

9. September 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# Lloyd Fonds AG

## Vertriebsoffensive als Basis für starkes Wachstum in schwierigem Umfeld

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 6,12 € | Kursziel: 12,70 € (zuvor: 13,50 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

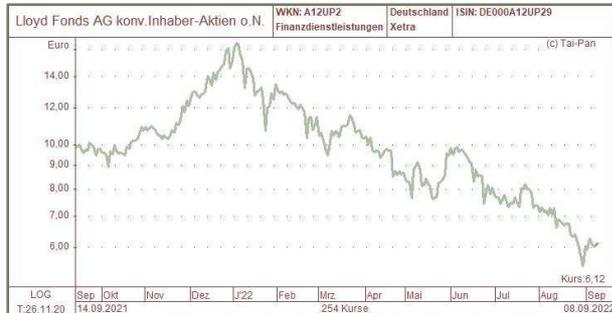
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

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

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

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Hamburg
<b>Branche:</b>	Asset Management
<b>Mitarbeiter:</b>	ca. 160
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE000A12UP29
<b>Ticker:</b>	L1OA:GR
<b>Kurs:</b>	6,12 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale
<b>Aktienzahl:</b>	15,5 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	94,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	102,5 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	51 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	16,92 / 5,38 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b>	86,8 Tsd. Euro

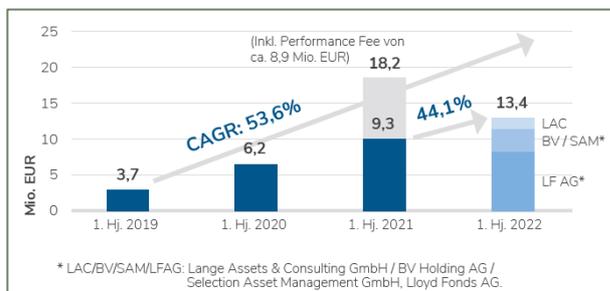
Trotz der schwierigen Börsenlage arbeitet Lloyd Fonds an einer weiteren starken Ausweitung der Assets under Management. Im ersten Halbjahr sind diese auf Als-ob-Basis durch Zukäufe bereits kräftig von 2,2 auf 4,7 Mrd. Euro gestiegen, organisch musste allerdings – vor allem wegen einer marktbedingt schwachen Performance im Fondsbereich – ein Rückgang hingenommen werden. Das soll sich bis zum Jahresende wieder ändern, angestrebt wird ein Ausbau der AuM auf 5,5 bis 6,0 Mrd. Euro. Ein signifikanter Teil des Zuwachses kommt von dem Fin-Tech growney, da Lloyd Fonds die Gesellschaft nach einer Anteilsaufstockung neu konsolidieren wird. Die laufende Intensivierung des Vertriebs stellt aber zugleich die Basis für angestrebte deutliche Mittelzuflüsse im Fondsgeschäft, bei der digitalen Vermögensverwaltung LAIC und in der klassischen Vermögensverwaltung dar. Der Ausbau der Vertriebsstrukturen schafft zugleich die Voraussetzungen, um die auf der HV mit dem Strategie-Update „GROWTH 25“ kommunizierten Ziele zu erreichen, die bis 2025 einen organischen AuM-Ausbau auf 8,0 bis 10,0 Mrd. Euro und einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 45 Prozent (gemessen an den Nettoerlösen) vorsehen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	8,2	27,7	26,1	31,5*	46,0	66,8
EBITDA (Mio. Euro)	-9,7	7,0	4,6	-5,8*	3,0	18,8
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	-0,1	-0,7	5,2	-10,6*	-1,6	5,9
EpS (Euro)	-0,01	-0,05	0,39	-0,60*	-0,09	0,34
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14
Umsatzwachstum	3,9%	237,3%	-5,8%	20,4%	46,1%	45,3%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	11,54	3,42	3,63	3,02	2,06	1,42
KGV	-	-	18,4	-	-	16,0
KCF	66,8	-	4,8	-	72,5	8,6
EV / EBITDA	-	14,7	22,2	-	34,3	5,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%

