

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 52,00 BGN

Kurspotenzial: +86 Prozent

Aktien­daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	27,90 BGN
Aktienanzahl (in Mio.)	18,00
Marktkap. (in Mio. BGN)	502,2
Enterprise Value (in Mio. BGN)	476,2
Ticker	BUL:A4L
ISIN	BG1100003166

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in BGN)	28,00
52 Wochen-Tief (in BGN)	15,80
3 M relativ zum CDAX	+26,5%
6 M relativ zum CDAX	+27,4%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	35,0%
Dimitar Dimitrov	32,5%
Svetlin Todorov	32,5%

Termine

Q2 Bericht	16. August 2023
Q3 Bericht	13. November 2023

Prognoseanpassung

	2023e	2024e	2025e
Umsatz (alt)	140,8	198,5	279,9
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	36,3	53,4	78,4
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	1,53	2,21	3,15
Δ in %	-	-	-

Analyst

Nils Scharwächter
 +49 40 41111 37 86
 n.scharwaechter@montega.de

Publikation

Comment 20. Juli 2023

Vorläufige Konzern­erlöse für das erste Halbjahr 2023 implizieren anhaltend starke Entwicklung in Q2

Die Shelly Group hatte vergangene Woche vorläufige Zahlen bezüglich der Gruppenumsätze in den ersten sechs Monaten veröffentlicht, nach denen erwartungsgemäß an das erfolgreiche erste Quartal angeknüpft werden konnte. Nachdem das Unternehmen zuletzt die Umbenennung von der Allterco JSCo in die Shelly Group AD vollzogen hat, verdeutlicht sich nun erneut auch auf operativer Ebene die herausragende Bedeutung der Marke Shelly.

Wachstumskurs auf ungebrochen hohem Niveau: Gemäß den veröffentlichten vorläufigen Konzernumsatzzahlen liegt das H1 mit 54,8 Mio. BGN bzw. 28,0 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahr (H1/2022: 35,8 Mio. BGN bzw. 18,3 Mio. Euro; +53,3% yoy). Dies impliziert zwar ein geringeres Wachstum in Q2 von rund 46% yoy auf 27,2 Mio. BGN bzw. 13,9 Mio. Euro, wobei die Vorjahresbasis spürbar höher war als bei dem ohnehin starken Jahresauftaktquartal (Q1/22: 17,2 Mio. BGN bzw. 8,8 Mio. Euro vs. Q2/22: 18,6 Mio. BGN bzw. 9,5 Mio. Euro). Während die Gruppe mit dem jüngsten Newsflow hinsichtlich der Umbenennung in die Shelly Group die hohe Bedeutung der Marke Shelly bereits deutlich gemacht hat, schlägt sich diese erneut in der Aufteilung der Erlöse im H1 nieder. So nehmen die Umsätze mit dem Verkauf von IoT- sowie Smart Home-Geräten der Marke Shelly um voraussichtlich 53,9% yoy zu und stehen demnach im ersten Halbjahr für rund 52,4 Mio. BGN bzw. 26,8 Mio. Euro, wohingegen sowohl der relative als auch der absolute Top Line-Beitrag der MyKi-Produkte im Jahresvergleich um 27,1% auf 1,2 Mio. BGN bzw. 0,6 Mio. Euro bzw. rund 2% rückläufig war. Vor dem Hintergrund des von uns antizipierten Gesamtjahreswachstums von etwa 51% stimmt uns der Verlauf der ersten sechs Monate äußerst zuversichtlich. Wie bereits in den Vorjahren kommt insbesondere dem vierten Quartal, das sich durch die volumenstarke Black Week und das wichtige Weihnachtsgeschäft auszeichnet, eine zentrale Bedeutung zu. Daher halten wir vorerst an unseren Prognosen für das laufende Jahr fest.

Profitabilität dürfte in H1 trotz der jüngsten Strukturmaßnahmen über kommunizierter Guidance liegen: Wenngleich zu den Ergebniskennzahlen keine Aussagen getroffen wurden, erwarten wir aufgrund der starken operativen Entwicklung der ersten sechs Monate in Verbindung mit der hohen EBIT-Marge in Q1 (26,2%) ein Niveau für das erste Halbjahr oberhalb der veröffentlichten Guidance 2023, die knapp 23,6% in Aussicht gestellt hat. So gelingt es der Gruppe trotz des enormen Wachstumskurses eindrucksvoll, auch die Ergebnisqualität zu verbessern, während Konkurrenten wie z.B. plejd bereits das zweite Quartal in Folge ergebnisseitig enttäuschende Zahlen präsentierten (EBIT-Marge Q1/23: 13,3%; -6,7 PP yoy; Q2/23: 7,2%; -12,2 PP yoy).

