



03. Februar 2025

Reaktive Mischung

Alzchem vereint einzigartige Wettbewerbsqualität, starke Wachstumskatalysatoren und attraktive Bewertung

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	82,00 EUR
Kurspotenzial	27%
Aktien­daten	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	64,60
Aktienzahl (in Mio.)	10,2
Marketkap. (in Mio. EUR)	657,4
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	11,6
Enterprise Value (in Mio. EUR)	772,4
Ticker	XTRA:ACT
Guidance 2024	
Umsatzerlöse (in Mio. EUR)	ca. 570
EBITDA (in Mio. EUR)	> 100

Aktienkurs (EUR)



Aktionärsstruktur	
Freefloat	61,9%
LIVIA Corporate Development SE	23,0%
four two na GmbH	15,1%
-	-
-	-

Termine	
HIT	5. Februar 2025
GB 2024	28. Februar 2025
Q1 Bericht	30. April 2025

Prognoseanpassung			
	2024e	2025e	2026e
Umsatz (alt)	557,9	580,4	624,6
Δ	-	-	-
EBIT (alt)	77,8	84,5	97,1
Δ	-	-	-
EPS (alt)	4,97	5,54	6,45
Δ	-	-	-

Analyst	
Patrick Speck, CESGA	
+49 40 41111 37 70	
p.speck@montega.de	

Publikation	
Initialstudie	03. Februar 2025

Reaktive Mischung

Als in der westlichen Welt einziger **vollintegrierter Hersteller chemischer Produkte entlang der "NCN-Kette"**, also organischer Erzeugnisse mit typischer Stickstoff(N)-Kohlenstoff(C)-Stickstoff(N)-Bindung, weist die Alzchem Group schon auf den ersten Blick eine besondere Marktpositionierung auf. Die vier als Verbundproduktion agierenden Fertigungsstandorte im bayerischen Chemiedreieck, der weit verzweigte Produktstammbaum von aktuell über 900 registrierten Marken sowie das aus jahrzehntelanger Forschungs- und Entwicklungsarbeit hervorgegangene Know-how mit derzeit mehr als 400 Patenten machen das Unternehmen auch darüber hinaus zu einem u.E. einzigartigen Player der chemischen Industrie.

Während die deutsche Chemiewirtschaft in den letzten Jahren spürbar Marktanteile verlor und sich insbesondere seit 2022 mit strukturellen Standortnachteilen durch hohe Energiepreise konfrontiert sieht, konnte Alzchem trotz stromintensiver Produktion mit dem **globalen Marktwachstum von rund 8% p.a.** (CAGR 2018-2023) Schritt halten. Hintergrund dessen ist die konsequente **strategische Fokussierung auf das Geschäftsfeld der Spezialchemie** (Segment Specialty Chemicals), das heute bereits für ca. 60% der Konzernerlöse und rund 90% des operativen Ergebnisses (EBITDA) steht. Hierüber bedient Alzchem als führender nicht-asiatischer Anbieter von beispielsweise Kreatin-Monohydrat für die Sport- und Fitnessszene oder den im zivilen und wehrtechnischen Bereich verwendeten Guanidinsalzen (u.a. Nitroguanidin) attraktive Nischen. So rechnen Marktexperten bei **Kreatin-Supplements bis 2030 mit Wachstum von ca. 18% p.a.**

Vor diesem Hintergrund baute Alzchem die Produktionskapazitäten für Kreatin zuletzt deutlich aus und plant überdies **bis Ende 2026 eine Verdoppelung der Nitroguanidin-Produktionskapazitäten in Deutschland.** Das mit Gesamt-CAPEX i.H.v. rund 140 Mio. EUR größte Investitionsprojekt der Unternehmenshistorie wird dabei maßgeblich durch EU-Subventionen und Zuschüsse seitens der Defense-Kunden finanziert, was die enorme sicherheitspolitische Bedeutung unterstreicht und Alzchem ohne zusätzliches Eigen- bzw. Fremdkapital auskommen lässt. Gleiches gilt im Falle einer Produktionsansiedlung in den USA, für die Alzchem bereits eine 150 Mio. USD-Förderzusage des U.S. Department of Defense erhalten hat, die wir wegen noch begrenzter Visibilität aber nicht einplanen.

Vielmehr sollte allein der Kapazitätsaufbau in Deutschland den profitablen Wachstumskurs der letzten Jahre weiter beschleunigen und den **Konzernumsatz bis 2027 auf rund 700 Mio. EUR** (CAGR 2023-2027e: 6,8%) bei einer **EBITDA-Marge von ca. 21%** (vs. 2023: 15,1%) treiben. Damit dürfte sich der Nettogewinn bis zum Ende der Detailplanungsphase dynamisch erhöhen (EPS 2027e: 7,55 EUR), sodass wir auch mit für ein Wachstumsunternehmen beachtlichen Dividendensteigerungen rechnen.

Angesichts dessen erachten wir auch die in 2024 bereits exzellente Kursperformance der Aktie (+116%) als noch längst nicht ausgereizt. Mit einem **EV/EBITDA 2025e von 6,9x bzw. einem KGV 2025 von 11,7x** ist Alzchem schon auf Basis der aktuellen Ertragslage nach wie vor moderat und mit **signifikantem Abschlag zur Peergroup** bewertet.

Fazit: Der Investment Case vereint hohe Qualität, starke Treiber und attraktive Multiples, woraus sich u.E. eine reaktive Mischung für weiteres Kurspotenzial ergibt. Wir nehmen Alzchem mit Rating "Kaufen" und einem Kursziel von 82,00 EUR neu in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	542,2	540,6	557,9	580,4	624,6
Veränderung yoy	28,4%	-0,3%	3,2%	4,0%	7,6%
EBITDA	61,4	81,4	103,8	111,4	130,5
EBIT	35,9	55,5	77,8	84,5	97,1
Jahresüberschuss	30,1	34,6	50,5	56,4	65,6
Rohertagsmarge	52,1%	58,6%	63,7%	64,0%	64,5%
EBITDA-Marge	11,3%	15,1%	18,6%	19,2%	20,9%
EBIT-Marge	6,6%	10,3%	14,0%	14,6%	15,6%
Net Debt	181,1	150,9	114,6	104,0	77,6
Net Debt/EBITDA	2,9	1,9	1,1	0,9	0,6
ROCE	11,9%	17,3%	24,7%	25,5%	27,3%
EPS	2,96	3,40	4,97	5,54	6,45
FCF je Aktie	-3,24	5,12	4,77	2,74	4,49
Dividende	1,05	1,20	1,70	1,90	2,20
Dividendenrendite	1,6%	1,9%	2,6%	2,9%	3,4%
EV/Umsatz	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	12,6	9,5	7,4	6,9	5,9
EV/EBIT	21,5	13,9	9,9	9,1	8,0
KGV	21,8	19,0	13,0	11,7	10,0
KBV	4,6	4,1	3,3	2,7	2,3

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 64,60 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

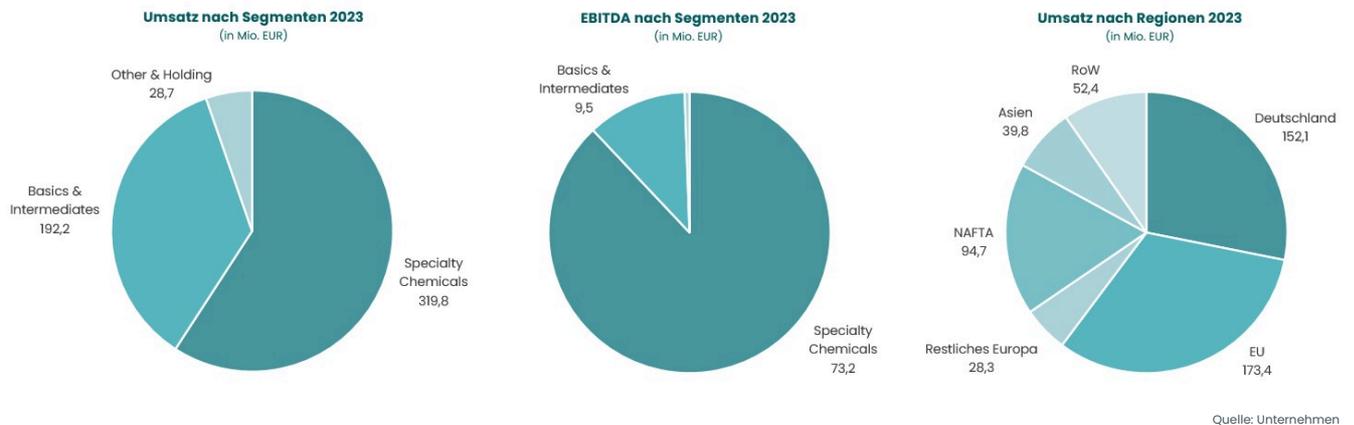
Executive Summary	2
Investment Case	4
Deutsche Chemiewirtschaft taumelt, Alzchem behauptet sich dank boomender Nischenmärkte	5
Trutzburg Trostberg: Geschäftsmodell durch tiefe Burggräben geschützt	9
Visible Katalysatoren bei Specialty Chemicals - Profitabler Wachstumskurs sollte andauern	14
Bilanzielle Stärke sticht im Industrievergleich heraus	19
Vorauszahlungen der NQ-Kunden lassen trotz hoher CAPEX attraktives Cashflow-Profil erwarten	20
Ankeraktionäre reduzieren nach Neubewertung ihren Anteil	21
Bewertungsniveau der Aktie nach wie vor günstig	21
Fazit	22
SWOT	23
Stärken	23
Schwächen	23
Chancen	23
Risiken	24
Bewertung	25
DCF-Modell	26
Peergroup-Analyse	27
Unternehmenshintergrund	29
Key Facts	29
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	29
Organisations- und Segmentstruktur	30
Märkte und Produkte	30
Management	32
Aktionärsstruktur	33
Financials	34
DCF-Modell	34
Gewinn- und Verlustrechnung	35
Bilanz	36
Kapitalflussrechnung und Kennzahlen	37
Disclaimer	38

Investment Case

Die Alzchem Group ist ein vollintegrierter Hersteller diverser chemischer Produkte, der in den letzten Jahren eine konsequente Transformation hin zur Spezialchemie vollzogen hat. Das Unternehmen agiert als Technologieführer für komplexe Verbindungen entlang der sogenannten Calciumcarbid-/Calciumcyanamid-Kette. Hierbei handelt es sich um organische Stoffe auf Basis von Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindungen, weshalb dieser Nischenmarkt entsprechend der Elementensymbole auch als "NCN-Chemie" bezeichnet wird. Als Ausgangsstoffe benötigt Alzchem hauptsächlich die Commodities Kalk, Koks (Kohlenstoff) und elektrische Energie (Strom), woraus sich ein weit verzweigtes Produktportfolio mit Anwendungsfeldern in zahlreichen Endmärkten wie der Nahrungs- und Futtermittelindustrie, der Landwirtschaft, der Pharmazie, der Stahlerzeugung, den Sektoren Erneuerbare Energien, Automotive und Aviation bis hin zu Defense ergibt.

Alzchem verfügt über einen historisch gewachsenen Produktionsverbund der vier Werke Trostberg, Hart, Schalchen und Waldkraiburg im südostbayerischen Chemiedreieck, die über eine eigene Schienenlogistik miteinander verbunden sind. Hinzu kommt seit 2014 eine Produktionsstätte im schwedischen Sundsvall (Nordic Carbide AB). Die vertikal integrierte Fertigung ermöglicht einen flexiblen Umgang mit Nachfrageänderungen in den diversifizierten Abnehmerbranchen, in denen Alzchem angesichts des spezifischen Produktangebots in der Regel eine führende Marktposition aufweist und zum Teil als einziger westlicher Hersteller auftritt (z.B. bei Kreatin, Creamino, Guanidinsalzen und Nitroguanidin).

Angesichts der hierzulande im internationalen Vergleich hohen Energie- und Rohstoffpreise sowie zusätzlicher CO₂-Kosten hat Alzchem in den letzten Jahren aus der Not eine Tugend gemacht und sich strategisch auf Wachstum im Geschäftssegment **Specialty Chemicals** fokussiert, das heute für rund 60% der Konzernumsätze und ca. 90% des operativen Ergebnisses (EBITDA) steht. Im Segment **Basics & Intermediates**, in dem Alzchem einem deutlich intensiveren Wettbewerb vor allem mit preisgünstigerer Konkurrenz aus Asien ausgesetzt ist und über keine vergleichbaren Alleinstellungsmerkmale verfügt, werden dabei sogar bewusst die Verkaufsmengen reduziert, sodass dessen Bedeutung in der Außenwirkung sukzessive abnimmt. Allerdings gehen die hier erzeugten Basisprodukte gemäß der Verbundproduktion entlang der NCN-Kette oftmals in den höhermargigen Spezialchemikalien auf. Das dritte Segment **Other & Holding** beinhaltet in erster Linie die Tätigkeiten von Alzchem als Betreiber der Chemieparcs in Trostberg und Hart.



