

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **28,00 BGN**

Kurspotenzial: **+56 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	17,90 BGN
Aktienanzahl (in Mio.)	18,00
Marktkap. (in Mio. BGN)	322,0
Enterprise Value (in Mio. BGN)	294,3
Ticker	BUL:A4L
ISIN	BG1100003166

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in BGN)	28,80
52 Wochen-Tief (in BGN)	14,00
3 M relativ zum CDAX	-4,9%
6 M relativ zum CDAX	+5,3%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

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

Termine

Q2 Bericht	29. August 2022
Q3 Bericht	29. November 2022

Prognoseanpassung

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	83,0	112,0	150,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	19,0	26,5	36,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,88	1,22	1,67
Δ in %	-	-	-

Analyst

Tim Kruse, CFA
 +49 40 41111 37 84
 t.kruse@montega.de

Publikation

Erststudie 21. Juli 2022

Allterco – ein smartes Investment

Die Allterco JSCO ist eine Aktiengesellschaft bulgarischen Rechts, die Smart Home-Produkte entwickelt und unter der Marke „Shelly“ vornehmlich in Europa über die eigenen Websites (D2C) und B2B-Partner vertreibt. Historisch hat das 2003 gegründete Unternehmen seinen Ursprung im Telekommunikationssektor, sich aber seit 2013 zunehmend auf Smart Home-Produkte spezialisiert und in 2019 bzw. 2021 die verbliebenen Telekommunikations- sowie übrige nicht strategische Aktivitäten veräußert.

Der **Markt für Smart Home-Produkte** ist in vielen Regionen der Welt noch in einer frühen Phase der Entwicklung und verzeichnet daher hohe Wachstumsraten. So soll das durchschnittliche **Wachstum in Europa bis 2026 knapp 20% p.a.** betragen und ein **Marktvolumen von 6,3 Mrd. USD** erreichen. Neben der zunehmenden Adaption von Smart Home-Produkten in der Bevölkerung wird dieses Wachstum maßgeblich durch die flächendeckende Internet-Penetration und den Breitbandausbau strukturell gefördert.

Angesichts der attraktiven Perspektiven ist das **Wettbewerbsumfeld im Smart Home-Markt** als äußerst kompetitiv zu bezeichnen. Gegenüber vergleichbaren Wettbewerbern wie Homeatic, Fibaro oder Sonoff differenziert sich Allterco jedoch erfolgreich durch die Kompatibilität mit den meisten gängigen Smart Home-Plattformen (Google Home, Alexa, Apple HomeKit, etc.) und -Geräten fremder Hersteller sowie durch das breite Einsatzspektrum (z.B. Einbau der Produkte direkt am Stromnetz). Darüber hinaus kann das Unternehmen aufgrund seiner Finanzkraft, schlanker Kostenstrukturen und der internen F&E-Kompetenz schnell auf Marktgegebenheiten reagieren und Innovationen vorantreiben. Dass diese **Wettbewerbsvorteile von den Kunden wahrgenommen und geschätzt** werden, veranschaulicht die durchschnittliche, **organische Wachstumsrate von 78% p.a. im Bereich Smart Home (2017-2021)** und die überaus positive Bewertungshistorie bei führenden Distributionsplattformen wie etwa Amazon.

Aufgrund der starken Wettbewerbsposition und der Wachstumsperspektiven durch eine zunehmende Intensivierung der Vertriebsaktivitäten sehen wir Allterco exzellent positioniert, um auch in den kommenden Jahren die Marktanteile weiter auszubauen und ein **durchschnittliches Umsatzwachstum von > 30% p.a. bis 2024** zu erreichen. Nach dem deutlichen Aufbau von Strukturkosten in 2022 (insbesondere Vertrieb und Marketing) sollten Skaleneffekte eine **EBIT-Marge von 24,5%** und eine Rückkehr zu einem **ROCE-Niveau von über 50%** bis 2024 ermöglichen.

Fazit: Der erfolgreiche Track Record sowie die hohe Ergebnisqualität von Allterco haben sich in den vergangenen zwei Jahren in einer entsprechend positiven Kursentwicklung niedergeschlagen. Den makroökonomisch bedingten, branchenübergreifenden Kursrückgängen konnte sich die Aktie jedoch nicht entziehen (YTD ca. 30%). Im Hinblick auf den erwarteten guten Newsflow und die attraktiven Wachstumsaussichten sehen wir aktuell eine gute **Chance für ein „smartes“ Investment** und empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von 28,00 Lew (BGN) zum Kauf (1 BGN = 0,51129 Euro – Kurs fixiert).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	46,3	59,5	83,0	112,0	150,0
Veränderung yoy	39,1%	28,4%	39,5%	34,9%	33,9%
EBITDA	13,4	19,8	20,7	29,0	40,4
EBIT	12,4	18,7	19,0	26,5	36,8
Jahresüberschuss	13,4	16,0	15,9	22,0	30,1
Bruttomarge	46,8%	55,1%	50,0%	49,0%	48,0%
EBITDA-Marge	28,9%	33,2%	24,9%	25,9%	26,9%
EBIT-Marge	26,7%	31,4%	22,9%	23,7%	24,5%
Net Debt	-21,9	-28,0	-25,4	-35,3	-47,3
Net Debt/EBITDA	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2
ROCE	43,0%	51,5%	42,2%	46,6%	53,9%
EPS	0,90	0,89	0,88	1,22	1,67
FCF je Aktie	0,08	0,36	0,06	0,73	0,91
Dividende	0,10	0,20	0,18	0,24	0,33
Dividendenrendite	0,6%	1,1%	1,0%	1,3%	1,8%
EV/Umsatz	6,4	4,9	3,5	2,6	2,0
EV/EBITDA	21,9	14,9	14,2	10,1	7,3
EV/EBIT	23,8	15,7	15,5	11,1	8,0
KGV	19,9	20,1	20,3	14,7	10,7
KBV	5,6	4,9	4,1	3,3	2,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. Lew (BGN), EPS in BGN / 1 BGN = 0,51129 Euro Kurs: 17,90 BGN

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Geringe Marktdurchdringung verdeutlicht vorhandenes Wachstumspotenzial	4
Dynamisches Marktwachstum lockt zahlreiche Wettbewerber an	7
Standards im Smart Home-Markt und Einordnung von Shelly	8
Diverse Wettbewerbsvorteile als Basis für weiter Marktanteilsgewinne	10
Starkes Marktwachstum und Vertriebsausbau treiben die Topline	12
Skaleneffekte und schlanke Kostenstruktur ermöglichen hohe EBIT-Margen	16
Hohe Eigenkapitalquote und Net-Cash-Position prägen Bilanz	17
Wachstumsdynamik, M&A und Vertriebsaufbau bestimmen Newsflow	19
Bewertung indiziert deutliches Upside	20
Fazit	20
SWOT	21
Stärken	21
Schwächen	21
Chancen	21
Risiken	22
Bewertung	23
DCF-Modell	23
Peergroup-Analyse	25
Unternehmenshintergrund	26
Key Facts	26
Organisationsstruktur	26
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	27
Produkte	27
Märkte und Vertrieb	29
ESG-Positionierung	30
Management	30
Aktionärsstruktur	31
Anhang	32
Disclaimer	36

INVESTMENT CASE

Allterco ist ein Technologie-Unternehmen mit Hauptsitz in Sofia (Bulgarien), das sich auf die Entwicklung und Vermarktung von Produkten aus dem Bereich Smart Home spezialisiert hat. Das Unternehmen beschäftigt 90 Mitarbeiter (Stand 31.12.2021) an seinen drei Standorten in Bulgarien, Deutschland und den USA.

Die Smart Home-Produkte werden unter der Marke Shelly vertrieben. Das Produktspektrum reicht von smarten Glühbirnen über smarte Relais, Schalter und Sensoren bis hin zu smarten Thermostaten. Allterco erzielt ca. 98% der Umsätze mit Produkten der Marke Shelly. Der Vertrieb erfolgt zu etwa einem Drittel über die eigenen Webshops und zu etwa zwei Drittel über rund 200 Vertriebspartner im Bereich B2B weltweit. Der überwiegende Teil der Shelly Produkte wird direkt an der Stromzufuhr verbaut und hat daher ein sehr breites Einsatzspektrum. Aufgrund der Kompatibilität mit anderen Smart Home-Plattformen und Produkten sowie dem exzellenten Preis-Leistungs-Verhältnis erfreuen sich die Produkte einer großen Beliebtheit bei professionellen und semiprofessionellen Anwendern (DIY).

Auswahl von Smart Home-Produkten der Marke Shelly



Quelle: Unternehmen

Neben den Smart Home-Produkten vertreibt das Unternehmen auch speziell für Kinder konzipierte Smartwatches sowie verschiedene Tracking-Devices für u.a. Gepäck, Fahrzeuge oder medizinische Anwendungen. Aufgrund der geringen Umsatzgröße (Q1/2022: 0,3 Mio. Lew bzw. 3% vom Gesamtumsatz) liegt dieser Bereich allerdings weder im Mittelpunkt der strategischen Ausrichtung des Unternehmens noch im Fokus der Equity Story.

Smartwatch- und Tracking-Produkte von Allterco

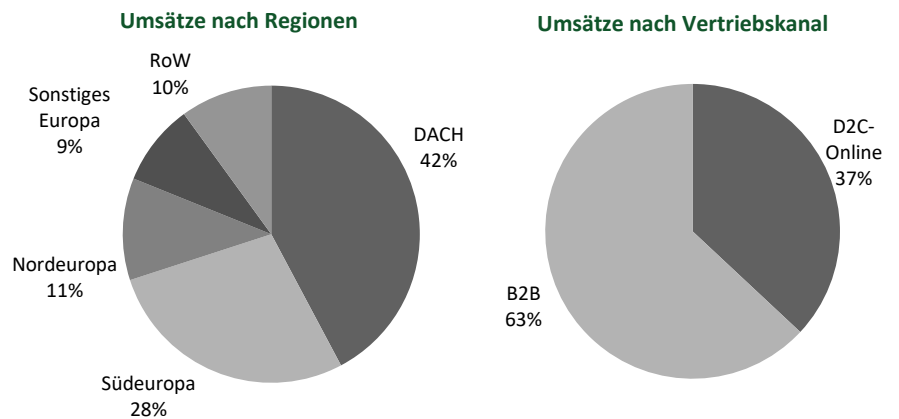


Quelle: Unternehmen

Der Ursprung des in 2003 gegründeten Unternehmens liegt in der Bereitstellung mobiler Mehrwertdienste (MVAS – Mobile Value-Added Services) im Bereich Mobile Payment, Mobile Portals und Mobile Solutions für Firmenkunden. In 2018 fiel der Entschluss, sich voll auf den Bereich Smart Home zu fokussieren, was mit dem Verkauf der Telekommunikationsaktivitäten in 2019 sowie anderer nicht strategisch notwendiger Unternehmensteile in 2021 abgeschlossen wurde.

Die Berichtswährung von Allterco ist der Lew (BGN). Bulgarien beabsichtigt zum 01. Januar 2024 den Euro einzuführen. 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.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erwirtschaftete Allterco Erlöse i.H.v. 59,5 Mio. Lew, was einer Umsatzsteigerung von +28,4% yoy entspricht. Das Unternehmen agiert hoch profitabel und erzielte in 2021 ein EBIT von 18,7 Mio. Lew (EBIT-Marge: 31,4%). Regional betrachtet erlöst das Unternehmen mit gut 40% den größten Anteil der Umsätze in der DACH-Region. Südeuropa macht mit knapp 30% den zweitgrößten Anteil aus, gefolgt von Nordeuropa und dem restlichen Europa mit 11% bzw. 9%. Der Rest der Welt macht ca. 10% der Umsätze aus, wobei hier Nordamerika vom Umsatzanteil dominiert. Knapp 40% der Umsätze erzielt Allterco direkt mit den Endkonsumenten über die eigenen Webshops (D2C-Online), den übrigen Teil über die ca. 100 Vertriebspartner weltweit (B2B).

