

19. November 2018
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Matador Partners Group AG

Komfortabler Zugang zu
attraktiver Assetklasse

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 3,28 Euro | Kursziel: 3,70 Euro

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

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil.....	6
Strategie und Portfolio	9
Marktumfeld	13
Zahlen.....	16
Equity-Story	19
DCF-Bewertung	21
Fazit.....	25
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose.....	26
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	27
Impressum & Disclaimer.....	28

Snapshot



Kurzportrait

Durch die Fusion mit der Matador Private Equity AG, deren zentrales Asset ein großes Private-Equity-Portfolio darstellte, hat die Matador Partners Group AG in diesem Jahr die Ressourcen gebündelt und fokussiert sich nun voll auf den attraktiven Secondary-Markt. Dabei handelt es sich um Private-Equity-Bestandspartfolios, die über den Zweitmarkt erworben werden und dadurch bezüglich ihrer Zusammensetzung transparenter sind als neu aufgelegte PE-Fonds. Der fortgeschrittene Reifegrad sorgt zudem dafür, dass relativ schnell Ausschüttungen erfolgen können. Schließlich haben in der Vergangenheit die hohen Renditen der Secondaries sogar den Durchschnitt im PE-Markt übertroffen. Nach der Fusion verfügt Matador bereits über einen Grundstock an Secondary-Positionen mit einem Buchwert von 9 Mio. CHF, darüber hinaus wurden im dritten Quartal Commitments für weitere Fonds im Umfang von 13 Mio. Euro abgegeben. Das Portfolio soll nun zügig, auch durch Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital, ausgebaut werden und bis zum Jahresende bei 50 Mio. CHF liegen (inkl. Liquidität). Bis 2021 ist ein Anstieg auf 100 Mio. CHF geplant.

Stammdaten

Sitz:	Sarnen (Schweiz)
Branche:	Private Equity
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	Swiss GAAP
ISIN:	CH0042797206
Kurs (BER):	3,28 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienkapital:	11,35 Mio. CHF
Market-Cap:	37,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	35,5 Mio. Euro
Free Float:	33 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	3,48 / 3,00 Euro
Ø Umsatz (BER, 12 M):	1,4 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2015/16	2016/17	2017/18e*	2019e	2020e	2021e
Bruttoertrag** (Mio. CHF)	0,4	0,8	3,9	4,1	6,4	14,8
EBIT (Mio. CHF)	0,1	0,4	2,9	3,7	6,0	14,4
Jahresüberschuss (Mio. CHF)	0,2	0,3	3,2	3,1	5,0	11,5
EpS (CHF)	0,93	0,78	0,26	0,20	0,28	0,64
Dividende je Aktie (CHF)	0,00	0,10	0,15	0,15	0,17	0,32
Wachstum Bruttoertrag	-	95,6%	417,4%	3,8%	57,3%	131,1%
Gewinnwachstum	-	80,6%	865,8%	-4,2%	59,9%	131,2%
KUV	109,57	56,02	10,83	10,43	6,63	2,87
KGV	228,5	126,6	13,1	13,7	8,6	3,7
KCF	-	-	4,5	-	55,6	7,3
EV / EBIT	373,9	106,5	14,1	11,0	6,8	2,8
Dividendenrendite	0,0%	2,7%	4,0%	4,0%	4,4%	8,5%

*einmalig 1,5 Jahre; **aus Finanzanlagen (bis 2016/17: Beratungserlöse)

Executive Summary

- **Fokus auf Secondaries im Private-Equity-Markt:** Das Unternehmen adressiert das Secondary-Segment des Private-Equity-Markt und beteiligt sich im Zuge dessen an bestehenden PE-Portfolios bzw. an Fonds, die in solche Bestandsportfolien investieren. Dieses Segment bietet eine deutlich höhere Anlagetransparenz als neu aufgelegte Private-Equity-Fonds und ermöglicht trotzdem hohe Renditen, die in der Vergangenheit regelmäßig noch über dem Niveau im gesamten PE-Sektor lagen.
- **Erfahrenes Team:** Mit den Verwaltungsräten Dr. Florian Dillinger und Dr. Robert Ettlin sowie zwei branchenerfahrenen Beiräten verfügt Matador über ein spezialisiertes Team mit einem breiten Kontaktnetzwerk, das der Gesellschaft den Zugang zu attraktiven Anlagemöglichkeiten ermöglicht.
- **Starker Track-record und hohe Renditeziele:** Matador hat nach eigener Aussage in der Firmenhistorie noch kein Engagement mit Verlust abgeschlossen. Ein externer Dienstleister hat für die bisherigen Private-Equity-Investments eine Rendite von 14 Prozent p.a. ermittelt. Für die Zukunft soll mit dem Portfolio ein durchschnittlicher interner Zins (IRR) von 12 bis 16 Prozent p.a. erwirtschaftet werden.
- **Fokussierung und Wachstum:** Durch die Fusion mit der Schwestergesellschaft Matador Private Equity wurden in diesem Jahr die Ressourcen gebündelt, um das Secondary-Portfolio zukünftig deutlich zu vergrößern. Aktuell löst Matador Aktiva auf, die nicht zum Kerngeschäft zählen, und reinvestiert die Mittel in PE-Secondaries. Zuletzt wurden neue Investitionen in Höhe von rund 13 Mio. Euro (resp. 15 Mio. CHF) angekündigt. Der Wachstumskurs soll in den nächsten Jahren weiter fortgesetzt werden, bis 2021 soll das Portfoliovolumen auf mindestens 100 Mio. CHF steigen.
- **Secondary-Markt rendite- und wachstumsstark:** Der Secondary-Markt ist mit einem Fundraising von 40 Mrd. US-Dollar durch Fonds, die 2017 ihre Platzierung abgeschlossen haben, bislang nur ein kleiner Teilbereich des Private-Equity-Marktes, aber sehr wachstumsstark. Und die generierten Renditen lagen für Fonds, die zwischen 2009 und 2015 aufgelegt wurden, im Median immer bei etwa 15 Prozent p.a. oder darüber und damit durchweg höher als im gesamten PE-Markt.
- **Einfacher Zugang zu Private-Equity-Secondaries:** Die Bündelung eines PE-Portfolios in einer börsennotierten Aktiengesellschaft bietet Privatanlegern einen kleinskaligen Zugang zu dieser attraktiven Assetklasse. Mitte dieses Jahres summierte sich das Volumen der Finanzanlagen und Beteiligungen von Matador auf rund 25 Mio. CHF, wovon rund 9 Mio. CHF auf Private-Equity-Investments im engeren Sinne entfielen. Im Portfolio enthalten sind Secondary-Fonds von mehreren Top-Adressen aus der Branche.
- **Kurspotenzial von 12 Prozent:** Wir haben einen Ausbau des Portfolios bis auf 100 Mio. CHF in 2021 modelliert und dabei eine durchschnittliche Bruttorendite von 12 Prozent p.a. angesetzt. Daraus resultiert ein Kursziel von 3,70 Euro, weshalb wir das Urteil „Speculative Buy“ vergeben. Würde unterstellt, dass die Rendite wie in der Vergangenheit 14 Prozent p.a. erreicht, läge das Kursziel sogar bei rund 4,13 Euro.

SWOT-Analyse

Stärken

- Branchenerfahrenes Management mit breitem Kontaktnetzwerk.
- Schlüsselpersonen sind mit hohem Aktienbesitz als Eigner engagiert.
- Einfacher und diversifizierter Zugang zu renditestarker Assetklasse, den Secondaries im Private-Equity-Markt.
- In den vergangenen Jahren wurde bereits ein attraktives Portfolio aufgebaut, in dem Fonds von mehreren Top-Adressen enthalten sind.
- Starke Bilanzstruktur mit Eigenkapitalquote von rund 85 Prozent (30.06.).
- Niedrige Verwaltungskosten (künftig <1 Prozent).
- Attraktive Dividendenpolitik.

Chancen

- Der im Verhältnis zur Unternehmensgröße von Matador sehr große Markt bietet nahezu unbegrenztes Expansionspotenzial.
- Durch die Fusion mit der Schwestergesellschaft wurden Doppelstrukturen beseitigt, der Marktwert erhöht und dadurch die Sichtbarkeit am Kapitalmarkt verbessert.
- Mit wachsender Unternehmensgröße sind größere Einzelinvestitionen möglich, wodurch neue Investitionsmöglichkeiten erschlossen und der relative Aufwand pro Investitionsentscheidung gesenkt werden.
- Die aktuellen Kapitalmarkturbulenzen könnten dazu führen, dass im PE-Secondary-Markt mehr Anteile zu günstigeren Konditionen verfügbar sein werden.
- Mit Fremdkapital könnte die Investitionsrendite gehebelt werden.

Schwächen

- Zusätzliche Gebührenebene durch Dachfondskonstruktion.
- Der Großteil des verfügbaren Kapitals war bislang noch nicht in PE-Secondaries investiert, der Anteil steigt erst jetzt deutlich.
- Geringer Einfluss auf Beteiligungen in den PE-Vehikeln.
- Umsetzung der Wachstumsstrategie abhängig von wenigen Schlüsselpersonen.
- Wegen einer hohen Verwässerung durch eine umfangreiche Kapitalakquise konnte der NAV je Aktie in der Vergangenheit noch nicht deutlich gesteigert werden.

Risiken

- Das Unternehmen notiert mit Aufschlag zum NAV, was ein erhöhtes Kursrisiko bei einer Änderung der Marktlage birgt.
- Mit einem wachsenden Erfolg des Secondary-Marktes könnte sich das Preis-Rendite-Gefüge wegen einer steigenden Nachfrage verschlechtern.
- Schwächere Marktperformance durch Anlagedruck im PE-Markt und möglichen Abwärtstrend bei Börse/Konjunktur denkbar.
- Die Spannbreite möglicher Renditen von PE-Fonds ist groß, die Auswahl von Underperformern könnte die Profitabilitätsentwicklung beeinträchtigen.
- Das Steuerprivileg für Holdings in der Schweiz könnte fallen und für eine höhere Steuerbelastung sorgen.

Profil

Aktiv im Private-Equity-Markt

Seit der Gründung im Jahr 2005 lag der Fokus der Matador Partners Group (MPG), die ihren Sitz in Sarnen in der Schweiz hat, auf dem Private-Equity-Markt. Während sich die Gesellschaft zunächst auf Investment-Advisory-Dienstleistungen für den Zielmarkt konzentriert hat, haben die Initiatoren mit Matador Private Equity (MPE) zeitgleich ein zweites Unternehmen gegründet, das selbst PE-Investments tätigt. Diese Zweiteilung wurde im Zuge einer Fusion nun aufgehoben, in deren Rahmen MPE rückwirkend zum 1. Januar dieses Jahres in der MPG aufgegangen ist. Das eigenständige Listing von Matador Private Equity, das seit 2008 bestand (während MPG seit 2010 börsennotiert war), war damit obsolet. Die Aktie der neu formierten Matador Partners Group wird an den deutschen Regionalbörsen und an der Börse Bern gehandelt, in Kürze startet auch die Notizaufnahme auf Xetra.