Neben dem Heimatmarkt ist Alzchem als international aufgestelltes Unternehmen mit eigenen Vertriebsgesellschaften in den wichtigen Auslandsmärkten USA, China und Großbritannien präsent. Den "Standortnachteil" als energieintensiver Chemieproduzent mit Fertigungsschwerpunkt in Deutschland wiegt das Unternehmen mit seiner auf die Faktoren Produktqualität, Innovationskraft, Liefertreue und Nachhaltigkeit gestützten Unternehmensstrategie erfolgreich auf. Ausdruck dessen ist zum einen die in den vergangenen Jahren erzielte Wachstumsdynamik (Umsatz-CAGR 2018–2023: 7,6%), die signifikant oberhalb der Entwicklung des heimischen Chemiesektors verläuft, sowie zum anderen die gemessen am Konzernumsatz sukzessive auf mittlerweile >70% gesteigerte Auslandsquote.

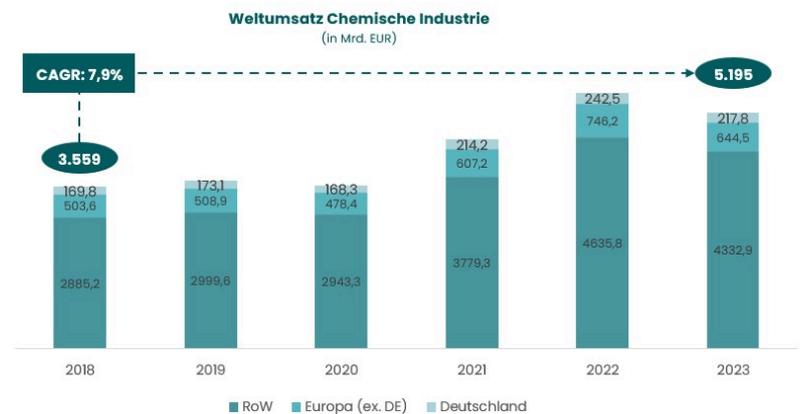
Vor dem Hintergrund des starken Produktportfolios mit Fokus auf globale Themen wie Bevölkerungswachstum, Gesundes Altern, Klimaschutz oder Sicherheit, einer traditionell intensiven F&E-Aktivität, permanenter Effizienzmaßnahmen sowie visibler Wachstumskatalysatoren durch umfangreiche Kapazitätserweiterungen gehen wir bei Alzchem von einer Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses über die kommenden Jahre hinweg aus.

Deutsche Chemiewirtschaft taumelt, Alzchem behauptet sich dank boomender Nischenmärkte



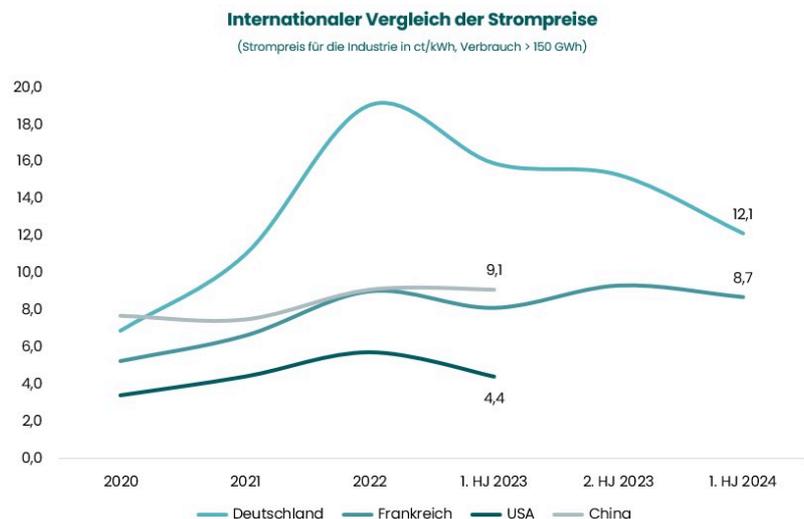
- Globaler Chemieumsatz wächst historisch um rund 8% p.a., Branchenumsatz in Deutschland hingegen seit 2022 rückläufig
- Deutsche Unternehmen angesichts hoher Energiekosten mit Standortnachteilen
- Nischenmärkte wie Kreatin, Creamino und Nitroguanidin von Wirtschaftsflaute entkoppelt

Als Anbieter chemischer Erzeugnisse ist Alzchem in einem zwar grundsätzlich zyklischen, aber gleichzeitig global strukturell wachsenden Gesamtmarkt aktiv. So legte der Weltumsatz der chemischen Industrie zwischen 2018 und 2023 – trotz zwischenzeitlicher Corona-Krise – mit einer CAGR von 7,9% auf zuletzt rund 5.195 Mrd. EUR zu. Die chemische Industrie in Deutschland nimmt dabei mit Gesamtumsätzen i.H.v. 218 Mrd. EUR zwar nach wie vor eine bedeutende Stellung ein (Weltmarktanteil: ca. 4,2%), verzeichnete über die letzten Jahre hinweg aber unterproportionales Wachstum (CAGR 2018–2023: 5,1%) und büßte demnach Marktanteile ein.

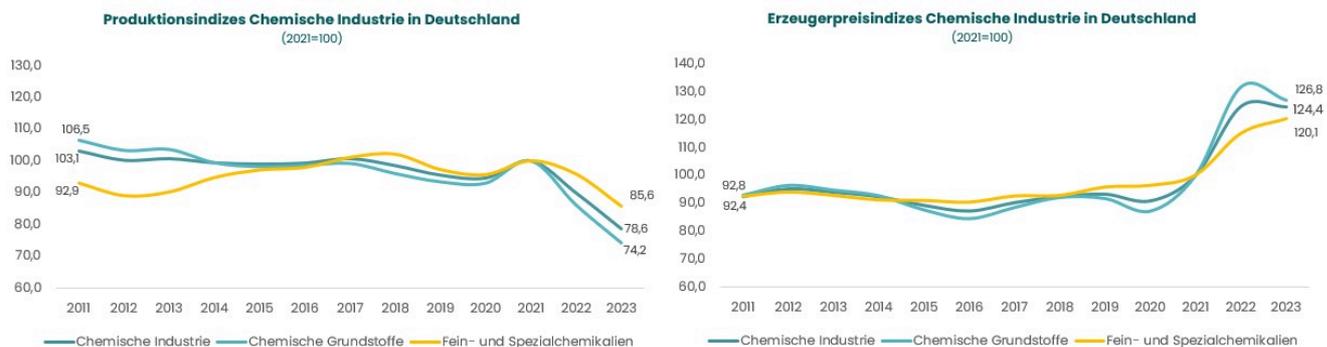


Derzeit befindet sich die Branche hierzulande laut dem Verband der Chemischen Industrie (VCI) sogar in einer "schweren Rezession". In 2023 ging der Branchenumsatz um rund 10% yoy auf besagte 218 Mrd. EUR zurück und für 2024 rechnete der VCI zuletzt mit einem weiteren Rückgang von 2% yoy. Die schwache Industriepreformance führt der Dachverband insbesondere auf die strukturellen Standortnachteile durch höhere Energiekosten der inländischen Betriebe zurück, die "im internationalen Vergleich [...] deutlich höhere Preise für Strom und Gas zahlen als andere Wettbewerber."

Nach Verbandsdaten lag der Industriestrompreis für hiesige Großverbraucher im ersten Halbjahr 2024 mit 12,1 Cent/kWh rund 39% über jenem im Nachbarland Frankreich, obwohl sich das Preisniveau gegenüber dem 2022 in direkter Folge des russischen Angriffs auf die Ukraine erreichten Spitzenwert bereits deutlich reduziert hatte. Im Standortwettbewerb mit außereuropäischen Vergleichsmärkten wie China und den USA rangieren die Stromkosten in Deutschland ebenfalls signifikant höher, während sie 2020 sogar noch knapp unterhalb des chinesischen Niveaus lagen.



Einhergehend mit dieser dramatisch verschlechterten Ausgangslage sanken auch die Produktionsvolumina der deutschen Chemieindustrie zuletzt spürbar und lagen in 2023 rund 21% unter dem Referenzwert des Jahres 2021, wobei sich der Teilssektor Fein- und Spezialchemie noch etwas besser behaupten konnte (-14% vs. 2021). Insbesondere in 2023 ging die Chemieproduktion deutscher Hersteller mit einem Minus von 12,6% yoy deutlich zurück, während die US-Chemie einen leichten Zuwachs von 1% yoy und China ein Plus von 9,5% yoy aufwies. Umgekehrt legten die Erzeugerpreise hierzulande branchenweit um rund 24% gegenüber 2021 zu. Der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit spiegelt sich in fehlenden Aufträgen und einer rückläufigen Auslastungsquote der Produktionskapazitäten wider. Diese lag in 2023 mit durchschnittlich 77% bereits deutlich unterhalb der laut VCI wirtschaftlich notwendigen Grundauslastung von 82% und reduzierte sich bis Q3/24 weiter auf 74,8%, womit selbst der Tiefstwert zu Zeiten des ersten Corona-Lockdowns unterschritten wurde.



Quelle: VCI

Hohe Energie- bzw. Stromkosten betreffen unmittelbar auch Alzchem, da der Konzern allein am größten Produktionsstandort in bayerischen Trostberg einen Energiebedarf von knapp 200 GWh pro Jahr aufweist. In 2024 wurden davon 133 GWh (66%) durch zugekaufte Energie in Form von Strom, Erdgas und Heizöl abgedeckt. Immerhin einen Teilbedarf deckt das Unternehmen selbst ab. So stammten weitere 54 GWh (27%) aus der energetischen Verwertung des am Standort Hart als Nebenprodukt anfallenden Carbidofengases. Durch die interne Wärmerückgewinnung konnte darüber hinaus der Zukauf von 20 GWh vermieden werden. Den konzernweiten Strombedarf (2024: ca. 489 GWh) bezieht Alzchem jedoch nahezu vollständig über die öffentlichen Stromnetze. Eine 2024 am Hauptsitz in Trostberg errichtete betriebseigene Photovoltaik-Anlage dient in erster Linie der Versorgung von Ladestationen für E-Autos auf dem Mitarbeiterparkplatz. Eine Eigenversorgung der Produktion ist angesichts der enormen Strommengen, die das Unternehmen benötigt, unrealistisch.

Im Gegensatz zu vielen anderen Branchenvertretern verzeichnet Alzchem aktuell aber keine vergleichbare Unterauslastung, sondern konnte die Kapazitäten in Teilbereichen vielmehr signifikant erhöhen bzw. plant weitere Kapazitätsausweitungen. Hintergrund dessen ist die eingeschlagene Spezialitätenstrategie sowie die vorteilhafte Verbund-Produktion, die flexible Anpassungen der Fertigungsmengen schwächer nachgefragter Produkte zugunsten stärker nachgefragter Produktbereiche zulässt.

Nischenmarkt Kreatin mit zweistelligen Wachstumsraten

Erweitert wurden die Kapazitäten insbesondere im Bereich Kreatin. Hierbei handelt es sich um eine körpereigene Substanz, die zum Teil in Leber, Nieren und Bauspeicheldrüse gebildet wird und für den Energiestoffwechsel von zentraler Bedeutung ist. Etwa 80 bis 130g Kreatin sind in der Skelettmuskulatur eines gesunden Menschen gespeichert. Der Körper benötigt Kreatin insbesondere bei kurzen und intensiven Bewegungen der Muskulatur und nimmt gewöhnlich einen Großteil des Bedarfs über die Nahrung auf. Allerdings enthalten nur Fleisch und Fisch größere Mengen an Kreatin (ca. 2-7 g pro kg), in Obst und Gemüse finden sich lediglich Spuren davon. Die Supplementierung von Kreatin kann daher bei stärkeren körperlichen Anstrengungen - wie beim Sport, bei mentalen Belastungen oder bei einer erhöhten Aktivität des Immunsystems - sinnvoll sein, vor allem für Vegetarier und Veganer.

Angesichts der erkannten Bedeutung für die körperliche Leistungsfähigkeit erfreut sich Kreatin nicht nur in der Fitnessszene einer schnell wachsenden Beliebtheit. Laut Grand View Research belief sich das Marktvolumen für Kreatin-Nahrungsergänzungsmittel in 2023 global auf 901,2 Mio. USD. Bis 2030 wird mit einem Anstieg auf rund 2.831 Mio. USD gerechnet (CAGR: 17,9%). Als Treiber gelten neben den Vorteilen der Kreatinergänzung zum Aufbau von Muskelmasse und Kraft auch ein allgemein steigendes Bewusstsein für Gesundheit und Bewegung, da eine sitzende Lebensweise und ungesunde Ernährung zum Anstieg von Zivilisationskrankheiten wie Diabetes, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Fettleibigkeit und Krebs beitragen.



Kreatin dürfte über die Sport- und Fitnesswelt hinaus mithin einen ähnlichen Siegeszug antreten wie Protein, das von Nahrungsmittelherstellern immer öfter als wesentlicher Makronährstoff beworben wird und mittlerweile sogar klassische Schokoriegel als "High Protein"-Variante auszeichnet.

