

Akt. Kurs (04.08.2023, 08:16, Hamburg): 5,65 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **7,00 (7,00) EUR**

**Branche:** Beteiligungsgesellschaften  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005176309  
**Reuters:** B9VG.H  
**Bloomberg:** B9V:GR

## Kurzportrait

Die Wurmtal Beteiligungen AG resultierte aus der im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung im Frühjahr 2020 beschlossenen Umfirmierung der ehemaligen Bavaria Venture Capital & Trade AG. Ziel des Unternehmens ist nun das Investment in etablierte Gesellschaften. Bisher ist die Wurmtal Beteiligungen AG zu jeweils 100 Prozent an der Kehmer Versicherungsmakler GmbH und der Gondorf Assekuranz Versicherungsmakler GmbH beteiligt.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	5,75 €	4,40 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	5,65 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	1.475.000	
<b>Streubesitz:</b>	42,4%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	8,334 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Erste Übernahme erfolgreich abgeschlossen

Neben der weiterhin erfolgreichen Entwicklung der Tochtergesellschaft Kehmer Versicherungsmakler GmbH brachte das am 30. April 2023 abgelaufene Geschäftsjahr 2022/23 auch die erste Übernahme nach der Neuausrichtung mit sich. Im März erfolgte der Erwerb der Gondorf Assekuranz Versicherungsmakler GmbH aus Neuss rückwirkend zum 31. Dezember 2022. Die profitabel arbeitende Gesellschaft soll zu steigenden Gewinnen bei der Wurmtal Beteiligungen AG beitragen. Der Vorstand rechnet mit einer Steigerung des Gewinns je Aktie um mindestens 3 Cent per anno.

In den kommenden Jahren ist zudem auch mit einem weiteren Wachstum bei Gondorf zurechnen. Vor allem im Bereich Vertrieb verfügt das Unternehmen noch über hinreichend Potenzial. Zu diesem Zweck wurden die personellen Kapazitäten dort weiter ausgebaut. Ferner hat Wurmtal im Rahmen des Erwerbs auch einen qualifizierten Mitarbeiter von Gondorf übernommen.

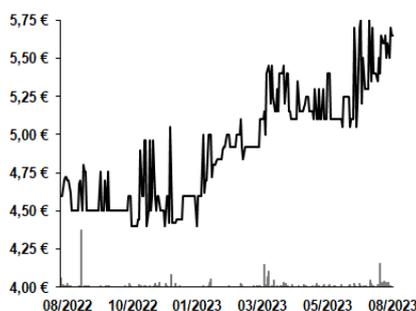
Wie vom Wurmtal-Management angestrebt, bedeutet die Übernahme jedoch keine Ruhestandsfinanzierung. Zwar erfolgte der Erwerb im Rahmen einer klassischen Nachfolgeregelung, der bisherige Geschäftsführer und Inhaber Thomas Gondorf wird dem Unternehmen aber noch bis mindestens Ende 2023 als Berater zur Verfügung stehen. Zudem führt er den neuen Vertriebsverantwortlichen auch bei den wichtigsten Kunden ein, um einen reibungslosen Übergang zu gewährleisten.

### Erneut erfreulicher Geschäftsverlauf

Im Geschäftsjahr 2022/23 fiel bei Umsatzerlösen von 42 (Vj. 0) TEUR ein Materialaufwand von 38 (0) TEUR an, woraus ein Rohergebnis von 4 (0) TEUR resultierte. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich auf 56 (43) TEUR und lagen damit weiter auf einem niedrigen Niveau.

Die Erträge aus Beteiligungen reduzierten sich von 867 auf 580 TEUR. Dabei lagen die Erträge aus der Beteiligung an der Kehmer Versicherungsmakler GmbH mit 580 TEUR unter dem Vorjahreswert von 650 TEUR. Allerdings enthielt dieser auch eine Abführung aus dem Bilanzgewinn von Kehmer in Höhe von 118 TEUR. Bereinigt um diesen Effekt hat sich der Jahresüberschuss der Beteiligung somit auch im vergangenen Jahr weiter von 532 auf 580 TEUR erhöht.

Zudem wurden in den Erträgen aus Beteiligungen im Vorjahr auch Zuflüsse aus der Anlage in dem Immobilienfonds CS Euroreal verbucht. Diese wurden im Berichtszeitraum nun unter den Erträgen aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens von 179 (0) TEUR ausgewiesen.