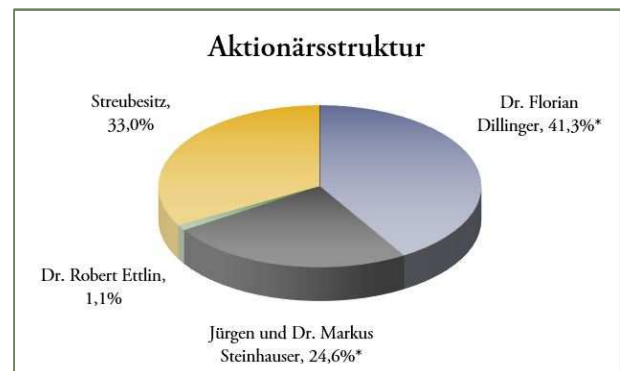
Fusion bringt viele Vorteile

Die Fusion wurde mit einer Kapitalerhöhung vollzogen, in deren Rahmen Matador Partners Group jeweils drei eigene Aktien für je einen Anteilsschein von MPE ausgegeben hat. Hierdurch konnte das Eigenkapital von 5,7 Mio. CHF zum Jahresende 2017 auf 32,8 Mio. CHF per 30. Juni 2018 ausgebaut werden, was die Basis für eine deutlich höhere Marktbewertung und für eine bessere Sichtbarkeit am Kapitalmarkt darstellt. Darüber hinaus brachte die Maßnahme mit der Abschaffung von Doppelstrukturen in der Verwaltung und der Reduktion der Kostenbasis weitere Vorteile. Zudem ergänzen sich die Schwerpunkte der Einzelgesellschaften – Investment Advisory und das Halten eines Portfolios – perfekt, wobei MPG schon im Jahr 2016 begonnen hatte, selbst erste Beteiligungen zu erwerben.

Gründer und CEO ist Großaktionär

Die Verwaltungsräte von MPG und MPE waren vor der Fusion bereits identisch besetzt, insofern gab es

keine Änderungen im Management. Das Gremium besteht aus zwei Personen, dem Präsidenten Dr. Florian Dillinger sowie dem einfachen Mitglied Dr. Robert Ettlín – beide sind einzelvertretungsberechtigt für die Gesellschaft. Herr Dr. Dillinger bekleidet zusätzlich den Posten des CEO von MPG. Er zählt zu den Gründungsaktionären und hält aktuell direkt und indirekt einen Anteil von 41,3 Prozent, während auf Dr. Ettlín ein Anteil von 1,1 Prozent entfällt. Die engen Partner von Dr. Dillinger, Jürgen und Dr. Markus Steinhauser, kommen zusammen auf eine direkte und indirekte Beteiligung von 24,6 Prozent, 33 Prozent befinden sich im Streubesitz. Zu letzterem zählen mehrere namhafte Family Offices (u.a. Rodenstock, Neugebauer). Insgesamt stehen aktuell 11,05 Mio. Inhaberaktien sowie 3 Mio. Namensaktien (mit einem Zehntel des Nennwertes der Inhaberaktien aber gleichem Stimmrecht, die indirekt zu 100 Prozent Dr. Dillinger zuzurechnen sind) aus.



*direkt und indirekt; Quelle: Unternehmen

Fokus auf Secondaries

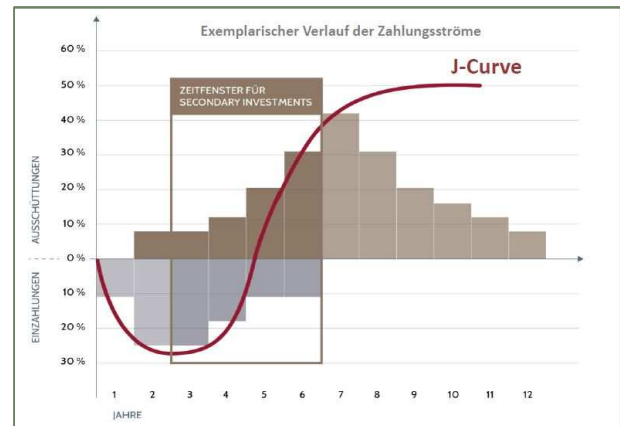
Während Dr. Ettlín als Jurist insbesondere gesellschaftsrechtliche Fragestellungen betreut, liegt der Schwerpunkt von Dr. Dillinger dank seiner mehr als 20-jährigen Erfahrung im Sektor auf der Weiterentwicklung der Aktivitäten im Private-Equity-Markt. Eine umfangreiche Expertise wurde inzwischen in dem Marktsegment der Secondaries aufgebaut. Dabei handelt es sich um Bestandsportfolios oder -positio-

nen, die von den ursprünglichen Investoren veräußert und so für einen Neueinstieg zugänglich werden. Der Kauf von Secondaries kann über zwei Wege erfolgen: Entweder können Anteile an einem bereits bestehenden Private-Equity-Fonds über den Zweitmarkt erworben werden, oder aber es erfolgt eine Beteiligung an einem spezialisierten Secondary-Fonds, der wiederum selbst Anteile von Bestandsportfolios kauft. Matador hat den Investitionsfokus in den letzten Jahren verstärkt auf Secondaries ausgerichtet und im Zuge dessen bereits ein diversifiziertes Portfolio aufgebaut (siehe Abschnitt „Strategie und Portfolio“).

Attraktives Segment

Damit wird ein sehr attraktiver Bereich des Private-Equity-Marktes adressiert. In den letzten Jahrzehnten haben Private-Equity-Fonds unter Beweis gestellt, dass sie überdurchschnittliche Renditen generieren können – insbesondere im Vergleich zu Aktienengagements über die Börse –, zugleich gibt es aber auch einige Schwächen. So handelt es sich zum Zeitpunkt der Fondsaufgabe um Blind Pools, da die Investition in die Assets erst später erfolgt. Wegen dieser Investitionen in den Jahren nach der Auflage ist der Cash-flow zunächst negativ, da die ersten Verkäufe, die Ausschüttungen ermöglichen, üblicherweise erst nach einer mehrjährigen Wertschöpfung erfolgen. Diese Konstruktion bedingt auch eine sehr lange Laufzeit der Fonds von zumeist zehn bis zwölf Jahren. Secondaries schaffen in mehrerlei Hinsicht Abhilfe: Die Investitionen zielen auf bestehende Portfolios, über die es bereits Daten zur bisherigen Performance gibt. Aufgrund der fortgeschrittenen Laufzeit befinden sich solche Portfolios zudem bereits in der Ausschüttungsphase oder kurz davor. Schließlich ist der Teil der Gebühren für das Fondsmanagement, der in den Anfangsjahren aus der Substanz bestritten werden muss, bereits größtenteils bezahlt. Secondary-Portfolios bewegen sich damit in einer attraktiven Phase der J-Kurve, die den Lebenszyklus von Private-Equity-Investments darstellt (siehe Grafik). Ungeachtet der genannten Vorteile sind sogar die Renditen in diesem Teilmarkt höher, als bei den PE-Erstinvestments. Das dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass in den meisten Fällen nicht die Unzufriedenheit mit der erzielten Rendite den Verkaufsgrund darstellt, sondern

Aspekte des Portfolio- oder Liquiditätsmanagements, strategische Erwägungen oder regulatorische Zwänge (siehe dazu den Abschnitt „Marktumfeld“).



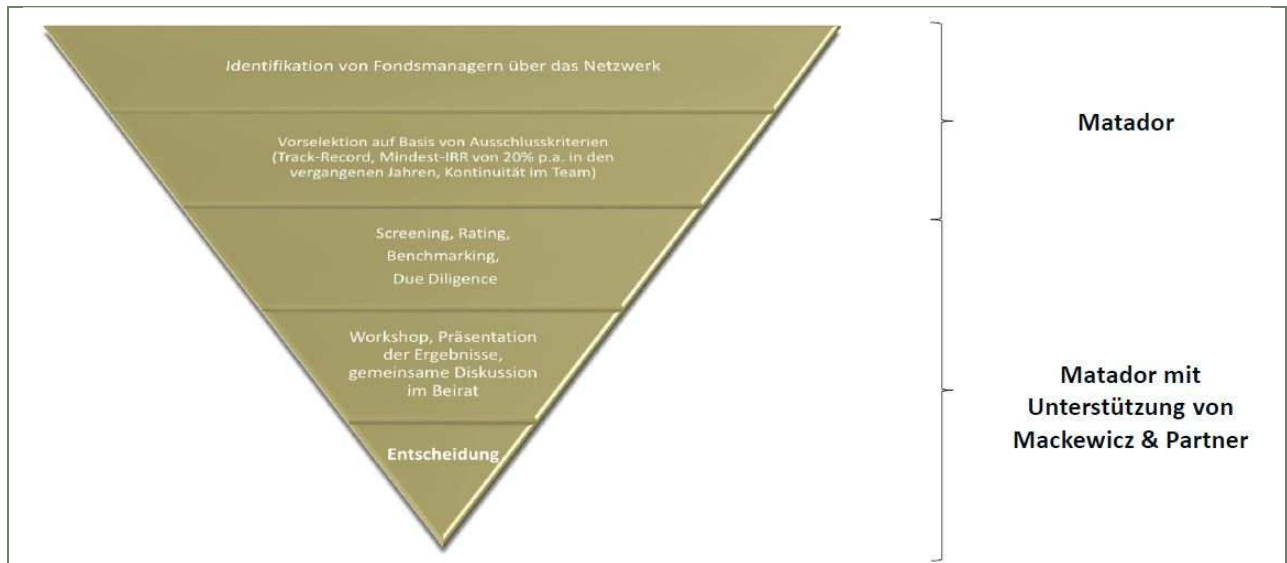
Quelle: Unternehmen

Netzwerk entscheidend

Von großer Bedeutung ist im Private-Equity-Markt der Zugang zu attraktiven Investitionsmöglichkeiten, da die Anteile nicht über eine Börse, sondern OTC (Over The Counter) gehandelt werden. Zum Zeitpunkt der Erstauflage gibt es oftmals Mindestanlage-summen im deutlich siebenstelligen Bereich. Bei direkten Käufen am Zweitmarkt können die Beträge zwar kleiner ausfallen, dieser Vorteil entfällt aber wieder im Fall einer Zeichnung neuer Secondary-Fonds. Matador hat dank der langjährigen Aktivitäten im Markt mittlerweile ein umfangreiches Kontaktnetzwerk zu erfolgreichen Fondsmanagern aufgebaut und damit die Grundlage für die Umsetzung der Investitionsstrategie geschaffen. Zudem arbeitet das Unternehmen eng mit dem Investment-Adviser Mackewicz & Partner aus München zusammen, der seit mehr als 20 Jahren in der Branche aktiv und ebenfalls gut vernetzt ist. Der Geschäftsführer Detlef Mackewicz zählt zu den Aktionären von Matador und hat einen Sitz im Beirat der Gesellschaft, was die strategische Partnerschaft untermauert.

Investmentprüfung mit Partnern

Mackewicz & Partner spielt nicht nur eine wichtige Rolle für den Zugang zu Investitionsmöglichkeiten, sondern ist auch generell in den Auswahlprozess von Matador eingebunden. Die Organe von MPG über-



Auswahlprozess; Quelle: Unternehmen

nehmen zunächst die Identifikation interessanter Kandidaten sowie eine Vorselektion und werden anschließend in dem mehrstufigen Prozess der Detailanalyse und der Verdichtung bis zur Entscheidungsfindung von dem Investment-Adviser unterstützt (siehe Grafik). In diesem Bereich erhält Matador zudem von einem weiteren Mitglied aus dem Beirat, Maria H. Andersson, Beistand. Frau Anderson leitet das Family Office der Familie Neugebauer, die wie ausgeführt zu den Aktionären von MPG zählt, und ist

sowohl in die Entwicklung der Investitionsstrategie als auch in die Prüfung und Bewertung einzelner Investments involviert. Der zweiköpfige Beirat gehört somit zu den zentralen Säulen des Geschäftsmodells von Matador. Darüber hinaus zählt nur noch eine administrative Kraft zum Team, so dass das Unternehmen sehr schlank aufgestellt ist.