Zeitenwende treibt Nachfrage nach Nitroguanidin

Außer dem wachsenden Interesse an Kreatin profitiert Alzchem auch von einem zuletzt starken Anstieg der Nachfrage nach Nitroguanidin (NQ). Nitroguanidin ist eine stabile energiereiche Verbindung, die neben der Landwirtschaft und der Automobilindustrie als Dual-Use-Produkt ebenso im Verteidigungssektor zur Anwendung kommt. In der zivilen Nutzung dient Nitroguanidin u.a. als Baustein moderner Pflanzenschutzmittel sowie Treibmittel für Gaskartuschen bei der Auslösung von Airbags, Gurtstraffern, aktiven Kopfstützen und Batterietrennvorrichtungen. In der Wehrtechnik wird Nitroguanidin insbesondere als Treibladung für Artilleriemunition vom Kaliber 155mm genutzt, die u.a. bei den Streitkräften der NATO-Staaten zum Einsatz kommt. Gegenüber anderen Treibladungen weist NQ den Vorteil auf, dass es relativ "kalt" explodiert (ca. 400 Grad Celsius), dadurch das Geschützrohr schont, längere Einsatzzeiten zulässt und weniger Mündungsfeuer verursacht.

155mm-Artillerieschosse und Treibladungen



Quelle: Rheinmetall, Montega

In Anbetracht der Waffenhilfen für die Ukraine und schwindender eigener Reserven vereinbarte die deutsche Bundeswehr im Juni 2024 die Erweiterung eines bestehenden Rahmenvertrags mit Rheinmetall über die Lieferung von 155mm-Artillerieschossen im Gesamtwert von bis zu 8,5 Mrd. EUR ab Anfang 2025. Für Rheinmetall als der weltweit führende Hersteller von Artillerieschossen bedeutete dies zugleich den größten Auftrag in der jüngeren Firmengeschichte. Im Zuge dessen errichtet der Rüstungs- und Technologiekonzern im niedersächsischen Unterlüß eine neue Munitionsfabrik, die anfänglich über eine Kapazität von 100.000 Geschossen pro Jahr verfügt und ab dem zweiten Jahr der Produktion 200.000 Geschosse p.a. fertigen soll. Zum Vergleich: Bis Ende 2024 wurden Schätzungen zufolge von den Unterstützerländern bereits rund eine Million Artillerieschossen an die ukrainische Armee geliefert.

Rheinmetall beabsichtigt, eine vollständige inländische Wertschöpfungskette entstehen zu lassen und den sogenannten "Full Shot" aus einer Hand anbieten zu können, also das Geschoss, den Zünder, die Sprengladung und die Treibladung. Dies ist aber nur ein Beispiel von vielen, in der gesamten Defense-Branche wird derzeit kräftig investiert. Vor diesem Hintergrund kündigte Alzchem im vergangenen Jahr eine Verdopplung der Produktionskapazitäten für Nitroguanidin an. Neben einer neuen NQ-Produktionsanlage in Deutschland sollen auch die bestehenden Anlagen zur Herstellung von Guanidinnitrat, dem Vorprodukt von Nitroguanidin, erneuert bzw. erweitert werden. Die Gesamtsumme für das in der Unternehmenshistorie bislang größte Investitionsprojekt beziffert das Unternehmen auf rund 140 Mio. EUR.

Die Inbetriebnahme der neuen Produktionskapazitäten soll voraussichtlich im zweiten Halbjahr 2026 erfolgen und ab 2027 einen über die Zeit ansteigenden Umsatz im oberen zweistelligen Mio.-Euro-Bereich nach sich ziehen. Dazu wurden laut Alzchem bereits Lieferverträge mit mehreren Kunden aus dem Verteidigungssektor abgeschlossen. Zudem leisten die Kunden durch nicht-rückzahlbare Vorauszahlungen einen wesentlichen Beitrag zur Finanzierung des Projekts, sodass Alzchem ohne wesentliches Fremd- oder Eigenkapital auskommen sollte. Hervorzuheben ist, dass diese Vorauszahlungen u.E. allein für eine vereinbarte Steigerung und Sicherung der Liefermengen getätigt werden und nicht die spätere Warenrechnung mindern. Nicht zuletzt wurde dem Unternehmen von der EU-Kommission im Rahmen des Förderinstruments "Act in Support of Ammunition Production" (ASAP) bereits ein Investitionszuschuss i.H.v. 34,4 Mio. EUR über zwei Jahre bewilligt.

Parallel zu den umfassenden Kapazitätserweiterungen in Deutschland plant Alzchem die Errichtung einer neuen NQ-Produktionstätte in den USA. Dazu wurde mit dem US-Verteidigungsministerium ein Vorvertrag abgeschlossen, der im ersten gemeinsamen Projektschritt aktuell die Standortsuche betrifft. Sofern bis Ende 2026 ein geeigneter Standort gefunden wird, wurde Alzchem eine Subvention i.H.v. 150 Mio. USD für den Bau der Anlage bis Ende 2029 zugesichert. Ein intern gebildetes Projektteam unter dem CSO Dr. Georg Weichselbaumer kümmert sich federführend um die US-Ansiedlung. Neben einem Green Field-Projekt werden hierfür auch M&A-Maßnahmen geprüft. Aufgrund der genannten Zuschüsse soll auch dieses Projekt ohne weitere Kapitalmaßnahmen durchgeführt werden können.

Eminex als potenzieller Game Changer beim Klimaschutz

Großes Marktpotenzial weist u.E. auch Eminex im Hinblick auf die Klimaziele auf. Eminex ist gemäß Alzchem ein absolutes Novum am Weltmarkt. Der Zusatzstoff für Gülle und Biogärreste wird von Landwirten während der Lagerung zugegeben und kann mit den dort üblicherweise entstehenden CO₂-, Methan- und Lachgasemissionen drei enorm klimaschädliche Treibhausgase (THG) dauerhaft um 90 bis 100% senken.

Alzchem beziffert das Emissionsreduktionspotenzial durch Eminex allein auf Basis der heute bereits vorhandenen Produktionskapazitäten auf etwa 4 bis 5 Mio. t CO₂-Äquivalente pro Jahr. Der gesamte Landwirtschaftssektor in Deutschland verursachte in 2024 THG-Emissionen i.H.v. knapp 60 Mio. t CO₂-Äquivalente, was rund 9% der deutschen Gesamtemissionen entsprach (Quelle: Agora Energiewende). Dies verdeutlicht die enorme Hebelwirkung, die sich der Branche im Hinblick auf das Ziel der Klimaneutralität durch Eminex bietet. Darüber hinaus verbessert das Additiv die Düngequalität und -wirkung der Gülle und steigert die Arbeitssicherheit und das Tierwohl durch die Reduzierung giftiger Schwefelwasserstoff-Emissionen im Stall.

Das Eminex-Geschäft befindet sich bei Alzchem gegenwärtig noch im Aufbau, wir trauen dem Produkt aber zu, zu einem weiteren "Blockbuster" für das Unternehmen zu werden, sobald die regulatorische CO₂-Bepreisung die Landwirtschaft erreicht oder sich mehr und mehr Betriebe auf Nachhaltigkeit fokussieren. Kurzfristig erachten wir jedoch vor allem eine anhaltende Nachfragedynamik bei Kreatin, Creamino und Nitroguanidin als zentrale Wachstumstreiber für Alzchem.

Die in den letzten Jahren trotz aller gesamtwirtschaftlicher Herausforderungen gezeigte Resilienz des Unternehmens führen wir aber nicht allein auf die Sonderkonjunktur in den dargestellten Nischenmärkten zurück. Vielmehr spiegelt sich darin u.E. auch die exzellente Wettbewerbsqualität von Alzchem wider.

Trutzburg Trostberg: Geschäftsmodell durch tiefe Burggräben geschützt

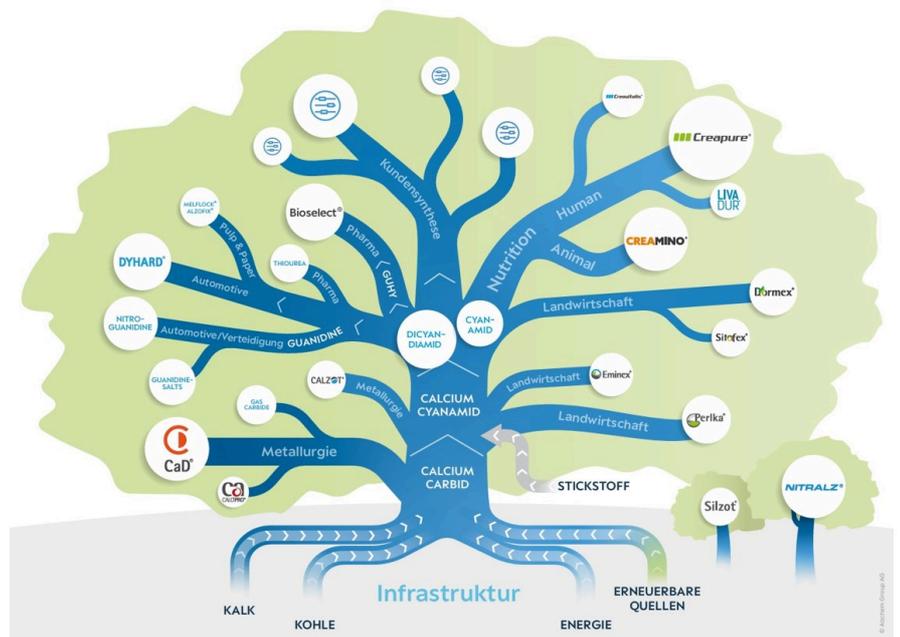


- Verbundproduktion, Diversifikation, Innovation und Nachhaltigkeit als die zentralen Erfolgsfaktoren von Alzchem
- Hohe Markteintrittsbarrieren durch Kapitalintensität des Geschäftsmodells, Patentschutz und Regulatorik
- Vielfältige Endmärkte bedeuten Resilienz gegen konjunkturelle Schwankungen; Top 10-Kunden stehen für nur rund 33% des Konzernumsatzes

Als NCN-Spezialist agiert Alzchem in der westlichen Welt gewissermaßen als letzter Vertreter dieser Sparte der Chemie, während sich die übrige Branche in den vergangenen Jahrzehnten nahezu vollständig in Richtung der Petrochemie, also der Herstellung von chemischen Produkten aus Erdöl und Erdgas, entwickelt hat. Allein diese Tatsache gepaart mit dem in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtenden Trend zur Entglobalisierung ("De-Risking") führt die herausragende Bedeutung des Unternehmens insbesondere für Kunden aus Europa und Nordamerika vor Augen. Die hohe Wettbewerbsqualität von Alzchem beruht u.E. darüber hinaus vor allem auf den folgenden vier Säulen.

- **Verbundproduktion:** Die Verbundproduktion ist u.E. das Herzstück von Alzchem. Gleich einem Baum ist sie ein über Jahrzehnte gewachsenes System, bei dem ein Produktionsabschnitt meist die Ausgangsbasis für den nächsten Fertigungsschritt bildet bzw. ein Erzeugnis als Rohstoff für das nächste Produkt dient. Möglich wird dies durch die räumliche Nähe der vier bayerischen Produktionsstätten. Alle wesentlichen Erzeugnisse des Unternehmens beruhen dabei auf den beiden Inputstoffen Kalk und Kohle unter der Zuführung von Stickstoff. Daraus ergeben sich vielfältige Synergien im Produktionsprozess sowie in der Forschung & Entwicklung.

Die Verbundproduktion von Alzchem



Des Weiteren ermöglicht die Verbundproduktion Alzchem eine hohe Unabhängigkeit von externen Lieferanten und erlaubt es, flexibel auf Nachfrageänderungen zu reagieren und größere Produktionsstillstände zu vermeiden. Die unteren Teile der NCN-Kette, also sozusagen der Baumstamm und die unteren Verästelungen, stellen dabei die Basis- und Zwischenprodukte in der Wertschöpfung dar (Segment Basics & Intermediates). Im oberen Bereich, der Baumkrone, finden sich die höherwertigen Spezialitäten (Segment Specialty Chemicals). Hier ist auch der Bereich Custom Manufacturing angesiedelt, in dem Alzchem für in der Regel größere Chemieunternehmen kundenspezifische Produkte nach Rezeptur fertigt. Diese Mehrzweckanlagen bedienen einen breit gefächerten Produktmix.

„Verbundsystem“ nach Segmenten

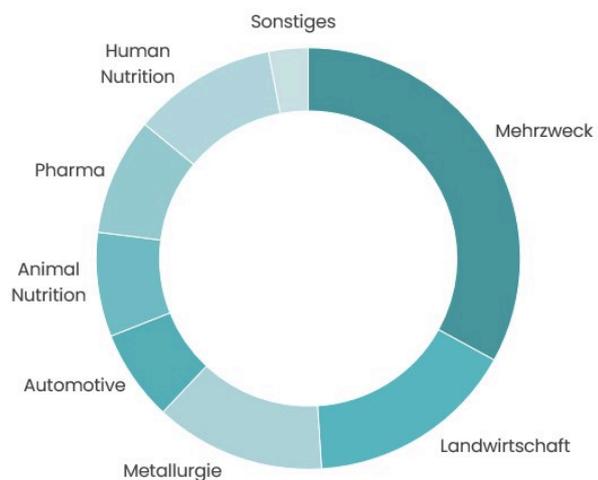


Quelle: Unternehmen

Für (potenzielle) Wettbewerber gestaltet sich ein Nachbau der gesamten Prozesskette aufgrund der hohen Kapitalintensität nicht nur äußerst kostspielig, sondern auch weitestgehend zwecklos, solange man nicht über die gleiche Vielfalt an Erzeugnissen bzw. Abnehmern verfügt. Hier kommt ein weiterer USP des Unternehmens zum Tragen.