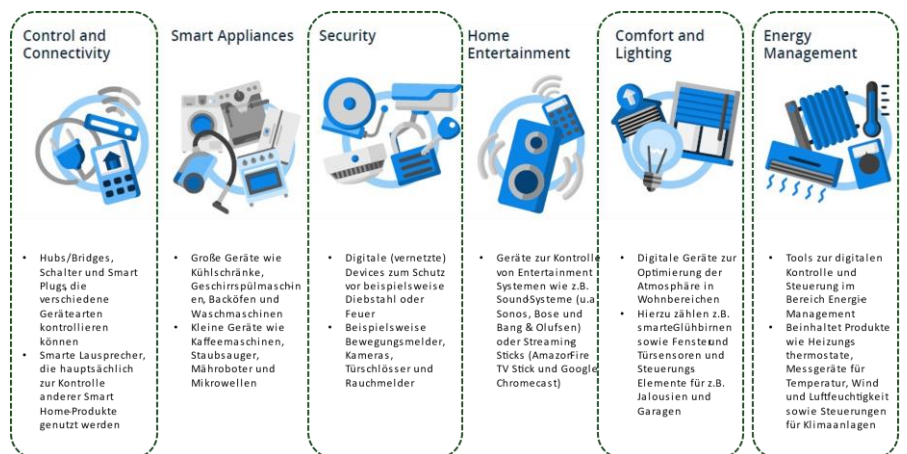


Quelle: Unternehmen

Geringe Marktdurchdringung verdeutlicht vorhandenes Wachstumspotenzial

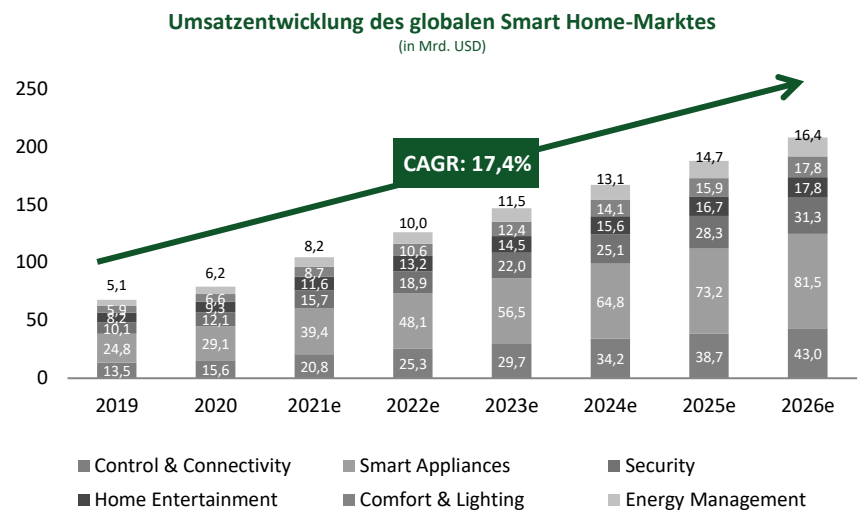
Seit dem Verkauf des Telekommunikationsgeschäfts fokussierte sich Allterco gänzlich auf den dynamisch wachsenden Internet of Things-Markt (IoT). Dabei ist IoT die Bezeichnung für ein Netzwerk physischer Objekte („Things“), die mit Sensoren und Software ausgestattet sind, um sich mit anderen Geräten über das Internet zu vernetzen und Daten auszutauschen. Die Bandbreite der Geräte ist vielfältig und reicht von der voll vernetzten Supply Chain in der Automobilindustrie bis zur intelligenten Waschmaschine. Die Produkte von Allterco beschränken sich jedoch im Wesentlichen auf den Markt für private Haushalte – der Smart Home-Markt. Innerhalb des Smart Home-Marktes werden die Produkte wiederum anhand ihres Anwendungsgebiets differenziert. So segmentiert Statista im Digital Market Outlook 2020 die Smart Home-Produkte beispielsweise wie folgt:

Segmentierung des Smart Home-Marktes

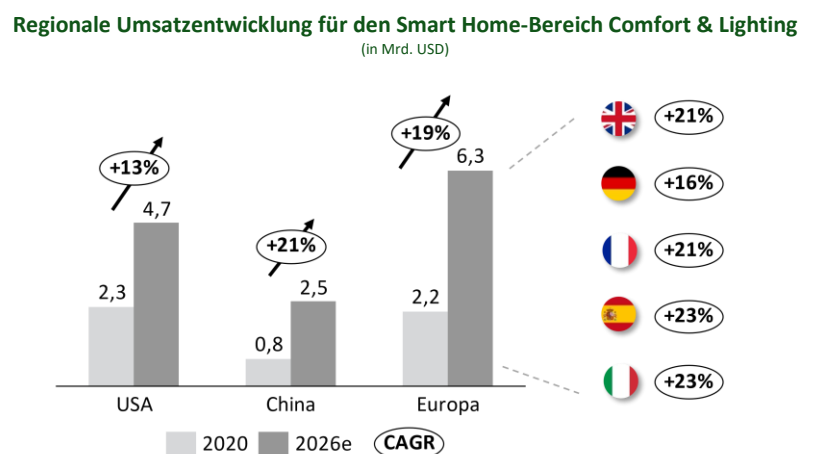


Quelle: Statista Digital Market Outlook 2020; *umrandete Segmente = Aktivitäten von Allterco

Allterco hat sich durch den sukzessiven Ausbau des Produktportfolios in den in der obigen Grafik umrandeten Teilbereichen des Smart Home-Marktes positioniert und deckt damit eine Reihe äußerst wachstumsstarker Segmente ab. So sollen beispielsweise die Bereiche Control & Connectivity, Comfort & Lighting sowie Energy Management weltweit mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 18,0%, 17,1% bzw. 18,1% p.a. bis 2026 deutliche Zuwächse verzeichnen. Der Gesamtmarkt für Smart Home-Produkte soll bis 2022 auf ein Volumen von 207,8 Mrd. USD heranwachsen.

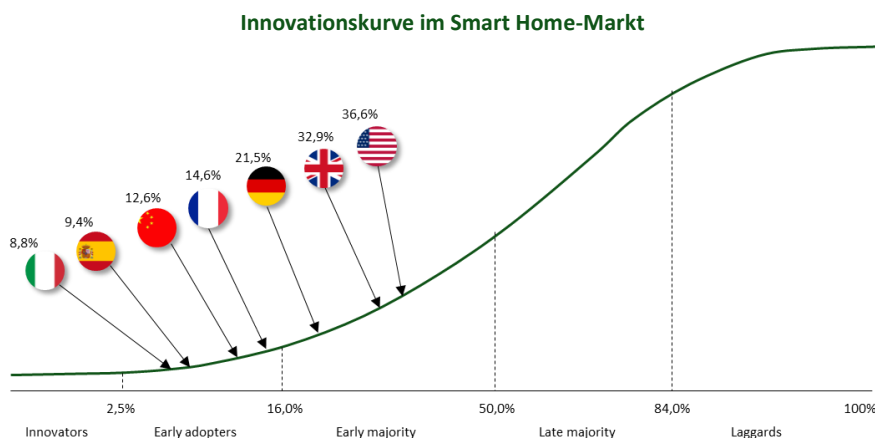


Regional betrachtet wird deutlich, dass die USA im Jahr 2020 mit 23,3 Mrd. USD noch der größte Smart Home-Markt waren. Bis 2026 soll es hier zu einer Verschiebung der Größenverhältnisse kommen, sodass dann sowohl Europa als auch der Rest der Welt jeweils ein größeres Volumen als die USA aufweisen dürften. So soll der europäische Markt bis 2026 ein Volumen von knapp 100 Mrd. USD aufweisen (2020 18,3 Mrd. USD). Für Allterco ist insbesondere der Sub-Markt Comfort & Lighting von Bedeutung. Wie die folgende Grafik zeigt, soll dieser in Europa auf ein Volumen von 6,3 Mrd. USD heranwachsen und eine durchschnittliche Wachstumsrate von 19% p.a. erreichen.



Haupttreiber des dynamischen Wachstums im Smart Home-Markt dürfte vor allem die noch relativ frühe Phase des Marktes sein. Da der technologische Fortschritt im Bereich Sensorik sowie der Ausbau einer belastbaren Versorgung mit Internet erst in den letzten Jahren deutlich zunahm, ist der Smart Home-Markt in vielen Regionen noch am Anfang seiner Entwicklung. Veranschaulicht wird dies durch die im Folgenden abgebildete Innovationskurve, die die Penetrationsrate von Haushalten ausgewählter Länder in Bezug

auf die Nutzung von Smart Home-Geräten zeigt. Demnach liegt die Penetrationsrate erst zwischen 8,8% (Italien) und 36,6% (USA).



Quelle: Statista Digital Market Outlook 2020

Damit die Penetrationsraten im Bereich Smart Home weiter steigen, sind u.E. einige strukturelle Entwicklungen von Bedeutung. Die nachfolgenden Trends dürften hierbei die größten Rollen spielen:

- Eine **flächendeckende Internetabdeckung** ist für Smart Home-Anwendungen unabdingbar. In den letzten Jahren ist die Internet-Penetrationsrate bereits massiv gestiegen. Global betrachtet ist diese laut einer Statistik der internationalen Fernmeldeunion ITU von rund 16% im Jahr 2005 auf 59% in 2020 angewachsen. Statista gibt für April 2022 einen vergleichbaren Wert von 63% an. In den nächsten Jahren dürfte die Penetrationsrate weiter steigen, wobei insbesondere die strukturell schwächeren Regionen wie Afrika und Asien, aber auch Ost- und Südeuropa das größte Steigerungspotenzial aufweisen (Nordeuropa: 98% vs. Südeuropa 87%, Osteuropa 86%, Südafrika 68%, Südasien 46%, Westafrika 43%).
- Neben der reinen Abdeckung ist auch die steigende Zuverlässigkeit bzw. **zunehmende Bandbreite** ein u.E. entscheidendes Kriterium für eine erhöhte Nutzung von Smart Home-Geräten. Gemäß dem Speedtest Global Index belegte z.B. Deutschland im April 2022 trotz einer sehr hohen Internet-Penetrationsrate von über 90% nur den 40. Rang und liegt damit hinter einigen ost- und südeuropäischen Ländern mit deutlich niedrigerer Internetpenetrationsrate (u.a. Ungarn, Rumänien, Spanien). Folglich besteht auch für Länder mit bereits hoher Abdeckung aufgrund von schwächeren Bandbreiten noch Wachstumspotenzial für Smart Home-Anwendungen.

Da heutzutage fast alle Smart Home-Anwendungen mittels Apps bzw. eines Smartphones gesteuert werden, ist für die Entwicklung des Smart Home-Marktes auch die **Smartphone-Penetrationsrate** von großer Bedeutung. Laut einer Analyse von Statista besitzen jedoch bereits knapp 84% der weltweiten Bevölkerung ein Smartphone, sodass hierdurch kein Wachstumshemmnis entstehen dürfte.

Geschäftsaktivitäten im Bereich Smartwatches und Tracking u.E. nicht im Fokus

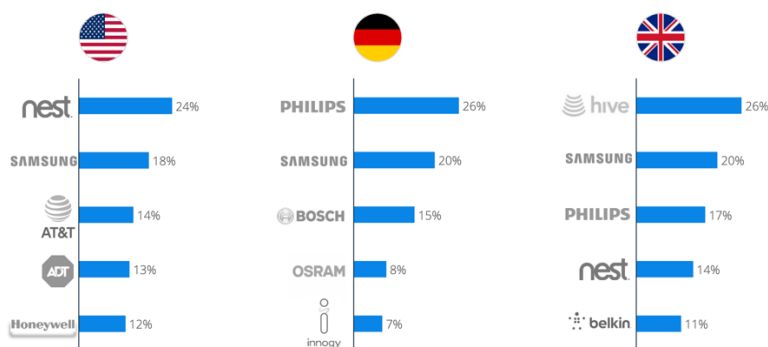
Da Allterco neben den Smart Home-Produkten auch Smartwatches für Kinder und verschiedene Tracking Devices vertreibt, ist für das Unternehmen auch die Entwicklung dieser Märkte relevant. Allerdings liegt der Umsatzanteil mit diesen Produkten bei nur knapp 3% und steht somit nicht im Fokus der Equity Story. Unabhängig davon handelt es sich auch bei Smartwatches/Wearables um einen globalen Wachstumsmarkt, der gemäß einer Analyse von Mordor Intelligence von einem Volumen i.H.v. 68,6 Mio. Einheiten in 2020 bis 2026 auf 230,3 Mio. Einheiten deutlich wachsen soll (CAGR 2021-2026e: 21,9%).

Aufgrund der u.E. vorhandenen Dominanz der führenden Anbieter Apple, Fitbit, Garmin, Samsung und Huawei hat sich Allterco auf Smartwatches speziell für Kinder fokussiert. Trotz der Positionierung innerhalb einer Nische bewerten wir das Wettbewerbsumfeld insbesondere durch chinesische Anbieter (u.a. Pthtechus) sowie andere lokale Nischenplayer (u.a. ANIO, Xplora) als durchaus kompetitiv.

Dynamisches Marktwachstum lockt zahlreiche Wettbewerber an

Durch die attraktiven Wachstumsraten im Smart Home-Markt ist das Wettbewerbsumfeld durch eine Vielzahl von großen und kleinen Akteuren geprägt und entsprechend kompetitiv. Obwohl ein paar Unternehmen in einigen Sub-Segmenten eine marktbeherrschende Stellung eingenommen haben (so z.B. im Bereich der smarten Lautsprecher bei dem die drei Player Google, Apple und Amazon laut Angaben von Loup Ventures in 2020 einen globalen Marktanteil von 97% aufweisen), ist im Smart Home-Markt insgesamt aktuell keine Dominanz auszumachen. Dies zeigt auch der Global Consumer Survey von Statista aus dem Jahr 2020, bei dem ein nur bedingt konsistentes Bild zwischen den Smart Home-Anbietern weltweit entsteht (siehe folgende Grafik).

Von welchem Hersteller besitzen Haushalte ein Smart Home-Gerät



Quelle: Statista Global Consumer Survey, August 2020

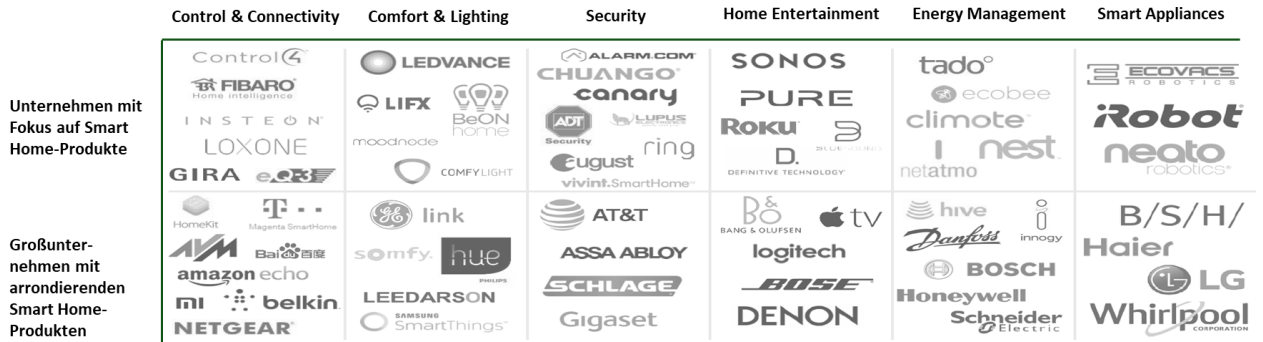
Vereinfachend lässt sich das Wettbewerbsumfeld in zwei Gruppen gliedern. In der ersten Gruppe sind die Smart Home-Spezialisten, die sich auf einen Teilbereich im Smart-Home-Sektor fokussiert haben. Beispielhaft wäre hier das Unternehmen Tado aus München zu nennen, das sich auf smarte Heimthermostate und Klimaanlagesteuerungen spezialisiert hat. Ein weiteres Beispiel ist das börsennotierte US-Unternehmen Alarm.com, das sich seit über 20 Jahren auf smarte Geräte für die Gebäudesicherung fokussiert.