Fazit: Neben den zuletzt vermeldeten Fortschritten wie der Umbenennung, dem Ausbau der Managementstruktur sowie der sukzessiven Öffnung ggü. den westlichen Kapitalmärkten (siehe Kommentierung vom 22.06.2023) ist es der Gruppe gelungen, insbesondere auf operativer Ebene weitere Erfolge zu realisieren. Somit dürfte Shelly u.E. die attraktive und kürzlich konkretisierte Mittelfrist-Guidance erreichen oder sogar übertreffen. Vor dem Hintergrund der bisher starken Entwicklung in 2023 bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung bei einem unveränderten Kursziel i.H.v. 52,00 BGN.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	59,5	93,2	140,8	198,5	279,9
Veränderung yoy	28,4%	56,7%	51,0%	41,0%	41,0%
EBITDA	19,8	21,3	36,3	53,4	78,4
EBIT	18,7	20,4	33,2	48,6	70,0
Jahresüberschuss	16,0	17,4	27,5	39,8	56,6
Bruttomarge	55,1%	50,2%	49,0%	48,0%	47,0%
EBITDA-Marge	33,2%	22,9%	25,8%	26,9%	28,0%
EBIT-Marge	31,4%	21,9%	23,6%	24,5%	25,0%
Net Debt	-28,0	-24,0	-31,2	-47,8	-72,5
Net Debt/EBITDA	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
ROCE	51,5%	44,1%	52,7%	60,8%	69,4%
EPS	0,89	0,97	1,53	2,21	3,15
FCF je Aktie	0,36	-0,12	0,63	1,23	1,82
Dividende	0,20	0,23	0,31	0,44	0,63
Dividendenrendite	0,7%	0,8%	1,1%	1,6%	2,3%
EV/Umsatz	8,0	5,1	3,4	2,4	1,7
EV/EBITDA	24,1	22,3	13,1	8,9	6,1
EV/EBIT	25,5	23,4	14,3	9,8	6,8
KGV	31,3	28,8	18,2	12,6	8,9
KBV	7,7	6,4	4,9	3,7	2,7

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. Lew (BGN), EPS in BGN / 1 BGN = 0,51129 Euro Kurs: 27,90 BGN

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Shelly Group ist eine Aktiengesellschaft bulgarischen Rechts (AD) mit Sitz in Sofia, die sich auf die Entwicklung und Vermarktung von Produkten aus dem Bereich Smart Home spezialisiert hat. Darüber hinaus vertreibt das Unternehmen ebenfalls Tracking-Produkte, die aber eine untergeordnete finanzielle Bedeutung für das Unternehmen haben (Umsatzanteil: < 5%).

Die Berichtswährung der Gruppe ist der Lew (BGN). Bulgarien beabsichtigt zum 01. Januar 2024 dem Euro beizutreten. Da der Lew historisch an die Deutsche Mark gebunden war (seit 1999 in einem Verhältnis von 1:1), entspricht der Umrechnungskurs des Lew zum Euro dem der damaligen DM nämlich 1 Lew = 0,51129 Euro und 1 Euro = 1,95583 Lewa. Dieser Kurs ist durch das bulgarische Gesetz festgelegt und ändert sich daher nicht.

Die Smart Home-Produkte werden unter der Marke „Shelly“ vertrieben. Zum Portfolio gehören neben Plug-and-Play-Lösungen sowie Sensoren vor allem Relais, die versteckt hinter der Steckdose oder dem Schalter installiert werden und direkt über eine WiFi-Verbindung oder Bluetooth anzusteuern sind. Damit unterscheidet sich die Shelly Group maßgeblich von vielen anderen Anbietern (u.a. Philips Hue, Tado oder Fibaro), die oftmals nur innerhalb des eigenen Ökosystems über einen Hub/Bridge gesteuert werden können. Zudem lassen sich die Produkte mit anderen Smart Home-Anwendungen kombinieren und liegen mit einem Startpreis von weniger als 20 Euro im Preiseinstiegsbereich. Neben den Smart Home-Produkten gehören auch speziell für Kinder konzipierte Smartwatches sowie Tracking-Geräte für u.a. Gepäck, Haustiere oder Gesundheitsdaten zum Produktportfolio.

Key Facts

Ticker	A4L	Umsatz	93,2 Mio. BGN / 47,7 Mio. Euro
Sektor	Technologie	EBIT	20,4 Mio. BGN / 10,4 Mio. Euro
Mitarbeiter	160	EBIT-Marge	21,9%

Kernkompetenz Entwicklung und Vermarktung von IoT-Produkten insbesondere im Bereich Smart Home

Standorte Hauptsitz Sofia (Bulgarien), weitere Standorte sind in München (Deutschland) und Las Vegas (USA)

Regionen DACH (35%), Südeuropa (25%), Nordeuropa (14%), restliches Europa (14%), RoW (12%)

Quelle: Unternehmen

Geschäftsjahr 2022

Organisationsstruktur

Muttergesellschaft der Gruppe ist die Shelly Group Plc mit Sitz in Sofia. Zur Holding gehören insgesamt fünf Tochtergesellschaften, die alle vollkonsolidiert werden und zu 100% der Muttergesellschaft angehören. Die Standorte der Gesellschaften sind auf Bulgarien, Deutschland und die USA verteilt. Insgesamt beschäftigt die Gruppe ca. 160 Mitarbeiter (per Ende FY 2022), wovon ca. 45% der Belegschaft auf den Bereich Technologie, 20% auf Vertrieb & Support, 15% auf Logistik und 20% auf die übrigen Bereiche verteilt sind.