- Diversifizierte Produkt- und Kundenbasis:** Aus dem einzigartigen Ökosystem der Verbundproduktion erwächst bei Alzchem ein weit verzweigter Produktstammbaum mit aktuell 937 registrierten Marken sowie 61 Markenmeldungen (Stand GJ 2023). Zu den u.E. umsatz- und ergebnisseitig bedeutsamsten zählen dabei die Produkte der Kreatin-Familie, also Creapure®, Creavitalis® und LIVADUR®. Letzteres stellt zugleich das erste Produkt von Alzchem dar, das direkt an Endkunden vertrieben wird (B2C). Als einziger Hersteller von Kreatin-Monohydrat außerhalb Chinas gilt das hochreine und in höchster Güte gefertigte Kreatin von Alzchem als "Goldstandard" in der Lebensmittelbranche. Nichtsdestotrotz macht das Absatzfeld Human Nutrition u.E. nur rund 11% der Gesamtumsätze der Gruppe aus. Einen etwas größeren Teil dürfte mit ca. 16% nach wie vor die Landwirtschaft inne haben. Auch hier konnte Alzchem bspw. mit dem Spezialdünger Perka eine weltweit bekannte Marke schaffen, sodass der Name in der Industrie zum Synonym für Düngemittel mit Kalkstickstoff geworden ist. Im angrenzenden Bereich Animal Nutrition (MONE: Umsatzanteil ca. 8%) erfeut sich u.a. der Futtermittelzusatzstoff Creamino einer stark wachsenden Beliebtheit in der Nutztierhaltung. Dieser wird nach der Aufnahme auf natürlichem Wege in Kreatin umgewandelt und versorgt die Tiere mit zusätzlicher Energie, sodass herkömmliches Tierfutter eingespart werden kann.

Umsatzsplit nach Endmärkten 2023



Quelle: Montega

Die genannten Beispiele verdeutlichen, dass Alzchem über eine äußerst diversifizierte Produkt- und Kundenbasis verfügt. Trotz der langjährigen Beziehungen und zum Teil exklusiven Vertriebspartnerschaften mit Schlüsselkunden machen die Top 10-Kunden insgesamt nur einen Umsatzbeitrag von rund 33% aus. Zu den namhaftesten Kunden zählen produzierende Konzerne wie BASF, Bayer, Evonik, Merck und ArcelorMittal sowie Großhändler wie BayWa oder Beiselen. Der nachfolgende Auszug des Produktkatalogs von Alzchem stellt die wichtigsten Marken und ihre jeweiligen Endmärkte dar.

Auszug Produktkatalog Alzchem

Marke	Produktbeschreibung	Endmärkte
 Creapure®	Premiummarke für Kreatin-Monohydrat als Nahrungsergänzungsmittel in der Sporternährung	Human Nutrition
 CREAMINO®	Futtermittelzusatzstoff für die Kreatinversorgung in der Nutztierhaltung	Animal Nutrition
 Dormex®	Pflanzenwachstumsregulator für den Wein- und Obstanbau	Landwirtschaft
 Perlka®	Spezialdüngemittel mit geperitem Kalkstickstoff	Landwirtschaft
 CaD®	Metallurgischer Zusatzstoff auf Calcium Carbid-Basis für die Roheisenentschwefelung	Metallurgie
 NITRALZ®	Vielfältige und hochwertige aliphatische und aromatische Nitrile als Rohstoff für Pharmazeutika, Pigmente, Agrochemikalien und Biozide	Pharmazie, Landwirtschaft, Basischemie
 Eminex®	Kalkstickstoffhaltiges Additiv zur Reduzierung des Methan- und CO ₂ -Ausstoßes von Gülle in der nutztierhaltenden Landwirtschaft	Landwirtschaft
 Creavitalis®	Kreatin-Monohydrat als feines, geschmacksneutrales Pulver für die Lebensmittel- und Pharmaindustrie (z.B. Fleischalternativen, Milchersatzprodukte)	Human Nutrition
Nitroguanidin	Dual-Use-Produkt (Treibladung) für zivile und wehrtechnische Anwendungen (u.a. Airbags, Gurtstraffer, Munition) sowie die Agrarchemie	Automotive, Defense, Landwirtschaft
 Silzot®	Siliziumnitridpulver für Hochleistungskeramik in elektronischen Schaltungsträgern	Elektronik, Automotive
 DYHARD®	Härter und Beschleuniger in Pulver-, Pasten- und Flüssigform für Epoxidharze in der Verbundwerkstoff- und Leichtbaukonstruktion	Erneuerbare Energien, Automotive, Aviation
 Bioselect®	Hochreine Form von Guanidinhydrochloridsalzen und Guanidinthiocyanat für die Krebsdiagnostik und Corona-Test-Kits	Pharmazie
 LIVA DUR	Nahrungsergänzungsmittel mit Kreatin in Premiumqualität für sportlich Aktive	Human Nutrition

Quelle: Unternehmen, Montega

Zwar dürfte sich durch die dynamisch wachsende Bedeutung von Nitroguanidin und den im Bereich der Wehrtechnik begrenzten Kundenkreis das Klumpenrisiko für Alzchem einerseits erhöhen, dies wird u.E. aber andererseits durch die sehr langfristigen Verträge und die letztlich staatlichen Abnehmer wieder entschärft.

- Hoher Innovationsgrad und Compliance mit Regulatorik:** Als maßgeblich für den Unternehmenserfolg erachten wir auch die hohe Innovationskraft von Alzchem. Zum Ende des Geschäftsjahres 2023 hielt das Unternehmen 426 Patente und weitere 126 Patentanmeldungen. Trotz in den letzten Jahren sukzessive gestiegener Forschungs- & Entwicklungskosten (2023: 11,4 Mio. EUR) ging die F&E-Quote angesichts des stärkeren Umsatzwachstums bis 2023 auf 2,1% zurück (Ø 2019-2023: 2,3%). Im Segment Specialty Chemicals liegt die Aufwandsquote (2,6%) deutlich höher als bei Basics & Intermediates (1,0%). Insgesamt wurden in 2023 rund 100 Mitarbeiter in der Forschung & Entwicklung bzw. im Innovationsmanagement beschäftigt. Neben den umfangreichen gewerblichen Schutzrechten und dem gewonnenen Know-how stellen die notwendigen Zertifizierungen und regulatorischen Vorgaben für chemische Betriebe in Deutschland und der EU starke Markteintrittsbarrieren dar. So regelt etwa die EU-Chemikalienverordnung REACH umfassend die Registrierung, Bewertung, Zulassung und Beschränkung von Chemikalien (**R**egistration, **E**valuation, **A**uthorisation and **R**estriction of **C**hemicals) in den Mitgliedstaaten. Darüber hinaus ist Alzchem bspw. nach dem internationalen Lebensmittelzertifizierungsstandard IFS FOOD zertifiziert.

- Vorreiter bei Nachhaltigkeit:** Erstmals wurde Alzchem im August 2024 von der renommierten unabhängigen CSR-Ratingagentur EcoVadis mit einer Platinmedaille ausgezeichnet. Mit 84 von 100 möglichen Punkten zählt Alzchem zu den weltweit besten 1% der von EcoVadis untersuchten Unternehmen und konnte sein Rating nach mehreren Jahren mit einer Gold-Auszeichnung und trotz erhöhter Anforderungen um sieben Punkte auf die nun höchstmögliche Nachhaltigkeits-Kategorie steigern.

Platin-Auszeichnung von EcoVadis



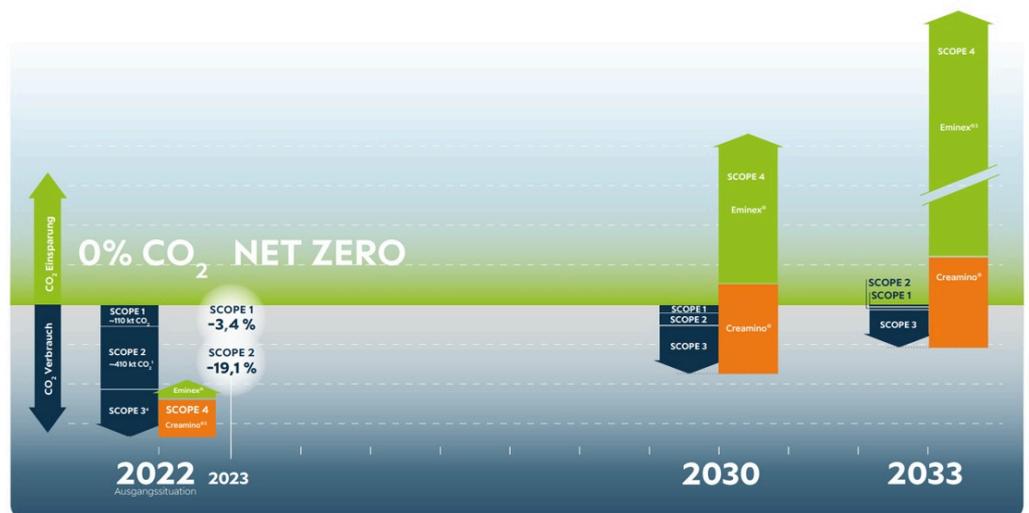
Quelle: Unternehmen

Hintergrund dessen sind u.a. die im Branchenvergleich niedrigen CO₂-Emissionen im Produktionsprozess. In Summe kann etwa ein Drittel der Scope-1-Emissionen intern als Rohmaterial stofflich wiederverwertet werden. Die verbleibenden rund 69% (ca. 110.000 t; Stand: 2022) sollen gemäß den Klimazielen des Unternehmens bis 2030 um 75% verringert und bis 2033 vollends vermieden werden. Für Maßnahmen zur Verbesserung des Umwelt- und Klimaschutzes werden jährlich rund 24 Mio. EUR ausgegeben.

Einen wichtigen Beitrag zur Reduzierung der CO₂-Emissionen leistet neuerdings am Standort Trostberg die Verwendung von überschüssigem Wasserstoff. Dieser entsteht als Nebenprodukt einer Produktionsanlage und wird nun über eine 500m lange Pipeline der Abgasverbrennungsanlage zugeführt, wodurch Erdgas als Brennstoff ersetzt werden kann. Das nachhaltigere Verfahren ermöglicht eine Einsparung von rund 1.000 Tonnen CO₂ pro Jahr und reduziert zudem die Produktionskosten.

Allerdings fallen, wie in der Industrie üblich, bei Alzchem die indirekten – also im Zuge der Energieerzeugung sowie der nachgelagerten Wertschöpfungskette erzeugten – Scope 2 und 3 Emissionen noch stärker ins Gewicht. Umgekehrt vertreibt Alzchem auch Produkte mit unmittelbar positiver Klimawirkung (Scope 4). Hierzu zählen z.B. Creamino und vor allem Eminex. In einer eigenen Modellskizze zeigt das Unternehmen auf, dass diese bei einer erwarteten Vollausslastung der Anlagen ab 2030 bzw. 2033 die letztendlich unvermeidlichen Gesamtemissionen (Scope 1-3) signifikant übersteigen und die Klimabilanz deutlich positiv gestalten sollten.

„Net Zero“-Fahrplan und CO₂-Ausgleichspotenzial



1 Datenbasis aus 2021

2 Creamino®: bei Vollausslastung der Anlage ab 2030, Basis CO₂-Einsparung Europäischer Futtermittelmix

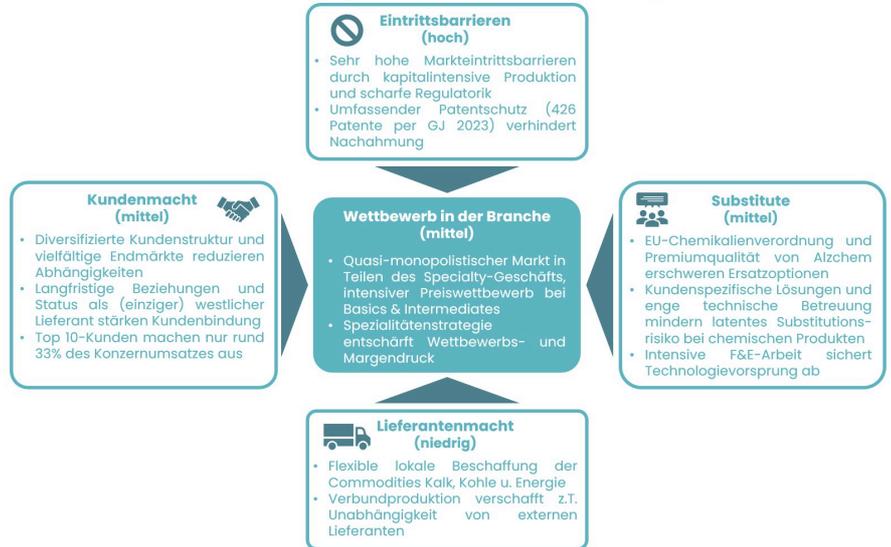
3 Eminex®: unter Vollausslastung ab 2033

4 ~ Erwartung

Quelle: Unternehmen

Zusammengenommen weist Alzchem u.E. somit eine starke Wettbewerbsposition auf. Die Markteintrittsbarrieren erachten wir als hoch und die Lieferantenmacht gleichzeitig als gering. Den Wettbewerb innerhalb der Branche, die Verhandlungsmacht der Kunden sowie die Gefahr durch Substitute schätzen wir insgesamt als moderat ein. In Bezug auf diese drei Faktoren ist u.E. die Wettbewerbsqualität des Unternehmens im Specialty-Segment wesentlich höher als im Bereich Basics & Intermediates, sodass wir auch die strategische Fokussierung auf das Spezialitätengeschäft als folgerichtig ansehen.