Strategie und Portfolio

Liquides Instrument für PE

Private-Equity-Fonds bieten hohe Renditen, der Zugang zu attraktiven Investitionsmöglichkeiten ist aber oftmals Marktteilnehmern mit guten Kontakten vorbehalten, außerdem stellen Mindestinvestitionssummen eine große Hürde dar. Mit ihrem Geschäftsmodell überwindet die Matador Partners Group diese Hindernisse und schafft einen Marktzugang für kleinere institutionelle Investoren und für Privatanleger. Die Aktiengesellschaft bündelt Kapital und verfügt somit über eine ausreichende Finanzierungspower für Investitionen im Private-Equity-Markt, während die Aktien selbst klein gestückelt und an der Börse kontinuierlich handelbar sind. Die lange Präsenz in der PE-Branche und das über Jahre aufgebaute Kontakt Netzwerk des Teams sorgen für ein breites Angebot an aussichtsreichen Investitionsmöglichkeiten. Der Fokus des Unternehmens liegt auf dem Teilmarkt der Secondaries, die weniger risikoreich sind als Erstplatzierungen, aber dennoch hohe Renditen bieten.

Buy-and-Hold

Das Management folgt einer Buy-and-Hold-Strategie, in deren Rahmen erworbene Anteile in der Regel bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden. Diese ist bei Secondaries (wegen des späteren Einstiegszeitpunkts) mit sechs bis neun Jahren kürzer als bei Erstplatzierungen. Da das Portfolio der Fonds bereits in einem reiferen Zustand ist, werden noch ausstehende Investitionszusagen der Käufer an die Fondsinitiatoren („Unused Commitments“), die im Rahmen von sogenannten „Capital Calls“ abgerufen werden können, oftmals durch erste Ausschüttungen nach Unternehmensverkäufen kompensiert oder sogar übertroffen.

Hohe Renditeforderungen

Der gute Marktzugang und der Fokus auf Secondaries erlauben es dem Management, für neue Engagements relativ restriktive Kaufkriterien zu formulieren. So werden standardmäßig nur Teams ausgewählt, die ei-

nen starken Track-record in Form eines historisch erwirtschafteten internen Zinses (IRR) von mindestens 20 Prozent p.a. vorweisen können. Zudem soll die Personalkontinuität im Fondsmanagement hoch sein. Gefordert wird darüber hinaus, dass die Fonds den Responsible Investment Guidelines der Vereinten Nationen folgen. Im Zentrum steht dabei auch die Erfassung von politischen, sozialen und umweltbezogenen Einflussfaktoren auf den Investorserfolg und die Hypothese, dass eine auf dieser Basis getroffene nachhaltige Investitionsentscheidung letztlich höhere Renditen einbringt.

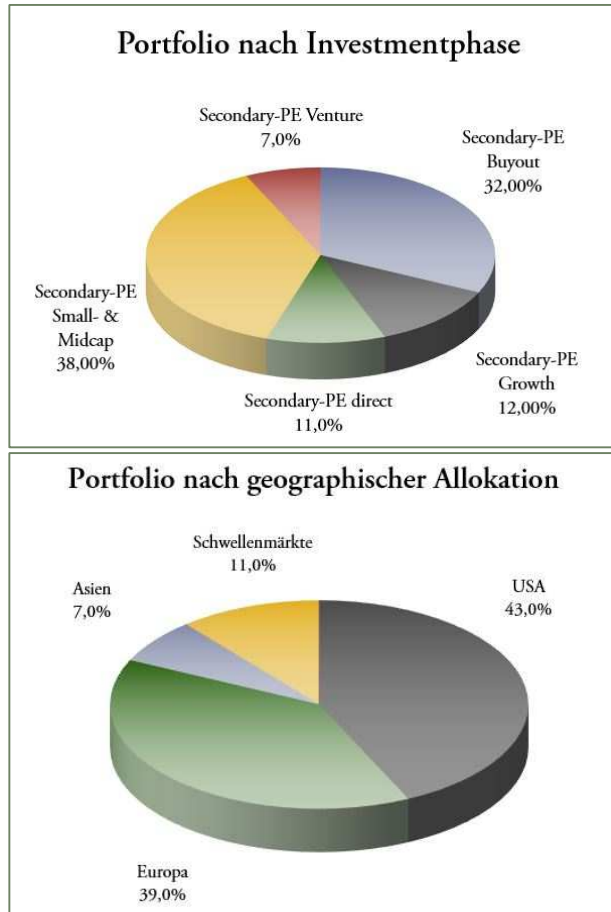
Hebel mit Fremdkapital

Matador strebt einen kontinuierlichen Ausbau des Portfolios an. Als Ziel für die Rendite wurde eine IRR-Spanne von 12 bis 16 Prozent ausgegeben. Diese muss aber nicht kontinuierlich anfallen. Da Ausschüttungen der Fonds von einzelnen Exits abhängig sind, unterliegt die Performance im Zeitablauf stärkeren Schwankungen. Auf der Ebene der Aktiengesellschaft kann die Rendite einzelner Investments durch die Aufnahme von günstigem Fremdkapital weiter gehoben werden. Unterstellt man etwa einen Fremdkapitalzins von 4 Prozent, besteht eine Leverage-Chance von 8 bis 12 Prozentpunkten (abgeleitet aus dem Ziel-IRR) auf den eingesetzten Kreditbetrag. Die Gesellschaft plant, diese Möglichkeit künftig stärker zu nutzen.

PE-Portfolio in Höhe von 9 Mio. CHF

In den letzten Jahren haben die beiden Fusionspartner Kapital in erheblichem Ausmaß akquiriert und investiert und so bereits ein breit diversifiziertes Portfolio aufgebaut. Per 30. Juni dieses Jahres belief sich das Volumen der Finanzanlagen auf 19,3 Mio. CHF, wobei davon auf Private-Equity-Anlagen im engeren Sinne 9 Mio. CHF entfielen. Darüber hinaus bestand eine Beteiligung an der Lindhorst Beteiligungs Verwaltungs GmbH mit einem Buchwert von 5,9 Mio.

CHF, die aber im August verkauft wurde (siehe Abschnitt „Zahlen“).



Quelle: Unternehmen

Breit diversifiziert

Sowohl im Hinblick auf die Strategie der Fonds und die Entwicklungsphase der Unternehmen, in der diese Fonds investieren, als auch in regionaler Hinsicht sind die Engagements von Matador breit gestreut. Rund 38 Prozent des Investitionsvolumens entfällt auf Secondary-Vehikel aus dem Bereich der Small- & Mid-Caps, gefolgt von Equity-Buyout-Secondaries mit 32 Prozent und drei kleineren Segmenten mit jeweils etwa 10 Prozent (siehe Grafik). Die Fonds selbst investieren ihre Mittel überwiegend in den USA (43 Prozent) und in Europa (39 Prozent).

Fonds von Top-Anbietern

Zum Stichtag 30. Juni zählten Anteile von zehn Fonds zum PE-Portfolio im engeren Sinne. Diese wurden

durchweg von renommierten Anbietern aufgelegt. So stammen zwei Investmentvehikel von der AXA-Ausgründung Ardian, die mit einem Secondary-Platzierungsvolumen von 41 Mrd. US-Dollar in den letzten zehn Jahren die weltweite Spitzenposition inne hat (Quelle: Preqin). Ebenfalls zur ersten Garde gehört Capital Dynamics aus der Schweiz mit Assets under Management (AuM) in Höhe von 20 Mrd. US-Dollar; Matador hat sogar in drei Fonds dieser Gesellschaft investiert. Darüber hinaus zählen beispielsweise Spezialisten für mittelgroße Buy-outs in Europa (Alpha, 2 Mrd. Euro AuM), für Venture Capital in den Bereichen digitale Medien, Cleantech und Life Sciences (Wellington Partners, 800 Mio. Euro AuM) sowie für Secondary-Transaktionen (Cipio Partners, 300 Mio. Euro AuM) zur Auswahl.



Quelle: Unternehmen

Bisheriger IRR: 14 Prozent p.a.

Von 2012 bis 2017 wurden insgesamt 7,5 Mio. CHF in Fonds investiert, zugleich gab es in diesem Zeitraum aber auch Ausschüttungen in Höhe von 3,1 Mio. CHF (siehe Abbildung). Gemessen am Buchwert von Ende Juni waren die Investmentvehikel C.F.I. Mult. AS (2,26 Mio. CHF), AXA ASF VI (1,88 Mio. CHF) und Capital Dynamics Global Sec. IV (1,36 Mio. CHF) die größten Positionen. Durch Capital Calls kann sich die Investitionssumme des Bestandsportfolios noch erhöhen. Während fünf Fonds die Investitionsphase bereits abgeschlossen haben, bestanden zum Halbjahresstichtag noch Commitments gegenüber vier Fonds (AXA Early Secondary V Fund, AXA Secondary VI Fund, Capital Dynamics Global Secondary IV Fund und Finatem IV Fund) in Höhe

von insgesamt 2,14 Mio. USD. Der tatsächliche Nettoabfluss kann durch Ausschüttungen noch reduziert werden. Wäre das Gesamtportfolio zum Stichtag hypothetisch zum Net Asset Value verkauft worden, hätte Matador mit den Engagements nach Berechnungen eines externen Dienstleisters insgesamt eine Rendite (IRR) von 14 Prozent p.a. erzielt.

Fokussierung des Portfolios

Neben den Kerninvestments im PE-Secondary-Markt bestehen aus der Historie noch weitere substanzielle Investitionen und Forderungen, die zügig abgebaut werden sollen. Einen ersten Schritt stellte der Verkauf des Lindhorst Beteiligungs Verwaltungs GmbH im August dar, der nächste Kandidat für eine Veräußerung ist die BioMa Energie AG. Die Veräußerung der Anteile an der Lindhorst Verwaltungs GmbH, die einen Bestand von 243 Wohneinheiten verwaltet, erfolgte zu einem Preis von 5,75 Mio. Euro. Der historische Kaufpreis im Mai 2017 betrug hingegen lediglich 5,1 Mio. Euro, woraus sich eine Rendite von rund 12 Prozent p.a. errechnet, obwohl zwischenzeitlich bereits 80 Wohneinheiten verkauft wurden. Auch der Ausstieg bei BioMa sollte aus unserer Sicht mindestens den Buchwert einspielen. Diese Gesellschaft, von der MPG 19,8 Prozent des Aktienkapitals (Buchwert per 30.06.: 5,4 Mio. CHF) hält, hat fast 60 Mio. CHF in Biomassekraftwerke investiert, die nun die Basis eines Gesamtsystems für eine nachhaltige Energie-, Nahrungsmittel- und Rohstoffproduktion (u.a. Biomassekraftwerke, eine Fisch- und Planktonfarm, Gewächshäuser und eine Schwarzerdeproduktion) darstellen. Die Pläne zur Realisierung sind bereits weit fortgeschritten. Darüber hinaus hält MPG eine Anleihe von der Real Estate & Asset Beteiligungs GmbH (deren Gesellschafter aus dem Umfeld von Matador stemmen) mit einer Laufzeit bis 2020 und einem aktuell bilanzierten Wert (30.06.18) von 7,54 Mio. CHF, und es bestehen weitere größere Forderungen gegenüber nahestehenden Gesellschaften in Höhe von rund 10 Mio. CHF (insbesondere JHS Invest und ELF Partners Group), die sukzessive abgebaut und dann in den Kernbereich reinvestiert werden sollen.

