konnte auch ein positiver Zahlungsmittelüberschuss aus Investitionsaktivitäten in Höhe von 3,2 Mio. Euro (Vorjahr: 14,8 Mio. Euro) verbucht werden, da die Auszahlungen für den Kauf von Hero und für Sachanlagen durch die Einnahmen aus der Veräußerung von Immobilien überkompensiert wurden. Der Free-Cashflow in Höhe von 7,9 Mio. Euro und die vorhandene Liquidität wurden für die Zahlung der Dividende (4,0 Mio. Euro) sowie per Saldo für eine Tilgung von Kredit- und Leasingverbindlichkeiten genutzt. Insgesamt haben die Finanzmittelfonds dadurch in den ersten sechs Monaten von 26,5 auf 21,9 Mio. Euro abgenommen.

## Relative Verschuldung moderat

Die Nettofinanzverschuldung hat trotzdem seit dem Jahresanfang von 28,3 auf 37,3 Mio. Euro zugelegt, was auf die Konsolidierung von Hero zurückzuführen ist. In Relation zum adjusted EBITDA der letzten zwölf Monate errechnet sich aber immer noch ein moderates Multiple von 1,7. Damit besteht noch ein deutlicher Spielraum bis zu der vom Management festgelegten Verschuldungsgrenze beim 2,75-fachen des bereinigten EBITDA. Auch die Eigenkapitalquote des Konzerns ist mit 37 Prozent (Vorjahr: 40,5 Prozent) weiter sehr solide, wobei der Rückgang trotz eines leicht erhöhten Eigenkapitals aus der Ausweitung der Bilanzsumme resultiert, die maßgeblich mit der Übernahme einherging.

## Weitere Akquisition

Für das Gesamtjahr zeichnen sich weitere deutliche Änderungen ab, da Blue Cap inzwischen eine weitere größere Akquisition vereinbart hat. Anfang August hat das Unternehmen gemeldet, dass rund 93 Prozent an der HY-LINE Verwaltungs GmbH und ihren vier operativen Töchtern übernommen werden. Das Managementteam der Gesellschaft beteiligt sich ebenfalls mit einem niedrigen einstelligen Prozentsatz. HY-LINE generiert mit rund 80 Mitarbeitern einen Um-

satz von 40 bis 50 Mio. Euro im Jahr und ist ein Value-Added Distributor für verschiedene Produkte und Systeme, die in der Elektronikindustrie, der Medizintechnik, dem Energiesektor sowie der Medien- und Kommunikationsbranche zum Einsatz kommen. Das Unternehmen verfügt in den abgedeckten Geschäftsfeldern über Spezialexpertise, um bestimmte Komponenten oder Vorprodukte weltweit einzukaufen und anschließend für eine Nutzung in einem neuen Produkt des Kunden anzupassen. Oftmals haben derartige Projekte eine Vorlaufzeit von ein bis zwei Jahren, im Anschluss bezieht der Kunde dann nicht selten für den gesamten Produktlebenszyklus das angepasste Erzeugnis von HY-LINE. Als positiv wertet das Management von Blue Cap die hohe Entwicklungs- und Beratungskompetenz in verschiedenen Industrien, die künftig zu einem verstärkten Angebot von ganzen Systemen und Eigenprodukten führen soll, sowie die geringe Kapitalintensität des Geschäfts. Zudem ist die Internationalisierung des Vertriebs gerade erst ange laufen und bietet noch ein großes Expansionspotenzial. Die Übernahme soll Anfang September abgeschlossen werden, der Preis für die Anteile liegt im „unteren Drittel des zweistelligen Millionenbereiches“.

### KE für weiteres Wachstum

Nach dieser Akquisition und der Ausschüttung der Dividende sind die Mittel, die Blue Cap mit dem emtec-Verkauf im letzten Jahr generiert hatte, im Prinzip ausgeschöpft. Weiteren Investitionsspielraum hat sich das Unternehmen kürzlich mit der Platzierung einer zehnpromzentigen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts geschaffen, mit der brutto 10,8 Mio. Euro eingeworben wurden. Die Emission umfasste 0,4 Mio. Aktien, die zu einem Kurs von 27,02 Euro je Aktie – und damit ohne Abschlag auf den Xetra-Durchschnittskurs der letzten fünf Handelstage vor der Maßnahme – an institutionelle Investoren veräußert wurden. Die Kreissparkasse Biberach als einer von zwei Blue-Cap-Ankeraktionären hat sich an der Emission stark beteiligt und ihren Anteil dadurch von 10,9 auf 13,5 Prozent ausgebaut. Der zweite Großaktionär, die PartnerFonds AG, hat sich hingegen nicht beteiligt und wurde von 46 auf 42 Prozent verwässert, hat aber die Maßnahme ausdrücklich unterstützt. Die