Quelle: Unternehmen; Umbenennung der Tochterunternehmen ausstehend

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 2003** Gründung von Teracomm Ltd. im Bereich Telekommunikationsdienste
- 2012** Gründung der heutigen Holdinggesellschaft Shelly Group AD zur Bündelung der Strukturen
- 2013** Entwicklung des ersten Home-Automations-Device „Shelly“
- 2015** Reorganisation des Unternehmens sowie Fokussierung auf den IoT-Bereich
- 2016** Börsengang an der bulgarischen Wertpapierbörse BWB
- 2018** Auf- und Ausbau der Shelly- und MyKi-Produkte mit internationalem Vertrieb
- 2019** Verkauf des europäischen Telekommunikationsgeschäfts sowie vollständige Fokussierung auf Smart Home- und Tracking-Produkte
- 2019** Expansion in die USA
- 2020** Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung und Steigerung der Handelsliquidität (Bruttoemissionserlös: 9,2 Mio. BGN)
- 2021** Zusätzliche Notierung an der Frankfurter Börse
- 2021** Verkauf nicht strategisch notwendiger Tochtergesellschaften in Asien
- 2023** Akquisition des slowenischen IoT-Anbieters GOAP d.o.o.
Umbenennung in die „Shelly Group“

Produkte

Das Produktportfolio der Shelly Group umfasst diverse Smart Home-Produkte sowie Smartwatches speziell für Kinder und verschiedene Überwachungs- bzw. Tracking-Produkte. Der Löwenanteil (> 95%) der Umsätze der Gruppe entfällt auf Smart Home-Produkte, die entsprechend im Kern der Equity Story stehen.

Auswahl von Smart Home-Produkten der Marke Shelly



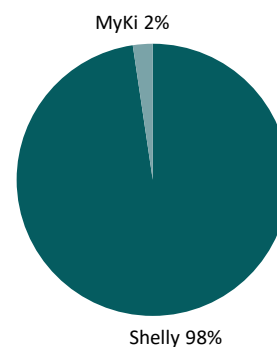
Quelle: Unternehmen

Die Smart Home-Produkte werden unter der Marke „**Shelly**“ vertrieben. Basis dieser Produkte sind Relais, die die Fernsteuerung von Lichtern, Elektrogeräten oder Sensoren ermöglichen. Diese Relais werden hinter der Steckdose bzw. dem Schalter in den Stromkreislauf angeschlossen und können dann gänzlich ohne zusätzlichen Hub via WiFi über die Shelly App oder einen von vielen verschiedenen Anbietern aus dem IoT-Bereich (u.a. Amazon Alexa, Google Home, SmartThings, Home Assistant etc.) bedient werden. Neben der Steuerung im Bedarfsfall können mit Shelly auch Routinen festgelegt werden (z.B. Einzug der Markise bei Sturmwarnung) sowie der Energieverbrauch überwacht werden. Die Relais lassen sich aufgrund des eingesetzten WiFi-Standards problemlos mit anderen Smart Home-Geräten mit WiFi-Standard kombinieren.

Neben den klassischen Relais, die problemlos auch von Privatpersonen in den eigenen vier Wänden verbaut werden können, bietet die Marke Shelly mit der **Pro-Linie** auch Produkte für die Installation im Sicherungskasten an. Diese Pro-Produkte können neben der WiFi-Verbindung auch via LAN-Anschluss angesteuert werden und sind somit sicherer und zuverlässiger. Folglich wird die Shelly Pro-Linie auch oftmals in Bürogebäuden, Einzelhandelsgeschäften oder Produktionsstätten installiert und ist somit u.E. auch für B2B-Kunden (wie Elektriker) von erhöhtem Interesse. Mit der **Plus-Linie** führte das Unternehmen eine neue Generation der Shelly-Relais ein, die sich durch neuere Technik (Prozessor, WiFi- und Bluetooth-Modul) sowie ein etwas kleineres Design auszeichnet.

Zusätzlich zu den Relais, die nach der Installation nicht mehr sichtbar sind, bietet die Shelly Group auch verschiedene **Plug-and-Play**-Produkte an. Zum Sortiment gehören der Shelly Plug (WiFi-Steckdose), die Shelly Bulb (smarte Glühbirne), der Shelly Button (programmierbarer WiFi-Button) sowie das Shelly TRV (WiFi-Heizungsthermostat). Darüber hinaus gehören diverse **Sensoren** zum Shelly-Produktportfolio (u.a. Bewegungsmelder, Temperatur- und Luftfeuchtigkeitssensor, Rauchmelder sowie Tür- und Fenstersensoren).

Umsätze nach Produktlinien



Quelle: Unternehmen

Smartwatch- und Tracking-Produkte



Quelle: Unternehmen

Eine deutlich untergeordnete Bedeutung haben u.E. die Smartwatch- und Tracking-Produkte der Marke **MyKi** inne (Umsatzanteil: < 5%). Das Produktportfolio besteht aus speziell für Kinder kreierten **Smartwatches**. Primär geht es hierbei um Uhren, die mit Nano Sim-Karte sowie verschiedenen Lokalisierungstechnologien (WiFi, GPS, AGPS, LBS) ausgestattet sind, sodass Eltern ihre Kinder jederzeit orten und anrufen können. Andersherum können auch die Kinder von den Eltern definierte Kontakte anrufen. Ein weiteres MyKi-Produkt ist das **Tracking-Device-Spot**. Mithilfe einer Micro-Sim sowie der bereits genannten Lokalisierungstechnologien können beispielsweise Gepäck oder Haustiere verfolgt werden. Zudem ist auch hier eine SOS-Funktion (Panic-Button) programmierbar.