Neue Investitionen

Die vorhandenen oder in Kürze verfügbaren Mittel wurden im dritten Quartal für umfangreiche Commitments in neue Secondaries genutzt. Davon entfallen zwei Engagements mit einer Gesamtsumme von bis zu 9 Mio. US-Dollar (in Abhängigkeit von den tatsächlichen Abrufen) auf zwei Fonds von RCP (RCP SOF III (6 Mio. USD), RCP direct III (3 Mio. USD)). Bei RCP handelt es sich um einen renommierten amerikanischen Spezialisten für Buyout-Investments im Bereich von kleinen und mittleren Unternehmen, deren Enterprise Value zwischen 10 und 250 Mio. US-Dollar liegt. Gemessen am Gesamt-Commitment hat RCP derzeit Zugriff auf rund 7 Mrd. US-Dollar. In einer ähnlichen Größenordnung bewegt sich der finnische Private-Equity-Investor eQ, der aktuell über Assets under Management in Höhe vom 5,4 Mrd. Euro verfügt und für dessen neuen Secondary-Fonds eQ SF II Matador bis zu 5 Mio. Euro zugesagt hat.

PE-Portfolio per 30.06.*	Buchwert
Alpha Russia Sec. CIS	0,24 Mio. CHF
Capital Dyn. Global Sec. III LP.	0,36 Mio. CHF
Capital Dyn. Champion Vent. VII	0,37 Mio. CHF
Cipio Partners Fund VI	0,88 Mio. CHF
Wellington Part. Vent. Life	0,73 Mio. CHF
AXA ASF VI	1,88 Mio. CHF
AXA Early Sec. Fund V	0,52 Mio. CHF
Capital Dyn. Global Sec. IV	1,36 Mio. CHF
Finatem IV	0,41 Mio. CHF
C.F.I.-Mult. AS	2,26 Mio. CHF
Commitments Q3 18	Brutto
RCP SOF III	6,00 Mio. USD
RCP direct III	3,00 Mio. USD
eQ SF II	5,00 Mio. EUR

* nur Fondsanteile; Quelle: Unternehmen

Ehrgeizige Wachstumsziele

Bei einem erfolgreichen Abschluss des Konzentrationsprozesses wird das Portfolio gegen Jahresende zum größten Teil aus Secondary-Positionen bestehen. Das

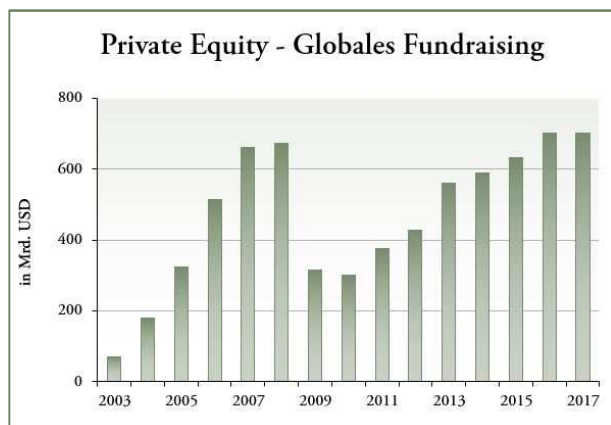
gesamte Investitionsvolumen der Gesellschaft (inklusive Forderungen und Liquidität) könnte bis dahin auf ca. 50 Mio. CHF steigen. Voraussetzung dafür ist die Umsetzung einer kleinen Kapitalerhöhung und die Aufnahme von Fremdkapital im zumindest höheren einstelligen Bereich. Nachdem sich Matador bislang über Bankkredite fremdfinanziert hatte, soll nun ergänzend ein neuer Weg beschritten werden. Das Management befindet sich in Gesprächen unter ande-

rem mit Family Offices und Pensionskassen, die unbesicherte Kredite mit einer Laufzeit von fünf Jahren bereitstellen könnten, sofern die Gesellschaft maximal ein Drittel des Investitionsvolumens fremdfinanziert. Mit dieser Mischung aus Eigen- und Fremdfinanzierung sowie mit der Einbehaltung von Gewinnen soll der weitere Ausbau des Portfolios auf ein Volumen von 100 Mio. CHF in drei Jahren geebnet werden.

Marktumfeld

Riesiger Markt

Der globale Markt für Private Equity hat sich in den letzten zehn Jahren sehr dynamisch entwickelt: In 2017 waren insgesamt knapp 7.800 Unternehmen im Sektor aktiv, womit sich deren Zahl seit 2008 fast verdoppelt hat. Die von den Fonds im letzten Jahr eingeworbenen Mittel beliefen sich auf 701 Mrd. US-Dollar, was nur geringfügig unter dem historischen Rekord aus der Vorperiode lag (siehe Grafik) (Quelle: Bain & Company Global Private Equity Report 2018). In den letzten fünf Jahren wurden insgesamt mehr als 5.000 Fonds nach dem Abschluss der Platzierungsphase geschlossen (Quelle Prequin Global Private Equity & Venture Capital Report 2018).

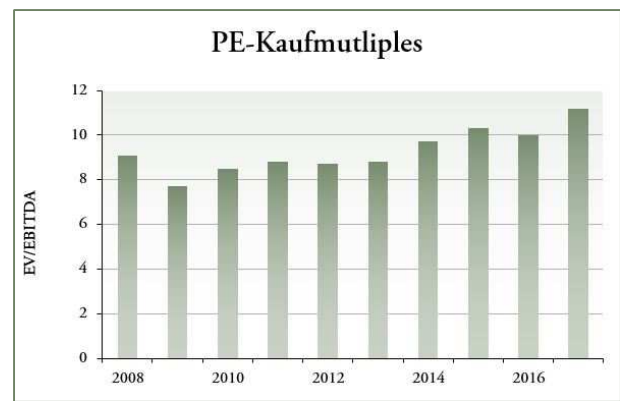


Quelle: Prequin / Bain & Company Global Private Equity Report 2018

Deutliche Outperformance

Ein zentraler Grund für den großen Erfolg von Private Equity sind die hohen Erträge, die von den Anbietern erwirtschaftet werden. Im letzten Jahr haben Fonds mit einem Fokus auf die USA eine Rendite von 17 Prozent erzielt. Das war zwar etwas weniger, als mit einem Investment in den S&P 500 erreichbar gewesen wäre, doch in allen längeren Betrachtungen hat Private Equity den Aktienmarkt deutlich outperformt. Auf Sicht von 20 Jahren beträgt der Renditevorsprung in den USA im Jahresdurchschnitt 5 Prozentpunkte (Gesamtrendite: 12 versus 7 Prozent p.a. beim S&P

500); in Europa (im Vergleich mit dem MSCI Europe) waren es sogar 10 Prozentpunkte (15 versus 5 Prozent p.a.) und in Asien (im Vergleich mit dem MSCI Asia-Pacific) 6 Prozentpunkte (11 versus 5 Prozent p.a.) (Quelle: Bain & Company Global Private Equity Report 2018).

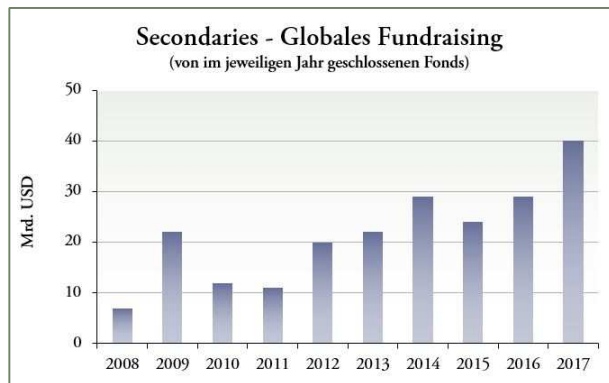


Quelle: S&P Capital IQ / Bain & Company Global Private Equity Report 2018

Preise steigen

Der Boom der Branche hat in den letzten Jahren die Sorge wachsen lassen, dass die künftigen Renditen unter einer Überhitzung leiden könnten. Das wird u.a. daraus abgeleitet, dass die noch für Investitionen verfügbaren Mittel der Private-Equity-Fonds massiv gestiegen sind. Die Summe aus der Liquidität und zugesagten, aber noch nicht abgerufenen Mitteln, die als „Dry Powder“ bezeichnet wird, hat weltweit zwischen 2008 und 2012 um etwa 1 Bio. US-Dollar stagniert, um im Anschluss kontinuierlich bis auf 1,7 Bio. US-Dollar im letzten Jahr zu klettern. Das wird als Indikator dafür gewertet, dass die Anbieter Schwierigkeiten haben, das akquirierte Kapital zu investieren, was die Disziplin der Akteure schmälern und die Rendite senken könnte. In diese Richtung weist auch das steigende Preisniveau bei Buyout-Transaktionen. Betrug das durchschnittlich gezahlte EBITDA-Multiple im Zyklustief 2009 noch 7,7, so erhöhte es sich bis auf 11,2 in 2017 (siehe Grafik). Gleichwohl beträgt die

durchschnittliche Steigerung in den letzten fünf Jahren lediglich 2,6 Prozent pro Jahr (CAGR), weswegen Stimmen aus der Branche die Befürchtungen für überzogen halten (Quelle: Bain & Company Global Private Equity Report 2018).



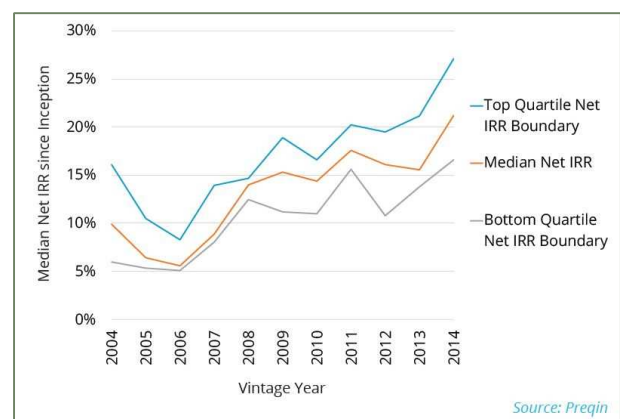
Quelle: Preqin Secondary Market Monitor

Secondary-Markt im Aufschwung

Angesichts der Schwierigkeiten, für die hohen Kapitalreserven ausreichend attraktive Unternehmen zu finden, gibt es aber zumindest eine erhöhte Unsicherheit, ob neu aufgelegte PE-Fonds im aktuellen Umfeld noch die hohen historischen Renditen erwirtschaften werden. Zunehmend in den Fokus gerät daher der Zweitmarkt, auf dem bestehende Portfolios und Positionen gehandelt werden. Parallel zum wachsenden Gesamtmarkt hat sich der Teilbereich in den letzten zehn Jahren sehr dynamisch entwickelt. Während noch 2008 lediglich 7 Mrd. US-Dollar von 19 Fonds eingeworben wurden, verteilten sich im letzten Jahr 40 Mrd. US-Dollar auf 35 Fonds (in dieser Statistik wurden nur die in dem Jahr geschlossenen Fonds berücksichtigt). Marktführer mit einem Secondary-Platzierungsvolumen von 41 Mrd. US-Dollar seit 2008 ist der französische Anbieter Ardian, gefolgt von den US-Anbietern Strategic Partners Fund Solutions (24 Mrd. US-Dollar) und Lexington Partners (21 Mrd. US-Dollar). Das Volumen der von den Fonds durchgeführten Secondary-Transaktionen ist in dem Zehnjahreszeitraum bis 2017 von 20 Mrd. US-Dollar auf 58 Mrd. US-Dollar gestiegen (Quelle: Preqin: The Secondary Market in 2017, Secondary Market Monitor 2018).