Zu dieser Gruppe zählen wir ebenfalls Allterco. Da sich einige der Punkte, wegen der direkten Integration in das Stromnetz, in unterschiedlichen Anwendungsbereichen einsetzen lassen, ist eine klare Zuordnung zu einer Smart Home-Kategorie nicht möglich.

Als zweite Gruppe sind globale Player aus den Bereichen Konsumelektronik, Handel und Technologie zu nennen, die Smart Home-Produkte als ein Teil des Produktportfolios anbieten. Als Vorreiter in diesem Bereich ist sicherlich Google zu nennen, das bereits im Jahr 2014 mit der Akquisition von Nest in die Vernetzung von Haushalten eingestiegen ist und mittlerweile mit Google Home eine komplette technische Plattform zur Steuerung von Smart Home-Geräten unterschiedlichster Hersteller anbietet. Ein weiteres Beispiel ist die BSH-Gruppe (Bosch/Siemens/Neff etc.), die mit Home Connect ein eigenes Smart Home-System entwickelt haben, um den Geschirrspüler, Backofen oder die Kaffeemaschine via App vom Smartphone zu starten, einen Timer einzustellen oder den Stromverbrauch zu messen und dem Produktportfolio somit einen zusätzlichen Mehrwert geben.

Ein Auszug der unterschiedlichen Unternehmen entsprechend der obigen Gruppierung nach den jeweiligen Smart Home-Segmenten ist der folgenden Grafik zu entnehmen.

Wettbewerbslandschaft im Smart Home-Markt



Quelle: Statista Digital Market Outlook 2020

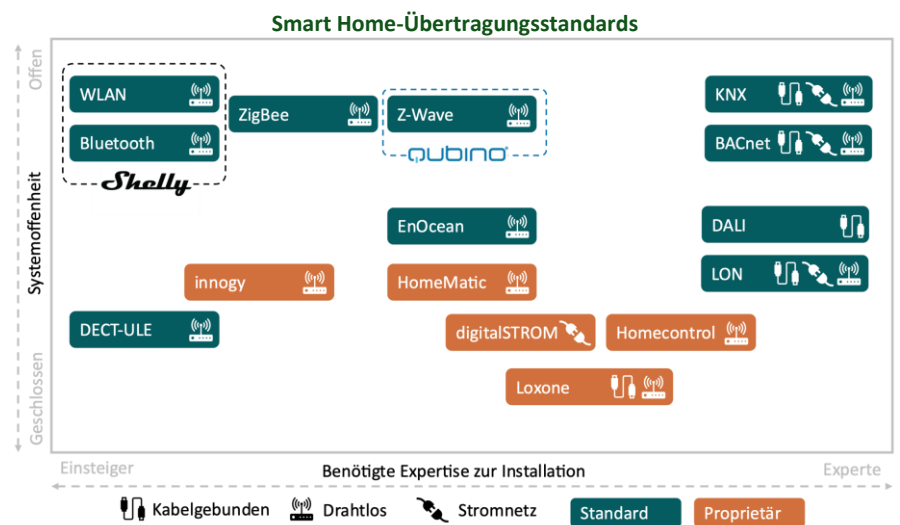
Bevor auf die individuelle Wettbewerbsqualität von Allterco eingegangen wird, ist es sinnvoll, die Begrifflichkeit „Standard“ im Hinblick auf den Smart Home-Markt differenziert zu betrachten.

Standards im Smart Home-Markt und Einordnung von Shelly

Im Zusammenhang mit Smart Home wird oft von Standards gesprochen. Zum einen gilt es an dieser Stelle bereits festzuhalten, dass es keinen „Standard“ gibt und außerdem zwischen Übertragungs- und Plattformstandards unterschieden werden muss.

Übertragungsstandards beziehen sich grundsätzlich auf die verwendeten Protokolle für die technische Übertragung von Daten. Diese erfolgt grundsätzlich über drahtlose oder kabelgebundene Übermittlung.

Die gängigsten Smart Home-Übertragungsstandards sind heutzutage ZigBee, Z-Wave und WLAN sowie Bluetooth. Letzterer besitzt aufgrund der geringen Reichweite allerdings ein eingeschränktes Anwendungsspektrum. Die unterschiedlichen Übertragungsstandards lassen sich nach Systemoffenheit und der benötigten Expertise zur Installation entsprechend der folgenden Grafik klassifizieren.



Quelle: Heimnetzen.de, Montega

Die Shelly-Produkte nutzen sowohl den Bluetooth- als auch den WLAN-Standard für die drahtlose Datenübertragung. Der **WLAN**-Standard hat insbesondere durch die Einführung der Amazon Echo-Lautsprecher enorm an Bedeutung gewonnen, sodass mittlerweile die größte Auswahl an Smart Home-Geräten auf diesem Standard basiert. Der Vorteil des Standards ist die große Datenbandbreite, die jedoch gleichzeitig zu einem vergleichsweise hohen Stromverbrauch führt. Die hohe Systemoffenheit des Standards hat eine gute Kompatibilität zu Geräten unterschiedlicher Hersteller zur Folge, macht ihn aber gleichzeitig anfälliger für Hacker-Angriffe.

Z-Wave ist ein für Smart Home entwickelter Funkstandard, der auch für Eigenentwicklungen genutzt werden kann und daher u.a. Anwendung im Profi-Bereich findet. Es gibt auch bei diesem Standard eine große Auswahl an Geräten. Allterco hat im Juni 2022 verkündet, die 100%ige Übernahme des slowenischen IoT-Anbieters GOAP d.o.o. Nova Gorica zu beabsichtigen, der unter der Marke Qubino u.a. die kleinsten Z-Wave-Geräte der Welt anbietet.

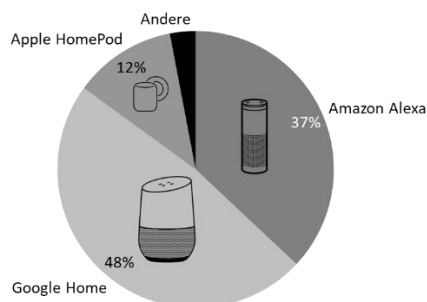
Der **ZigBee**-Standard hat u.a. durch den Hersteller Philips Hue, der diesen Standard verwendet, an Bedeutung gewonnen. Hinter diesem Standard steht die ZigBee Alliance, zu deren Vorstand u.a. Amazon, Apple und Google aber auch IKEA, Philips und Comcast gehören. Der Vorteil des ZigBee-Standards ist insbesondere die gute Reichweite und der geringe Energieverbrauch. Ein Nachteil ist, dass viele Hersteller das Funkprotokoll ihren eigenen Geräten anpassen, was eine Interoperabilität weitgehend ausschließt. Sowohl der Z-Wave- als auch der ZigBee-Standard benötigen ein Gateway-Gerät, das die Peripheriegeräte im Heimnetzwerk ansteuert.

Um u.a. diesem Nachteil entgegenzuwirken, wurde aus der Zigbee Alliance die Nachfolgeorganisation Connectivity Standards Alliance (CSA) ins Leben gerufen, die den neuen Standard „**Matter**“ als universellen Smart Home-Standard etablieren soll. Das erklärte Ziel von Matter ist, 1) die Sicherheit intelligenter Smart Home-Geräte zu erhöhen, 2) die Kompatibilität zwischen den Matter-Smart Home-Geräten verschiedener Hersteller sicherzustellen und 3) die Etablierung eines neuen lizenzfreien Smart Home-Verbindungsstandards. Die Einführung des Standards ist wohlgerneht bereits verzögert und dürfte nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2022 erfolgen.

Für die Shelly Produkte hat die Einführung von Matter allerdings keine unmittelbare Auswirkung, da die heutigen und künftigen Steuergeräte die bisherigen Standards auf absehbare Zeit unterstützen werden. Sollte sich der Matter-Standard als tatsächlicher Übertragungsstandard im Smart Home-Markt durchsetzen, ist Allterco u.E. technisch und rechtlich in der Lage, die Produkte sukzessive auf den Matter Standard umzustellen.

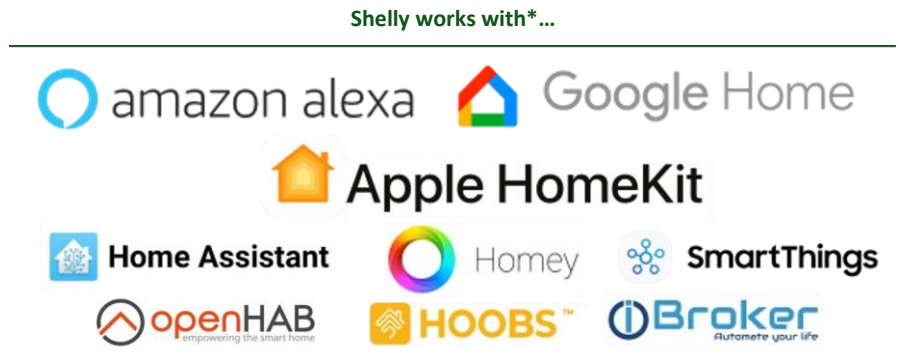
Wie bereits dargestellt verfolgen einige Hersteller einen proprietären Ansatz und schränken durch die Übertragungstechnik die Interoperabilität zwischen Produkten unterschiedlicher Hersteller ein. Es gibt allerdings kaum Hersteller, die eine Kompatibilität mit den **Smart Home-Plattformen** von Amazon, Apple und Google unterbinden. Dies gilt insbesondere, weil diese drei Unternehmen den Markt der Smart Speaker mit einem gemeinsamen Marktanteil von 97% klar dominieren. Entsprechend übernehmen diese Plattformen in vielen Haushalten eine Art Gate Keeper-Rolle für Smart Home-Produkte.

Globaler Smart Speaker-Marktanteil



Quelle: Loup Ventures

Die Produktphilosophie von Shelly ist eine maximale Systemoffenheit zu gewährleisten. Entsprechend unterstützen die Produkte alle offenen und gängigen Smart Home-Plattformen. Ein Auszug der mit Shelly-Produkten kompatiblen Plattformen ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Montega / *Auszug

Diverse Wettbewerbsvorteile als Basis für weiter Marktanteilsgewinne

Wie im obigen Schaubild dargestellt sind die großen Anbieter mit einigen Plug-and-Play Produkten Mitbewerber von Allterco, vergrößern aber gleichzeitig den adressierbaren Markt, da die Shelly-Produkte mit allen offenen Plattformen kompatibel sind. Entsprechend sehen wir den direkten Wettbewerb eher mit Anbietern, die entweder eine ähnlich offene Systemarchitektur haben und/oder über vergleichbares Produktportfolio verfügen. Zu den letztgenannten zählen u.a. Akteure wie Homeatic, Fibaro, Sonoff, Aeotec, BSEED und CUBINO (bei letzterem gibt es ein LOI zur 100% Übernahme des Unternehmens durch Allterco). Die Wettbewerbsvorteile von Allterco gegenüber den benannten Wettbewerbern sehen wir insbesondere in den folgenden Aspekten.

- **Offene Systemarchitektur:** Wie im vorangegangenen Exkurs beschrieben haben sich im Smart Home-Bereich über die Jahre verschiedene Übertragungsstandards und Plattformen etabliert. Allterco verfolgt mit seinen Shelly-Produkten eine offene Systemarchitektur und bietet den Nutzern durch die Kommunikation mittels WLAN die Möglichkeit, die Shelly-Produkte auch in andere Systemwelten zu integrieren. Der WLAN-Standard hat gegenüber den ebenfalls stark verbreiteten ZigBee- und Z-Wave-Standards den großen Vorteil, dass kein Gateway-/Bridge-Gerät benötigt wird, um die Peripheriegeräte anzusteuern.
- **Wahrnehmung als europäische Marke:** Gegenüber den teils preislich günstigeren Anbietern aus Asien ist die Wahrnehmung von Shelly als europäische Qualitätsmarke ein wichtiger Differenzierungsaspekt. Insbesondere im Hinblick auf die Nutzung der Cloud-Funktionen der Shelly-Produkte ist die europäische Herkunft ein Asset, da viele Kunden Sicherheitsvorbehalte bei nicht europäischen Anbietern hegen und gewerbliche Kunden oft Datenschutzrichtlinien haben, die den Einsatz solcher Produkte verbieten.

Smart Home-Hersteller im Vergleich

Hersteller	<i>Shelly</i>	FIBARO®	Aeotec	homeatic®	SONOFF®
Systemarchitektur					
Herkunft					

Quelle: Montega

- Finanzkraft und F&E-Kompetenz:** Aufgrund der geopolitischen Unruhen sowie der Corona-Pandemie ist es in den letzten Jahren zu massiven Verwerfungen an den Beschaffungsmärkten gekommen. Auch Allterco ist hiervon betroffen, hat aber schnell auf die Gegebenheiten reagiert. Zum einen hat das Unternehmen durch die solide Finanzkraft die Bevorratung von kritischen Bauteilen wie Chips deutlich erhöht, um die Lieferfähigkeit zu gewährleisten (WC-Quote 36% in 2021 versus 26% in 2020). Zum anderen hat sich die interne Entwicklungskompetenz als kritischer Wettbewerbsfaktor erwiesen. So wurde in 2021 aufgrund der massiven Verteuerung einer der Komponenten des Flaggschiff-Produktes Shelly 1 die Hard- und Softwareauslegung kurzfristig verändert, sodass ein deutlich kostengünstigerer Chip verbaut werden konnte. Dies hatte nicht nur zur Folge, dass die Lieferfähigkeit kurzfristig sichergestellt werden konnte, sondern auch, dass die Gestehungskosten gegenüber der vorherigen Produktauslegung reduziert werden konnten.
- Schlanke Kostenstruktur:** Die starke Ertragslage des Unternehmens ist neben der soliden Rohertragsmarge von derzeit über 50% eine Folge der attraktiven Kostenstruktur in Bulgarien. Wenngleich im Zuge des Vertriebsausbaus und der Professionalisierung der Vertriebskanäle in Europa und den USA in den kommenden Jahren die Kostenstrukturen außerhalb von Bulgarien ausgebaut werden, bleibt der Backbone des Unternehmens in Osteuropa bestehen. Dies gibt dem Unternehmen insbesondere gegenüber westlichen Wettbewerbern wie Somfy, Vivent Smart Home oder Alarm.com Kostenvorteile und ermöglicht, mit asiatischen Wettbewerbern wie Haier Smart Home auf Augenhöhe zu konkurrieren.