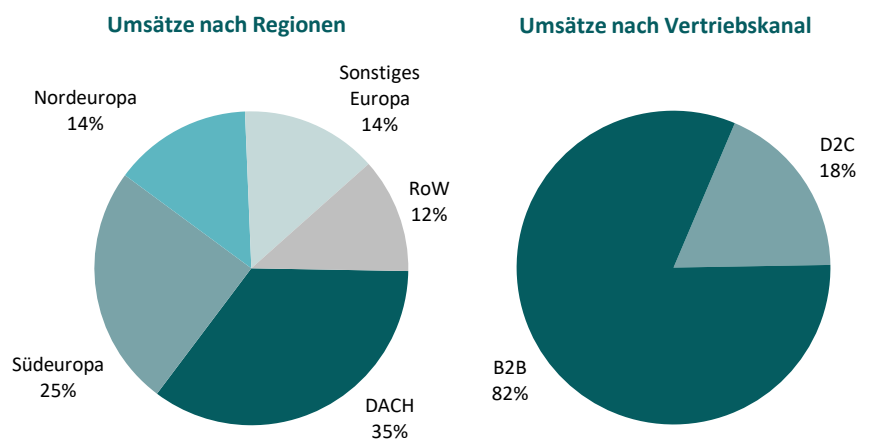
Die Entwicklung der Produkte erfolgt zum überwiegenden Teil in Sofia. Besonders wichtige Teile der Rohmaterialien – vor allem die Chips – beschafft das Unternehmen selbst und stellt diese den Lieferanten in Asien zur Verfügung. Die Beschaffung erfolgt fast ausschließlich in China bei einer Handvoll Kernlieferanten (Top-5-Lieferanten > 90% des Materialaufwands).

Die Gruppe ist stets bestrebt, für die Lieferanten der jeweils größte Kunde zu sein, um eine entsprechend gute Verhandlungsposition zu erlangen. Da die Produkte ein sehr geringes Packmaß haben, erfolgt die Belieferung sowohl per Luft- als auch Seefracht, wobei der Anteil via See deutlich ausgeweitet werden soll, um Nebenkosten der Beschaffung weiter zu senken.

Märkte und Vertrieb

Bislang hat das Unternehmen noch keine Segmentberichterstattung nach IFRS 8. Für den Geschäftsbericht 2022 wird als Primärsegment auf eine regionale Segmentbetrachtung abgestellt.

Den größten Umsatzanteil erwirtschaftet die Shelly Group in der DACH-Region (35%) sowie in Südeuropa (25%). Mit nur rund 14% folgt der nordeuropäische Markt, den das Unternehmen in den nächsten Jahren jedoch ausbauen möchte. Weitere 12 bzw. 12% entfallen auf das restliche Europa bzw. den Rest der Welt (RoW). Das Unternehmen sieht in allen Regionen noch deutliches Wachstumspotenzial. So gibt es derzeit außer in der DACH-Region keine regionalen Vertriebsteams. Diese sollen für die Kernregionen in Europa in den kommenden Quartalen aufgebaut werden. Im Bereich RoW ist insbesondere der nordamerikanische Markt eine Wachstumsregion, die bislang kaum erschlossen ist. Hier könnte laut Angaben des Unternehmens auch anorganisches Wachstum eine Perspektive für eine beschleunigte Markterschließung sein.



Quelle: Unternehmen

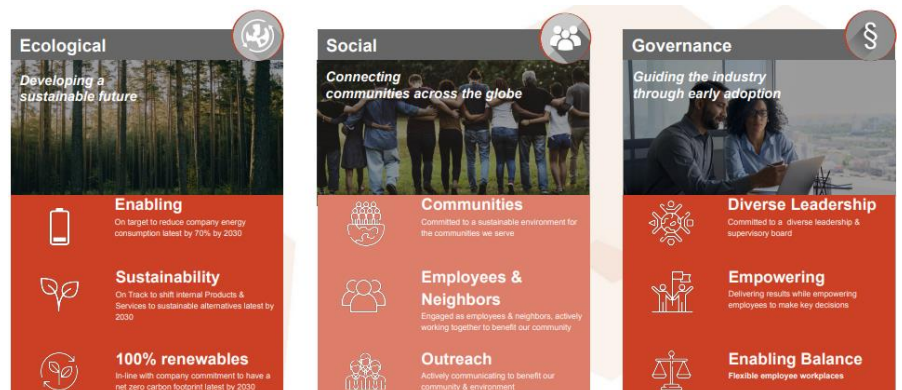
Der Vertrieb erfolgt derzeit zu knapp 20% über die eigenen Websites von Shelly und MyKi (D2C-Online). In den kommenden Quartalen soll der D2C-Vertrieb spürbar professionalisiert werden. Dies beginnt mit dem Relaunch der Webshops in allen relevanten Sprachen. Parallel werden aber auch die Backend-Prozesse für eine schnellere Lieferzeit ebenso wie die SEO- und SEA-Optimierung vorangetrieben.