## Kennzahlen

	21/22	22/23	23/24e	24/25e
<b>Roherg.</b>	0,0	4,1	4,0	4,0
<i>bisher</i>	---	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	-238,7	-132,8	-89,0	-91,0
<i>bisher</i>	---	-190,0	-52,0	-54,0
<b>Jahresüb.</b>	628,6	615,3	630,1	672,4
<i>bisher</i>	---	646,0	688,0	716,0
<b>Erg./Aktie</b>	0,43	0,42	0,43	0,46
<i>bisher</i>	---	0,44	0,47	0,49
<b>Dividende</b>	0,30	0,33	0,35	0,38
<i>bisher</i>	---	---	0,40	---
<b>Div.-Rend.</b>	5,3%	5,8%	6,2%	6,7%
<b>KGV</b>	13,3	13,5	13,2	12,4

Angaben in Tsd. Euro  
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26  
 Fax: 0211 / 17 93 74 - 44  
[t.renner@gsc-research.de](mailto:t.renner@gsc-research.de)

Nachdem der CS Euroreal sämtliche Immobilien veräußert hat, hält der Fonds, der durch die Commerzbank abgewickelt wird, nur noch liquide Mittel, die sukzessive ausgeschüttet werden. Im vergangenen Wurmtal-Geschäftsjahr schüttete der Fonds 0,88 (1,07) Euro je Anteil aus. Den daraus resultierenden Erträgen standen aufgrund des durch die Ausschüttung gesunkenen Börsenkurses der Fondsanteile Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens von 81 (195) TEUR gegenüber. Im Juni 2023 erfolgte eine weitere Ausschüttung in Höhe von 0,23 Euro je Anteil.

In Summe wies die Wurmtal Beteiligungen AG für das Geschäftsjahr 2022/23 schließlich einen Jahresüberschuss von 615 (629) TEUR aus. Dabei sank das Ergebnis je Aktie geringfügig auf 0,42 (0,43) Euro. Trotz des leichten Ergebnisrückgangs schlägt die Verwaltung der für den 15. September 2023 anberaumten Hauptversammlung eine 10-prozentige Erhöhung der Dividendenausschüttung auf 0,33 (0,30) Euro je Anteilsschein vor.

Mit dem restlichen Gewinnvortrag von 322 TEUR sowie der zum Bilanzstichtag vorhandenen Liquidität und den Wertpapieren in Höhe von insgesamt 1,35 Mio. Euro verfügt die Gesellschaft über eine hervorragende Basis für weitere Übernahmen. Allerdings müssen diese Zukäufe auch die Anforderungen an die Profitabilität erfüllen, um die derzeitige hohe Marge, die bei über 50 Prozent liegt, nicht zu verwässern.

Hinsichtlich der Bilanzstruktur zeigt sich zum 30. April 2023 ein äußerst solides Bild. Auf der Passivseite weist Wurmtal eine nahezu 100-prozentige Eigenkapitalquote aus. Dem Eigenkapital von 3,21 Mio. Euro stehen lediglich Rückstellungen von 18 TEUR gegenüber. Auf der Aktivseite entfällt der Löwenanteil auf Finanzanlagen in Höhe von 2,31 Mio. Euro sowie liquide Mittel von 863 TEUR. Die ausgewiesenen Forderungen beliefen sich zum Bilanzstichtag auf 58 TEUR.

### **GSC-Schätzungen sehen weiteres Ertragspotenzial**

Nachdem die Abführung von Kehmer aufgrund der im Vorjahr erfolgten Ausschüttung des größten Teils des Bilanzgewinns wie von uns erwartet im Berichtszeitraum geringer ausgefallen ist, rechnen wir für 2023/24 wieder mit einer steigenden Abführung. Zudem gehen wir auch von Zuflüssen aus der erworbenen Beteiligung an Gondorf aus.

In Summe sehen wir daher beim Beteiligungsergebnis einen Anstieg auf 665 TEUR. Die Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzergebnisses haben wir mit 65 TEUR deutlich niedriger als im Vorjahr angesetzt, da die jüngste Ausschüttung des CS Euroreal mit 0,23 Euro je Anteil geringer ausfiel. Entsprechend prognostizieren wir aber auch mit 35 TEUR deutlich niedrigere Abschreibungen. Auf dieser Basis verorten wir den Jahresüberschuss 2023/24 nach Steuern bei 630 TEUR entsprechend 0,43 Euro je Aktie. Dabei können wir uns eine weitere Anhebung der Dividendenausschüttung auf 0,35 Euro je Anteilsschein vorstellen.

Im kommenden Geschäftsjahr 2024/25 erwarten wir einen weiteren Anstieg des Beteiligungsergebnisses auf 710 TEUR. Die Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens haben wir stabil mit 65 TEUR angesetzt. Analog dazu gehen wir auch bei den Abschreibungen von einem unveränderten Wert von 35 TEUR aus. Bei einer nahezu unveränderten Kostenbasis sehen wir beim Jahresüberschuss nach Steuern einen Zuwachs von 6,7 Prozent auf 672 TEUR entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,46 Euro. Darauf basierend prognostizieren wir eine weitere Dividendenanhebung auf 0,38 Euro je Anteilsschein.

### **Bewertung und Fazit**

Die Neuausrichtung der Wurmtal Beteiligungen AG stellt sich weiterhin als voller Erfolg dar. Schon durch die Übernahme der Kehmer Versicherungsmakler GmbH war es der Gesellschaft möglich, erfreuliche Ergebnisse auszuweisen und attraktive Dividenden an die Anleger auszuzahlen. Im März 2023 kam nun die Gondorf Assekuranz Versicherungsmakler GmbH hinzu, die ebenfalls einen nachhaltigen Ergebnisbeitrag liefert.