Gesellschaft befindet sich in der Liquidation und wird perspektivisch ihren Anteil an Blue Cap verkaufen. Aufgrund einer Sperrfrist wird das aber frühestens ab Januar 2022 der Fall sein. Zudem sollen die Aktien nicht über die Börse veräußert werden, sondern möglichst kursschonend außerbörslich.

### Prognose angehoben

Nach der Akquisition von HY-LINE und den Halbjahreszahlen hat das Unternehmen die Prognose für das Gesamtjahr moderat angehoben. Statt eines Konzernumsatzes von 255 bis 265 Mio. Euro wird nun eine Zielspanne von 265 bis 275 Mio. Euro angepeilt. Die neue Guidance korrespondiert mit einem Wert am unteren Ende der bisherigen Spanne, zu dem nun der Beitrag von HY-LINE hinzukommt. Die Prognose für die bereinigte EBITDA-Marge, die zwischen 8 und 9 Prozent liegen soll, wurde derweil bekräftigt. Heruntergebrochen auf die einzelnen Bereiche soll in der Sparte Kunststofftechnik im Gesamtjahr – wie schon in den ersten sechs Monaten – der Umsatz und die bereinigte EBITDA-Marge, vor allem dank Hero, deutlich steigen. Als Unsicherheitsfaktoren werden in diesem Segment der Anstieg der Rohstoffpreise, die Verfügbarkeit von Vorprodukten und mögliche Produktionsunterbrechungen in der Automobilindustrie wegen des Chipmangels angeführt. Wachstum wird auch für die Sparte Klebstofftechnik erwartet (bei einer in etwa konstanten Marge). Demgegenüber werden die Erlöse und das bereinigte EBITDA in der Beschichtungstechnik voraussichtlich leicht und in der Metalltechnik deutlicher zurückgehen. Für das fünfte Segment, die Produktionstechnik, wird eine gegenläufige Entwicklung mit rückläufigen Erlösen aber verbesserter Marge erwartet.

### NAV fast unverändert

Auf den NAV von Blue Cap haben die Zahlen keinen großen Einfluss gehabt. Zum Halbjahr werden die Mittelfristpläne, die Basis der Wertermittlung sind, nur in Ausnahmefällen angepasst. Das ist zum Beispiel bei der Tochter con-pearl wegen der Übernahme der Assets von Recyclast der Fall gewesen sowie bei Carl Schaefer als Reaktion auf das deutlich gesunkene Einlieferungsvolumen. Die neue Beteiligung Hero wurde zwar in die Berechnung integriert, gemäß den Richt-

linien für Private-Equity-Bewertungen aber zunächst zu den Erwerbskosten. Trotzdem ist vor allem deswegen der Wert des Bereichs Kunststofftechnik von 42,3 Mio. Euro zu Jahresanfang auf 56,9 Mio. Euro per 30. Juni gestiegen. Die anderen Sparten wurden – in absoluten Zahlen - leicht auf- (Klebstofftechnik) oder abgewertet (Metalltechnik, Produktionstechnik) oder sind nahezu unverändert geblieben (Beschichtungstechnik). Etwas deutlicher aufgewertet wurde die Minderheitsbeteiligung INHECO. Dem gestiegenen Wert der einzelnen Sparten und der Minderheitsbeteiligung steht der Rückgang der Nettofinanzposition von 9,9 auf -1,9 Mio. Euro im Zuge des Hero-Kaufs gegenüber, außerdem ist der Immobilienbestand nach Verkäufen von 11,9 auf 9,2 Mio. Euro zurückgegangen. Insgesamt ist der NAV der Gruppe somit leicht von 153,9 auf 155,2 Mio. Euro oder 38,82 Euro je Aktie gestiegen.