Der Bereich B2B umschließt alle Verkäufe an gewerbliche Kunden. Ein Großteil dieser verkauft die Produkte wiederum über Online-Kanäle wie Amazon ab. So wird beispielsweise Amazon Deutschland derzeit ausschließlich über Partner bedient. Das Unternehmen geht davon aus, dass derzeit nur ca. 10% des B2B-Umsatzes weltweit mit Elektrikern generiert wird. Im Bereich der professionellen Anwender steckt ebenfalls ein großes Wachstumspotenzial. So verhandelt die Gruppe derzeit mit den wesentlichen Elektrogroßhändlern für ein Listing der Shelly-Produkte.

ESG-Positionierung

Im Einklang mit dem Produktportfolio, das eine Vielzahl von Produkten zur Energieverbrauchsmessung sowie zum Energiesparen enthält, verfolgt auch das Unternehmen ehrgeizige ESG-Ziele. Hierzu gehört zum Beispiel die Umstellung auf 100% Erneuerbare Energien sowie die Reduzierung des Energieverbrauchs um 70% jeweils bis spätestens 2030. Darüber hinaus ist die Shelly Group bestrebt, mehr Diversität in den Führungsebenen zu etablieren und für die Mitarbeiter eine ausgewogene Work-Life-Balance herzustellen. Die nachfolgende Abbildung fasst die ESG-Ziele zusammen.

ESG-Zielsetzung der Shelly Group



Quelle: Unternehmen

Management

Die Shelly Group hat ein monistisches Leitungsmodell mit einer Executive- und Non-Executive-Board-Struktur. Die Executive Board Member und damit verantwortlich für die operative Führung des Unternehmens sind Dimitar Dimitrov und Wolfgang Kirsch.



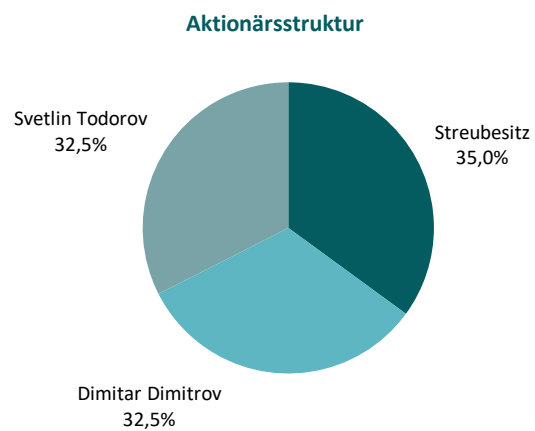
Dimitar Dimitrov ist Gründer, CEO der bulgarischen Holdinggesellschaft Shelly Group und mit rund 33% einer der größten Einzelaktionäre. Neben administrativen Themen auf Konzernebene ist Herr Dimitrov vor allem für den Bereich Forschung und Entwicklung verantwortlich. Zuvor gründete Herr Dimitrov bereits andere IT-Unternehmen wie z.B. ein Software-Unternehmen für 8- und 16-bit-Computer sowie einen Fernsehsender (REAL TV) und IT-Zeitungen wie PC Review, Computers und GSM Review.



Wolfgang Kirsch ist seit Ende 2021 CEO der Allterco Europe und fokussiert sich damit primär auf die Expansion des europäischen Geschäfts. Zuvor war Herr Kirsch über 25 Jahre im Handelsgeschäft tätig. Zuletzt bekleidete er bei der MediaMarktSaturn Retail Group die Position des Chief Operating Officers (COO). Nach seiner Tätigkeit bei MediaMarktSaturn arbeitete Herr Kirsch als externer Berater von McKinsey & Company sowie Private-Equity-Unternehmen an verschiedenen Projekten der digitalen Transformationen bei internationalen Großkonzernen sowie mittelständischen Unternehmen.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der Shelly Group Plc werden im geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 17.999.999 Stammaktien aufgeteilt. Die größten Einzelaktionäre mit jeweils 33% sind das Board Mitglied Dimitar Dimitrov und Mitgründer Svetlin Todorov. Die Anteile der anderen Aktionäre liegen unter der 3%-Schwelle, sodass sie dem Streubesitz (35%) zugerechnet werden.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Angaben in Mio. Lew								
Umsatz	140,8	198,5	279,9	391,9	470,3	540,8	594,9	609,8
Veränderung	51,0%	41,0%	41,0%	40,0%	20,0%	15,0%	10,0%	2,5%
EBIT	33,2	48,6	70,0	98,0	117,6	127,1	130,9	122,0
EBIT-Marge	23,6%	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%	23,5%	22,0%	20,0%
NOPAT	27,6	39,9	56,7	78,4	94,1	101,7	104,7	100,0
Abschreibungen	3,1	4,8	8,4	14,1	14,1	14,6	14,5	14,8
in % vom Umsatz	2,2%	2,4%	3,0%	3,6%	3,0%	2,7%	2,4%	2,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-16,0	-17,9	-25,9	-41,5	-9,6	-17,9	-5,4	-1,4
- Investitionen	-3,2	-4,6	-6,4	-7,1	-18,8	-16,2	-14,9	-15,2
Investitionsquote	2,3%	2,3%	2,3%	1,8%	4,0%	3,0%	2,5%	2,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	11,4	22,2	32,7	43,9	80,0	82,5	99,1	98,2
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	10,7	18,9	25,4	31,1	51,7	48,6	53,2	673,1
Kumuliert	10,7	29,5	55,0	86,1	137,7	186,3	239,6	912,7