Wettbewerbsposition der Alzchem Group AG



Quelle: Unternehmen

Visible Katalysatoren bei Specialty Chemicals – Profitabler Wachstumskurs sollte andauern



- Jüngste Entwicklung von profitabilem Wachstum geprägt: CAGR 2016-2023 i.H.v. 7,4%, Anstieg der EBITDA-Marge um 330 BP auf 15,1% im selben Zeitraum
- Starke Nischenmärkte und neue NQ-Kapazitäten sollten Konzern Erlöse bis 2027 u.E. auf ca. 700 Mio. EUR treiben, Anstieg des höhermargigen Specialty-Geschäfts auf rund 70% des Konzernumsatzes erwartet (MONE)
- Free Cashflows sollten trotz hohem CAPEX-Bedarf durchweg positiv ausfallen; Vorauszahlungen der NQ-Kunden dürften signifikanten Finanzierungsbeitrag ohne spätere Preiszugeständnisse leisten

Seit 2016 konnte Alzchem die Konzern Erlöse mit einer CAGR i.H.v. 7,4% steigern. Treiber der Entwicklung war das Segment Specialty Chemicals, das mit durchschnittlich 9,4% p.a. wuchs und seinen Umsatzanteil bis zum Geschäftsjahr 2023 auf 59,2% ausbauen konnte. Mit einer deutlich geringeren Wachstumsrate von 5,3% p.a. nahm die Bedeutung des Segments Basics & Intermediates für den Außenumsatz entsprechend ab. Mehr als 70% der Erlöse werden inzwischen im Ausland erzielt, während dieser Anteil in 2016 noch bei unter 60% lag.



In der positiven Entwicklung der Top Line spiegelt sich die Resilienz des Unternehmens wider, wobei Alzchem regelmäßig das breite Produktspektrum zugute kommt. Selbst in den ersten Corona-Jahren 2020 und 2021 konnte der Umsatz stabil gehalten bzw. weiter ausgebaut werden. So erlebte damals das hochreine Guanidinhydrochlorid der Marke Bioselect als Bestandteil von Corona-Test-Kits zum Nachweis von SARS-CoV-2 sowie von Antikörpern eine regelrechte Sonderkonjunktur. Aber auch in der Krebsdiagnostik bzw. mRNA-Technologie ist das Produkt bis heute gefragt.

In den letzten Jahren erwirtschaftete Alzchem darüber hinaus mit Creapure (Human Nutrition) deutliche Umsatzzuwächse. Hier wurden die Produktionskapazitäten zwischen 2019 und 2023 in mehreren Ausbaustufen mehr als verdreifacht. Genaue Umsatz- oder Absatzzahlen einzelner Marken gibt Alzchem aus Wettbewerbsgründen zwar nicht bekannt, doch dürfte der Umsatzanteil der gesamten Kreatin-Familie u.E. heute mehr als ein Viertel der Specialty-Umsätze ausmachen und somit im oberen zweistelligen Mio.-Euro-Bereich liegen.

In den ersten neun Monaten 2024 verzeichnete das Segment Specialty Chemicals trotz konjunkturell bedingt deutlicher Erlösrückgänge im Bereich Custom Manufacturing ein zweistelliges Umsatzwachstum von 13,4% yoy auf 259,1 Mio. EUR. Hierzu trugen vor allem Mengen- (+11,3%) aber auch Preiseffekte (+2,2%) bei. In Q3/24 fiel die Umsatzdynamik sogar noch leicht höher aus (+15,5% yoy). Weiterhin besonders erfreulich entwickelten sich die Absätze von Creapure, Creamino und Nitroguanidin, aber auch Bioselect wurde laut Alzchem auf gutem Niveau nachgefragt. Nicht zuletzt verzeichnete das Düngemittel Perka eine deutlich Erholung der Nachfrage aus der Landwirtschaft.

Bei Basics & Intermediates gingen die Erlöse nach 9M/24 hingegen um 10,5% yoy auf 132,1 Mio. EUR zurück und Q3 bedeutete für das stromintensivere Segment das achte Quartal infolge mit rückläufigem Umsatz (-7,6% yoy). Grund hierfür ist, dass Alzchem auf Preiskämpfe mit der asiatischen Konkurrenz verzichtet und die Volumentrückgänge (9M/24: -5,2% yoy) bewusst zugunsten einer besseren Profitabilität in Kauf nimmt. Der gleichermaßen negative Preiseffekt in der jüngsten Erlösentwicklung spiegelt hingegen den Rückgang bei wichtigen Rohstoffpreisen wider, den Alzchem angesichts von Preisgleitklauseln an die Kunden weitergegeben hat.

In Summe legte der Konzernumsatz nach 9M/24 um 4,4% yoy auf 415,2 Mio. EUR weiter zu. Der Umsatzanteil des Spezialitätengeschäfts erhöhte sich auf 62,4% (Vj.: 57,4%). Für das gesamte Geschäftsjahr 2024 stellte Alzchem unverändert Konzern Erlöse von ca. 570 Mio. EUR in Aussicht. Ein Treffen der Zielmarke würde für Q4 jedoch einen kräftigen Anstieg von ca. 8% yoy bedeuten, sodass im Q3-Call ein Zieleinlauf leicht unterhalb von 570 Mio. EUR avisiert wurde..

Wir gehen von Erlösen i.H.v. 557,9 Mio. EUR aus (Konsens: 559,6 Mio. EUR), womit in Q4 Erlöse auf dem Niveau des starken Vorjahresquartals erzielt worden sein dürften (ca. 142,7 Mio. EUR). Hervorzuheben ist, dass Alzchem in den zurückliegenden Jahren die anfängliche Umsatzguidance nie deutlich verfehlte. Vielmehr konnte das Unternehmen vor allem beim Ergebnis oftmals positiv überraschen (siehe grün markierte Felder).

Guidance Track Record Alzchem*

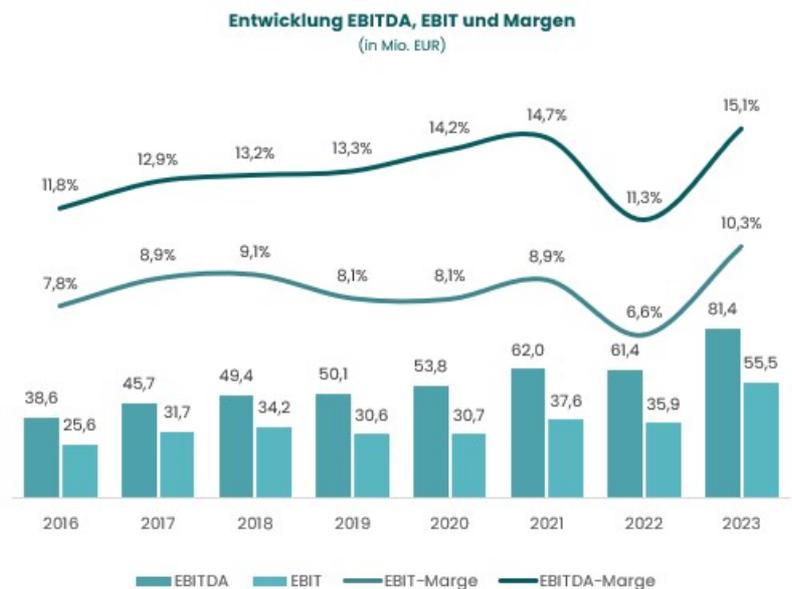
Guidance / Jahr	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Umsatzguidance	n.a.	365-379	375-385	380-402	379-400	422-480	542-590	570
EBITDA-Guidance	n.a.	49-54	46,5-51,9	51,5	53-57	62-68	61-70	90
erzielter Umsatz	353,9	375,2	376,1	379,3	422,3	542,2	540,6	tba
erzieltes EBITDA	45,7	49,4	50,1	53,8	62,0	61,4	81,4	tba

*bezogen auf die ursprüngliche Guidance zu Jahresbeginn; Quelle: Unternehmen, Montega

Spezialitätenstrategie treibt Profitabilität auf neue Höhen

Ergebnisseitig standen nach 9M/24 ein EBITDA i.H.v. 76,8 Mio. EUR bzw. ein EBIT von 57,4 Mio. EUR zu Buche. Gegenüber dem Umsatz konnten die operativen Ergebnisniveaus somit deutlich überproportional gesteigert werden (EBITDA: +36,4% yoy; EBIT: +54,8% yoy). Darin spiegelt sich die Verlagerung im Produktmix hin zum höhermargigen Specialty-Geschäft wider, die bereits seit 2023 erkennbar ist und das Unternehmen nunmehr auf ein neues Margenlevel von 18,5% beim EBITDA (+430 BP yoy) bzw. 13,8% beim EBIT (+450 BP yoy) geführt hat. Anzumerken ist, dass hierzu auch das Segment Basics & Intermediates beitrug, in dem trotz des rückläufigen Umsatzes in 9M/24 ein EBITDA-Zuwachs von 6,8% yoy erzielt wurde, da Alzchem Geschäfte mit negativen Deckungsbeiträgen vermied.

Die in der Gesamtbetrachtung der letzten Jahre insgesamt äußerst positive Entwicklung der Profitabilität wurde in 2022 zwar durch den zeitweise massiven Anstieg der Energie- und Rohstoffkosten unterbrochen. Dank einer erfolgreichen Preisüberwälzung an die Kunden konnte das Ergebnis absolut betrachtet auch in dieser Phase aber annähernd stabil gehalten werden. In Summe konnten im Zeitraum 2016-2023 die EBITDA-Marge um 330 BP auf 15,1% und die EBIT-Marge um 250 BP auf 10,3% ausgeweitet werden.



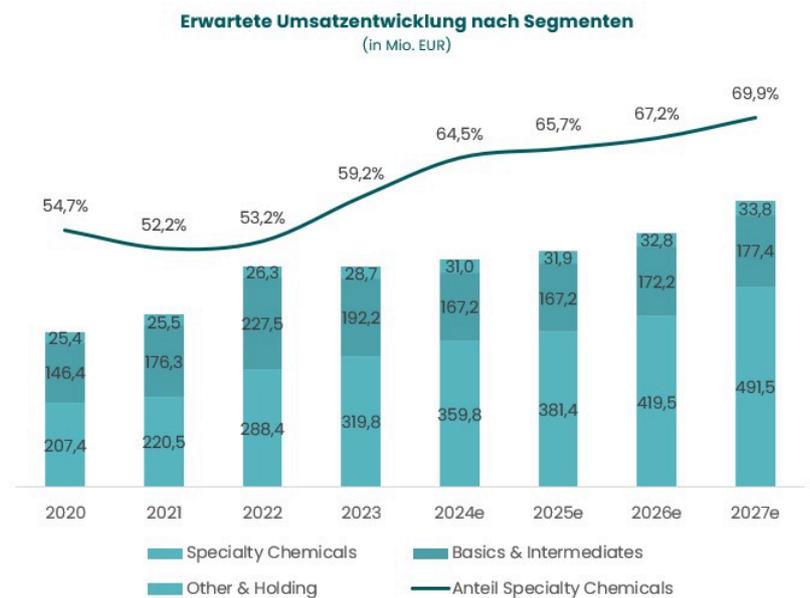
Quelle: Unternehmen

Wir sind zuversichtlich, dass Alzchem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 auch die zur Jahresmitte angehobene EBITDA-Zielgröße von >100 Mio. EUR (ursprünglich: ca. 90 Mio. EUR) sowie das EBITDA-Margenziel von >17,5% (ursprünglich: 15,8%) erfüllen konnte. Dies setzt für Q4/24 einen EBITDA-Beitrag von "nur" >23 Mio. EUR voraus (Vj.: 25,1 Mio. EUR). Konkret erwarten wir für FY 2024 ein EBITDA i.H.v. 103,8 Mio. EUR (Konsens: 103,2 Mio. EUR) und eine EBITDA-Marge von 18,6% (Konsens: 18,4%), womit sich die starke Profitabilitätsentwicklung fortgesetzt haben sollte.

Nächster Wachstumssprung visibel

Für 2025 dürfte das Management eine moderate Fortsetzung des Wachstumskurses in Aussicht stellen. Wir gehen davon aus, dass die Absatzpreise im laufenden Jahr stabil gehalten werden können und weiteres Wachstum vor allem über eine Ausweitung der Mengen erzielt wird. Ab 2027 sollte durch Inbetriebnahme der neuen NQ-Kapazitäten in Deutschland der nächste größere Wachstumssprung erfolgen. Die Werksexpansion in die USA klammern wir dabei aufgrund der u.E. noch zu geringen Visibilität bei unseren Prognosen aus.