Mit der gut gefüllten Kasse dürften sich der Gesellschaft auch in Zukunft weitere attraktive Zukaufmöglichkeiten eröffnen, speziell hinsichtlich der Thematik Nachfolgeregelung. Dies sollte für weitere Gewinnsteigerungen sorgen, zumal das Geschäftsmodell auch recht gut skalierbar ist. Angesichts der Inflation dürfte zudem das Prämienvolumen der Tochtergesellschaften schneller wachsen als der Kostenblock.

Nachdem die Wurmtal-Aktie seit unserem Research aus Ende Juni 2022 bis Mitte März 2023 bereits um rund 23 Prozent zugelegt hat, kletterte die Notierung seither weiter um knapp 4 Prozent. Trotzdem bietet das Papier auf dem aktuellen Niveau auf Basis des Dividendenvorschlags immer noch eine stattliche Ausschüttungsrendite von 5,8 Prozent.

Und in den kommenden Jahren sehen wir selbst ohne Zukäufe weiteres Steigerungspotenzial bei der Dividende. In unseren Schätzungen sind jedoch keine möglichen weiteren Übernahmen enthalten. Künftige Zukäufe könnten die Ergebnisse und Ausschüttungen sowie auch den Aktienkurs somit zusätzlich befeuern.

Auf Basis des veröffentlichten Zahlenwerks belassen wir unser Kursziel für den Anteilsschein der Wurmtal Beteiligungen AG bei 7,00 Euro. Dabei lautet unsere Einschätzung ebenfalls unverändert „Kaufen“. Auch wenn sich die Umsätze in der Aktie in den letzten Wochen belebt haben, sollten Orders angesichts des teilweise sehr geringen Handelsvolumens im Freiverkehr Hamburg immer mit einem Limit versehen werden.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Wurmtal Beteiligungen AG</b>					
in Tsd. € / Geschäftsjahr bis 30.04.	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e
<b>Rohergebnis</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Veränderung zum Vorjahr		0,0%	100,0%	-1,4%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	54,7	43,4	55,7	58,0	60,0
Veränderung zum Vorjahr		-20,6%	28,3%	4,2%	3,4%
<b>EBITDA</b>	<b>-54,7</b>	<b>-43,4</b>	<b>-51,6</b>	<b>-54,0</b>	<b>-56,0</b>
Veränderung zum Vorjahr		20,6%	-19,0%	-4,6%	-3,7%
Abschreibungen	0,0	195,3	81,2	35,0	35,0
Veränderung zum Vorjahr		100,0%	-58,4%	-56,9%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>-54,7</b>	<b>-238,7</b>	<b>-132,8</b>	<b>-89,0</b>	<b>-91,0</b>
Veränderung zum Vorjahr		-336,7%	44,3%	33,0%	-2,2%
Beteiligungsergebnis	491,4	867,3	580,0	665,0	710,0
Veränderung zum Vorjahr		76,5%	-33,1%	14,7%	6,8%
Finanzergebnis	14,0	0,0	178,7	65,0	65,0
Veränderung zum Vorjahr		-100,0%	100,0%	-63,6%	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>450,7</b>	<b>628,6</b>	<b>625,8</b>	<b>641,0</b>	<b>684,0</b>
Steuerquote	0,0%	0,0%	1,7%	1,7%	1,7%
Ertragssteuern	0,0	0,0	10,5	10,9	11,6
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>450,7</b>	<b>628,6</b>	<b>615,3</b>	<b>630,1</b>	<b>672,4</b>
Veränderung zum Vorjahr		39,5%	-2,1%	2,4%	6,7%
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>450,7</b>	<b>628,6</b>	<b>615,3</b>	<b>630,1</b>	<b>672,4</b>
Veränderung zum Vorjahr		39,5%	-2,1%	2,4%	6,7%
Gewichtete Gesamtanzahl der Aktien	1.361,0	1.475,0	1.475,0	1.475,0	1.475,0
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,33</b>	<b>0,43</b>	<b>0,42</b>	<b>0,43</b>	<b>0,46</b>

**Hinweis:** Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

## **Aktionärsstruktur**

Herren Harald und Hubert Kehmer	57,63%
Streubesitz	42,37%

## **Termine**

15.09.2023                      Ordentliche Hauptversammlung in Übach-Palenberg

## **Kontaktadresse**

Wurmtal Beteiligungen AG  
Carlstraße 50  
D-52531 Übach-Palenberg

Internet: [www.wurmtal-beteiligungen.de](http://www.wurmtal-beteiligungen.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Franz-Josef Lhomme

Tel.:        +49 (0)2451 / 91064 - 15

Fax:        +49 (0)2451 / 91064 - 16

E-Mail:    [info@wurmtal-beteiligungen.de](mailto:info@wurmtal-beteiligungen.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
17.03.2023	5,45 €	Kaufen	7,00 €
28.06.2022	4,42 €	Kaufen	6,50 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	68,2%	76,5%
Halten	29,5%	23,5%
Verkaufen	2,3%	0,0%

### Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Wurmtal Beteiligungen AG	1, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.