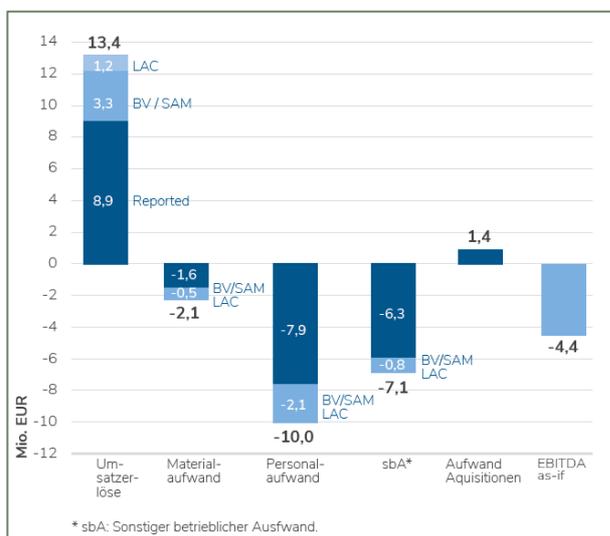
\*Als-ob-Schätzung

## Als-ob-Zahlen für den Umsatz...

Die GuV-Zahlen des ersten Halbjahres geben die Entwicklung von Lloyd Fonds nur unvollständig wieder, da sich das Bild des Konzerns mit dem Abschluss mehrerer Übernahmen deutlich wandelt. Seit dem 1. April wird die BV Holding konsolidiert und seit dem 30. Juni auch die Lange Assets & Consulting GmbH. Das Unternehmen hat daher auch Als-ob-Zahlen veröffentlicht, die die kumulierten Erlöse aller Einheiten seit Jahresbeginn zeigen. Diese beliefen sich auf 13,4 Mio. Euro und basieren fast vollständig auf gut kalkulierbaren Verwaltungsgebühren, die damit im Vergleich zum Vorjahr um 44 Prozent zugelegt haben.



Erlösentwicklung mit Als-ob-Wert für 2022 (hellblau rechts am Rand); Quelle: Unternehmen



Herleitung des bereinigten Als-ob-EBITDA für das erste Halbjahr 2022 (hellblau rechts am Rand); Quelle: Unternehmen

## ...und das EBITDA

Das um Akquisitionskosten bereinigte Als-ob-EBITDA der ersten sechs Monate beträgt -4,4 Mio.

Euro. Im zweiten Halbjahr wird auch noch ein Erlösbeitrag des FinTechs growney dazukommen, da Lloyd Fonds Optionen ausübt und den Anteil von 17,8 Prozent auf 86,5 Prozent aufstockt.

## Ist-Zahlen: Kaum Performancegebühren

Der in der GuV ausgewiesene Umsatz des ersten Halbjahres hat sich hingegen nur auf 8,8 Mio. Euro belaufen und lag damit um 51,3 Prozent unter dem Vorjahreswert. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass Lloyd Fonds, im Gegensatz zum Vorjahr, marktbedingt kaum Performancegebühren generiert hat. Der Ausbau der Organisation, der die ehrgeizige Wachstumsagenda flankiert, und die Umsetzung von Akquisitionen (vor allem BV Holding) haben zugleich insbesondere zu einem deutlichen Anstieg des Personalaufwands (+34 Prozent auf 7,9 Mio. Euro) und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+55 Prozent auf 6,8 Mio. Euro) geführt. Die Kombination aus niedrigeren Erlösen und höheren Kosten führte dazu, dass das berichtete EBITDA von +7,2 Mio. Euro im Vorjahr auf -6,7 Mio. Euro gedreht ist. Unter Berücksichtigung etwas höherer Abschreibungen (2,2 Mio. Euro), eines leicht positiven Finanzergebnisses (0,1 Mio. Euro), eines Steuerertrags in Höhe von 2,1 Mio. Euro (vor allem wegen der Aktivierung latenter Steuern) und eines kleinen Ergebnisanteils Dritter (0,1 Mio. Euro) resultierte daraus ein Periodenfehlbetrag von -6,8 Mio. Euro (Vorjahr: +3,7 Mio. Euro).