NAV	31.12.20	30.06.21	Änderung
Kunststofftechnik	42,3	56,9	+34,5%
Beschichtungstechnik	42,9	42,8	-0,2%
Klebstofftechnik	11,9	12,5	+5,0%
Metalltechnik	5,6	4,0	-28,6%
Produktionstechnik	3,2	2,6	-18,8%
<b>Summe Segmente</b>	<b>106,0</b>	<b>118,8</b>	<b>+12,1%</b>
Minderheitsanteile	26,1	29,1	+11,5%
Nettofinanz. Blue Cap	9,9	-1,9	-
Netto Immobilien	11,9	9,2	-22,7%
<b>NAV Gruppe</b>	<b>153,9</b>	<b>155,2</b>	<b>+0,8%</b>
<b>je Aktie</b>	<b>38,60</b>	<b>38,82</b>	<b>+0,6%</b>

in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Anpassung der Schätzungen

Wir haben nach den Zahlen und den jüngsten Meldungen unsere Schätzungen an mehreren Stellen modifiziert. Insbesondere haben wir die Akquisition von HY-LINE integriert. Für das laufende Jahr erwarten wir hiervon einen Erlösbeitrag von 14,0 Mio. Euro bei einer Konsolidierung über vier Monate, sowie ein EBITDA von 1,1 Mio. Euro. Im nächsten Jahr sollte aus der Erfassung über zwölf Monate nach unserer Schätzung ein Erlösbeitrag von 46,2 Mio. Euro und

ein EBITDA von 3,1 Mio. Euro möglich sein. Die im Anschluss nach der Übernahme durchgeführte Kapitalerhöhung von Blue Cap haben wir ebenfalls in unser Modell integriert und die Aktienzahl auf 4,4 Mio. erhöht. Da wir keine weiteren Übernahmen unterstellen, sondern den fairen Wert aus dem Bestand ableiten, haben wir auch keine weiteren Kapitalmaßnahmen einkalkuliert.

## Deutlicher Anstieg in 2022

Im Bestand haben wir als Reaktion auf die Halbjahreszahlen unsere Schätzungen für Umsatz und EBITDA von Hero nach oben angepasst, zugleich aber auch die Abschreibungen erhöht. Eine Aufwärtsrevision gab es zudem für den Bereich Klebstofftechnik (resp. das Unternehmen Planotol). Demgegenüber haben wir die erwarteten Resultate für die Segmente Beschichtungstechnik, Metalltechnik und Produktionstechnik nach unten angepasst. Insgesamt rechnen wir für das laufende Jahr nun mit einem Konzernumsatz von 269,2 Mio. Euro (bislang: 254,6 Mio. Euro) und mit einem EBITDA von 22,9 Mio. Euro (bislang 22,4 Mio. Euro). Fortschritte in der Weiterentwicklung der Beteiligungen und der Beitrag von Hero und HY-LINE über volle zwölf Monate sollten im nächsten Jahr einen Umsatzanstieg auf 331,0 Mio. Euro (bislang: 280,3 Mio. Euro) und ein EBITDA von 30,4 Mio. Euro (bislang: 26,9 Mio. Euro) ermöglichen. Die auf der nächsten Seite abgebildete Tabelle zeigt die aus unseren Annahmen abgeleitete Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen zur Cashflow-Entwicklung von Blue Cap im Detailprognosezeitraum. Weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen.

## Aktualisierung des Potenzialwerts

Aus diesen Anpassungen resultieren auch Änderungen an dem von uns geschätzten Potenzialwert der Gesellschaft (definiert als Net Asset Value, den wir in einem Jahr erwarten). Während wir den Bestand im Bereich Kunststoff- und Klebstofftechnik jetzt etwas höher taxieren, sehen wir den Wert der übrigen drei Sparten etwas niedriger. Neu integriert haben wir HY-LINE (vorerst als eigenen Bereich), wobei aus unseren Schätzungen ein Beitrag leicht oberhalb des unterstellten Kaufpreises resultiert. Den Kaufpreis haben wir bei

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	269,2	331,0	355,7	378,4	399,5	422,0	445,9	471,4
Umsatzwachstum		22,9%	7,5%	6,4%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%
<b>EBITDA</b>	<b>22,9</b>	<b>30,4</b>	<b>35,0</b>	<b>37,8</b>	<b>40,0</b>	<b>41,8</b>	<b>43,7</b>	<b>46,2</b>
EBIT	7,8	15,4	19,2	23,4	27,3	28,8	30,7	32,6
Steuersatz	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,0	4,6	5,8	7,0	8,2	8,6	9,2	9,8
<b>NOPAT</b>	<b>5,9</b>	<b>10,8</b>	<b>13,5</b>	<b>16,4</b>	<b>19,1</b>	<b>20,1</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	17,1	17,0	17,8	16,4	14,6	15,0	15,0	15,5
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>	<b>31,2</b>	<b>32,8</b>	<b>33,7</b>	<b>35,1</b>	<b>36,5</b>	<b>38,4</b>
- Zunahme Net Working Capital	-5,1	-12,6	-13,6	-10,7	-7,3	-5,7	-6,0	-6,4
- Investitionen AV	-43,9	-12,4	-13,3	-14,1	-14,9	-15,8	-16,6	-17,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>-26,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>	<b>7,9</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,4</b>