Kauf mit Abschlag

Die im Zweitmarkt gehandelten Portfolios werden im Durchschnitt mit einem Abschlag auf den NAV gehandelt. Dieser variiert je nach Segment und lag zuletzt zwischen 6 Prozent im Large-Buyout-Segment und 20 Prozent bei Venture-Capital-Fonds (Quelle: Preqin Secondary Fund Manager Survey, Januar 2018). Die Abschläge haben in jüngster Zeit tendenziell abgenommen und unterscheiden sich innerhalb des Sektors erheblich. Für Angebote aus dem Top-Quartil werden sogar Aufschläge gezahlt, die in den letzten Jahren bei etwa 10 Prozent lagen und nun vereinzelt sogar 20 Prozent übertreffen. Der Verkauf von Anteilen vor Ende der Laufzeit erfolgt überwiegend nicht wegen der Performance der Fonds, diese ist einer Umfrage des Marktspezialisten Preqin zufolge nur für 12 Prozent der Transaktionen ein zentraler Faktor. Viel wichtiger sind generelle Entscheidungen zum Portfoliomanagement (82 Prozent – Mehrfachnennungen möglich), Liquiditätsbedarf (71 Prozent) oder ein grundlegender Wechsel der Strategie (38 Prozent) (Quelle: Preqin Secondary Fund Manager Survey, Januar 2018).

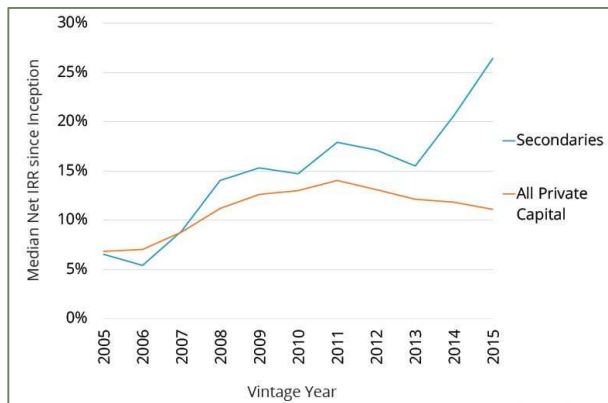


Secondary-Rendite: Top-Quartile, Median, Bottom-Quartile;
 Quelle: Preqin –Secondary Market Update Q2 2018

Beeindruckende Renditen

Die Renditen im Secondary-Markt fallen bislang sehr überzeugend aus. Eine Preqin-Auswertung der am Markt verfügbaren Fonds, die zwischen 2009 und 2015 aufgelegt wurden, hat ergeben, dass der Median der erzielten IRR für jeden Jahrgang bei rund 15 Prozent oder darüber lag. Selbst das untere Quartil der

Fonds des schwächsten Jahrgangs (2006) kommt immer noch auf eine Rendite von rund 5 Prozent p.a. (siehe obere Grafik). Und lediglich in der Zwei-Jahresperiode 2005 und 2006 haben die Secondaries schwächer abgeschnitten als die Gesamtheit der Private-Equity-Vehikel. Ansonsten lag ihre Rendite zum Teil deutlich darüber (siehe nachfolgende Grafik). Nach der aktuellsten Erhebung von Preqin erwirtschaften Secondaries derzeit eine Rendite von 15,8 Prozent im Median, gegenüber 13,0 Prozent im PE-Gesamtmarkt. Eine negative Rendite weisen dabei lediglich 2 Prozent der Secondary-Fonds auf (Quelle: Preqin Secondary Market Update Q1 und Q2 2018).



Median-IRR von Secondaries und Gesamtmarkt Private Equity; Quelle: Preqin –Secondary Market Update Q1 2018

Aufwärtstrend ungebrochen

Auch im Secondary-Segment ist allerdings ein deutlicher Anstieg des „Dry Powder“ zu beobachten, das sich in den letzten fünf Jahren auf knapp 90 Mrd. US-Dollar in etwa verdoppelt hat. Damit beträgt es aber nur einen Bruchteil des Volumens des gesamten Private-Equity-Marktes, der das maximale Investitionspotenzial für Zweitmarkttransaktionen darstellt. Dieses Potenzial und die hohen Renditen sorgen für einen anhaltend hohen Kapitalfluss in den Sektor. Im ersten Halbjahr haben die Fonds, deren Platzierung abgeschlossen wurde, 13 Mrd. US-Dollar eingeworben, was aber im zweiten Halbjahr getoppt werden dürfte.

Im dritten Quartal wurden von 39 Fonds Anteile mit einem kumulierten Zielvolumen von 52 Mrd. US-Dollar angeboten. Darunter befanden sich die Secondaries Lexington Capital Partners IX und ASF VIII, die mit einem potenziellen Platzierungsvolumen von jeweils 12 Mrd. US-Dollar die bisher größten Angebote im Secondary-Markt darstellen (Quelle: Preqin Secondary Market Update Q1 und Q2 2018).

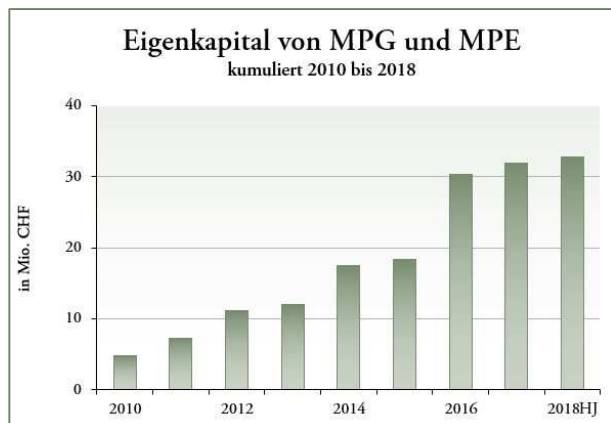
Fonds als Standardlösung für Investments

Das Standard-Vehikel für Investitionen in Private Equity stellen Fonds dar. Dabei treten die Kapitalgeber im Rahmen einer Limited Partnership als Kommanditisten auf, während die Fondsgesellschaft als General Partner die Asset Allocation übernimmt und dafür Gebühren erhält. Im Vergleich zum Fondsuniversum ist die Zahl der börsennotierten Aktiengesellschaften, die ein Portfolio von Private-Equity-Investments verwalten, vergleichsweise gering. Das liegt daran, dass diese mit den relativ hohen Aufwendungen der Börsennotierung konfrontiert sind, was eine hohe Kostendisziplin erfordert, um die Rendite aus dem Anlagemanagement mit Overheadkosten nicht zu stark zu schmälern. Als am besten vergleichbar mit dem eigenen Ansatz sieht Matador die ebenfalls notierten Schweizer Beteiligungsgesellschaften Castle Private Equity AG und Private Equity Holding AG (PEH). Mit einem Net Asset Value von 280 Mio. Euro (Castle) resp. 231 Mio. Euro (PEH) sind beide deutlich größer als Matador. Castle notiert aktuell mit einem Abschlag auf den NAV von ca. 6 Prozent, bei dem Konkurrenten liegt dieser hingegen bei rund 32 Prozent. Das dürfte auch mit der Performance zusammenhängen. Während Castle seine Durchschnittsrendite (IRR) auf 9,9 Prozent p.a. beziffert, hat PEH in den letzten zwölf Monaten (bis 30.06.) einen internen Zins von 7,5 Prozent erwirtschaftet. Matador sieht in seiner Fokussierung auf das renditestarke Teilsegment der Secondaries ein zentrales Unterscheidungsmerkmal gegenüber den Wettbewerbern.

Zahlen

Kapitalbasis stark ausgebaut

Das externe Beratungsgeschäft von Matador Partners Group hatte bisher nur einen überschaubaren Umfang. Die Gesellschaft war nämlich vor allem darauf fokussiert, das Portfolio von Matador Private Equity aufzubauen und hat andere Aktivitäten deswegen nur sehr selektiv verfolgt. Der Portfolioaufbau von MPE wurde in diesem Jahrzehnt deutlich vorangetrieben und mit mehreren Kapitalerhöhungen unterlegt, was eine weitgehende Finanzierung der Aktivitäten mit Eigenkapital ermöglichte. Der Buchwert der Gesellschaft, gleichbedeutend mit dem Net Asset Value, erhöhte sich infolgedessen zwischen 2010 und 2017 von 4,5 auf 26,6 Mio. CHF. Vor zwei Jahren hat auch MPG erste eigenen Investitionen vorgenommen und im Zuge dessen das Eigenkapital deutlich von 0,2 auf 4,9 Mio. CHF aufgestockt. Die nachfolgende Grafik zeigt die kumulierte Entwicklung des Eigenkapitals der beiden Fusionspartner in diesem Jahrzehnt, wobei sich der Wert per 30. Juni 2018 nach Abschluss der Fusion auf 32,8 Mio. CHF summierte.

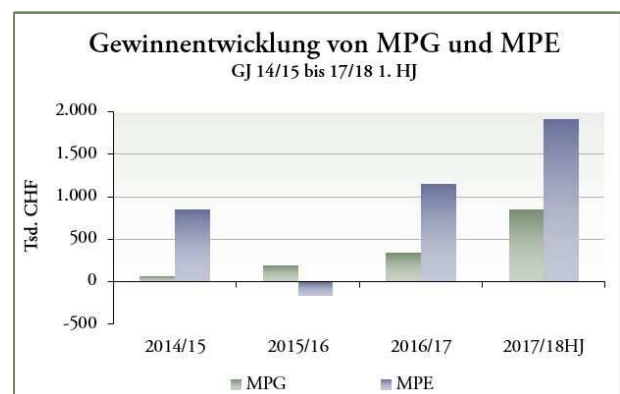


Quelle: Unternehmen

Positive Gewinnentwicklung

Die Matador Partners Group hat in den drei Finanzperioden vor der Fusion durchweg profitabel gewirtschaftet. Während die Erlöse dank des steigenden Volumens des betreuten Kapitals vom Geschäftsjahr 2014/15 bis 2016/17 von 340,4 auf 759,7 Tsd. CHF

ausgeweitet werden konnten, erhöhte sich der Gewinn in diesem Zeitraum von 60,9 auf 336,4 Tsd. CHF. Im ersten Halbjahr 2017/18, der letzten Periode mit eigenem Abschluss, wurde ein Umsatz von 495,0 Tsd. CHF (+31,2 Prozent) und dank zusätzlicher Währungsgewinne aus dem Anlagenbestand (413,4 Tsd. CHF) sogar ein Überschuss von 853,9 Tsd. CHF erzielt. Ähnlich positiv verlief die Entwicklung von Matador Private Equity. Zwar musste die Gesellschaft nach einem saldierten Gewinn von 852,1 Tsd. CHF (2014/15) aus den Portfolioerträgen und -aufwendungen sowie den Strukturkosten in der Folgeperiode einen kleinen Verlust (-168 Tsd. CHF) hinnehmen, dieser wurde aber im Geschäftsjahr 2016/17 wieder in einen hohen Überschuss von 1,15 Mio. CHF gedreht. Ebenfalls mit einer weiteren kräftigen Gewinnsteigerung um 235 Prozent auf 1,91 Mio. CHF konnte das letzte eigenständige Halbjahr per Ende Dezember 2017 abgeschlossen werden.