Geschäftszahlen	6M 20	6M 21	Änderung
Umsatz	18,2	8,8	-51,3%
- Segment Liquid Assets	15,9	7,1	-55,6%
- Segment Real Assets	1,1	0,7	-34,9%
EBITDA	7,2	-6,7	-
EBIT	5,3	-8,9	-
Nettoergebnis	3,7	-6,8	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

## Free-Cashflow deutlich negativ

Der operative Cashflow war trotz des deutlich negativen Ergebnisses ausgeglichen (Vorjahr: +13,0 Mio. Euro). Zusammen mit dem Investitions-Cashflow in

Höhe von -7,6 Mio. Euro (Vorjahr: +0,1 Mio. Euro), der durch die Übernahme der BV Holding geprägt wurde, belief sich der Free-Cashflow auf -7,7 Mio. Euro (Vorjahr: +13,1 Mio. Euro). Finanziert wurde das teilweise mit einem Kredit (6,5 Mio. Euro) und der Platzierung einer Kapitalerhöhung (7,1 Mio. Euro), wobei diese Mittel auch noch zur Bezahlung von Kaufpreistraten (insgesamt 9,2 Mio. Euro) aus den Übernahmen von SPSW und Lange Assets & Consulting genutzt wurden. Insgesamt hat die Liquidität im ersten Halbjahr von 16,3 auf 12,3 Mio. Euro abgenommen. Die Summe aus Verbindlichkeiten und Rückstellungen ist ebenfalls, vor allem dank der Kaufpreistratenzahlungen, von 68,6 auf 64,2 Mio. Euro zurückgegangen. Da das Eigenkapital gleichzeitig von 48,4 auf 61,5 Mio. Euro gestiegen ist, was auf die Kapitalerhöhung und die Übernahme der BV Holding (die teilweise gegen Ausgabe von Aktien umgesetzt wurde) zurückzuführen ist, hat sich die Eigenkapitalquote im Zeitraum Januar bis Juni deutlich, von 41,3 auf 48,9 Prozent, erhöht.

### Ehrgeizige Wachstumsagenda

Im zweiten Halbjahr wird growney einen substanziellen Beitrag zum Ausbau der Assets under Management (AuM) leisten. In den ersten sechs Monaten ist

die Asset-Basis bereits von 2,2 auf 4,7 Mrd. Euro (Als-ob-Wert) gestiegen. Der Vorstand hat die Zielsetzung bekräftigt, diese bis zum Jahresende weiter auf 5,5 bis 6,0 Mrd. Euro auszubauen. Einen wesentlichen Treiber stellt die weitere Intensivierung des Vertriebs dar, die von der Umfirmierung in LAIQON, die die Hauptversammlung beschlossen hat, flankiert wird. Das Unternehmen bemüht sich aktuell vor allem um die Einwerbung größerer Summen von institutionellen Adressen und stößt dabei nach Auskunft des Managements trotz der schwierigen Rahmenbedingungen auf eine positive Resonanz. In den nächsten Jahren soll dieser dynamische Wachstumskurs fortgesetzt werden, das auf der Hauptversammlung präsentierte Strategie-Update „GROWTH 25“ sieht bis zum Jahr 2025 ein weiteres organisches Wachstum der AuM auf 8,0 bis 10,0 Mrd. Euro vor, die EBITDA-Marge soll dann (gemessen an den Nettoerlösen) bei 45 Prozent liegen. Für eine ausführliche Darstellung der Wachstumsstrategie verweisen wir auf unser Update vom 28. Juli.