OPEX-Struktur von Allterco im Wettbewerbsvergleich

FY 2021	Haier	Alarm.com	Vivent	Somfy	Allterco
OPEX Ratio	25%	49%	84%	44%	24%

Quelle: S&P Capital IQ

- Umfangreiche und gute Bewertungshistorie als Asset:** Um sowohl von B2C- als auch B2B-Kunden wahrgenommen zu werden, muss die Produktqualität hoch und das Preis-/Leistungs-Verhältnis ausgewogen sein. Bei einer Amazon-Suche mit dem Stichwort „WLAN-Schalter“ tauchen Shelly-Produkte mehrfach auf der ersten Seite auf. Im Fall einer konkreteren Amazon-Suche nach dem Stichwort „Shelly“ wird die u.E. hohe Produktqualität deutlich. So wird z.B. der Shelly 2.5 als Amazon-Tipp und das Relais „Shelly 1“ als Bestseller präsentiert (keine gesponserten Treffer). Darüber hinaus verfügen die Shelly-Produkte fast durchgängig über mehr als 4,5 Sterne und wurden von knapp 500 bis über 3.500 Käufern bewertet:

Übersicht Produktbewertung auf Amazon

Produkt	Amazon's Tip / Bestseller	Rating (Sterne)	Anzahl Bewertungen	Preis
Shelly 2.5 - WLAN-Schalter mit 2 Relais und Messfunktion - UL-Zertifiziert	Amazon's Tip	★★★★★	~ 1.839	21,99€
Shelly 1 Wi-Fi WLAN Schaltaktor 16A (Doppelpack)	Bestseller	★★★★★	~ 481	27,69€ (13,85 €/Stück)
Shelly 1 One Schalter Relais Wireless WiFi Hausautomation 2er Pack		★★★★★	~ 3.758	24,85€ (12,43 €/Stück)
Shelly 2.5 Dual WLAN Schalter mit Messfunktion 2er Pack		★★★★★	~ 977	40,57€ (Statt: 41,67€ -3%)

Quelle: Amazon

- Ausbau der Vertriebskompetenz:** Nicht zuletzt ist als weiterer Wettbewerbsvorteil von Allterco die zunehmende Vertriebsstärke des Unternehmens zu sehen. Das Unternehmen ist historisch eher technologisch geprägt und hat die erfolgreiche Positionierung am Markt mit vergleichsweise wenig Fokus auf die Vermarktung erlangt. Durch das Hinzukommen von Wolfgang Kirsch im November 2021 (Co-CEO) wird das Unternehmen in den kommenden Quartalen die Vertriebsaktivitäten deutlich ausbauen und professionalisieren. Durch seine mehr als 20-jährige Erfahrung als Manger bei der Mediamarkt-Saturn-Gruppe verfügt Herr Kirsch mit seinem Team zum einen über eine ausgewiesene Vertriebsexpertise und zum anderen über das entsprechende Netzwerk zu Vertriebspartnern im In- und Ausland. Diese Strukturen sollten es dem Unternehmen ermöglichen, überproportional vom Marktwachstum zu profitieren und die Marktanteile weiter auszubauen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich Allterco in einem sehr attraktiven Marktumfeld mit einer entsprechend hohen Wettbewerbsintensität bewegt. Aufgrund der genannten Wettbewerbsvorteile sehen wir das Unternehmen aber gut positioniert, um in den kommenden Jahren weiter Marktanteile zu gewinnen und entsprechend stärker zu wachsen als der Markt.

Die nachfolgende Abbildung in Anlehnung an die Five Forces von Porter fasst die Wettbewerbsposition von Allterco noch einmal grafisch zusammen:

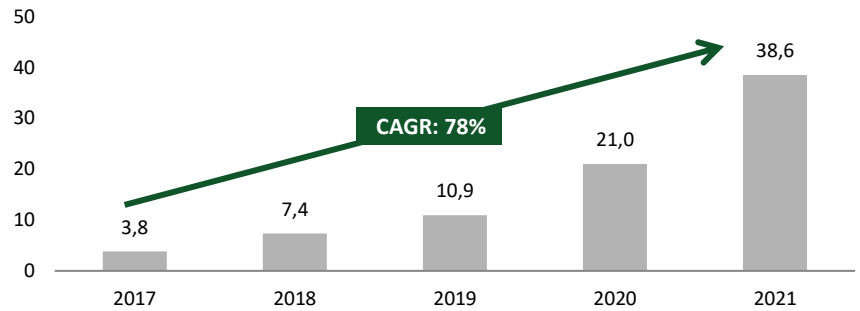


Quelle: Unternehmen, Montega

Starkes Marktwachstum und Vertriebsausbau treiben die Topline

Die solide Wettbewerbsposition in dem äußerst kompetitiven Marktumfeld wird durch die starke Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre im Bereich der Produktverkäufe von Allterco veranschaulicht. Wie bereits erwähnt sind diese fast ausschließlich auf den Verkauf der Smart Home-Produkte zurückzuführen. Wie die folgende Grafik zeigt, ist Allterco in den vergangenen Jahren mit einer durchschnittlichen, organischen Wachstumsrate von 78% deutlich stärker gewachsen als der Smart Home-Markt im Allgemeinen, der in dem vergleichbaren Zeitraum ein durchschnittliches Wachstum von ca. 24% verzeichnete (Quelle: Statista Technology Market Outlook 2022).

Historische Produktverkäufe von Allterco
(in Mio. Lew)



Quelle: Unternehmen

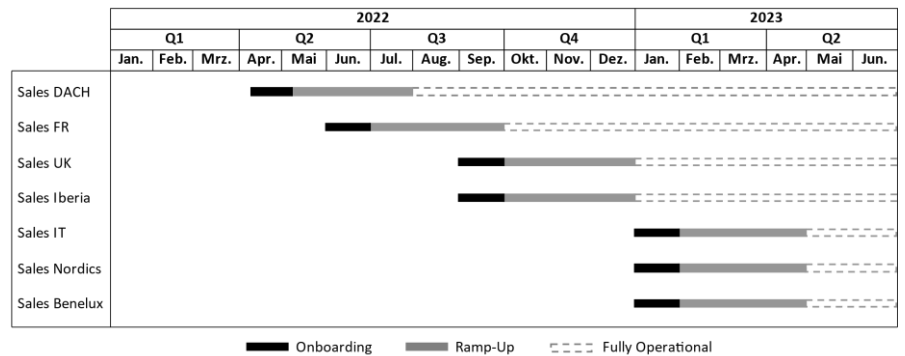
Wir gehen davon aus, dass Allterco die Marktanteilsgewinne auch in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Wir rechnen bis zum Jahr 2024 mit einem durchschnittlichen Wachstum von ca. 33% p.a. im Vergleich zu einem durchschnittlichen jährlichen Marktwachstum von ca. 20%. Die wesentlichen Treiber für den Ausbau der Marktanteile sehen wir in den folgenden Punkten.

Professionalisierung des Vertriebs und regionale Expansion

Die starke Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre im Bereich Smart Home ist umso beeindruckender, wenn man sich die bisherige Vertriebsstruktur des Unternehmens ansieht. So betrug der Anteil der Vertriebskosten am Personal vor dem Jahr 2021 nur ca. 10%, was ebenfalls in der historischen Marketingkostenquote von weniger als 1,5% vom Umsatz ersichtlich wird.

Mit dem Übergang der Verantwortung für den Vertrieb auf Wolfgang Kirsch und sein Team wird sich in den kommenden Quartalen die Vertriebsaktivität deutlich intensivieren. Ausgangspunkt ist der Aufbau eines dedizierten Vertriebsteams in den entsprechenden Fokus-Regionen für die Expansion in den kommenden Jahren. Eine Übersicht der Timeline für den Vertriebsaufbau ist der folgenden Grafik zu entnehmen.

Timeline für internationalen Vertriebsaufbau



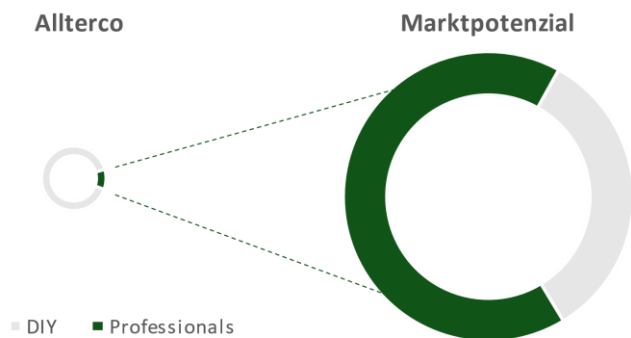
Quelle: Unternehmen, Montega

Ein Schwerpunkt der neuen Teams in den jeweiligen Ländern wird der Auf- und Ausbau des B2B-Vertriebs sein. Dies betrifft zum einen den klassischen Handel für elektronische Produkte an versierte Endverbraucher (DIY) über Fach- und Baumärkte, den Online-Handel sowie entsprechende Marktplätze. Um die Komplexität in der Abwicklung zu reduzieren, wird man in der Belieferung dieser Strukturen auf Großhändler wie Ingram Micro oder TechData zurückgreifen.

Darüber hinaus wird ein starker Fokus auf dem Ausbau der Vertriebsstrukturen für professionelle Anwender gelegt werden. Dieser Anwendergruppe ist mit einem geschätzten Umsatzanteil von ca. 10% im Verhältnis zum Marktpotenzial noch deutlich

unterrepräsentiert (siehe folgende Grafik). Dabei sind gerade die Produkte von Allterco aufgrund des breiten Einsatzspektrums durch Einbau an der Stromzufuhr, der Kompatibilität mit anderen Smart Home-Plattformen und Produkten sowie des exzellenten Preis-Leistungs-Verhältnisses eine attraktive Lösung für professionelle Anwender. Die Erschließung dieser Kundengruppe läuft in der Distribution über Großhändler für den Fachhandel wie Sonepar und Rexel. Die größere Herausforderung in der Ansprache dieser Kunden liegt allerdings in der entsprechenden Bekanntmachung und Schulung der professionellen Anwender, die sich über den Vertrieb, aber auch über eine deutliche Professionalisierung der D2C-Aktivitäten erreichen lässt.

Volumenverteilung DIY vs. Professional



Quelle: Unternehmen, Montega

Relaunch der D2C-Aktivitäten

Der aktuelle Web-Auftritt der Marke Shelly ist weder technologisch noch grafisch zeitgemäß. Zudem sind die Leistungsparameter im Hinblick auf die Logistik im aktuellen Setup mit dem paneuropäischen Versand aus Bulgarien nicht kompetitiv genug, um den internationalen Ausbau dieses wichtigen Vertriebskanals weiter voranzutreiben. Entsprechend befindet sich aktuell ein umfangreicher Relaunch der internationalen Webseiten in der Vorbereitung. Nach der aktuellen Planung sollen bereits im August die Webshops und ein neues Shoppingsystem (Shopware) in Deutschland, UK und den USA neu gelauncht werden (siehe Grafik unten). Parallel zur Verbesserung der Usability und Brand Experience wird eine SEO/SEA-Optimierung durchgeführt und der Logistikprozess überarbeitet, um schnellere Lieferzeiten zu gewährleisten. Zudem sollen die saisonalen Verkaufsaktionen über die unterschiedlichen Vertriebskanäle optimiert werden.

Zeitstrahl für den Website Relaunch von Shelly



Quelle: Unternehmen

Neben der Überarbeitung der proprietären D2C-Kanäle soll parallel die internationale Marktplatzstrategie überarbeitet werden. Der Umsatz über Marktplätze wie Amazon, Allegro und ManoMano, hat ebenfalls eine große Bedeutung für Allterco (Umsatzanteil ca. 25-30%, genaue Zahl schwer ermittelbar, da viele Marktplätze über B2B-Kunden adressiert werden). Die Strategie umfasst einerseits eine verbesserte Orchestrierung der

Marktplatzaktivitäten der B2B-Kunden, die zum Teil auf den gleichen Marktplätzen miteinander konkurrieren. Andererseits soll die direkte Kooperation mit den wichtigsten Marktplätzen ausgebaut werden, um diesen bedeutenden Absatzkanal besser steuern zu können und die Leistungsparameter auf den Marktplätzen für die Endkunden zu verbessern.

Ausweitung des Produktportfolios

Das aktuelle Produktportfolio (ohne Zubehör) von Allterco im Bereich Smart Home umfasst rund 30 Produkte. Wie die folgende Grafik zeigt, sind diese insbesondere im Bereich der Relais und Messgeräte angesiedelt. In den kommenden Jahren plant das Unternehmen das Produktportfolio sukzessive auszubauen und vor allem im Bereich der Professionellen Anwendungen sowie der Plug-and-Play-Geräte das Produktportfolio deutlich zu erweitern. Dazu soll es an festen Zeitpunkten im Jahr ein Art Launch-Event geben, bei dem die neuen Produkte der Öffentlichkeit vorgestellt werden. Der Ausbau des Produktportfolios sollte entsprechend zu einer Erweiterung der Zielgruppe führen und auch die Conversion auf den entsprechenden Vertriebskanälen verbessern.