Quelle: Unternehmen

Dividendenrendite von 4 % angestrebt

Die Aktionäre sollen von der positiven Gewinnentwicklung adäquat profitieren. Im letzten Jahr hat MPG bereits eine Dividende in Höhe von 0,10 CHF je Aktie ausgeschüttet. In Relation zum damaligen Kurs errechnet sich daraus eine Rendite von 3,5 Prozent. Für die laufende Periode soll die Dividende nach Möglichkeit so erhöht werden, dass sich eine Steige-

rung auf 4,0 Prozent ergibt. Mindestens sollen aber 50 Prozent des Überschusses ausgekehrt werden.

Geschäftsjahr einmalig verlängert

Die Fusion der beiden Gesellschaften wurde im April 2018 von den Generalversammlungen beschlossen. Im Zuge dessen wurde das Geschäftsjahr um ein halbes Jahr verlängert, so dass die aktuelle Berichtsperiode 18 Monate umfasst. Ab 2019 entspricht die Finanzperiode dann dem Kalenderjahr. Für die zwölf Monate von Juli 2017 bis Juni 2018 wurde daher nur ein Zwischenbericht erstellt.

Geschäftszahlen	16/17*	17/18**
Beratungsumsatz	0,76	-
Erfolg Finanzgeschäft	-	2,53
EBITDA	0,47	1,82
EBIT	0,38	1,82
Periodenergebnis	0,34	2,23

In Mio. CHF bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

** Geschäftsjahr MPG vor Fusion; ** Zwischenbericht nach zwölf Monaten für MPG nach Fusion*

2,5 Mio. CHF Nettoerfolg aus dem Anlagegeschäft

Im Gegensatz zum Vorjahr (0,76 Mio. CHF) wurden für diese Periode keine Beratungserlöse mehr ausgewiesen, da diese nun intern für das Portfolio erbracht wurden. Stattdessen bestimmen die Erträge und Aufwendungen aus dem Anlagegeschäft jetzt die Zahlen. Den saldierten Nettoerfolg beziffert die Gesellschaft auf 2,53 Mio. CHF, wobei mit 1,87 Mio. CHF ein großer Teil davon auf buchhalterische Währungsgewinne zurückzuführen ist, die aus der Umrechnung der Dollar- und Euroanlagen in Schweizer Franken resultieren. Ausschüttungen aus Private-Equity-Anlagen wurden nur in Höhe von 158,9 Tsd. CHF in der GuV erfasst, womit das tatsächliche Niveau allerdings nicht wiedergegeben wird. Denn bei dieser Größe handelt es sich nur um die Zahlungen nach dem Fusionsdatum, die vorherigen wurden noch mit dem Buchwert des Portfolios verrechnet. Im Anlagenspiegel werden die Ausschüttungen aus PE-Investments zwischen Juli 2017 und Juni 2018 auf 527 Tsd. CHF

beziffert. Darüber hinaus waren auch Wertanpassungen für Fondsanteile GuV-wirksam, wobei per Saldo aus den NAV-Änderungen ein positiver Ertrag von rund 94 Tsd. CHF resultierte. Einen weiteren größeren Ertragsposten stellen die Zinserträge aus einer gehaltenen Anleihe (436,2 Tsd. CHF) dar.

Hoher Überschuss

Die Strukturkosten der Gesellschaft – bestehend aus dem Personal- (152,3 Tsd. CHF) und dem sonstigen betrieblichen Aufwand (557,2 Tsd. CHF) – summieren sich im Berichtszeitraum auf 709,4 Tsd. CHF. Bei nur minimalen Abschreibungen resultierte daraus ein EBIT von 1,82 Mio. CHF. Inklusiv eines außerordentlichen Ergebnisbeitrags von 499 Tsd. CHF, zu einem großen Teil resultierend aus aufgelösten Steuerrückstellungen aus den Vorjahren nach der Klärung des Steuerstatus, und nach Abzug des Steuersaldos in Höhe von -87 Tsd. CHF ergibt sich ein Periodenüberschuss von 2,23 Mio. CHF für den Zwölfmonatszeitraum.

Portfolio noch nicht fokussiert

Das Bilanzbild zur Jahresmitte 2018 wird auf der Aktivseite noch von der diversifizierten Anlagestrategie aus der Vergangenheit sowie von der engen Verflechtung mit anderen Gesellschaften aus dem Aktionärskreis geprägt. Aus den letztgenannten Verbindungen bestanden zum Stichtag im Wesentlichen noch kurz- und langfristige Forderungen gegenüber der JHS Invest in Höhe von rund 8 Mio. CHF und gegenüber der ELF Partners Group in Höhe von 1,8 Mio. CHF, die bis zum Jahresende weitgehend abgebaut werden sollen, um so Liquidität für Investitionen in Secondaries zu schaffen. Ein flexibles Anlageinstrument, mit dem eine angemessene Verzinsung der Liquidität erreicht wird, ist ferner die gehaltene Anleihe der Real Estate & Asset Beteiligungs GmbH mit einer Laufzeit bis 2020 und einem zuletzt bilanzierten Wert von 7,54 Mio. CHF. Bei Bedarf werden Teile davon veräußert. Der Buchwert des PE-Portfolio im engeren Sinne belief sich per Ende Juni noch auf 9 Mio. CHF. Außerdem war die Beteiligung an BioMa, die ebenfalls in naher Zukunft veräußert werden soll, mit 5,4 Mio. CHF erfasst. Die noch ausgewiesenen Anteile an der Lindhorst Verwaltungs GmbH (Buchwert 5,9

Mio. CHF) wurden im August nach dem Stichtag veräußert. In Relation zu dem Anlagevolumen war der Kassenbestand per Ende Juni mit 81,5 Tsd. CHF nur gering.

Eigenkapitalquote 84,5 Prozent

Insgesamt summierte sich die Bilanzsumme auf 38,8 Mio. CHF. Auf der Passivseite entfielen davon 32,8

Mio. CHF auf das Eigenkapital, was einer Quote von 84,5 Prozent entspricht. Verbindlichkeiten bestanden überwiegend aus Bankfinanzierungen in Höhe von 4,6 Mio. CHF, außerdem gab es noch zwei Verbindlichkeiten über insgesamt 974,8 Tsd. gegenüber Gesellschaften aus dem Aktionärskreis (Real Estate & Asset Beteiligungs GmbH) bzw. Aktionären mit Organ-tätigkeit.

Equity-Story

Renditestarker Markt

Private-Equity-Investments haben in den letzten Jahrzehnten im Durchschnitt hohe Renditen abgeworfen, die deutlich über den Resultaten großer Standardindizes am Aktienmarkt lagen. Gezielte Investitionen in nicht notierte Unternehmen bieten einen hohen Hebel auf das eingesetzte Kapital, wenn die Gesellschaften im Anschluss erfolgreich weiterentwickelt werden können. Der Zugang für kleine institutionelle Investoren und Privatanleger zu diesem attraktiven Markt ist aber seit jeher schwierig. Die attraktivsten Angebote sind oftmals mit hohen Mindestinvestitionssummen verbunden. Außerdem ist die Spreizung der Renditen im Markt sehr groß, verbunden mit dem Risiko, Anteile eines Underperformers zu erwerben. Zumal zum Zeitpunkt der Auflage eines Private-Equity-Fonds noch offen ist, welche Positionen ein Fonds erwirbt.

Attraktive Nische

Gemindert werden können die Risiken mit einem Engagement auf dem Secondary-Markt, dessen Fokus auf Anteilen an Bestandsportfolios liegt. Das Segment ist noch erheblich kleiner als der gesamte Private-Equity-Markt, hat in der Vergangenheit aber sogar höhere Renditen abgeworfen. Der Zugang kann auf zwei Wegen erfolgen: Entweder über den Kauf von Anteilen an einem bestehenden PE-Fonds auf dem Zweitmarkt, oder aber über einen Einstieg bei einem Secondary-Fonds, der wiederum selbst im Zweitmarkt investiert. Matador nutzt beide Möglichkeiten und schafft so ein breit gestreutes Portfolio für einen attraktiven Markt. Da der Secondary-Markt deutlich wächst und die Altinvestoren überwiegend nicht wegen einer enttäuschenden Rendite, sondern aus anderen Gründen (Portfoliostrategie, Liquiditätsbedarf, Regulierung usw.) verkaufen, bieten sich hier aktuell interessante Anlagechancen.

Langjähriger Track-record

Auch für eine erfolgreiche Partizipation am Secondary-Markt sind der Zugang und die richtige Auswahl entscheidend. Die Top-Angebote sind oftmals mit hohen Mindestanlagesummen verbunden, Zuschläge an Investoren erfolgen sehr selektiv. Matador konnte in der Vergangenheit aber schon mit kleinen Beträgen im sechsstelligen Bereich Beteiligungen erwerben. Das liegt daran, dass das Management dank des langjährigen Engagements in der Private-Equity-Branche ein breites Netzwerk aufgebaut hat, mit intensiven Kontakten zu den Anbietern. Eine große Hilfe ist auch Beirat Mackewicz, dessen Firma zahlreiche Großinvestoren an führende PE-Fonds vermittelt hat. Dabei konnte Matador mehrfach als Co-Investor agieren. Die große Expertise von Mackewicz spielt somit auch bei der notwendigen Auswahl eine wichtige Rolle, denn an seine Kunden vermittelt der Investment-Adviser naturgemäß nur attraktive Chancen. Die finale Entscheidung zur Selektion trifft aber der Matador-Verwaltungsrat auf Basis der langjährigen Erfahrung, außerdem kann noch der zweite Beirat, Frau Anderson, eingeschaltet werden. Dass dieser Prozess funktioniert, zeigt der historische Track-record: Nach Berechnungen eines externen Dienstleisters wurde mit den bisherigen PE-Engagements eine Durchschnittsrendite von 14 Prozent p.a. erwirtschaftet und nach Angaben von CEO Dr. Dillinger noch kein Engagement mit einem Verlust abgeschlossen.

Attraktives Modell

Die Investments in den Secondary-Markt über eine börsennotierte Aktiengesellschaft abzuwickeln, zählt zu den eher exotischen Lösungen in der Branche. Das liegt an den oftmals hohen Strukturkosten, die damit verbunden sind. Mit einem sehr schlanken Modell hat es Matador geschafft, diesen traditionellen Kritikpunkt zu entschärfen. Nach dem Abschluss des Fusionsjahres wird der jährliche Aufwand der Organisation nach Angaben von Dr. Dillinger nur ca. 0,5 Prozent des Anlagevolumens betragen – ein sehr niedriger Satz. Damit bietet Matador gerade für Privatanleger

ein attraktives Modell: diese können sich in kleinen Stückelungen und damit ohne nennenswerten Mindestbetrag an einem breit gestreuten Secondary-Portfolio beteiligen, in dem Fonds der Topanbieter enthalten sind.