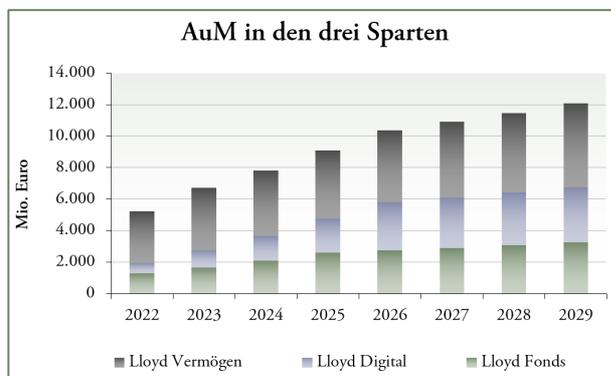
### Modellaktualisierung

Wir haben unser Modell für 2022 auf Als-ob-Basis aufgebaut, daher sind die Als-ob-Zahlen für uns die entscheidende Größe. Die gemeldeten Kosten sind

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	31,5	46,0	66,8	78,1	90,4	96,0	101,0	106,2
Umsatzwachstum		46,1%	45,3%	17,0%	15,7%	6,3%	5,2%	5,2%
EBITDA	-5,8	3,0	18,8	25,6	34,9	38,9	42,1	45,9
EBIT	-10,5	-3,5	12,4	19,3	28,7	32,8	36,1	39,9
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	20,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,6	3,9	10,1	11,5	12,6	14,0
NOPAT	-10,5	-3,5	11,8	15,4	18,7	21,3	23,5	26,0
+ Abschreibungen & Amortisation	4,8	6,5	6,4	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0
+ 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>-5,8</b>	<b>3,0</b>	<b>18,2</b>	<b>21,7</b>	<b>24,9</b>	<b>27,4</b>	<b>29,5</b>	<b>31,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	4,1	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen AV	-27,3	-7,5	-7,3	-5,1	-4,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-29,0</b>	<b>-5,2</b>	<b>10,5</b>	<b>16,5</b>	<b>20,8</b>	<b>27,4</b>	<b>29,5</b>	<b>31,9</b>

SMC Schätzmodell

höher, als von uns erwartet, daher haben wir unsere Aufwandschätzungen für dieses Jahr zum Teil deutlich angehoben. Zugleich haben wir unsere Erlösprognose noch etwas abgesenkt, da die Kapitalmarktentwicklung weiter sehr schwierig ist und wir die durchschnittliche AuM-Basis infolgedessen jetzt auf 5,2 Mrd. Euro (bislang 5,3 Mrd. Euro) taxieren, was gleichwohl mit einem starken Anstieg im zweiten Halbjahr (und dort vor allem im Q4) korrespondiert. Das Als-ob-EBITDA sehen wir per Saldo jetzt bei -5,8 Mio. Euro, nach bislang +1,0 Mio. Euro. Auch für die Folgejahre haben wir die Kostenschätzungen angehoben (allerdings in geringerem Umfang), was bei geringfügig niedrigeren Erlösen (als Folgeeffekt aus 2022) zu niedrigeren Margen führt, als bislang unterstellt. Im Jahr 2025 sehen wir den Umsatz jetzt bei 78,1 Mio. Euro (bislang: 78,7 Mio. Euro) und die EBITDA-Marge (brutto, vor Vertriebsprovisionen) bei 32,7 Prozent (bislang: 37,9 Prozent). Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus den skizzierten Annahmen resultierenden wichtigsten Cashflow-Daten bis zum Jahr 2029. Weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow sind dem Anhang zu entnehmen.