Produktübersicht Shelly

RELAYS / METERS / INPUTS

 Recommended End User Price 13.90 €	 Recommended End User Price 15.90 €	 Recommended End User Price 27.90 €	 Recommended End User Price + 1x 50A CT 47.90 €
 Recommended End User Price 11.50 €	 Recommended End User Price 13.90 €	 Recommended End User Price 21.90 €	 Recommended End User Price + 3x 120A CT 109.00 €
 Recommended End User Price 11.90 €	 Recommended End User Price 21.90 €		

LIGHT SOLUTIONS

 Recommended End User Price 19.90 €	 VINTAGE A60 AND ST64 Recommended End User Price 11.50 €	 SHELLY DUO WW/CW OR RGBW Recommended End User Price 11.50 €	 SHELLY DUO GU10 WW/CW OR RGBW Recommended End User Price 11.50 €
 Recommended End User Price 27.50 €	 VINTAGE G125 Recommended End User Price 19.90 €		

SENSORS / PLUGS

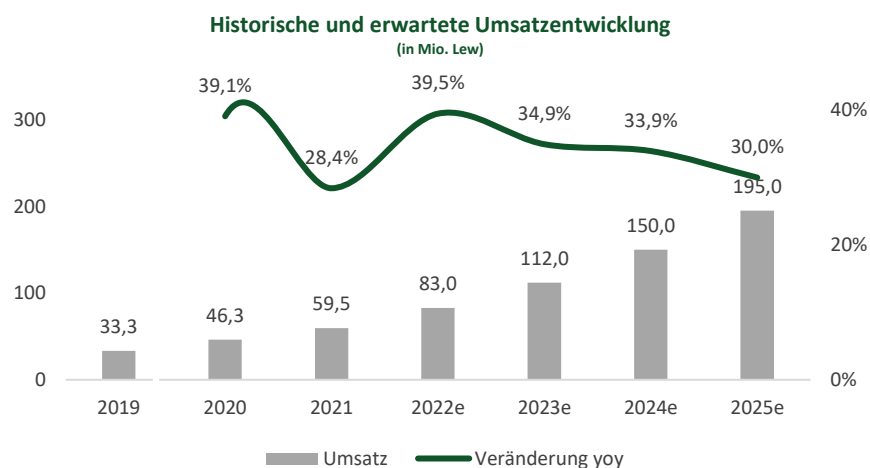
 Recommended End User Price 65.90 €	 Recommended End User Price 16.90 €	 Recommended End User Price 29.90 €	 Recommended End User Price 19.90 €
 Recommended End User Price 21.90 €	 Recommended End User Price 21.90 €	 Recommended End User Price 43.90 €	 Recommended End User Price 11.90 €
 Recommended End User Price 29.90 €	 Recommended End User Price 39.90 €		

PRO LINE

 Recommended End User Price 44.90 €	 Recommended End User Price 54.90 €	 Recommended End User Price 59.90 €	 Recommended End User Price 74.90 €
 Recommended End User Price 89.00 €			

Quelle: Unternehmen

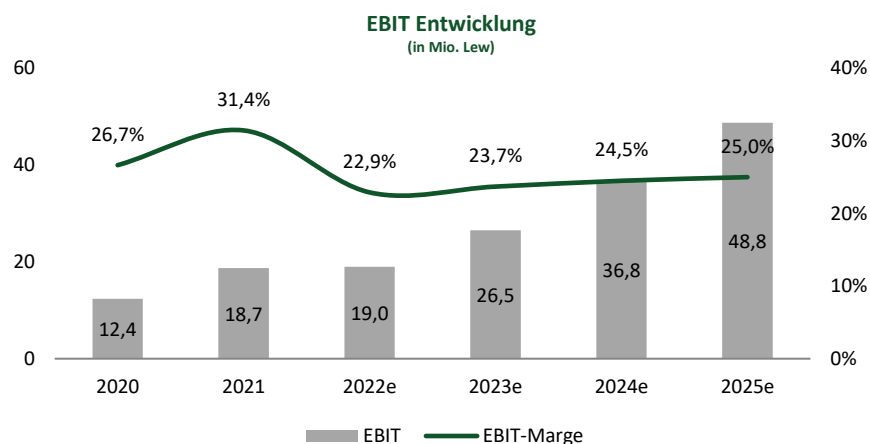
Diese Treiber in Kombination mit der guten Wettbewerbsposition sollten es Allterco ermöglichen, den Umsatz bis 2025 auf knapp 200 Mio. Lew zu steigern und im Durchschnitt mit 33% p.a. zu wachsen. Allterco hat sich jüngst mit einer expliziten Mittelfristguidance noch stärker Positioniert und ein Umsatzniveau von knapp 245 Mio. Lew bis 2025 prognostiziert (CAGR > 40% bis 2025). Obwohl wir die Zielsetzung als durchaus erreichbar erachten, haben wir uns im Hinblick auf die jüngst etwas schwächeren Wachstumsraten (Shelly-Umsätze Q1/22 +25,6%, Q2/22 +37,5%) und die unverändert hohen Unsicherheiten bezüglich des Konsumentenverhalten in Europa etwas defensiver positioniert. Sollte Allterco in den kommenden Quartalen erneut Wachstumsraten von über 40% p.a. unter Beweis stellen, sehen wir Potenzial unsere Prognosen entsprechend anzuheben.



Quelle: Unternehmen, Montega

Skaleneffekte und schlanke Kostenstruktur ermöglichen hohe EBIT-Margen

Allterco hat in den vergangenen Jahren die gute Wettbewerbsposition auch in eine hohe Ergebnisqualität überführen können und auch vor der Fokussierung auf Smart Home-Produkte erfolgreich gewirtschaftet. So ist Allterco seit Gründung ununterbrochen profitabel gewesen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 konnte Allterco aufgrund des enorm starken und auch durch Corona-Effekte getriebenen Umsatzes mit Smart Home-Produkten (+84% yoy) einen deutlichen überproportionalen Ergebnisanstieg aufweisen und mit einem EBIT von 18,7 Mio. Lew und einer EBIT-Marge von 31,4% einen sowohl absoluten als auch relativen Ergebnisrekord aufstellen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Für 2022 ist mit einem Rückgang der EBIT-Marge zu rechnen, da der oben beschriebene Strukturaufbau als Basis für das Wachstum der kommenden Jahre die wesentlichen Kostenquoten vorerst verschlechtern dürfte. Entsprechend erwarten wir trotz des erneut

deutlich zweistelligen Umsatzwachstums in 2022 eine Stagnation des EBIT. Ab dem Jahr 2023 dürfte eine zunehmende Skalierung erfolgen, die ein Ausbau der EBIT-Marge auf ein Niveau von 25% bis 2025 ermöglichen sollte (siehe Grafik).

Im Einzelnen erwarten wir für die wesentlichen Kostenpositionen die folgende Entwicklung:

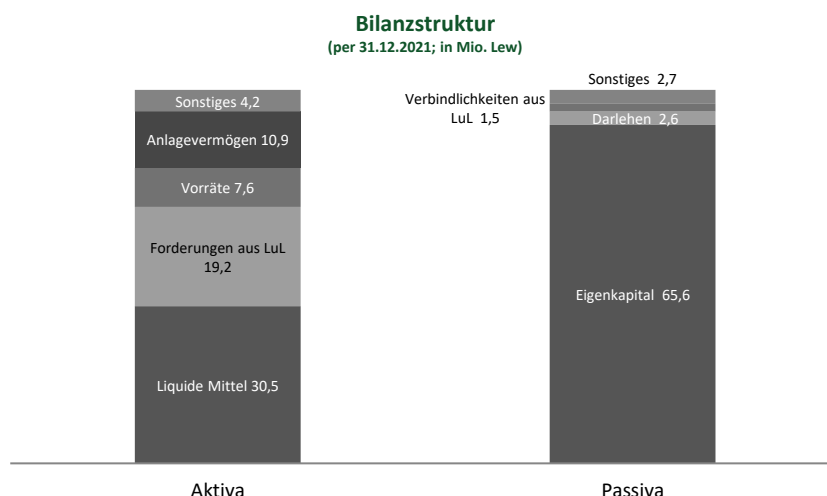
Der **Materialaufwand** beinhaltet die Kosten für die bezogenen Produkte und Komponenten sowie die Beschaffungsnebenkosten wie Zölle, Eingangsfrachten und Einlagerung. Aufgrund der aktuell herausfordernden Situation an den weltweiten Beschaffungsmärkten, der Energiekrise und der daraus folgenden Steigerung der Erzeugerpreise gehen wir für 2022 von einem spürbaren Rückgang der Rohertragsmarge von knapp 5 PP yoy auf rund 50% aus. Obwohl sich die Lage schon aufgrund der Basiseffekte im kommenden Jahr weniger dramatisch darstellen sollte, bleibt der Markt für Smart Home-Produkte hoch kompetitiv. Da Allterco zwar den B2C-Vertrieb stärken will, aber gleichzeitig die Großhandelsstrukturen ausbauen möchte (höhere Rabatte wahrscheinlich), gehen wir von einem weiteren Rückgang der Rohertragsmarge von ca. 100 BP p.a. bis 2025 aus.

Der von uns antizipierte und sich bereits in Q1 abzeichnende Anstieg der **Verwaltungskosten** in 2022 spiegelt vor allem den Aufbau und die Professionalisierung der Vertriebsstrukturen wider (Verwaltungskostenquote Q1/22 25% vs. 14,7% in Q1/21). Für 2022 antizipieren wir insgesamt einen Anstieg von knapp 200 BP yoy auf eine Kostenquote von 22,3%. Diese Kostenposition bietet aufgrund des relativ fixen Charakters der Kosten (ca. 75% davon Personalaufwand) das größte Potenzial für eine Kostendegression. Entsprechend wird von einem Rückgang dieser Kostenquote von ca. 200 BP p.a. für die Folgejahre ausgegangen.

Die **Marketingkosten** betragen im Jahr 2021 bereits 4,5% vom Umsatz und lagen damit bereits deutlich über dem Niveau der Vorjahre (Durchschnitt 2018-2020: 1,1%). Hier gehen wir von einem vergleichbaren relativen Niveau von 4,5-5% in den Folgejahren aus, was einem Anstieg des Marketingbudgets von knapp 3 Mio. Lew in 2021 auf 10 Mio. Lew in 2025 entspricht.

Hohe Eigenkapitalquote und Net-Cash-Position prägen Bilanz

Die Bilanzstruktur von Allterco spiegelt die hohe Unternehmensqualität wider und ist mit einer Eigenkapitalquote von 90% und einer Net-Cash-Position von 28 Mio. Lew schon als überkapitalisiert zu bezeichnen.



Quelle: Unternehmen

Größte Position bei den **Aktiva** ist die Cash-Position von 30,5 Mio. Lew. Diese ermöglicht dem Unternehmen, in der aktuellen Situation sowohl die Lagerreichweite auszuweiten, um

die Lieferfähigkeit zu gewährleisten, als auch Opportunitäten am Markt wahrzunehmen. So wurde Anfang Juni die Absicht zur Übernahme des IoT-Anbieters GOAP (Marke Qubino) für 3,3 Mio. Euro in bar und mit Aktien von Allterco bekannt gegeben, die in einer OTC-Transaktion zu einem Kurs von 19,50 BGN bereits von Allterco erworben wurden. Zudem wurde das Working Capital sowohl in 2021 als auch 2022 ausgebaut, um auf die erschwerten Bedingungen am Beschaffungsmarkt zu reagieren. Wir gehen für 2022 von einer durchschnittlichen WC-Quote von knapp 40% aus, die sich in den kommenden zwei Jahren auf ein nachhaltiges Niveau von ca. 30% einpendeln sollte.

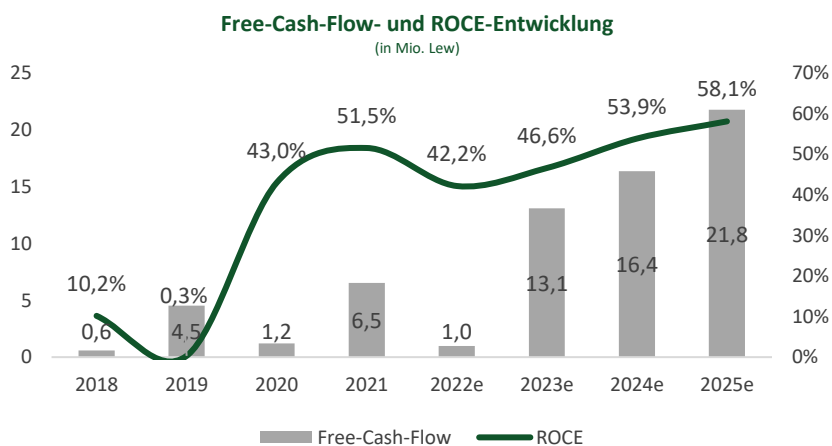
Die **Forderungen aus LuL** bestehen zu etwa zweidrittel aus den Forderungen von Allterco gegenüber den etwa 200 B2B-Kunden weltweit. Das andere Drittel entfällt auf die getätigten Anzahlungen für die bezogenen Waren aus China. Typischerweise wird bei Bestellung ca. 30% des Ordervolumens angezahlt und der übrige Teil bei Gefahrenübergang an Allterco beglichen, was in der Regel bei der Übergabe an die Reederei bzw. den Spediteur im Hafen in China erfolgt (Freight on Board / FOB).

Das Anlagevermögen besteht zu knapp 50% aus Sachanlagen, die fast ausschließlich auf das Gebäude und das Grundstück am Hauptsitz in Sofia entfallen. Das immaterielle Vermögen in Höhe von ca. 3 Mio. Lew entfällt zum überwiegenden Teil auf Prototypen und Nutzungsrechte sowie aktivierte Entwicklungsaufwendungen. Aus dem Verkauf des Telekommunikationsgeschäfts in 2019 hält Allterco noch Anteile an der Link Mobility Group Holding ASA (OB:LINK), die an der Börse in Oslo gelistet ist und als Finanzanlage gehalten werden.