Zusätzlicher Renditehebel

Bislang hat Matador die Aktivitäten überwiegend mit Eigenkapital finanziert, so dass die Bilanzstruktur mit einer Eigenkapitalquote von 84,5 Prozent aktuell sehr konservativ ausfällt. Die derzeit niedrigen Fremdkapitalzinsen erlauben prinzipiell aber eine deutliche Hebelung der Eigenkapitalrendite durch einen Rückgriff auf Kredite, da die bisherigen Durchschnittsrenditen im Secondary-Markt zweistellig ausfallen. Naturgemäß birgt das auch ein Leverage-Risiko für schlechtere Zeiten, zumal der Verkauf von Positionen aufwendiger ist und unter Umständen nur mit höheren Abschlägen erfolgen kann, wenn plötzlicher Liquiditätsbedarf besteht. Daher verfolgt Matador einen Mittelweg, in dem Fremdkapital vor allem über günstige längerfristige Kredite aufgenommen und auf maximal ein Drittel des gesamten Investitionsvolumens begrenzt werden soll.

Ausschüttungen erfolgen rasch

Das Liquiditätsrisiko ist im Secondary-Markt aber generell etwas geringer als bei üblichen Private-Equity-

Investments. Da es sich um bereits bestehende Portfolios handelt, kommt es deutlich schneller zu ersten Verkäufen von Unternehmen und damit auch zu Ausschüttungen, was in der Regel dazu führt, dass die Commitments nicht vollständig abgerufen werden. Diese Besonderheit kann Matador nutzen, um sich als Dividendenwert zu positionieren. Ein Teil des Anlageerfolgs soll immer direkt an die Anleger weitergegeben werden, wobei der Verwaltungsrat eine Dividendenrendite von 4 Prozent anstrebt.

Hohes Steigerungspotenzial

Mit dem weiteren Wachstum des Portfolios könnte auch die Dividende künftig deutlich steigen. Schon in drei Jahren soll das Investitionsvolumen der Gesellschaft bei 100 Mio. CHF liegen, was einer Verdoppelung gegenüber dem anvisierten Stand zum Jahresende 2018 entspräche. Aufgrund des historischen Track-records in der Kapitalakquise erscheint diese Zahl unter stabilen Rahmenbedingungen erreichbar.

DCF-Bewertung

Hohes Vertrauen

Matador hat das investierte Kapital in diesem Jahrzehnt stark ausweiten können. Während das kumulierte Eigenkapital von MPG und MPE im Jahr 2010 noch bei rund 4,9 Mio. CHF lag, betrug es Ende Juni 32,8 Mio. CHF (was dem Net Asset Value entspricht). Das interpretieren wir als hohes Vertrauen der Investoren in die Leistung des Managements, wofür auch die aktuelle Bewertung des Unternehmens spricht. Nach der Fusion notiert das Unternehmen aktuell mit einem Marktwert von 42,6 Mio. CHF, was einem Aufschlag zum NAV entspricht. Dieser ist allerdings etwas überzeichnet, da Matador zum Stichtag über stille Reserven in den Beteiligungen verfügte. Generell wurden Secondary-Fonds im Schnitt in den letzten Jahren zwar mit Abschlag gehandelt, doch für sehr gute Fonds wurden auch Aufschläge bezahlt. Gerade in jüngster Zeit haben sich die Aufschläge für gute Angebote gehäuft und erhöht. Daher ist der Aufschlag bei Matador nicht ungewöhnlich. Er impliziert, dass es dem Unternehmen gelingt, tatsächlich die Top-Fonds der Branche zu identifizieren und dort auch eine Einstiegsmöglichkeit zu bekommen. Anhand der bisherigen Entwicklung und der hohen Kompetenz im Verwaltungs- und Beirat scheint diese Annahme akzeptabel. Darüber hinaus hat eine Aktiengesellschaft prinzipiell mehr Freiheitsgrade im Anlagemanagement als ein Private-Equity-Fonds, insbesondere auch bezüglich des Liquiditätsmanagements und des Fremdkapitalvolumens. Auch das rechtfertigt ein Bewertungspremium.

Einsatz von Fremdkapital

Eine zentrale Rolle spielt dabei der anvisierte stärkere Einsatz von Fremdkapital. Da die Kreditkosten weit unter den historisch erzielbaren Renditen von Secondary-Investments liegen, kann die Eigenkapitalrendite durch Verschuldung stark gehebelt werden – die sogenannte Leverage-Chance. Matador will künftig verstärkt auf Family Offices, Pensionskassen oder ähnliche Adressen zur Fremdkapitalakquise zurückgreifen. Da das naturgemäß für schwierigere Zeiten

auch ein Risiko darstellt, sind sowohl die Investoren der Gesellschaft als auch die Kreditgeber relativ sensibel im Hinblick auf den Verschuldungsgrad. Daher strebt Matador an, höchstens ein Drittel des Investitionsvolumens mit längerfristigen Krediten (in der Regel 5 Jahre) zu finanzieren. Für unser Modell unterstellen wir eine Ziel-FK-Quote von 30 Prozent und setzen dafür einen Zinssatz von 4 Prozent an.

Unterstellte Rendite: 12 Prozent p.a.

Der Fremdkapitaleinsatz ist eine zentrale Modell determinante, eine weitere ist der unterstellte Anlageerfolg mit Secondary-Investments. Matador wählt ausschließlich Produkte von Teams, die einen historischen IRR von mindestens 20 Prozent aufweisen. Als anvisierte Durchschnittsportfoliorendite vor Holdingkosten werden 12 bis 16 Prozent ausgegeben und damit eine Spanne um den IRR der bisherigen Engagements (14 Prozent). Wir halten diese Zielspanne für realistisch und orientieren uns im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise am unteren Ende, mit der auch für einen möglichen Rückgang der Renditen am Markt wegen schlechterer Rahmenbedingungen ein Puffer besteht.

Hohes Portfoliowachstum

Aufbauend auf diesen Basisdaten haben wir für Matador ein Investitions- und Ausschüttungsmodell erstellt. Dank der bereits bekannt gegebenen und weiterer, noch anstehender Secondary-Investitionen, rechnen wir damit, dass das Kernportfolio zum Jahresende auf ein Volumen von 21,5 Mio. CHF kommt. Die Umschichtung von Mitteln aus Randbereichen und die weitere Kapitalaufnahme (siehe unten) ermöglichen in 2019 einen weiteren Anstieg auf 46,4 Mio. CHF. Für die Zeit danach hat das Management einen weiteren Ausbau bis auf 100 Mio. CHF in 2021 anvisiert. Wir folgen dieser Annahme und sehen in dem Jahr den Buchwert des Private-Equity-Portfolios bei 99 Mio. CHF. Nach einem weiteren Zuwachs in

Mio. CHF	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Jahr 9
Investition	1	0,25							
Rückflüsse		0,15	0,25	0,35	0,5	0,4	0,25	0,15	0,05

Modellinvestition; Schätzung von SMC-Research

2022 lassen wir das Portfolio dann bis zum Ende des Detailprognosezeitraums auf einen konstanten Zielwert von 100 Mio. CHF abschmelzen. Letzteres impliziert, dass die Ausschüttungen anteilig so reinvestiert werden, dass der Buchwert der Investitionen gleichbleibt, und der Rest zur Bedienung des Fremdkapitals genutzt bzw. als Dividende ausbezahlt wird.

Finanzierung mit EK und FK

Aus diesen Annahmen und der unterstellten Fremdkapitalquote leitet sich unmittelbar der Finanzierungsbedarf für den Portfolioaufbau ab. Für die laufende Periode haben wir zunächst noch eine kleine Kapitalerhöhung in Höhe von 3,8 Mio. CHF (1,1 Mio. Aktien) und eine Fremdkapitalaufnahme in Höhe von rund 5 Mio. CHF unterstellt. Im nächsten Geschäftsjahr folgt dann eine etwas größere Aktienemission und erneut eine überproportionale Inanspruchnahme von Krediten. Die Finanzierung des weiteren Wachstums bis 2021 (auf eine Portfoliogröße von knapp 100 Mio. CHF) haben wir so modelliert, dass letztlich ein Zielstruktur mit 30 Prozent Fremdkapital erreicht wird. Daraus resultiert ein weiteres Aktienemissionsvolumen ab 2019 von 5,63 Mio. Stück, so dass wir voll verwässert mit einer Aktienzahl von 18,1 Mio. rechnen.

Modell-Investition

Der zeitliche Verlauf der Rückflüsse aus einzelnen Secondaries ist nicht schätzbar. Wir haben uns in unserem Modell daher einer Hilfskonstruktion für das investierte Kapital bedient und eine Musterinvestition mit einem Commitment von 1,5 Mio. CHF, einer Anfangsinvestition von 1 Mio. CHF und einem Cash Call in Jahr 2 von 0,25 Mio. CHF unterstellt, deren Netto-Zahlungsprofil letztlich zu einem IRR von 12 Prozent führt. Dabei ist der Saldo in den ersten beiden Jahren investitionsbedingt negativ (also sind im zweiten Jahr die Cash Calls noch größer als die Ausschüttungen) und dreht dann ab dem dritten deutlich ins

Plus. Nach der Anfangsinvestition läuft der Fonds über acht Jahre, wobei der Peak der Ausschüttungen im Jahr fünf liegt. Die oben abgebildete Tabelle zeigt das Muster-Zahlungsprofil, das wir für alle Secondary-Fonds von Matador unterstellen.

Weitere Parameter

Die weiteren zentralen Parameter für das Modell sind die Kosten der Holding und die Steuerquote. Fusionsbedingt muss das Unternehmen im laufenden Jahr noch etwas höhere Aufwendungen hinnehmen, so dass sich die Personal- und Verwaltungskosten auf annualisiert etwa 1,3 Prozent des Portfoliovolumens belaufen. Ab 2019 soll die Quote nach Angaben von Verwaltungsrat Dr. Dillinger auf 0,5 Prozent absinken. Wir haben in unserem Modell etwas Puffer gelassen und zunächst 1,0 Prozent in 2019 angesetzt und diesen Wert dann bis auf 0,5 Prozent in 2021 reduziert. Die Steuerquote von Matador beträgt wegen des Holdingprivilegs in der Schweiz maximal 8 Prozent. In der Realität liegt der Satz dank verschiedener Abzugsmöglichkeiten sogar eher bei 5 Prozent oder sogar etwas weniger; wir setzen trotzdem 8 Prozent an. Um dieses Steuerprivileg für Holdings gibt es immer wieder Diskussionen, eine Abschaffung stellt damit eine Risikokomponente für Matador dar. Wir haben das berücksichtigt und vorsichtshalber ab 2021 eine Verdopplung auf 16 Prozent angenommen (die wir aber nicht im Tax-Shield angesetzt haben).

Wertsteigerung nicht Cashflow-relevant

Berücksichtigt haben wir auch nicht-realisierte Wertsteigerungen im Bestand, hier haben wir einen Ertragszyklus analog zur unterstellten Wertschöpfung in den Fonds modelliert. In der GuV weisen wir diese unter den sonstigen betrieblichen Erträgen aus. Diese sind allerdings nicht Cashflow-relevant (mit Ausnahme der Bedeutung für die Steuerzahlungen) und werden daher im DCF-Modell in der Zeile „Cashneutrale Wertsteigerungen“ wieder eliminiert.