Schätzung SMC-Research

## Rahmendaten unverändert

Unverändert geblieben sind die Rahmendaten des Modells. Der Diskontierungszins (WACC) für die Cashflows beträgt nach wie vor 6,9 Prozent und basiert auf mit dem CAPM-Modell ermittelten Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,6 Prozent (mit: sicherer Zins 1,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent, Beta 1,4) sowie einem Fremdkapitalzins von 4,5 Prozent, einer Zielkapitalstruktur mit 60 Prozent Eigenkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 35 Prozent. Für die Berechnung des Terminal Value nutzen wir weiterhin das EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, reduziert um einen Sicherheitsabschlag von 20 Prozent, und unterstellen ein „ewiges“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

## Kursziel: 12,70 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein neuer fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 221,8 Mio. Euro. Auf Basis der hypothetisch voll verwässerten Aktienzahl von 17,5 Mio. Stück entspricht das einem fairen Wert je Aktie von 12,68 Euro, woraus wir 12,70 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse findet sich im Anhang). Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (13,50 Euro) resultiert im Wesentlichen aus einer Anhebung der Kostenschätzungen. Gleichwohl bietet die ehrgeizige Wachstumsstrategie „GROWTH 25“, für die wir gute Erfolgchancen sehen, ein hohes Wertsteigerungspotenzial für die Aktie. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit 4 Punkten weiter als leicht überdurchschnittlich ein, was vor allem auf den Einfluss der Kapitalmarktentwicklung auf die Geschäftszahlen zurückzuführen ist.

## Fazit

---

Im ersten Halbjahr hat Lloyd Fonds die Asset-Basis weiter deutlich ausgebaut, von 2,2 auf 4,7 Mrd. Euro (Als-ob-Wert). Ein wesentlicher Treiber war dabei die Übernahme der BV Holding und ihrer Töchter. Die Einnahmen aus gut kalkulierbaren Verwaltungsgebühren sind damit gestiegen, und zwar – ebenfalls in der Als-ob-Betrachtung – um 44 Prozent auf 13,4 Mio. Euro.

Da das Unternehmen im ersten Halbjahr – im Gegensatz zu den ersten sechs Monaten 2021 – kaum Performancegebühren erzielt hat, sind die Erlöse damit auch auf Als-ob-Basis geringer als im Vorjahreszeitraum (18,2 Mio. Euro). Gleichzeitig sind mit dem Ausbau der Organisation und mit den Übernahmen die Strukturkosten weiter gestiegen, so dass das Als-ob-EBITDA (bereinigt um Akquisitionskosten) mit -4,4 Mio. Euro deutlich negativ ausgefallen ist.

Das dürfte aber ein temporäres Phänomen bleiben, wenn die Gesellschaft mit ihrer Wachstumsstrategie weiter erfolgreich ist. Trotz der im Moment schwierigen Kapitalmarktbedingungen hat der Vorstand die

ehrgeizigen Ziele bekräftigt, die bis zum Jahresende einen Ausbau der Asset-Basis auf 5,5 bis 6,0 Mrd. Euro vorsehen. Bis 2025 soll ein weiteres organisches Wachstum auf 8,0 bis 10,0 Mrd. Euro folgen, dann will Lloyd Fonds eine EBITDA-Marge (gemessen an den Nettoerlösen) von 45 Prozent erzielen.

Wir haben wegen des Marktumfelds unsere Schätzungen zur Entwicklung der Asset-Basis noch einmal geringfügig reduziert und zudem, als Reaktion auf die veröffentlichten Als-ob-Kosten der ausgebauten Organisation, unsere Aufwandsschätzungen deutlich angehoben. In Summe hat sich der faire Wert auf 12,70 Euro je Aktie (bislang: 13,50 Euro je Aktie) reduziert, liegt damit aber weit über dem deutlich gesunkenen Kursniveau.