Wertermittlung (Mio. Lew)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	912,7
Terminal Value	673,1
Anteil vom Tpv-Wert	74%
Verbindlichkeiten	4,1
Liquide Mittel	28,2
Eigenkapitalwert	936,8
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2023-2026 40,6%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2023-2029 27,1%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2030 2,5%
	EBIT-Marge 2023-2026 24,5%
	EBIT-Marge 2023-2029 24,1%
	Langfristige EBIT-Marge ab 2030 20,0%

Aktienzahl (Mio.)	18,00	Sensitivität Wert je Aktie (Lew) ewiges Wachstum					
Wert je Aktie (Lew)	52,05	WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
+Upside / -Downside	87%	10,15%	45,10	47,04	48,11	49,25	51,78
Aktienkurs (Lew)	27,90	9,90%	46,74	48,85	50,01	51,25	54,02
		9,65%	48,49	50,78	52,05	53,40	56,43
		9,40%	50,37	52,85	54,23	55,72	59,05
		9,15%	52,37	55,08	56,59	58,22	61,89

Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (Lew) EBIT-Marge ab 2030e						
Fremdkapitalquote	25,0%	WACC	19,50%	19,75%	20,00%	20,25%	20,50%
Fremdkapitalzins	7,0%	10,15%	47,25	47,68	48,11	48,54	48,97
Marktrendite	9,0%	9,90%	49,11	49,56	50,01	50,46	50,91
risikofreie Rendite	2,50%	9,65%	51,09	51,57	52,05	52,52	53,00
		9,40%	53,23	53,73	54,23	54,74	55,24
		9,15%	55,53	56,06	56,59	57,12	57,65

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Lew) Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	46,3	59,5	93,2	140,8	198,5	279,9
Herstellungskosten	24,6	26,7	46,4	71,8	103,2	148,4
Bruttoergebnis	21,7	32,8	46,8	69,0	95,3	131,6
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,5	2,7	3,9	6,3	8,9	14,0
Verwaltungskosten	8,7	12,2	20,5	28,9	37,7	47,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	0,7	2,8	2,0	2,0	2,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	1,5	0,9	1,4	2,0	2,8
EBITDA	13,4	19,8	21,3	36,3	53,4	78,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,5	0,3	1,4	2,4	4,2
EBITA	12,8	19,2	21,0	34,9	51,0	74,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	0,6	1,7	2,4	4,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,4	18,7	20,4	33,2	48,6	70,0
Finanzergebnis	2,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	14,9	18,7	20,2	33,2	48,6	69,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,9	18,7	20,2	33,2	48,6	69,9
EE-Steuern	1,5	2,8	2,8	5,6	8,7	13,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	13,4	16,0	17,4	27,5	39,8	56,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	13,4	16,0	17,4	27,5	39,8	56,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	13,4	16,0	17,4	27,5	39,8	56,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	53,2%	44,9%	49,8%	51,0%	52,0%	53,0%
Bruttoergebnis	46,8%	55,1%	50,2%	49,0%	48,0%	47,0%
Forschung und Entwicklung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vertriebskosten	1,2%	4,5%	4,2%	4,5%	4,5%	5,0%
Verwaltungskosten	18,8%	20,5%	22,0%	20,5%	19,0%	17,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4%	1,2%	3,1%	1,4%	1,0%	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,2%	2,5%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	28,9%	33,2%	22,9%	25,8%	26,9%	28,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2%	0,9%	0,4%	1,0%	1,2%	1,5%
EBITA	27,7%	32,3%	22,5%	24,8%	25,7%	26,5%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1%	0,9%	0,7%	1,2%	1,2%	1,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	26,7%	31,4%	21,9%	23,6%	24,5%	25,0%
Finanzergebnis	5,6%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	32,3%	31,5%	21,7%	23,6%	24,5%	25,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	32,3%	31,5%	21,7%	23,6%	24,5%	25,0%
EE-Steuern	3,3%	4,6%	3,0%	4,0%	4,4%	4,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	29,0%	26,8%	18,7%	19,5%	20,1%	20,2%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	29,0%	26,8%	18,7%	19,5%	20,1%	20,2%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	29,0%	26,8%	18,7%	19,5%	20,1%	20,2%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Lew) Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,4	3,4	4,7	5,8	7,4	8,8
Sachanlagen	5,1	4,8	4,7	3,7	1,9	-1,5
Finanzanlagen	6,6	2,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Anlagevermögen	18,1	10,9	10,5	10,6	10,4	8,5
Vorräte	3,7	7,6	23,0	28,2	33,1	40,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,9	19,2	22,7	34,7	49,0	69,0
Liquide Mittel	26,1	30,5	28,2	35,3	51,9	76,7
Sonstige Vermögensgegenstände	3,9	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5
Umlaufvermögen	47,6	61,5	78,3	102,7	138,5	190,1
Bilanzsumme	65,6	72,4	88,8	113,3	148,9	198,6
PASSIVA						
Eigenkapital	57,1	65,6	79,0	102,3	136,6	185,3
Anteile Dritter	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,2	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,0	2,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5	1,5	1,9	3,1	4,4	5,4
Sonstige Verbindlichkeiten	3,0	2,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Verbindlichkeiten	8,8	6,8	9,8	11,0	12,3	13,3
Bilanzsumme	65,6	72,4	88,8	113,3	148,9	198,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,8%	4,7%	5,3%	5,1%	5,0%	4,4%
Sachanlagen	7,7%	6,6%	5,2%	3,2%	1,3%	-0,7%
Finanzanlagen	10,0%	3,7%	1,3%	1,0%	0,8%	0,6%
Anlagevermögen	27,5%	15,0%	11,8%	9,4%	7,0%	4,3%
Vorräte	5,6%	10,4%	25,9%	24,9%	22,2%	20,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	21,3%	26,5%	25,5%	30,6%	32,9%	34,7%
Liquide Mittel	39,7%	42,2%	31,7%	31,2%	34,9%	38,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,0%	5,9%	5,0%	3,9%	3,0%	2,2%
Umlaufvermögen	72,5%	85,0%	88,2%	90,6%	93,0%	95,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	87,1%	90,6%	89,0%	90,3%	91,8%	93,3%
Anteile Dritter	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	1,8%	0,0%	2,2%	1,7%	1,3%	1,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,6%	3,6%	2,4%	1,9%	1,4%	1,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,4%	2,1%	2,1%	2,7%	3,0%	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	4,6%	3,8%	4,3%	3,3%	2,5%	1,9%
Verbindlichkeiten	13,4%	9,4%	11,0%	9,7%	8,2%	6,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