#### SMC Schätzmodell

den Nettofinanzmitteln abgezogen und zugleich die Mittel aus der Kapitalerhöhung zugeschlagen. Darüber hinaus haben wir noch den Wert der Immobilien an den gemeldeten Stichtagswert angepasst und die Minderheitsbeteiligung ist durch den Diskontierungseffekt etwas höher bewertet.

Potenzialwert	alt	neu	Änderung
Kunststofftechnik	70,0	75,5	+5,5
Beschichtungstechnik	38,1	33,6	-4,5
Klebstofftechnik	20,3	26,4	+6,1
Metalltechnik	4,1	1,4	-2,7
Produktionstechnik	3,2	0,2	-3,0
HY-LINE	-	38,3	+38,3
<b>Summe Segmente</b>	<b>135,7</b>	<b>175,3</b>	<b>+39,6</b>
Minderheitsanteile	36,9	37,6	+0,7
Nettofinanz. Blue Cap	0,0	-18,9	-18,9
Netto Immobilien	11,9	9,2	-2,7
<b>PW Gruppe</b>	<b>184,5</b>	<b>203,1</b>	<b>+18,6</b>
<b>je Aktie (Euro)</b>	<b>46,17</b>	<b>46,21</b>	<b>+0,04</b>

In Mio. Euro bzw. Euro; Schätzungen SMC-Research

#### Kursziel: 46,00 Euro

Der Potenzialwert ist in Summe auf 203,1 Mio. Euro gestiegen, bislang hatten wir 184,5 Mio. Euro ermittelt. Allerdings hat sich die Aktienzahl von 4,0 auf 4,4 Mio. erhöht, was den Anstieg des Potenzialwerts je Aktie gedämpft hat. Diesen sehen wir nun bei 46,21 Euro (bislang: 46,17 Euro). Auf der Basis belassen wir unser Kursziel bei 46,00 Euro. Unverändert gelassen haben wir auch die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, das wir aufgrund der stabilisierend wirkenden Diversifikation der Aktivitäten weiterhin als leicht unterdurchschnittlich (drei von sechs möglichen Punkten) einstufen.

#### Rahmendaten unverändert

Unserem Modell liegt weiterhin ein Diskontierungszins von 6,4 Prozent zugrunde. Dieser beruht auf Eigenkapitalkosten von 8,5 Prozent (mit: sicherer Zins 1,0 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,3), einem FK-Zins von 5,0 Prozent, einer Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 35,0 Prozent. Unverändert haben wir darüber hinaus ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent unterstellt.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,4%	86,94	74,47	64,82	57,13	50,85
5,9%	71,30	61,98	54,55	48,49	43,45
6,4%	59,25	52,07	46,21	41,35	37,24
6,9%	49,68	44,02	39,32	35,35	31,95
7,4%	41,92	37,37	33,54	30,25	27,41

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,4 und 7,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 27,41 und 86,94 Euro je Aktie.

## Fazit

Im ersten Halbjahr 2021 ist Blue Cap in Summe gut vorangekommen. Bei einem moderaten Umsatzwachstum um 6 Prozent auf 120,8 Mio. Euro konnte das bereinigte EBITDA deutlich überproportional um 74,4 Prozent auf 10,5 Mio. Euro gesteigert werden, die um Einmaleffekte bereinigte Marge hat sich damit binnen Jahresfrist von 5,0 auf 8,4 Prozent verbessert. Ähnlich positiv war die Entwicklung auch beim bereinigten EBIT, das von 1,3 auf 5,3 Mio. Euro (Marge: 4,2 Prozent) zugelegt hat.

Zwar war die Entwicklung im Portfolio nicht einheitlich – einige Töchter mussten im ersten Halbjahr auch Einbußen hinnehmen – aber der Umsatz- und Ergebnisbeitrag des größten Bereichs Kunststofftechnik hat sich deutlich erhöht. Hier zeigen sich Fortschritte der Beteiligung con-pearl ebenso wie der aussichtsreiche Zukauf des Automobilzulieferers Hero.