Insgesamt sehen wir weiterhin gute Erfolgchancen für die Wachstumsstrategie „GROWTH 25“ und damit auch gute Erholungschancen für die Aktie. Insbesondere von einer Trendwende am Kapitalmarkt dürfte Lloyd Fonds stark profitieren. Unser Urteil lautet daher weiterhin „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Langjähriges Know-how im Asset Management, bekannte Marke und breites Kontaktnetzwerk.
- Starke Basis für das digitale Anlagemanagement mit KI-Advisor und umfangreicher Datenplattform.
- Qualitativ hochwertiges Leistungsangebot bei offenen Fonds und der Vermögensverwaltung.
- Seit der Neuausrichtung im Jahr 2018 wird die Marktposition mit hohem Tempo ausgebaut.
- Nach den jüngsten Übernahmen bereits knapp 5 Mrd. Euro AuM mit hohen kontinuierlichen Verwaltungsgebühren.
- Stark digital geprägtes Geschäftsmodell mit hohem Skalierungspotenzial.
- Engagierte Ankeraktionäre mit umfangreichem Kapitalmarkt-Know-how.

## Chancen

- Lloyd Fonds verfolgt zahlreiche Expansionsinitiativen und verfügt damit über ein breites Spektrum an Wachstumstreibern.
- Das Anlagevolumen wächst weltweit kontinuierlich, schon sehr geringe Marktanteilsgewinne reichen für deutliche Zuwächse.
- Die digitale Transformation sorgt für einen Umbruch in der Branche und bietet ein „window of opportunity“ für innovative Akteure.
- Fragmentierter Markt bietet für börsennotierte Anbieter attraktive Akquisitionschancen, vor allem im Bereich der Vermögensverwaltung.
- Bei einem weiteren deutlichen Ausbau der Assets under Management sollte der Gewinn überproportional zulegen.
- In guten Jahren sorgen hohe Performance-Fees für eine kräftigen Ergebnishebel.

## Schwächen

- Die Einnahmen hängen auch von der Kapitalmarktentwicklung ab, was für eine erhöhte Volatilität sorgt. Ohne Performancegebühren erwirtschaftet Lloyd Fonds im Moment noch operative Defizite.
- Aus den bisherigen Übernahmen bestehen nach aktuellem Stand noch Zahlungsverpflichtungen in Höhe von rd. 14 Mio. Euro.
- Die Einnahmen aus dem Altgeschäft sind schon stark gesunken und werden bald weitgehend auslaufen.
- Konkurrenzintensiver Zielmarkt mit zahlreichen größeren Playern.
- Das aktive Asset-Management verliert Marktanteile. Das Wachstum in diesem Bereich muss also mit innovativen Angeboten gegen den Trend erfolgen.

## Risiken

- Die aktuell schwierige Kapitalmarktlage dürfte das organische Wachstum in 2022 bremsen. Sollte sich eine längere Baisse etablieren, würde das die geplante Expansion deutlich verzögern.
- Sollte der LAIC-Advisor oder die Fonds über einen längeren Zeitraum schwach performen, könnte das die Reputation beeinträchtigen.
- Aus dem Altgeschäft bestehen noch Restrisiken (Rechtsstreitigkeiten, Haftung etc.), die das Ergebnis belasten könnten.
- Aufgrund ihrer Größe ist die Integration der BV Holding AG eine anspruchsvolle Managementaufgabe, zumal im laufenden Jahr zugleich auch noch das Fintech growney integriert werden soll.
- Die großen Anbieter mit mehr Ressourcen für innovative Technologie und Produkte könnten kleinere Anbieter weiter aus dem Markt drängen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	84,0	113,2	106,4	99,8	93,4	87,2	81,1	75,0	69,0
1. Immat. VG	54,8	83,6	78,5	73,4	68,3	63,2	58,1	53,0	47,9
2. Sachanlagen	9,9	11,9	10,7	9,8	9,0	8,3	7,8	7,4	7,0
II. UV Summe	33,0	25,0	34,5	41,4	52,7	69,3	90,0	111,9	135,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	48,4	61,9	62,8	74,7	83,9	96,9	109,6	123,6	139,2
II. Rückstellungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	39,7	48,8	48,8	39,6	34,7	31,1	31,7	31,8	32,6
2. Kurzfristiges FK	28,6	27,1	28,9	26,5	27,2	28,0	29,2	31,0	32,2
<b>BILANZSUMME</b>	<b>117,0</b>	<b>138,2</b>	<b>140,9</b>	<b>141,3</b>	<b>146,2</b>	<b>156,5</b>	<b>171,0</b>	<b>186,9</b>	<b>204,6</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	26,1	31,5	46,0	66,8	78,1	90,4	96,0	101,0	106,2
Gesamtleistung	26,1	31,5	46,0	66,8	78,1	90,4	96,0	101,0	106,2
Rohhertrag	23,4	27,1	40,3	58,1	66,3	76,7	81,6	85,8	90,2
EBITDA	4,6	-5,8	3,0	18,8	25,6	34,9	38,9	42,1	45,9
EBIT	0,7	-10,5	-3,5	12,4	19,3	28,7	32,8	36,1	39,9
EBT	6,4	-8,8	-4,8	10,7	17,9	27,7	32,3	36,0	40,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,6	-8,8	-3,1	7,0	11,6	18,0	21,0	23,4	26,1
JÜ	5,2	-10,6	-1,6	5,9	10,5	16,2	18,9	21,0	23,5
EPS	0,39	-0,60	-0,09	0,34	0,60	0,93	1,08	1,20	1,34