Des Weiteren gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum in 2025 ff. in erster Linie aus Specialty Chemicals speist, dessen Umsatzanteil bis 2027 auf rund 70% hochlaufen dürfte (CAGR 2024-2027e: 11,0%). Allein der Umsatzbeitrag aus dem hinzukommenden NQ-Absatz dürfte sich im Endstadium auf 70-90 Mio. EUR belaufen. Wir kalkulieren jedoch vorsichtig und gehen in der Ramp-up-Phase im letzten Jahr der Detailplanung noch nicht von einer Vollauslastung der neuen Produktionskapazitäten aus. Bei Basics & Intermediates erwarten wir für 2025 eine Stabilisierung der zuletzt rückläufigen Umsätze und für die Folgejahre nur geringfügiges Wachstum (CAGR 2024-2027e: 2,0%).



Aus unseren Segmentprognosen leitet sich bis 2027 ein Anstieg der Konzern Erlöse auf rund 702,7 Mio. EUR ab (CAGR 2024-2027e: 8,0%). Der Anteil der mit Defense-Kunden erzielten Umsatzerlöse dürfte trotz der besonderen Wachstumskatalysatoren in diesem Bereich letztendlich nicht mehr als 15% betragen.

Skaleneffekte und Produktmix sollten auch zukünftig als Margentreiber fungieren

Der jüngst zu beobachtende Profitabilitätsschub war u.E. nur der Beginn einer längeren Phase der Margenexpansion. Hinsichtlich der wesentlichen Aufwandsquoten basieren unsere Prognosen auf den folgenden Annahmen:

- Materialaufwand:** In den Materialaufwendungen sind u.a. die produktionsbezogenen Stromkosten enthalten, sodass dieser Posten mit einer erhöhten Volatilität und Prognoseunsicherheit behaftet ist. Zwischen 2016 und 2021 pendelte die Materialaufwandsquote im Mittel um ca. 39%, in 2022 sprang sie auf über 53% und in 2023 setzte eine Normalisierung ein, die sich im abgelaufenen Jahr fortgesetzt und die Quote sogar unter ihr ursprüngliches Niveau auf ca. 37% zurückgeführt haben sollte. Wir erwarten, dass dies auch in 2025 ff. gelingt, sodass bis 2027 eine weitere leichte Verbesserung eintritt. Hierzu beitragen dürfte die weitere Umsatzverlagerung in den Bereich der Spezialchemie, da diese Produkte weniger stromintensiv sind.
- Personalaufwand:** Seit 2016 stiegen die Personalaufwendungen operativ (bereinigt um in 2016 gezahlte IPO-Boni) durchschnittlich um 4,0% pro Jahr, während sich die Zahl der Mitarbeiter deutlich unterproportional auf zuletzt 1.689 erhöhte (CAGR 2016-2023: 1,8%). Die Personalaufwandsquote verbesserte sich demnach im selben Zeitraum spürbar bis auf 26,9% in 2023 (-550 BP vs. 2016). Wir gehen davon aus, dass das prognostizierte Umsatzwachstum der nächsten Jahre weitestgehend mit dem derzeitigen Mitarbeiterstamm und einer stärkeren Automatisierung bewerkstelligt werden kann, zumal wir die US-Expansion wie beschrieben zunächst nicht einplanen. Ab 1. Mai 2025 steht gemäß den jüngsten Vereinbarungen der chemischen Industrie für alle tariflich Beschäftigten von Alzchem eine Lohnsteigerung um 4,85% an. Im Schnitt erwarten wir für 2025 ff. moderate Personalkostensteigerungen von rund 5% p.a., sodass sich die Aufwandsquote bis 2027 sukzessive weiter in Richtung 26% verbessern sollte.
- Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Auch bei der sbA-Quote zeigte sich in der Gesamtschau der letzten Jahre eine rückläufige Tendenz. Hierbei stellen Vertriebs-, Umwelt- und Entsorgungskosten sowie Instandhaltungsaufwendungen die größten Kostenblöcke dar, enthalten sind aber auch externe Beratungs-, Forschungs- und Entwicklungskosten. Auf Basis von Skaleneffekten erwarten wir bis 2027 eine weitere Rückführung der Aufwandsquote bis auf rund 18%.

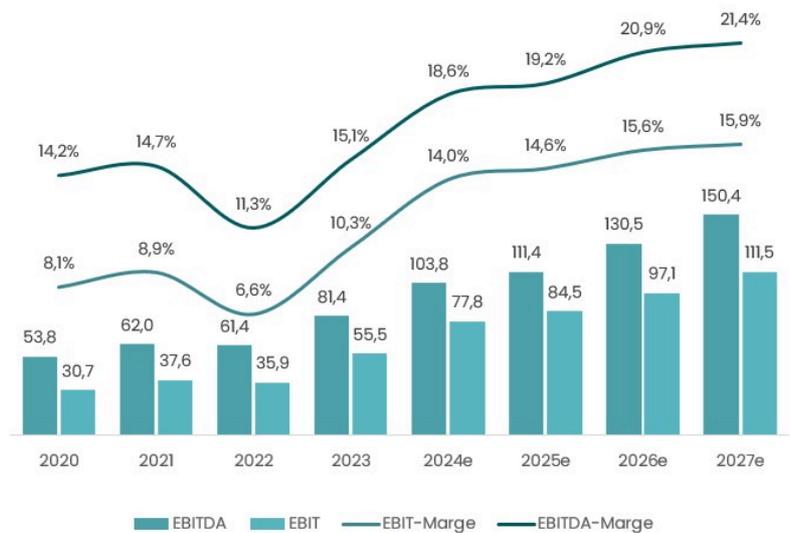


*operativer Personalaufwand exkl. Mitarbeiterbonus für erfolgreichen IPO; Quelle: Unternehmen, Montega

In Summe erachten wir einen überproportionalen Anstieg des EBITDAs bis 2027 auf rund 150 Mio. EUR als realistisch, was einer EBITDA-Marge von 21,4% gleichkommt. Im Teilbereich NQ erachten wir im eingeschwungenen Zustand sogar EBITDA-Margen von ca. 35% als realistisch, sodass sich auch nach Ende der Detailplanungsphase weiteres Margensteigerungspotenzial ergibt. Hinsichtlich der Abschreibungen erwarten wir Steigerungen leicht überproportional zum Umsatz infolge der jüngst getätigten sowie geplanten Investitionsprojekte, im Rahmen derer Alzchem regelmäßig auch eigene Bauleistungen erbringt und aktiviert. In den Jahren 2020 bis 2023 wurden durchschnittlich aktivierte Eigenleistungen i.H.v. 6,3 Mio. EUR ausgewiesen. In den Ausbauphasen 2025 und 2026 dürften sich die Aktivierungen u.E. auf bis zu 10 Mio. EUR belaufen.

Erwartete Entwicklung EBITDA, EBIT und Margen

(in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega

Dank einer hohen Eigenfinanzierungskraft, der kundenseitigen Vorauszahlungen sowie der gewährten Subventionen gehen wir davon aus, dass Alzchem das NQ-Investitionsprojekt ohne Inanspruchnahme der freien Kreditlinien inkl. Factoring (MONE: ca. 120 Mio. EUR) stemmen kann, sodass wir keine Verschlechterung, sondern sogar eine leichte Verbesserung des Finanzergebnisses (2023: -7,3 Mio. EUR) erwarten. Unter der Annahme einer stabilen Steuerquote von rund 28% sollten die EPS bis 2027 auf über 7,50 EUR steigen und sich damit gegenüber 2023 (3,40 EUR) mehr als verdoppeln. Zwar gehen wir davon aus, dass das Management während der Investitionsphase eine Ausschüttungsquote am unteren Rand des Zielkorridors (30-50% des Nettogewinns) wählt, doch sollte sich in den kommenden Jahren daraus eine für ein Wachstumsunternehmen sehr attraktive Dividendenrendite von durchschnittlich >3% ergeben.

Erwartete Entwicklung EPS, Nettomarge und Dividende

(in EUR)



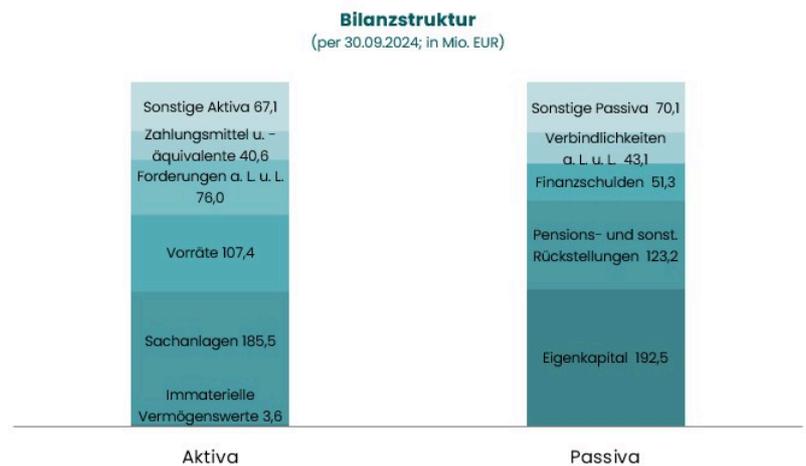
Quelle: Unternehmen, Montega

Bilanzielle Stärke sticht im Industrievergleich heraus

Die letzte vorgelegte Bilanz von Alzchem wies per 30.09.2024 als größten Posten auf der **Aktivseite** die Sachanlagen i.H.v. 185,5 Mio. EUR auf (ca. 39% der Bilanzsumme), was die Kapitalintensität des Geschäftsmodells deutlich vor Augen führt. Die immateriellen Vermögensgegenstände machten nur 3,6 Mio. EUR aus und enthielten keinerlei Goodwill.

Einen weiteren wesentlichen Aktivposten bildeten naturgemäß die Vorräte mit 107,4 Mio. EUR, die sich gegenüber dem Wert per 31.12.2023 aber nur marginal verändert zeigten. Allerdings betreibt Alzchem regelmäßig einen bewussten Bestandsaufbau in Form der sogenannten "strompreisoptimierten Ofenfahrweise". Dahinter verbirgt sich, dass die Produktion der Carbid-Öfen als größte Stromverbraucher gedrosselt wird, wenn Strom besonders teuer ist, und gesteigert wird, wenn Strom am günstigsten ist. In der kälteren Jahreszeit schaltet Alzchem einen der beiden Carbid-Öfen i.d.R. sogar ganz ab, während in den Sommermonaten unter Vollast produziert wird. Somit kann Alzchem billigen Strom gewissermaßen im Lagerbestand des Carbids speichern und in Zeiten höherer Strompreise weiterhin den Produktionsverbund relativ preisgünstig mit Carbid versorgen.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen beliefen sich per 30.09. auf 76,0 Mio. EUR und weisen historisch betrachtet ein sehr geringes Ausfallrisiko (< 0,3%) auf. Die liquiden Mittel standen bei 40,6 Mio. EUR und sollten bei genauerer Betrachtung sogar noch etwas höher ausfallen, da Alzchem die gegenüber der Regierung von Oberbayern für den Betrieb der eigenen Deponien gestellten Sicherheiten (31.12.2023: 5,9 Mio. EUR) als kurzfristig verfügbungsbeschränkte Geldanlagen unter den sonstigen Aktiva verbucht. Außerdem wurden ca. 12 Mio. EUR an kurzfristigen Geldanlagen unter den sonstigen Vermögenswerten verbucht.



Quelle: Unternehmen

Die **Passivseite** ist zunächst durch das Eigenkapital i.H.v. 192,5 Mio. EUR geprägt, was einer Eigenkapitalquote von 40,1% entspricht. Damit weist Alzchem eine im Branchenvergleich überdurchschnittlich starke Eigenkapitalbasis auf. So lag die EK-Quote der chemischen Industrie nach Angaben der Deutschen Bundesbank in 2022 im Mittel bei lediglich 33,0%, mit deutlich rückläufiger Tendenz gegenüber den Vorjahren (-4,0 PP vs. 2019). Gegenüber dem Stand von 2019 (EK-Quote: 17,9%) hat sich das Eigenkapitalpolster von Alzchem bis heute dagegen ohne Kapitalmaßnahmen mehr als verdoppelt.

Mitverantwortlich war hierbei neben den durchgängig positiven und die Dividendenzahlungen komfortabel übersteigenden Jahresergebnissen auch eine zinsbedingte Neubewertung der Pensionsverpflichtungen. Diese beliefen sich per 30.09. auf 98,1 Mio. EUR und machten zusammen mit sonstigen langfristigen Rückstellungen (22,7 Mio. EUR; u.a. Rückstellungen für Deponien) den größten Schuldenposten auf der Passivseite aus. Hinzu kamen langfristige Bankkredite über 42,7 Mio. EUR. Damit ist das Anlagevermögen über Gebühr langfristig finanziert. Die kurzfristigen sonstigen Rückstellungen (2,4 Mio. EUR) sowie die kurzfristigen Kreditverbindlichkeiten (8,7 Mio. EUR) waren dagegen von untergeordneter Bedeutung. Die Verbindlichkeiten aus Leasing betragen insgesamt 4,1 Mio. EUR.

Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen standen zuletzt bei 43,1 Mio. EUR, womit sich das Net-Working-Capital auf 140,3 Mio. EUR belief. In Summe erachten wir die Bilanzqualität der Alzchem Group damit als überdurchschnittlich hoch, da der Anlagendeckungsgrad (Eigenkapital/Anlagevermögen) mit knapp 90% weit über dem Industriedurchschnitt (VCI: 64,1%; Stand 2022) und das Gearing mit rund 60% (VCI: 202,1%) deutlich darunter liegt.

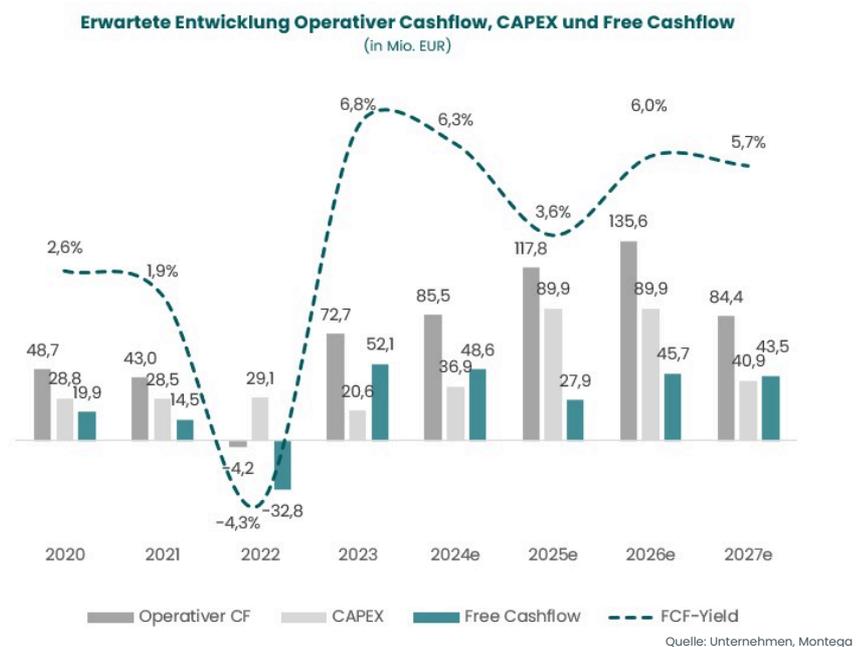
Vorauszahlungen der NQ-Kunden lassen trotz hoher CAPEX attraktives Cashflow-Profil erwarten

Mit Ausnahme von 2022 konnte Alzchem in den letzten Jahren trotz der vollzogenen Erweiterungsinvestitionen deutlich positive Free Cashflows erzielen (2023: 52,1 Mio. EUR). Der Ausreißer war dabei überwiegend einem signifikanten Vorratsaufbau geschuldet, zu dem sich das Unternehmen in Anbetracht angespannter Lieferketten gezwungen sah.

Den "regulären" CAPEX-Bedarf von Alzchem für Maintenance und sonstige Wachstumsmaßnahmen taxieren wir in 2025 ff. auf rund 35 Mio. EUR. Hinzu kommen Investitionen i.H.v. 140 Mio. EUR für den NQ-Ausbau, die wir hälftig in den Jahren 2025 und 2026 ansetzen. Demgegenüber stehen knapp 35 Mio. EUR aus EU-Fördermitteln (ASAP), die in 2025f. in unseren Prognosen unmittelbar das CAPEX-Volumen des Unternehmens mindern. Den verbleibenden Kapitalbedarf von ca. 105 Mio. EUR dürfte Alzchem u.E. zu einem Großteil (MONE: ca. 75 Mio. EUR) aus den Vorauszahlungen der NQ-Kunden decken können.

Diese werden zunächst als "Erhaltene Anzahlungen" unter den Verbindlichkeiten auf der Passivseite der Bilanz verbucht und stärken den operativen Cashflow in 2025 und 2026. Anschließend erfolgt mit Auslieferungen der "neuen" NQ-Mengen ab 2027 die Auflösung über den Umsatz, wobei wir davon ausgehen, dass diese Erlöse gewissermaßen "on top" kommen und Alzchem zum Erhalt der Vorauszahlungen keine Zugeständnisse bezüglich der späteren NQ-Verkauspreise machen musste.

Alzchem dürfte die NQ-Großinvestition somit wie betont ohne weiteren Eigen- oder Fremdkapitalbedarf stemmen können und parallel dazu vielmehr sogar in der Lage sein, die ohnehin moderate Nettoverschuldung (30.09.: 115 Mio. EUR inkl. Pensionsverpflichtungen) sukzessive zurückzuführen. Dieses äußerst vorteilhafte Finanzierungsmuster unterstreicht u.E. einmal mehr die Bedeutung des Konzerns als Schlüssellieferant der Industrie und sollte trotz des Investitionszykluses eine durchschnittliche FCF-Yield von rund 5,5% im Verlauf der Detailplanungsphase ermöglichen.

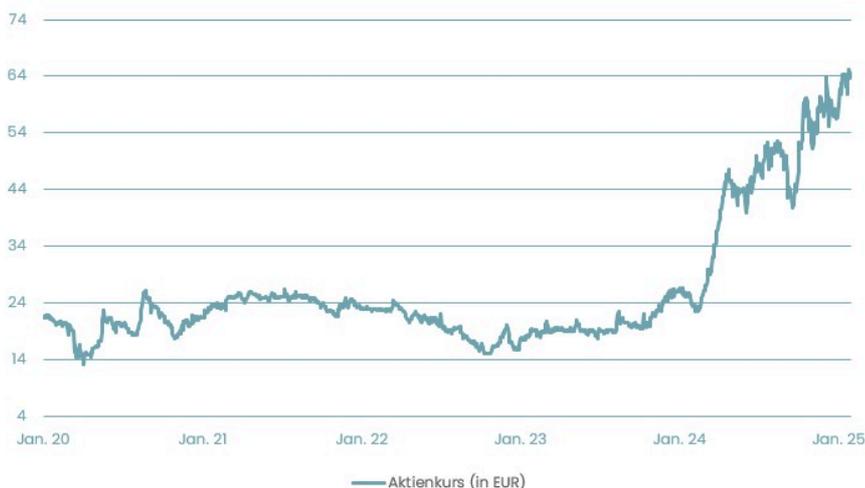


In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass Alzchem jährlich Auszahlungen i.H.v. rund 1,9 Mio. EUR für die Rückführung von Leasingverbindlichkeiten aufweist, die infolge von IFRS 16 in den historischen Finanzkennzahlen erst im Finanzierungs-Cashflow zum Tragen kommen. In unserem Bewertungsmodell haben wir diese jedoch als Teil der Planungs-CAPEX in die FCF-Ermittlung einfließen lassen.

Ankeraktionäre reduzieren nach Neubewertung ihren Anteil

Im Anschluss an das IPO im Jahr 2017 konnte die Aktie der Alzchem Group AG zunächst keinen nachhaltigen Aufwärtstrend verzeichnen. Den Tiefpunkt markierte der Titel kurz nach Ausbruch der Corona-Pandemie Anfang April 2020 bei 13,00 EUR und auch die Folgejahre verliefen bescheiden. In 2024 erfuhr die Aktie hingegen eine Neubewertung und erzielte eine Jahresperformance von rund 116% auf ein Kursniveau per 30.12. von 57,00 EUR. Hintergrund dessen waren u.E. die deutlich über den ursprünglichen Analysten- und Markterwartungen liegende Gewinndynamik vor allem durch die starke Entwicklung des Absatzes bei Nitroguanidin sowie der angekündigte Aus- bzw. Aufbau der NQ-Kapazitäten in Deutschland und den USA.

Kursentwicklung Alzchem Group AG



Quelle: Capital IQ

Am 2. Oktober 2024 wurde die Aktie erstmals in den Auswahlindex SDAX der Deutschen Börse aufgenommen. Anfang November letzten Jahres beschloss der Vorstand darüber hinaus ein Aktienrückkaufprogramm, das im Dezember 2024 angelaufen ist: Über einen Zeitraum von bis zu 12 Monaten sollen bis zu 100.000 Stückaktien der Gesellschaft zu einem Gesamtkaufpreis von maximal 6 Mio. EUR (exkl. Transaktionskosten) erworben werden. Nach aktuellem Stand wurden bislang bereits 40,7 Tsd. Aktien zu einem gewichteten Durchschnittskurs i.H.v. 59,70 EUR zurückgekauft (aggregiertes Volumen: 2,4 Mio. EUR).

Ebenfalls im Dezember wurde bekannt, dass mit der LIVIA Corporate Development SE und der HDI Vier CE GmbH zwei der drei Großaktionäre ihre Beteiligung im Rahmen einer Privatplatzierung von 250.000 Aktien (entspricht ca. 2,5% des Grundkapitals) bei institutionellen Investoren zwecks Steigerung des Streubesitzes und somit der Liquidität der Alzchem-Aktie reduziert haben. Der dritte Großaktionär, die four two na GmbH (Aktionanteil: 15,1%), stellt den Vorsitzenden des Aufsichtsrats, sodass wir hier von einer langfristigen Beteiligung ausgehen. Der Free Float beläuft sich aktuell auf ca. 62%.

Operativ erwarten wir wie dargestellt für das laufende Jahr positiven Newsflow, was die Zuversicht des Kapitalmarkts hinsichtlich einer Fortsetzung des profitablen Wachstumstrends untermauern und die Kursentwicklung stützen sollte.

Bewertungsniveau der Aktie nach wie vor günstig

Nach dem starken Kursverlauf der letzten zwölf Monate rangiert die Aktie der Alzchem Group bezogen auf die 2025er-Multiples (EV/EBITDA 2025e: 6,9x; KGV 2025e: 11,7x) zurzeit oberhalb ihrer historischen Multiples (Ø5Y: EV/EBITDA: 4,0x; KGV: 9,3x). Diese erscheinen vor dem Hintergrund der hohen Gewinnsteigerungsraten zum einen aber sehr moderat, zum anderen weisen auch die Unternehmen der Peergroup deutlich höhere Multiples auf.

Wir haben Alzchem anhand eines DCF-Modells bewertet und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen.

- **DCF-Modell:** Unser DCF-Modell fußt auf einer mittelfristigen Wachstumsrate 2024–2030e i.H.v. 6,2% und einer EBIT-Marge von im Mittel 16,0% im Planungszeitraum. Die TV-Marge setzen wir mit 13,0% deutlich konservativer an, liegen damit aber oberhalb des Durchschnittswerts der letzten fünf Jahre (Ø5Y: 9,5%), was durch den Fokus auf die Spezialchemie visibel erscheint. Auf Basis eines Betas von 1,30 und eines WACC von 8,25% leitet sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie i.H.v. 82,00 EUR ab, wobei die Modellparameter u.E. insgesamt eher defensiv gewählt sind (siehe Kapitel "Bewertung").
- **Peergroup-Analyse:** Die Peergroup setzt sich zusammen aus acht Unternehmen der chemischen Industrie, die u.E. weitestgehend ähnliche Endmärkte adressieren. Alzchem ist dabei deutlich kleiner als die Peers, die im Durchschnitt eine MarketCap von rund 12,8 Mrd. EUR aufweisen. Die Analyse verdeutlicht, dass Alzchem signifikant niedrigere Multiples zugestanden werden (Peers 2025e: EV/EBITDA 8,9x; KGV 15,7x), wobei das Unternehmen sowohl höhere operative Margen als auch eine höhere Free Cashflow-Yield erzielen dürfte. Den hohen Bewertungsabschlag führen wir darauf zurück, dass der Markt das Potenzial von Alzchem nach wie vor nicht vollends erkannt hat. Aus den Forward-Ergebnis-Multiples EV/EBITDA sowie KGV 2025e ergibt sich für die Aktie ein fairer Wert von rund 86,50 EUR. Aufgrund der geringeren Größe erachten wir im gegenwärtigen Marktumfeld einen gewissen "Nebenwerte-Abschlag" jedoch als gerechtfertigt.

Fazit

Die Equity Story der Alzchem Group bietet eine hohe Unternehmens- und Wettbewerbsqualität, starke Katalysatoren für weiteres profitables Wachstum und eine günstige Bewertung sowohl fundamental als auch relativ zur Peergroup. Zugleich erachten wir die Visibilität für die prognostizierte Entwicklung als ausgesprochen hoch. All dies macht die Aktie u.E. zu einem attraktiven Investment für Nebenwerte-Investoren. Wir nehmen Alzchem mit dem Anlagevotum "Kaufen" und einem DCF-basierten Kursziel von 82,00 EUR neu in unsere Coverage auf.

SWOT

Die Wurzeln der heutigen Alzchem Group reichen bis ins frühe 20. Jahrhundert zurück. Das Unternehmen verfügt demnach über einen immensen Erfahrungsschatz in der NCN-Chemie, also bei Produkten mit typischer Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindung, und ist der einzig verbliebene westliche Anbieter, der auf diesem Gebiet auf die komplette Wertschöpfungskette zurückgreifen kann. Daraus leiten sich die zentralen Stärken der Gruppe ab. Die Schwächen ergeben sich insbesondere aus einer hohen Abhängigkeit der Produktionskosten von Energie- und Rohstoffpreisen, was zurzeit für die gesamte chemische Industrie in Deutschland mit Standortnachteilen einhergeht.