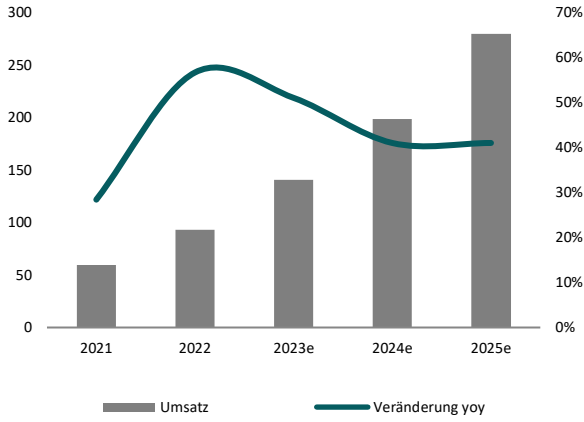
Kapitalflussrechnung (in Mio. Lew) Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	13,4	16,0	17,4	27,5	39,8	56,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,5	0,3	1,4	2,4	4,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	0,6	1,7	2,4	4,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	14,5	17,0	18,4	30,6	44,6	65,0
Veränderung Working Capital	-10,4	-8,9	-18,2	-16,0	-17,9	-25,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,1	8,1	0,2	14,6	26,7	39,1
CAPEX	-2,9	-1,6	-2,3	-3,2	-4,6	-6,4
Sonstiges	4,8	2,1	2,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	1,9	0,5	0,5	-3,2	-4,6	-6,4
Dividendenzahlung	-0,2	-3,4	-1,7	-4,2	-5,5	-8,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	9,3	-0,2	-0,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	9,2	-4,1	-3,2	-4,2	-5,5	-8,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	15,2	4,5	-2,6	7,1	16,6	24,7
Endbestand liquide Mittel	26,1	30,5	28,1	35,3	51,9	76,7

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

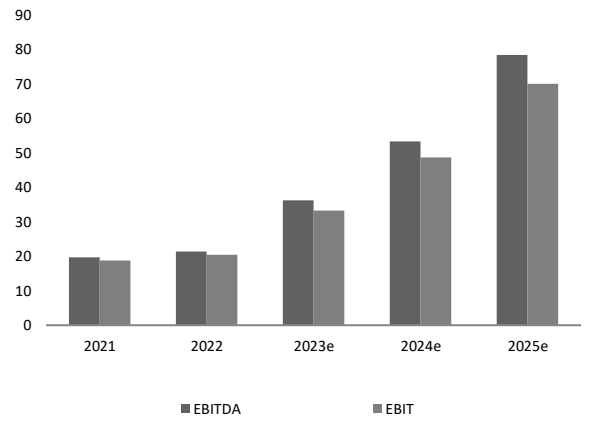
Kennzahlen Shelly Group AD	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	46,8%	55,1%	50,2%	49,0%	48,0%	47,0%
EBITDA-Marge (%)	28,9%	33,2%	22,9%	25,8%	26,9%	28,0%
EBIT-Marge (%)	26,7%	31,4%	21,9%	23,6%	24,5%	25,0%
EBT-Marge (%)	32,3%	31,5%	21,7%	23,6%	24,5%	25,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	29,0%	26,8%	18,7%	19,5%	20,1%	20,2%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	43,0%	51,5%	44,1%	52,7%	60,8%	69,4%
ROE (%)	44,3%	28,1%	26,6%	34,8%	38,9%	41,4%
ROA (%)	20,5%	22,0%	19,6%	24,3%	26,8%	28,5%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Lew)	-21,9	-28,0	-24,0	-31,2	-47,8	-72,5
Net Debt / EBITDA	-1,6	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,2	6,5	-2,1	11,4	22,1	32,7
Capex / Umsatz (%)	6%	3%	2%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	26%	36%	38%	37%	35%	33%
Bewertung						
EV/Umsatz	10,3	8,0	5,1	3,4	2,4	1,7
EV/EBITDA	35,5	24,1	22,3	13,1	8,9	6,1
EV/EBIT	38,6	25,5	23,4	14,3	9,8	6,8
EV/FCF	397,6	72,8	-	41,9	21,5	14,6
KGV	31,0	31,3	28,8	18,2	12,6	8,9
KBV	8,8	7,7	6,4	4,9	3,7	2,7
Dividendenrendite	0,4%	0,7%	0,8%	1,1%	1,6%	2,3%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