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	20,0	-1,3	1,3	11,0	15,8	22,4	25,5	27,7	30,4
CF aus Investition	-1,1	-12,3	-7,5	-7,3	-5,1	-4,0	0,0	0,0	0,0
CF Finanzierung	-9,0	10,5	14,7	2,6	0,0	-2,3	-5,4	-6,4	-7,3
Liquidität Jahresanfa.	6,5	16,3	13,3	21,8	28,1	38,9	54,9	75,0	96,3
Liquidität Jahresende	16,3	13,3	21,8	28,1	38,9	54,9	75,0	96,3	119,3

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-5,8%	20,4%	46,1%	45,3%	17,0%	15,7%	6,3%	5,2%	5,2%
EBITDA-Marge	17,6%	-18,3%	6,5%	28,1%	32,7%	38,7%	40,5%	41,7%	43,2%
EBIT-Marge	2,6%	-33,5%	-7,7%	18,5%	24,7%	31,8%	34,2%	35,8%	37,6%
EBT-Marge	24,6%	-28,0%	-10,5%	16,0%	22,9%	30,7%	33,6%	35,6%	37,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	19,7%	-33,6%	-3,4%	8,9%	13,4%	18,0%	19,7%	20,8%	22,1%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,9%	19,68	17,68	16,09	14,78	13,70
6,4%	17,02	15,48	14,23	13,18	12,30
6,9%	14,90	13,69	12,68	11,83	11,10
7,4%	13,17	12,20	11,37	10,67	10,06
7,9%	11,73	10,93	10,25	9,66	9,15

# 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), 10)

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 09.09.2022 um 9:50 Uhr fertiggestellt und am 09.09.2022 um 10:15 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
28.07.2022	Buy	13,50 Euro	1), 3), 10)
30.05.2022	Buy	17,00 Euro	1), 3), 10)
06.04.2022	Buy	16,80 Euro	1), 3), 4), 10)
17.01.2022	Buy	18,00 Euro	1), 3), 4), 10)
26.11.2021	Buy	17,50 Euro	1), 3), 10)
31.08.2021	Buy	15,40 Euro	1), 3)
30.06.2021	Buy	14,20 Euro	1), 3)
31.03.2021	Buy	13,80 Euro	1), 3)
11.01.2021	Speculative Buy	11,70 Euro	1), 3), 4)
17.12.2020	Speculative Buy	11,30 Euro	1), 3), 4)
26.11.2020	Speculative Buy	10,40 Euro	1), 3)
08.09.2020	Speculative Buy	6,90 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und 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.