Und Blue Cap bleibt im Expansionsmodus, die jüngst vereinbarte Akquisition von HY-LINE schafft eine gute Basis für weitere Zuwächse im zweiten Halbjahr sowie in 2022.

Wir haben unsere Schätzung des Potenzialwerts aktualisiert und sowohl die Akquisition als auch die Verwässerung durch eine kürzlich erfolgte Kapitalerhöhung einkalkuliert. In Summe hat sich unser Kursziel nicht verändert und liegt weiterhin bei 46,00 Euro. Auf der Basis sehen wir auch nach der zuletzt erfreulichen Performance der Aktie weiterhin ein deutliches Kurspotenzial und bekräftigen unsere Einschätzung mit „Buy“.



# Anhang I: 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	96,1	117,1	112,5	108,0	105,7	106,0	106,8	108,4	110,5
1. Immat. VG	2,3	17,5	13,6	9,7	7,4	7,0	6,7	6,8	6,9
2. Sachanlagen	82,1	85,8	85,0	84,4	84,5	85,1	86,3	87,8	89,7
II. UV Summe	94,7	111,1	126,2	142,7	159,3	175,1	190,7	206,7	223,4
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	80,3	90,8	95,8	103,4	112,8	123,7	134,5	146,4	159,0
II. Rückstellungen	13,8	14,5	15,1	15,7	16,4	17,0	17,7	18,3	18,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	63,0	72,2	73,1	73,3	73,5	73,9	74,4	74,8	75,3
2. Kurzfristiges FK	41,4	58,5	62,4	66,0	69,9	74,1	78,6	83,3	88,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>198,5</b>	<b>235,9</b>	<b>246,4</b>	<b>258,4</b>	<b>272,7</b>	<b>288,8</b>	<b>305,2</b>	<b>322,8</b>	<b>341,6</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	233,0	269,2	331,0	355,7	378,4	399,5	422,0	445,9	471,4
Gesamtleistung	257,1	280,8	347,5	373,5	397,3	419,5	443,1	468,2	495,0
Rohhertrag	133,4	137,1	170,4	183,9	196,0	206,9	218,2	230,1	243,2
EBITDA	34,5	22,9	30,4	35,0	37,8	40,0	41,8	43,7	46,2
EBIT	21,4	7,8	15,4	19,2	23,4	27,3	28,8	30,7	32,6
EBT	17,5	4,9	11,8	15,6	19,8	23,8	25,5	27,6	29,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	16,5	3,7	8,3	11,0	13,8	16,7	17,8	19,3	20,7
JÜ	16,6	4,1	9,0	11,5	14,5	17,5	18,7	20,3	21,8
EPS	4,15	0,93	2,04	2,62	3,31	3,99	4,26	4,61	4,96

## Anhang II: 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	12,6	17,9	15,4	17,9	22,3	26,7	29,9	31,1	32,7
CF aus Investition	14,1	-33,1	-12,4	-13,3	-14,1	-14,9	-15,8	-16,6	-17,6
CF Finanzierung	-9,2	16,8	-4,5	-5,8	-6,7	-8,0	-9,1	-9,6	-10,2
Liquidität Jahresanfa.	9,0	26,5	28,2	26,7	25,5	26,9	30,7	35,8	40,6
Liquidität Jahresende	26,5	28,2	26,7	25,5	26,9	30,7	35,8	40,6	45,5

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	3,2%	15,6%	22,9%	7,5%	6,4%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%
Rohermargemarge	57,2%	50,9%	51,5%	51,7%	51,8%	51,8%	51,7%	51,6%	51,6%
EBITDA-Marge	14,8%	8,5%	9,2%	9,9%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%
EBIT-Marge	9,2%	2,9%	4,6%	5,4%	6,2%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%
EBT-Marge	7,5%	1,8%	3,6%	4,4%	5,2%	6,0%	6,0%	6,2%	6,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,1%	1,5%	2,7%	3,2%	3,8%	4,4%	4,4%	4,5%	4,6%

# 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.-Kfm. Holger Steffen

### *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)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 02.09.2021 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 02.09.2021 um 8:30 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
07.05.2021	Buy	46,00 Euro	1), 3), 4)
29.04.2021	Buy	46,00 Euro	1), 3), 4)
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, zwei Comments

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.