Entsprechend enthalten die bilanzierten **Vorräte** einen Anteil von ca. 25-30% an Waren, die sich im Transit nach Europa befinden. Ein vergleichbarer Anteil entfällt auf Rohmaterialien in den Produktionsstätten in China, die von Allterco eingekauft werden. Der übrige Teil der Vorräte entspricht Produkten, die für den Weiterverkauf zur Verfügung stehen.

Die **Passiva** des Unternehmens werden vom **Eigenkapital** (EK-Quote: 90%) dominiert, das die historisch hohe Ergebnisqualität von Allterco illustriert. Die **Verbindlichkeiten aus LuL** bestehen aus den nicht operativen Verbindlichkeiten, da die chinesischen Lieferanten 100% des Kaufpreises bei Gefahrenübergang (Freight on Board / FOB) an Allterco erhalten.

Aufgrund des starken Wachstums und der spürbaren Working Capital-Position, die zum einen ein gegenüber finanzschwächeren Wettbewerbern ein Vorteil ist, aber auch aufgrund des Sourcings in China inhärent für das Geschäftsmodell von Allterco ist, übersetzt sich die gute Profitabilität noch nicht in eine ebenso starke **Cash-Flow-Entwicklung**. Für 2022 erwarten wir angesichts des stagnierenden Ergebnisses sowie des Anstiegs der WC-Quote einen nur marginal positiven Free-Cash-Flow, der in den kommenden Jahren jedoch deutlich zunehmen wird. Trotz der hohen Kapitalbildung ist der ROCE aufgrund der hohen Ertragskraft seit der vollen Fokussierung auf den Smart Home-Bereich mit über 40% herausragend.

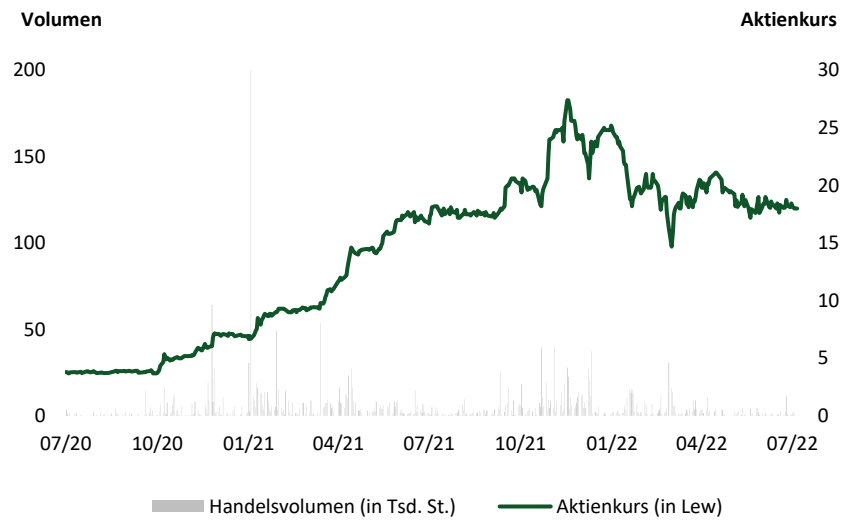


Quelle: Unternehmen, Montega

Wachstumsdynamik, M&A und Vertriebsaufbau bestimmen Newsflow

Die starke Umsatz- und Ergebnisentwicklung von Allterco in den vergangenen zwei Jahren hat sich in einer entsprechend positiven Aktienkursentwicklung niedergeschlagen, die einen Teil der zu erwartenden guten Entwicklung in den kommenden Quartalen vorweggenommen hat. Den allgemeinen Kursrückgängen an den weltweiten Börsen konnte sich auch die Aktie von Allterco nicht entziehen. Im Hinblick auf den zu erwartenden guten Newsflow und die fundamentale Unterbewertung auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir entsprechendes Aufholpotenzial für die Aktie.

Kursentwicklung der Allterco JSCO



Quelle: Capital IQ

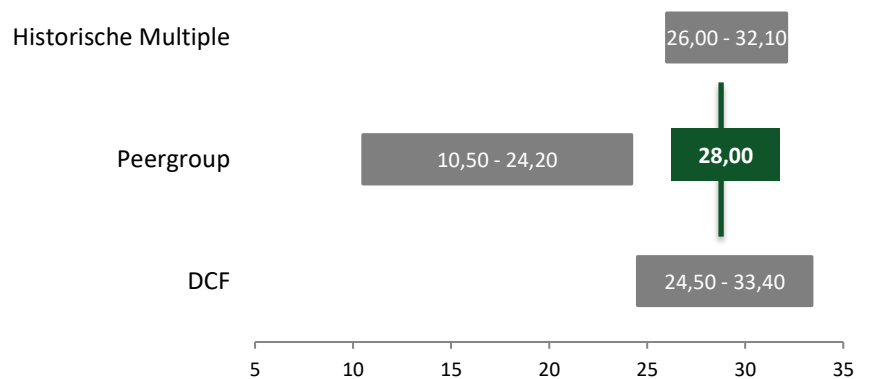
Für Q1 2022 hat Allterco ein Umsatzwachstum von 14,6% yoy berichtet. Da im Vorjahresquartal noch Umsätze aus veräußerten Unternehmensanteilen enthalten waren, betrug die like-for-like Wachstumsrate in Q1 ca. 23% yoy. Die Produktumsätze der Marke Shelly wuchsen in Q1 mit 25,6% und konnten somit die historische Outperformance des Marktwachstums trotz starker Beeinträchtigungen in der Belieferung weiter fortsetzen. Durch den Zulauf an Ware nach dem chinesischen Neujahr und die extrem gute Auftragslage erwarten wir für Q2 eine Zunahme im Umsatzwachstum auf deutlich über 30%. Sollte es Allterco entsprechend der Mittelfristguidance gelingen, erneut Wachstumsraten von über 40% in den kommenden Quartalen zu erzielen, sehen wir Potenzial für eine Anhebung unserer Prognosen und entsprechend guten Newsflow.

Neben der Entwicklung der Finanzkennzahlen erwarten wir zudem positiven Newsflow hinsichtlich des Launch der Shelly-Webshops. So plant Allterco bereits im August und September einen lokalen Webshop (in Landessprache) für die Regionen Deutschland, USA sowie UK zu starten. Im Oktober sollen dann Frankreich sowie Kanada und in Q2/23 Italien und Spanien folgen. Darüber hinaus ist in den kommenden Wochen mit dem Vollzug der Übernahme des slowenischen IoT-Anbieters GOAP d.o.o. zu rechnen. Durch die Übernahme wird Allterco u.E. nicht nur die technologische Kompetenz ausweiten, sondern das Produktsortiment um das Portfolio der Marke Qubino erweitern können.

Bewertung indiziert deutliches Upside

Wir basieren unsere Bewertung auf unser DCF-Modell und einen historischen Multiple-Vergleich. Die Peergroup indiziert auf Basis der Schätzungen für 2023e eine Bewertungsbandbreite von 10,50-24,20 Lewa pro Aktie. Aufgrund der starken Wettbewerbsposition und der folglich starken Wachstums- und Ertragsperspektiven von Allterco sehen wir einen Aufschlag gegenüber der Peergroup als gerechtfertigt an. Auf Basis der historischen EV/EBIT- und PE-Multiples für das Jahr 2023e ergibt sich eine Bewertungsspanne von 26,00-32,10 Lewa. Die Sensitivitätsanalyse des DCF-Modells führt zu einer Bandbreite von 24,50-33,40 Lewa pro Aktie und einem fairen Wert von 28,18 Lew pro Aktie.

Bewertungsbandbreite Allterco JSCO (in Lew)



Quelle: Montega

Fazit

Der erfolgreiche Track Rekord sowie die hohe Unternehmensqualität von Allterco haben sich in den vergangenen zwei Jahren in einer entsprechend positiven Kursentwicklung niedergeschlagen und damit einen guten Teil der antizipierten operativen Entwicklung vorweggenommen. Den allgemeinen Kursrückgängen an den weltweiten Börsen konnte sich auch die Aktie von Allterco nicht entziehen. Im Hinblick auf den erwartet guten Newsflow und die attraktiven Wachstumsaussichten sehen wir aktuell eine gute Chance für ein „smartes“ Investment. Zudem ist die M&A-Aktivität im Smart Home-Markt hoch und Allterco aufgrund seiner Ertragskraft, des geringen Leverage und der vorteilhaften Aktionärsstruktur ein attraktives Target. Entsprechend empfehlen wir die Aktie mit einem **Kursziel von 28,00 Lew pro Aktie** zum Kauf.

SWOT

Eine Übersicht der Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken im Hinblick auf die Entwicklung von Allterco ist den folgenden Punkten zu entnehmen. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass für uns die Chancen aufgrund der starken Wettbewerbsposition und der attraktiven Marktperspektiven die Risiken überwiegen.

Stärken

- Durch die offene Systemarchitektur sind die Produkte von Allterco sehr vielseitig einsetzbar und adressieren daher eine relativ große Zahl potenzieller Kunden aus sowohl dem B2C- als auch B2B-Umfeld.
- Die starke Finanzkraft ermöglicht Allterco flexibel auf Marktbegebenheiten zu reagieren um z.B. die Lagerreichweite für eine Sicherstellung der Lieferfähigkeit zu erhöhen oder M&A Opportunitäten schnell wahrzunehmen.
- Der Backbone des Unternehmens in Osteuropa gewährleistet eine Kostenstruktur die gegenüber anderen westeuropäischen und US-amerikanischen Unternehmen ein Wettbewerbsvorteil ist.
- Die hohe Produktqualität wird u.a. durch die Vielzahl an positiven Produktbewertungen (u.a. Shelly 1 bei Amazon 4,6 Sterne mit >3.700 Bewertungen) unterstrichen und sollte den weiteren Absatz fördern.
- Die historisch hohe technologische Kompetenz ermöglicht Produktinnovationen und erhöhte Flexibilität in der Beschaffung.

Schwächen

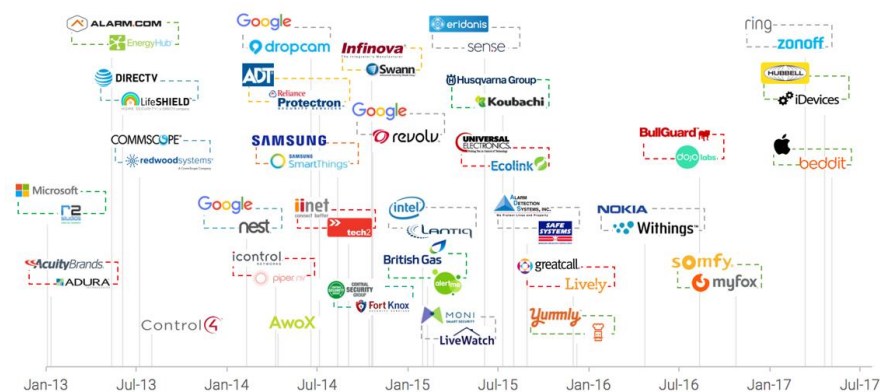
- Smart Home-Geräte sind kein Bedarfsgut des täglichen Lebens. In Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Situation der Kunden dürften diese ihre Kaufentscheidung in Schwächephasen ggf. verschieben.
- Wie viele andere Elektronik-Hersteller hat Allterco eine große Abhängigkeit von der Supply Chain in China. Zudem ist die Kapitalbildung durch das Sourcing in China und die Zahlungsbedingungen der Lieferanten entsprechend hoch.
- Die Herkunft und das Listing in Bulgarien sowie die monistische Managementstruktur ist für deutsche Investoren eher ungewöhnlich.

Chancen

- Der sukzessive Launch von neuen auf die jeweiligen Verkaufsgebiete angepassten Websites sollte die Conversion verbessern und damit das Wachstumstempo erhöhen.
- Neben den regionalen Websites plant Allterco auch den Vertrieb für jedes Land separat zu strukturieren. So können unterschiedliche Kundenpräferenzen adressiert werden, was letztlich das Wachstumstempo erhöhen dürfte.
- Durch die Entwicklung von speziell für professionelle Anwender zertifizierte Produkte (u.a. Shelly Pro und Shelly Pro Mini mit VDE-Zertifizierung) dürfte Allterco stärker im bedeutenden Markt der professionellen Anwender wachsen.
- Die Einführung eines einheitlichen Smart Home-Standards (wie „Matter“) könnte die Usability von Smart Home-Produkten verschiedener Hersteller massiv vereinfachen, was dem Gesamtmarkt wiederum deutliche Wachstumspulse liefern dürfte.

- Aufgrund der hohen Ertragskraft, der Net-Cash Position sowie der vorteilhaften Aktionärsstruktur ist u.E. ebenfalls ein attraktiver Übernahmekandidat in einem Markt, der seither vor einer regen M&A Aktivität geprägt ist (siehe Grafik auf der Folgeseite).