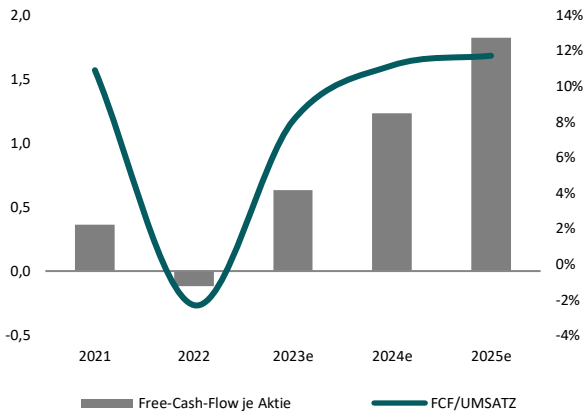
Umsatzentwicklung



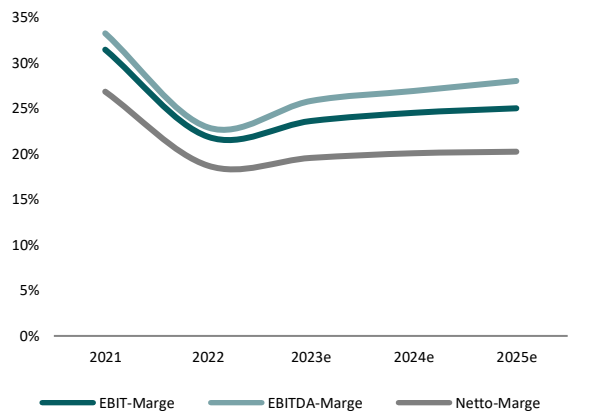
Ergebnisentwicklung



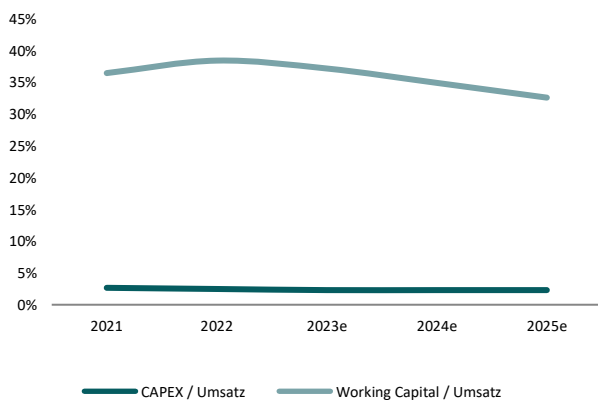
Free-Cash-Flow Entwicklung



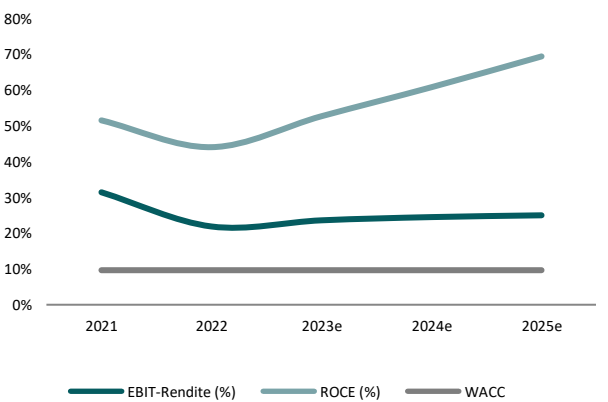
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 20.07.2023): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten. Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 20.07.2023): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	21.07.2022	17,90	28,00	+56%
Kaufen	17.08.2022	19,20	28,00	+46%
Kaufen	10.10.2022	17,00	28,00	+65%
Kaufen	16.11.2022	20,60	31,00	+50%
Kaufen	06.12.2022	20,80	31,00	+49%
Kaufen	18.01.2023	21,60	37,00	+71%
Kaufen	02.03.2023	22,80	38,00	+67%
Kaufen	11.04.2023	22,60	42,00	+86%
Kaufen	28.04.2023	22,00	42,00	+91%
Kaufen	17.05.2023	22,90	52,00	+127%
Kaufen	22.06.2023	27,00	52,00	+93%
Kaufen	20.07.2023	27,90	52,00	+86%