Mio. CHF	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Bruttoausschüttungen	0,8	2,8	7,8	16,1	29,1	41,9	55,1	46,7
Cash Calls	-1,3	-4,6	-5,0	-6,3	-6,3	-3,0	-2,5	-2,4
Bestands-Cashflow	-0,5	-1,9	2,8	9,8	22,8	38,9	52,6	44,3
Ertragssaldo Bestand	2,9	3,7	6,0	14,4	25,3	31,1	26,5	18,7
Steuersatz	3,5%	5,0%	8,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,2	0,5	2,3	4,1	5,0	4,2	3,0
Bestands-CF+Ertragssaldo	2,3	1,6	8,3	21,9	44,1	65,0	74,9	60,0
+ Abschreibungen & Amortisation	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- cashneutrale Wertsteigerungen	-3,9	-4,1	-6,4	-14,8	-25,9	-31,6	-27,0	-19,2
Operativer Brutto Cashflow	-1,4	-2,5	1,9	7,1	18,2	33,4	47,9	40,8
- Zunahme Net Working Capital	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen Finanz-AV	-12,5	-20,0	-25,0	-25,0	-12,0	-10,0	-9,7	-9,5
Free Cashflow	-13,6	-22,5	-23,1	-17,9	6,2	23,4	38,2	31,3

Detailprognosezeitraum bis 2025

Die aus diesen Annahmen resultierenden wichtigsten Kennziffern zum Cashflow im Detailprognosezeitraum bis zum Jahr 2025 sind in der Tabelle auf der nächsten Seite abgebildet. Detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Terminal Value

Zur Berechnung des Terminal Value gehen wir von einem konstanten Private-Equity-Portfolio von 100 Mio. CHF aus (inflationiert mit 1 Prozent p.a.). Ein Teil der daraus resultierenden Ausschüttungen wird so reinvestiert, dass das Volumen nach dem Ende des Detailprognosezeitraums stabil bleibt. Gemäß der Renditeannahmen sollte danach ein Zahlungsmittelüberschuss in Höhe von 12 Mio. CHF oder 12 Prozent p.a. verbleiben (ebenfalls inflationiert mit 1 Prozent p.a. in Form einer „ewigen“ Ertragsteigerung in selber Höhe), der an die Anleger ausgekehrt werden kann.

Diskontierungszins: 8,5 Prozent

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins

von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Da die Aktie fast ausschließlich an deutschen Börsen gehandelt wird, nehmen wir als sicheren Zins mit 2,5 Prozent einen langfristigen Mittelwert der deutschen Umlaufrendite sowie mit 5,4 Prozent einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert für die Marktrisikoprämie (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). Das Beta taxieren wir aus fundamentalen Erwägungen auf 1,5, was mit einer für Private-Equity-Investitionen geforderten Eigenkapitalrendite von 10,6 Prozent korrespondiert. In Verbindung mit einem Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,5 Prozent.

Kursziel: 3,70 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,5 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 66,5 Mio. Euro. Umgerechnet auf eine voll verwässerte Stückzahl von 18,1 Mio. entspricht das 3,68 Euro je Aktie, woraus wir ein Kursziel von 3,70 Euro ableiten. Damit bietet der Titel aktuell ein Aufwärtspotenzial von ca. 12 Prozent.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Die Renditen von Private-Equity-Investments schwanken zwar grundsätzlich mit der Gesamtmarktentwicklung, waren in der Vergangenheit aber stabil überdurchschnittlich. Das gilt insbesondere für das Segment der Secondaries. Der Großteil des Portfolioaufbaus von Matador findet aber annahmegemäß erst in den nächsten Jahren statt. Aufgrund der zunächst hohen Investitionen kommt das daraus resultierende Wertpotenzial vor allem im Terminal Value zum Ausdruck und liegt damit relativ weit in der Zukunft. Wegen dieser Faktoren stufen wir das Prognoserisiko mit 5 Punkten als deutlich überdurchschnittlich ein.

Sensitivitätsanalyse I

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 2,64 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,5

Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 5,41 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,5%	5,41	4,98	4,62	4,31	4,04
8,0%	4,77	4,42	4,11	3,85	3,62
8,5%	4,22	3,93	3,68	3,45	3,26
9,0%	3,75	3,51	3,29	3,10	2,93
9,5%	3,34	3,13	2,95	2,79	2,64

Sensitivitätsanalyse II

Ergänzend haben wir eine zweite Sensitivitätsanalyse durchgeführt. Im Rahmen unseres Basisszenarios (WACC 8,5 Prozent und ewiges Wachstum 1,0 Prozent) haben wir getestet, welcher faire Wert sich ergibt, wenn die Gesellschaft mit ihren Secondary-Investments eine Bruttorendite von 10 Prozent p.a. oder von 14 Prozent p.a. erwirtschaftet (Basisszenario: 12 Prozent p.a.). Der faire Wert liegt dann bei 3,19 Euro je Aktie (10 Prozent) bzw. 4,13 Euro je Aktie (14 Prozent).

Fazit

Mit einer Fusion hat das Team von Matador im laufenden Jahr alle Ressourcen gebündelt, um ein möglichst kosteneffizientes Vehikel für Investitionen in das Secondary-Segment des Private-Equity-Marktes zu schaffen. Dieses umfasst bestehende Portfolios und Positionen, die von bisherigen Eignern aus verschiedenen Gründen – etwa wegen satzungsmäßiger oder regulatorischer Restriktionen, einer geänderten Portfoliostrategie oder Liquiditätsanforderungen – veräußert werden. Der Zielmarkt zeichnet sich durch sehr attraktive Konditionen aus: In den letzten fünfzehn Jahren wurden im Durchschnitt durchweg positive und zumeist deutlich zweistellige Renditen generiert, selbst auf dem Höhepunkt der Finanzkrise bewegten sie sich oberhalb von 5 Prozent p.a. Eine wichtige Erfolgsvoraussetzung ist der Zugang zu attraktiven Angeboten, den sich Matador durch ein branchenerfahrenes Team und ein ausgezeichnetes Netzwerk gesichert hat.

Bislang waren Secondary-Investitionen nur ein substanzialer Bestandteil des Portfolios, jetzt erfolgt eine ausschließliche Fokussierung auf diesen Bereich. Im laufenden Jahr setzt Matador daher erhebliches Kapital aus den sonstigen in der Vergangenheit getätigten Investments frei, das in Secondaries reinvestiert wird. Zusätzlich plant das Unternehmen zur Forcierung des Wachstums eine kleinere Aktienemission und die Aufnahme von Fremdkapital. Der künftige Ausbau des Portfolios in den nächsten Jahren soll kontinuierlich von einer weiteren Kapitalakquise begleitet werden. Verwaltungsrat und CEO Dr. Dillinger plant auf diesem Weg bis 2021 eine Ausweitung des Investitionsvolumens auf 100 Mio. CHF.

Als Zielrendite aus den Engagements wird ein Wert von 12 bis 16 Prozent p.a. angestrebt, der durch die

Organisationskosten von Matador kaum geschmälert wird. Denn das Unternehmen ist mit einem kleinen, spezialisierten Team sehr effizient aufgestellt, so dass sich die Ausgaben für die Verwaltung prognosegemäß lediglich auf 0,5 Prozent der angelegten Mittel belaufen werden. Das ist im Branchenvergleich der Beteiligungsgesellschaften ein sehr niedriger Satz.

Sofern sich das Renditeprofil im Secondary-Markt nicht deutlich nach unten verschiebt und es dem Team gelingt, Top-Fonds auszuwählen, dürfte Matador dank dieser Aufstellung hohe Erträge generieren, die auch für eine attraktive Dividendenpolitik genutzt werden sollen.

In unserem Modell haben wir das anvisierte Wachstum unterstellt und eine Investmentrendite von 12 Prozent p.a. angesetzt, die somit nur am unteren Ende der Zielspanne liegt. Daraus haben wir einen fairen Wert von 3,70 Euro je Aktie ermittelt. Das impliziert ein Premium auf den Net Asset Value, den wir wegen der Spezifika der Gesellschaft – ein erfahrenes Team mit Zugang zu Top-Secondaries, ein FK-Hebel auf die Rendite und Freiheitsgrade einer AG – für gerechtfertigt halten.

Da der faire Wert zu einem großen Teil auf dem Ausbau des Portfolios und auf Annahmen bezüglich der in einigen Jahren im Secondary-Markt erzielbaren Renditen beruht, ist das Schätzrisiko überdurchschnittlich hoch. Auf dieser Basis vergeben wir das Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. CHF	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	4,3	29,2	48,8	76,5	99,9	116,7	109,5	102,5	101,8
1. Immat. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. UV Summe	0,5	19,3	17,3	6,6	10,8	15,7	41,8	57,4	60,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	5,3	37,1	50,2	65,2	73,7	88,1	102,8	111,5	113,6
II. Rückstellungen	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	4,6	6,7	7,6	16,3	19,6	21,4	21,4	21,4
2. Kurzfristiges FK	0,2	6,8	9,3	10,4	20,9	24,9	27,1	27,1	27,1
BILANZSUMME	5,4	48,8	66,4	83,4	111,0	132,7	151,6	160,2	162,4

GUV-Prognose

Mio. CHF	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Bruttoertrag Finanzan.		3,9	4,1	6,4	14,8	25,9	31,6	27,0	19,2
EBITDA	0,5	2,9	3,7	6,0	14,4	25,3	31,1	26,5	18,7
EBIT	0,4	2,9	3,7	6,0	14,4	25,3	31,1	26,5	18,7
EBT	0,4	3,4	3,3	5,4	13,7	23,9	29,5	25,1	17,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,3	3,2	3,1	5,0	11,5	20,1	24,8	21,1	14,8
JÜ	0,3	3,2	3,1	5,0	11,5	20,1	24,8	21,1	14,8
EPS	0,78	0,26	0,20	0,28	0,64	1,11	1,37	1,17	0,82

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. CHF	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Bruttoausschüttungen	0,0	0,8	2,8	7,8	16,1	29,1	41,9	55,1	46,7
Cash Calls	0,0	-1,3	-4,6	-5,0	-6,3	-6,3	-3,0	-2,5	-2,4
CF operativ	-0,2	9,4	-2,8	0,8	5,8	15,7	30,5	45,4	38,8
CF aus Investition	0,3	-8,5	-20,0	-25,0	-25,0	-12,0	-10,0	-9,7	-9,5
CF Finanzierung	0,0	8,0	20,9	13,5	23,4	1,3	5,6	-20,0	-26,5
Liquidität Jahresanfa.	0,0	0,2	13,7	11,8	1,0	5,2	10,1	36,2	51,9
Liquidität Jahresende	0,2	13,7	11,8	1,0	5,2	10,1	36,2	51,9	54,6

Kennzahlen

Mio. CHF	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Wachstum Bruttoertrag	-	-	269,0%	181,4%	106,4%	80,8%	44,0%	31,7%	-15,2%
EBITDA-Marge	61,6%	72,9%	90,0%	93,3%	96,8%	97,8%	98,3%	98,1%	97,3%
EBIT-Marge	50,1%	72,9%	90,0%	93,3%	96,8%	97,8%	98,3%	98,1%	97,3%
EBT-Marge	50,2%	85,6%	80,2%	84,2%	92,3%	92,5%	93,3%	93,1%	91,5%
Netto-Marge (n.A.D.)	44,3%	82,6%	76,2%	77,5%	77,5%	77,7%	78,4%	78,2%	76,9%

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 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 xx.11.2018 um xx Uhr fertiggestellt und am xx.11.2018 um xxx 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.
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
Keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update

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.