M&A-Entwicklung im Smart Home-Markt 2013-2017



Quelle: www.cbinsights.com

Risiken

- Das von verschiedenen Quellen erwartete starke Marktwachstum der IoT-Branche könnte vermehrt Wettbewerber anlocken und somit das Wachstumstempo von Allterco verlangsamen sowie Druck auf die Marge ausüben.
- Weiterführende Beeinträchtigungen der weltweiten Lieferketten könnten auch bei Allterco zu Produktionsunterbrechungen und damit einhergehend geringerem Wachstum führen. Insbesondere die hohe Abhängigkeit von Chips stellt u.E. im aktuellen Umfeld ein relevantes Risiko dar.
- Da die IoT-Branche u.E. sehr schnelllebig ist, besteht das Risiko, dass das Unternehmen im Fall einer zu langsamen Adaption von technologischen Veränderungen und Trends im kompetitiven Umfeld Marktanteile verliert.
- Viele Smart Home-Produkte werden über die marktbeherrschenden Smart-Boxen von Apple, Amazon und Google angesteuert, die quasi eine Gate-Keeper-Rolle in den Haushalten übernehmen. Ein Ausschluss aus diesen Plattformen könnte den Marktzugang für Allterco stark beeinträchtigen.
- Die erfolgreiche Expansion von Allterco hängt von der Rekrutierung von entsprechend qualifiziertem Personal ab, was sich am aktuellen Arbeitsmarkt schwieriger als erwartet darstellen könnte.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von Allterco anhand eines DCF-Modells und eines historischen EV/EBIT- und PE-Multiples für das Jahr 2023e durchgeführt und anschließend zur Plausibilisierung einer Peergroup-Analyse bedient.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die visiblen mittelfristigen Wachstumsperspektiven, die sich aus der starken Wettbewerbsposition von Allterco in dem stark wachsenden Markt für Smart Home-Produkte ergeben. Bis zum Jahr 2025 rechnen wir daher mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 33% p.a. In der Grobprognose gehen wir aufgrund des zunehmenden Reifegrades des Marktes von einem Rückgang der Wachstumsdynamik aus und unterstellen für die Ermittlung des Terminal Value eine ewige Wachstumsrate von 2,5%.

Nach dem deutlichen Aufbau von Strukturkosten im laufenden Jahr und einem daraus resultierenden Rückgang der EBIT-Marge auf knapp 23% prognostizieren wir aufgrund von Skaleneffekten eine Rückkehr zu einer EBIT-Marge von 25% bis 2025. Langfristig halten wir eine EBIT-Marge von 20% für erreichbar.

Die Steuerquote liegt aktuell auf Konzernebene auf einem Niveau von ca. 15%, sollte sich aber durch den steigenden Anteil der Umsätze in den Tochtergesellschaften in Deutschland und den USA sukzessive auf ein Niveau von ca. 20% bis 2025 erhöhen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 25% und einem Beta von 1,3 ergibt sich ein WACC von 9,65%.

Auf Basis dieser Annahmen gelangen wir zu einem fairen Wert pro Aktie von 28,18 Lew.

DCF Modell

Angaben in Mio. Lew	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
Umsatz	83,0	112,0	150,0	195,0	243,8	280,3	308,3	316,1
<i>Veränderung</i>	39,5%	34,9%	33,9%	30,0%	25,0%	15,0%	10,0%	2,5%
EBIT	19,0	26,5	36,8	48,8	60,9	65,9	67,8	63,2
<i>EBIT-Marge</i>	22,9%	23,7%	24,5%	25,0%	25,0%	23,5%	22,0%	20,0%
NOPAT	16,0	22,0	30,1	39,5	49,4	53,4	54,9	51,8
Abschreibungen	1,7	2,5	3,6	5,8	7,3	7,6	7,5	7,7
<i>in % vom Umsatz</i>	2,0%	2,2%	2,4%	3,0%	3,0%	2,7%	2,4%	2,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-10,8	-4,6	-9,8	-15,7	-12,3	-9,3	-2,8	-0,7
- Investitionen	-5,8	-6,7	-7,5	-7,8	-9,8	-8,4	-7,7	-7,9
<i>Investitionsquote</i>	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	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)	1,1	13,2	16,4	21,8	34,6	43,3	51,9	50,9
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	1,0	11,6	13,2	15,9	23,1	26,3	28,8	359,5
Kumuliert	1,0	12,6	25,7	41,7	64,7	91,0	119,8	479,3

Wertermittlung (Mio. Lew)

Total present value (Tpv)	479,3
Terminal Value	359,5
Anteil vom Tpv-Wert	75%
Verbindlichkeiten	2,6
Liquide Mittel	30,5
Eigenkapitalwert	507,2

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2022-2025	32,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2022-2028	24,4%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2029	2,5%
EBIT-Marge	2022-2025	24,0%
EBIT-Marge	2022-2028	23,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2029	20,0%

Aktienzahl (Mio.)	18,00
Wert je Aktie (Lew)	28,18
+Upside / -Downside	57%
Aktienkurs (Lew)	17,90

Modellparameter

Fremdkapitalquote	25,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,30
WACC	9,6%
ewiges Wachstum	2,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Lew)

ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,15%	24,51	25,55	26,12	26,73	28,09
9,90%	25,37	26,50	27,12	27,78	29,26
9,65%	26,28	27,51	28,18	28,91	30,52
9,40%	27,26	28,59	29,33	30,12	31,90
9,15%	28,31	29,76	30,56	31,43	33,39

Sensitivität Wert je Aktie (Lew)

EBIT-Marge ab 2029e

WACC	19,50%	19,75%	20,00%	20,25%	20,50%
10,15%	25,66	25,89	26,12	26,35	26,58
9,90%	26,63	26,88	27,12	27,36	27,60
9,65%	27,67	27,93	28,18	28,44	28,69
9,40%	28,79	29,06	29,33	29,60	29,86
9,15%	30,00	30,28	30,56	30,84	31,13

Quelle: Montega

Peergroup-Analyse

Die Peergroup besteht aus börsennotierten Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Bereich Smart Home. Auf Basis der Prognosen für 2023e indizierte die Peer Group eine Bewertungsbandbreite von 10,50 bis 24,20 Lew pro Aktie. Aufgrund der starken Wettbewerbsposition und der folglich starken Wachstums- und Ertragsperspektiven von Allterco sehen wir einen Aufschlag gegenüber der Peergroup als gerechtfertigt an.

Peergroup Allterco JSCO

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			KGV		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Somfy SA	134,40	2,51	2,38	2,23	18,09	17,13	16,17
Vivint Smart Home, Inc.	4,54	2,23	2,06	1,87	neg.	neg.	neg.
Resideo Technologies, Inc.	21,82	0,69	0,66	0,63	9,08	8,17	6,94
Haier Smart Home Co., Ltd.	24,95	0,84	0,77	0,72	15,39	13,34	11,65
Synaptics Incorporated	136,20	3,27	2,99	2,71	10,18	10,21	9,10
Alarm.com Holdings, Inc.	69,14	3,98	3,73	n.a.	36,84	32,01	n.a.
Sonos, Inc.	20,72	1,06	0,99	0,87	11,81	10,40	9,07
Mittelwert		2,08	1,94	1,50	16,90	15,21	10,59
Allterco JSCO	17,9	3,55	3,55	2,63	20,34	14,67	10,72
Potenzial		-41%	-45%	-43%	-17%	4%	-1%
Fairer Wert je Aktie		11,20	10,50	10,90	14,90	18,60	17,70

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Somfy SA	3980,1	10,70	10,09	9,33	13,24	12,52	11,61
Vivint Smart Home, Inc.	3577,4	4,87	4,46	3,82	neg.	neg.	neg.
Resideo Technologies, Inc.	4528,6	5,46	4,87	4,28	6,42	5,88	5,08
Haier Smart Home Co., Ltd.	209996,6	9,34	8,24	7,26	11,76	10,27	8,82
Synaptics Incorporated	5685,6	9,76	8,66	7,40	8,80	8,05	7,40
Alarm.com Holdings, Inc.	3336,8	22,38	19,52	n.a.	63,49	48,21	n.a.
Sonos, Inc.	2082,4	7,04	6,20	5,09	8,13	7,12	5,93
Mittelwert		9,94	8,86	6,20	18,64	15,34	7,77
Allterco JSCO	294,3	14,24	10,14	7,29	15,48	11,09	8,01
Potenzial		-30%	-13%	-15%	20%	38%	-3%
Fairer Wert je Aktie		13,00	15,80	15,40	21,20	24,20	17,40

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Allterco ist eine Aktiengesellschaft bulgarischen Rechts (JSCo) 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 von Allterco 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 von Allterco 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 Allterco 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 von Allterco.

Key Facts

Ticker	A4L	Umsatz	59,5 Mio. BGN / 30,4 Mio. Euro
Sektor	Technologie	EBIT	18,7 Mio. BGN / 9,6 Mio. Euro
Mitarbeiter	90	EBIT-Marge	31,4%

Kernkompetenz Entwicklung, Produktion sowie Vermarktung von qualitativ hochwertigen IoT-Produkten insbesondere im Bereich Smart Home

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

Regionen DACH (42%), Südeuropa (28%), Nordeuropa (11%), restliches Europa (9%), RoW (6%)

Quelle: Unternehmen

Stand: 31.12.2021

Organisationsstruktur

Muttergesellschaft der Gruppe ist die Allterco JSCo mit Sitz in Sofia. Zur Holding gehören insgesamt fünf Tochtergesellschaften, die alle vollkonsolidiert werden und zu 100% im Besitz der Allterco JSCo sind. Die Standorte der Gesellschaften sind auf Bulgarien, Deutschland und die USA verteilt. Insgesamt beschäftigt Allterco ca. 90 Mitarbeiter (per Ende FY 2021), 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

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 2003** Gründung von Teracomm Ltd. im Bereich Telekommunikationsdienste
- 2012** Gründung der heutigen Holdinggesellschaft Allterco JSCo 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
- 2022** LOI zum Erwerb des slowenischen IoT-Anbieters GOAP d.o.o.

Produkte

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

Auswahl von Smart Home-Produkten der Marke Shelly



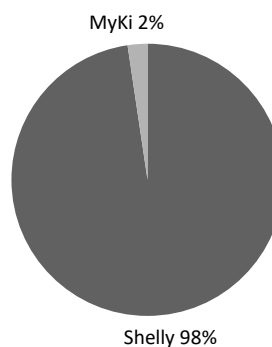
Quelle: Unternehmen

Allterco's 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 Allterco 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 Allterco 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 von Allterco



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.

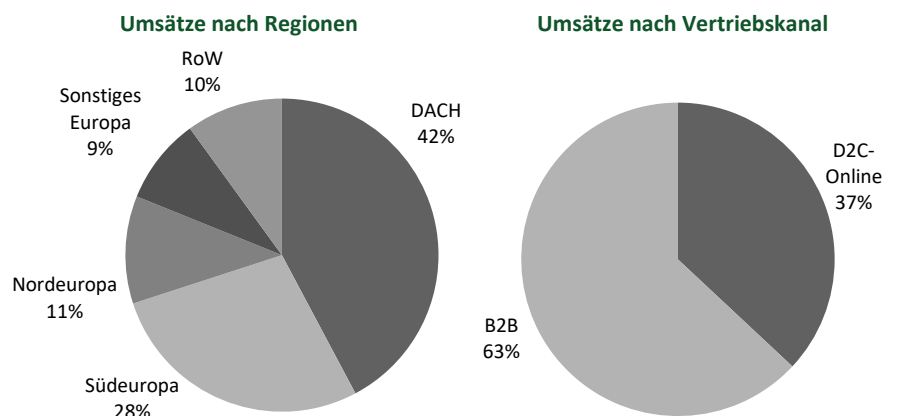
Die Entwicklung der Produkte von Allterco erfolgt zum überwiegenden Teil in Sofia. Besonders wichtige Teile der Rohmaterialien – vor allem die Chips – beschafft Allterco selbst und stellt diese den Lieferanten in Asien zur Verfügung. Die Beschaffung erfolgt fast

ausschließlich in China bei einer Handvoll Kernlieferanten (Top-5-Lieferanten > 90% des Materialaufwands). Allterco ist immer 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 Allterco in der DACH-Region (42%) sowie in Südeuropa (28%). Mit nur rund 11% folgt der nordeuropäische Markt, den das Unternehmen in den nächsten Jahren jedoch ausbauen möchte. Weitere 9 bzw. 10% entfallen auf das restliche Europa bzw. den Rest der Welt (RoW). Allterco 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

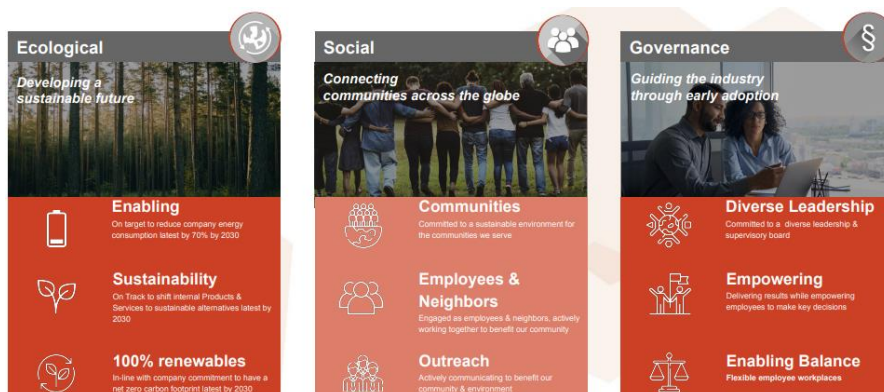
Der Vertrieb erfolgt derzeit zu knapp 40% über die eigenen Websites von Shelly und MyKi (D2C-Online). In den kommenden Quartalen soll der D2C-Vertrieb spürbar professionalisiert werden. Dies beginnt mit dem Relaunch der Webshops in allen relevanten Sprachen. Parallel werden aber auch die Backend-Prozesse 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. Allterco geht davon aus, dass derzeit nur ca. 20% des B2B-Umsatzes bzw. 10% des Gesamtumsatzes weltweit mit Elektrikern generiert wird. Im Bereich der professionellen Anwender steckt ebenfalls ein großes Wachstumspotenzial. So verhandelt Allterco derzeit mit den wesentlichen Elektrogroßhändlern für ein Listing der Shelly-Produkte.

ESG-Positionierung

Im Einklang mit dem Produktportfolio von Allterco, 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 Allterco 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 von Allterco zusammen.

ESG-Zielsetzung von Allterco



Quelle: Unternehmen

Management

Die Allterco JSCo 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.



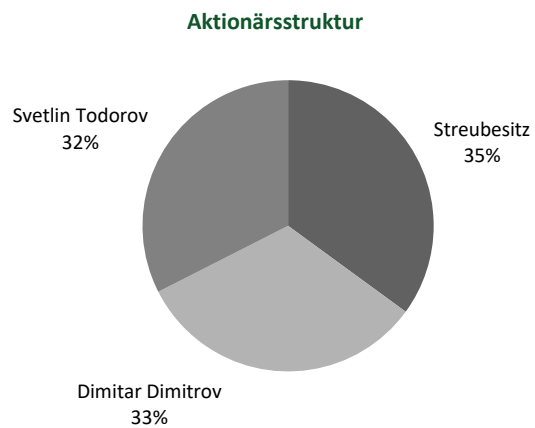
Dimitar Dimitrov ist Gründer von Allterco, CEO der bulgarischen Holdinggesellschaft Allterco JSCo und mit rund 33% einer der größten Einzelaktionäre. Neben administrativen Themen auf Konzernebene ist Herr Dimitrov vor allem für den Bereich Forschung und Entwicklung verantwortlich. Zuvor gründete Herr 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 Allterco JSCo 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

G&V (in Mio. Lew) Allterco JSCO	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	33,3	46,3	59,5	83,0	112,0	150,0
Herstellungskosten	19,6	24,6	26,7	41,5	57,1	78,0
Bruttoergebnis	13,7	21,7	32,8	41,5	54,9	72,0
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,4	0,5	2,7	3,7	5,0	6,8
Verwaltungskosten	7,8	8,7	12,2	18,5	23,3	28,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,6	1,1	0,7	1,1	1,1	1,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	1,0	1,5	0,8	1,1	1,5
EBITDA	1,1	13,4	19,8	20,7	29,0	40,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,6	0,5	0,8	1,1	1,8
EBITA	0,5	12,8	19,2	19,8	27,9	38,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,5	0,8	1,3	1,8
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,1	12,4	18,7	19,0	26,5	36,8
Finanzergebnis	8,2	2,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,3	14,9	18,7	18,9	26,5	36,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	8,3	14,9	18,7	18,9	26,5	36,7
EE-Steuern	1,0	1,5	2,8	3,0	4,5	6,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,3	13,4	16,0	15,9	22,0	30,1
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,3	13,4	16,0	15,9	22,0	30,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	7,3	13,4	16,0	15,9	22,0	30,1

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

G&V (in % vom Umsatz) Allterco JSCO	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	58,9%	53,2%	44,9%	50,0%	51,0%	52,0%
Bruttoergebnis	41,1%	46,8%	55,1%	50,0%	49,0%	48,0%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	1,28%	1,17%	4,53%	4,50%	4,50%	4,50%
Verwaltungskosten	23,28%	18,77%	20,45%	22,30%	20,80%	19,00%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,82%	2,41%	1,20%	1,30%	1,00%	1,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,55%	2,19%	2,52%	1,00%	1,00%	1,00%
EBITDA	3,2%	28,9%	33,2%	24,9%	25,9%	26,9%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,6%	1,2%	0,9%	1,0%	1,0%	1,2%
EBITA	1,6%	27,7%	32,3%	23,9%	24,9%	25,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3%	1,1%	0,9%	1,0%	1,2%	1,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,3%	26,7%	31,4%	22,9%	23,7%	24,5%
Finanzergebnis	24,7%	5,6%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	25,0%	32,3%	31,5%	22,8%	23,6%	24,4%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	25,0%	32,3%	31,5%	22,8%	23,6%	24,4%
EE-Steuern	3,0%	3,3%	4,6%	3,6%	4,0%	4,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	21,9%	29,0%	26,8%	19,2%	19,6%	20,0%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,9%	29,0%	26,8%	19,2%	19,6%	20,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	21,9%	29,0%	26,8%	19,2%	19,6%	20,0%

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

Bilanz (in Mio. Lew) Allterco JSCo	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,5	6,4	3,4	3,4	3,2	2,9
Sachanlagen	4,5	5,1	4,8	8,9	13,4	17,6
Finanzanlagen	3,1	6,6	2,7	2,7	2,7	2,7
Anlagevermögen	14,1	18,1	10,9	15,0	19,3	23,2
Vorräte	1,3	3,7	7,6	11,9	12,4	16,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,4	13,9	19,2	26,2	30,7	37,0
Liquide Mittel	10,9	26,1	30,5	27,9	37,9	49,9
Sonstige Vermögensgegenstände	8,0	3,9	4,3	4,3	4,3	4,3
Umlaufvermögen	25,7	47,6	61,5	70,3	85,2	107,8
Bilanzsumme	39,8	65,6	72,4	85,3	104,5	131,0
PASSIVA						
Eigenkapital	30,2	57,1	65,6	77,9	96,7	122,4
Anteile Dritter	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	0,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,9	3,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,4	1,5	1,5	2,1	2,5	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten	5,0	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Verbindlichkeiten	9,4	8,8	6,8	7,4	7,8	8,6
Bilanzsumme	39,8	65,6	72,4	85,3	104,5	131,0

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Allterco JSCo	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	16,4%	9,8%	4,7%	4,0%	3,0%	2,2%
Sachanlagen	11,4%	7,7%	6,6%	10,5%	12,8%	13,5%
Finanzanlagen	7,7%	10,0%	3,7%	3,1%	2,6%	2,0%
Anlagevermögen	35,5%	27,5%	15,0%	17,6%	18,5%	17,7%
Vorräte	3,2%	5,6%	10,4%	14,0%	11,9%	12,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,6%	21,3%	26,5%	30,7%	29,4%	28,2%
Liquide Mittel	27,5%	39,7%	42,2%	32,7%	36,2%	38,1%
Sonstige Vermögensgegenstände	20,2%	6,0%	5,9%	5,0%	4,1%	3,3%
Umlaufvermögen	64,5%	72,5%	85,0%	82,4%	81,6%	82,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	75,9%	87,1%	90,6%	91,3%	92,5%	93,4%
Anteile Dritter	0,3%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	0,4%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,4%	4,6%	3,6%	3,0%	2,5%	2,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,5%	2,4%	2,1%	2,5%	2,4%	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	12,4%	4,6%	3,8%	3,2%	2,6%	2,1%
Verbindlichkeiten	23,7%	13,4%	9,4%	8,7%	7,5%	6,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

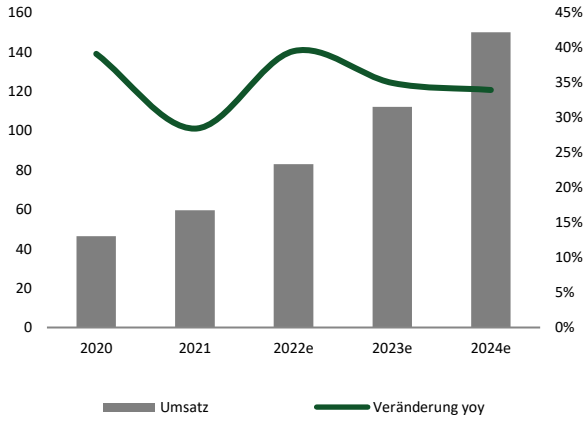
Kapitalflussrechnung (in Mio. Lew) Allterco JSCO	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	7,3	13,4	16,0	15,9	22,0	30,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,5	0,8	1,1	1,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,5	0,8	1,3	1,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	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	8,3	14,5	17,0	17,6	24,4	33,7
Veränderung Working Capital	-1,9	-10,4	-8,9	-10,8	-4,6	-9,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	6,4	4,1	8,1	6,8	19,8	23,9
CAPEX	-1,8	-2,9	-1,6	-5,8	-6,7	-7,5
Sonstiges	10,1	4,8	2,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	8,3	1,9	0,5	-5,8	-6,7	-7,5
Dividendenzahlung	0,0	-0,2	-3,4	-3,6	-3,2	-4,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-3,7	9,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-3,7	9,2	-4,1	-3,6	-3,2	-4,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	10,9	15,2	4,5	-2,6	9,9	12,0
Endbestand liquide Mittel	11,4	26,1	30,5	27,9	37,9	49,9

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

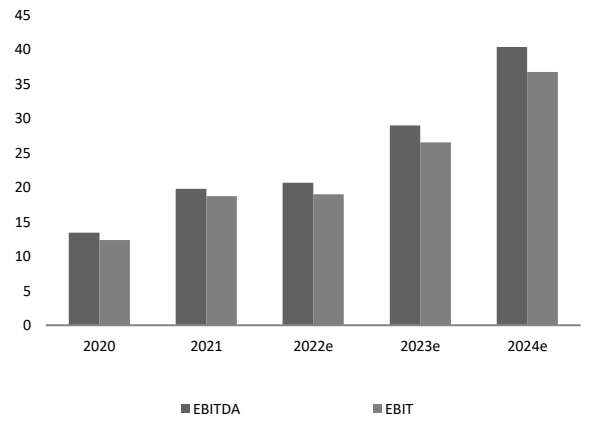
Kennzahlen Allterco JSCO	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	41,1%	46,8%	55,1%	50,0%	49,0%	48,0%
EBITDA-Marge (%)	3,2%	28,9%	33,2%	24,9%	25,9%	26,9%
EBIT-Marge (%)	0,3%	26,7%	31,4%	22,9%	23,7%	24,5%
EBT-Marge (%)	25,0%	32,3%	31,5%	22,8%	23,6%	24,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	21,9%	29,0%	26,8%	19,2%	19,6%	20,0%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	0,3%	43,0%	51,5%	42,2%	46,6%	53,9%
ROE (%)	25,3%	44,3%	28,1%	24,2%	28,2%	31,1%
ROA (%)	18,4%	20,5%	22,0%	18,6%	21,0%	23,0%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Lew)	-7,8	-21,9	-28,0	-25,4	-35,3	-47,3
Net Debt / EBITDA	-7,4	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	4,5	1,2	6,5	1,0	13,1	16,4
Capex / Umsatz (%)	5%	6%	3%	7%	6%	5%
Working Capital / Umsatz (%)	22%	26%	36%	39%	36%	32%
Bewertung						
EV/Umsatz	8,8	6,4	4,9	3,5	2,6	2,0
EV/EBITDA	279,5	21,9	14,9	14,2	10,1	7,3
EV/EBIT	3306,5	23,8	15,7	15,5	11,1	8,0
EV/FCF	64,7	245,8	45,0	297,0	22,4	18,0
KGV	36,5	19,9	20,1	20,3	14,7	10,7
KBV	10,7	5,6	4,9	4,1	3,3	2,6
Dividendenrendite	0,0%	0,6%	1,1%	1,0%	1,4%	1,9%

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

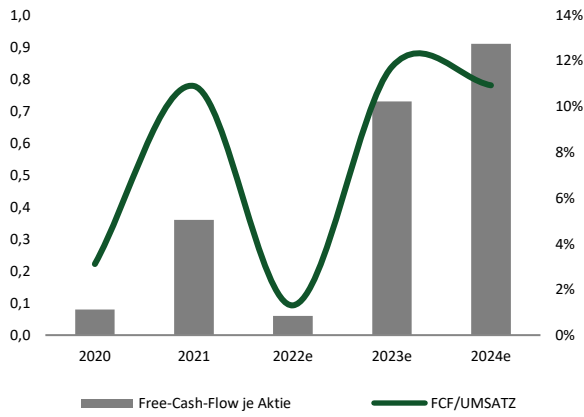
Umsatzentwicklung



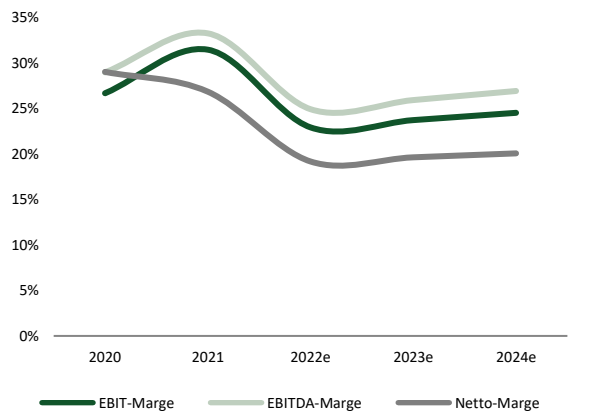
Ergebnisentwicklung



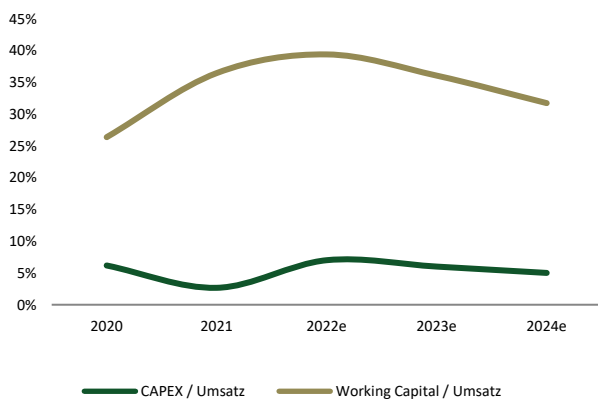
Free-Cash-Flow Entwicklung



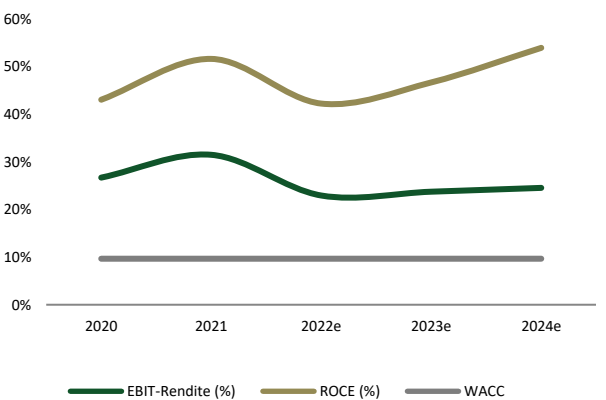
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	21.07.2022	17,90	28,00	+56%