Stärken

- Vertikal integrierte Verbundproduktion ermöglicht signifikante Synergieeffekte entlang der NCN-Kette sowie durch die geographische Nähe der vier bayerischen Produktionsstandorte.
- Hoher Grad an Diversifikation sowohl auf der Produkt- als auch der Kundenseite sowie durch vielfältige und weitestgehend unkorrelierte Endmärkte bietet Stabilität.
- Hervorragende Wettbewerbsposition als einziger westlicher Hersteller bei z.B. Kreatin und Guanidinsalzen verleiht außergewöhnliche Verhandlungsmacht.
- Starker Track Record in Bezug auf das Erreichen der Guidance unterstreicht hohe Qualität des Managements, Resilienz des Geschäftsmodells sowie Visibilität der Umsatz- und Ertragsentwicklung.
- Platinum-Rating von EcoVadis (Top 1% der untersuchten Unternehmen) würdigt besondere Anstrengungen beim Thema Klimaschutz und Nachhaltigkeit.

Schwächen

- Als energieintensives Unternehmen ist Alzchem trotz diverser Entlastungsregelungen in Deutschland mit hohen Stromkosten konfrontiert, die die Wettbewerbsfähigkeit insbesondere im stromintensiveren Segment Basics & Intermediates schmälern.
- Viele der adressierten Endmärkte wie die Stahlindustrie oder Automotive sind zyklisch, sodass sich Alzchem regelmäßig Nachfrageschwankungen gegenübersteht.
- Hohe Abhängigkeit vom Heimatmarkt Deutschland bzw. EU (Umsatzanteil in Summe ca. 60%), während das Wachstumspotenzial in asiatischen Ländern durch den dort deutlich intensiveren Wettbewerb beeinträchtigt wird.
- Vielfältige Umwelt- und Emissionsauflagen im Bereich der chemischen Industrie sowie neue Regularien (z.B. das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz) machen CSR-Reporting sehr aufwendig.

Wie chancenreich Alzchem aufgestellt ist, zeigt sich u.E. darin, dass das Unternehmen auf Basis seines äußerst breiten Produktportfolios immer wieder Lösungen für aktuelle Herausforderungen liefern kann. Dies galt bspw. während der Corona-Pandemie mit dem Guanidinhydrochlorid Bioselect für den Diagnostikmarkt und setzt sich nun in Zeiten steigender Militärausgaben angesichts der russischen Aggression im Bereich der Guanidinsalze (Nitroguanidin) fort. Ungeachtet der regelmäßigen Sonderkonjunkturen zahlen die Erzeugnisse von Alzchem auf Megatrends wie Bevölkerungswachstum, Fitness, Gesundes Altern und Klimaschutz ein, was auch langfristig ertragsreiches Wachstum verspricht. Risiken bestehen neben konjunkturell-bedingten Absatzflauten auch im Anwendungsverbot bestimmter chemischer Stoffe, da eine Reihe wesentlicher Produkte von Alzchem regelmäßig im Fokus regulatorischer Verfahren und Maßnahmen vor allem deutscher und europäischer Behörden steht.

Chancen

- Umsetzung der Pläne zum Kapazitätsaufbau für NQ in den USA würde ab 2029 zusätzliches signifikantes Umsatzpotenzial im oberen zweistelligen bis unteren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich erschließen, das in unseren Prognosen sowie dem Konsens noch nicht abgebildet ist.
- Wirtschaftliche Belebung insbesondere in Deutschland und der EU könnte aktuelle Unterauslastung im Bereich der Mehrzweckanlagen (Custom Manufacturing) kurzfristig beseitigen.
- Planmäßiger Abschluss des NQ-Investitionsprojekts in Deutschland dürfte ab 2027 zu deutlichem Gewinnsprung führen und spürbare Dividendensteigerungen nach sich ziehen.
- Einführung einer regulatorischen CO₂-Bepreisung in der Agrarwirtschaft könnte Nachfrage nach Eminex drastisch ansteigen lassen und die Klimabilanz von Alzchem sogar ins Positive drehen (Scope 4).

Risiken

- Ausgeprägte Absatzschwächen oder starke Nachfrageschwankungen in einzelnen Endmärkten könnten zu temporären Überkapazitäten oder erhöhten Wechselkosten entlang der NCN-Produktionskette führen.
- Gesundheitsgefährdende Stoffe könnten in der Nutzung eingeschränkt oder gänzlich verboten werden. Zum Beispiel untersagte die EU-Kommission die Verwendung von Cyanamid als Biozid, womit die Zulassung des bisher zur Insektenbekämpfung in Schweineställen eingesetzten Alzchem-Produkts Alzogur zum 31.12.2023 auslief. Hiergegen hat Alzchem beim Europäischen Gerichtshof eine Klage eingereicht.
- Eine ggf. politisch geforderte höhere CO₂-Bepreisung oder schnellere Erreichung des Net-Zero-Ziels würde höhere Aufwendungen bzw. mehr Investitionen in neue Prozesstechnologien und eine verbesserte Anlageneffizienz erfordern.
- Einzelne Verkaufsschlager im Bereich der Spezialitäten könnten sich im Laufe der Zeit zu Commodity-Produkten mit geringeren Gewinnmargen entwickeln, insbesondere bei auslaufendem Patentschutz.

Bewertung

Wir haben die Bewertung der Alzchem Group anhand eines DCF-Modells vorgenommen und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse erstellt. Die dem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen und die Unternehmen der Peergroup werden im Folgenden näher dargestellt.

DCF-Modell

Unser DCF-Modell bildet das u.E. mittel- bis langfristig vielversprechende Wachstumspotenzial ab, das sich aus den strukturellen Treibern in den diversen Nischenmärkten (Kreatin, NQ etc.), der angekündigten Kapazitätserweiterung in Deutschland sowie der starken Wettbewerbsposition von Alzchem ergibt. Bis 2027 rechnen wir organisch mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate i.H.v. 8,0%. Diese führen wir anschließend bis 2030 auf ein Niveau von 4,0% zurück, um konjunkturellen Schwankungen Rechnung zu tragen. Zur Ermittlung des Terminal Values nehmen wir eine ewige Wachstumsrate von 2,0% an.

Die mit der Top Line-Entwicklung einhergehenden Skaleneffekte, der durch den Ausbau des Spezialitätengeschäfts stetig verbesserte Produktmix sowie die fortlaufenden Effizienzmaßnahmen des Unternehmens sollten bis 2030 einen sukzessiven Anstieg der EBIT-Marge auf rund 17,5% ermöglichen. Im Terminal Value setzen wir die operative Marge deutlich vorsichtiger bei 13% an. Die NWC-Quote (2023: 28,0%) sollte sich in 2025 ff. durch die Vorauszahlungen der NQ-Kunden maßgeblich reduzieren und ab 2027 wieder normalisieren. Hieraus dürften sich trotz der umfassenden Investitionsvorhaben durchweg positive Free Cashflows von im Mittel 54 Mio. EUR bis 2030 ergeben.

Mit dem gewählten Beta von 1,30 reflektieren wir einerseits die innewohnende Zyklizität der Absatzmärkte, regulatorische Risiken, die starke Abhängigkeit von volatilen Energie- und Rohstoffpreisen und die hohe Kapitalintensität des Geschäftsmodells. Andererseits zeichnet sich Alzchem in diesem Umfeld wie dargestellt durch eine hohe Resilienz und Anpassungsfähigkeit, eine starke Marktposition und jahrzehntelanges Know-how aus, was sich nicht zuletzt in einem beachtlichen Track Record in Bezug auf die Guidance niederschlägt.

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 35,0% ergibt sich ein WACC von 8,25%.

Für die Aktie der Alzchem Group AG ermitteln wir somit auf Basis unseres DCF-Modells einen fairen Wert von 82,00 EUR.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	557,9	580,4	624,6	702,7	737,8	771,0	801,8	817,9
Veränderung	3,2%	4,0%	7,6%	12,5%	5,0%	4,5%	4,0%	2,0%
EBIT	77,8	84,5	97,1	111,5	127,6	134,9	140,3	106,3
EBIT-Marge	14,0%	14,6%	15,6%	15,9%	17,3%	17,5%	17,5%	13,0%
NOPAT	56,0	61,2	69,9	80,6	91,9	97,1	101,0	76,6
Abschreibungen	25,9	27,0	33,4	38,9	40,6	42,4	42,5	31,9
in % vom Umsatz	4,7%	4,7%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,3%	3,9%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	8,7	34,2	36,3	-31,5	-88,4	-16,3	-16,3	-4,1
- Investitionen	-36,9	-89,9	-89,9	-40,9	-39,1	-37,0	-36,1	-32,7
Investitionsquote	6,6%	15,5%	14,4%	5,8%	5,3%	4,8%	4,5%	4,0%
Übriges								
Free Cash Flow (WACC-Modell)	53,8	32,5	49,8	47,1	7,9	90,8	95,4	73,9
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Present Value	54,8	30,6	43,3	37,9	5,9	62,3	60,5	692,2
Kumuliert	54,8	85,5	128,8	166,7	172,6	234,9	295,4	987,6

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	987,6
Terminal Value	692,2
Anteil vom Tpv-Wert	70%
Verbindlichkeiten	164,7
Liquide Mittel	11,9
Eigenkapitalwert	834,7

Aktienzahl (Mio.)	10,18
Wert je Aktie (Euro)	82,03
+Upside / -Downside	27%
Aktienkurs (Euro)	64,60

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	4,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,30
WACC	8,3%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	8,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	6,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	15,0%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	16,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	13,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,75%	68,57	72,50	74,68	77,03	82,31
8,50%	71,55	75,82	78,21	80,78	86,61
8,25%	74,74	79,41	82,03	84,86	91,30
8,00%	78,18	83,29	86,17	89,30	96,45
7,75%	81,88	87,50	90,68	94,15	102,12

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	EBIT-Marge ab 2031e				
	12,50%	12,75%	13,00%	13,25%	13,50%
8,75%	72,25	73,46	74,68	75,89	77,11
8,50%	75,64	76,93	78,21	79,49	80,77
8,25%	79,32	80,67	82,03	83,38	84,74
8,00%	83,30	84,74	86,17	87,60	89,04
7,75%	87,64	89,16	90,68	92,20	93,72

Quelle: Montega

Peergroup-Analyse

Unsere Wettbewerbsanalyse hat bereits gezeigt, dass sich keine direkten Wettbewerber mit einem vergleichbaren Know-how und Produktspektrum wie Alzchem finden lassen. Die Peergroup setzt sich daher zusammen aus den folgenden sechs europäischen sowie zwei US-amerikanischen Peers der chemischen Industrie, die u.E. weitestgehend ähnliche Endmärkte bedienen und zum Teil auch Kunden von Alzchem sein dürften.

Wacker Chemie AG: Wacker Chemie ist ansässig in München und konzentriert sich auf die Hauptsegmente Polysilicon für den Solar- und Halbleitermarkt, Polymers und Silicones, womit hauptsächlich die Bau-, Auto- und Farbindustrie bedient werden, sowie Biosolutions. Die Hauptumsatzregionen sind Asien mit rund 43% und Europa mit 36% der Erlöse, die sich in 2023 auf 6,4 Mrd. EUR beliefen. Das EBITDA lag bei 824 Mio. EUR, was einer Marge von ca. 13% entspricht.

DSM-Firmenich AG: DSM-Firmenich aus der Schweiz ist stark in den Segmenten Health, Nutrition, Beauty sowie Animal Nutrition & Health und erreichte in 2023 mit 21.000 Mitarbeitern einen Umsatz von ca. 9 Mrd. EUR bei einer EBITDA-Marge von ca. 20%. Die meisten Umsätze werden in Europa (~35%) und in Lateinamerika (~30%) erzielt. Beinahe die Hälfte der Umsätze entfällt auf den Bereich Vitamins.

LANXESS Aktiengesellschaft: LANXESS ist ein deutscher Spezialchemie-Konzern mit Sitz in Köln und ca. 12.400 Mitarbeitern. Das Unternehmen ist auf die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von chemischen Zwischenprodukten, Additiven, Spezialchemikalien und Kunststoffen spezialisiert und bedient damit vielfältige Branchen, darunter die Agrarwirtschaft, die Konsumgüterindustrie, aber auch Automotive, Bau und Elektronik. Im Geschäftsjahr 2023 erzielte LANXESS einen Umsatz von 6,7 Mrd. EUR, wovon 30% in der EMEA-Region (ex. Deutschland), 35% in Nord- und Südamerika, 19% in Asien-Pazifik und 16% in Deutschland generiert wurden. Das EBITDA betrug 512 Mio. EUR, was einer Marge von 7,6% entspricht.

BASF SE: Die BASF aus Ludwigshafen am Rhein ist in den Segmenten Agrarwirtschaft, Ernährung & Pflege, Oberflächentechnologien, Industrielösungen, Materialien und Chemikalien aktiv. Mit ihren ca. 112.000 Mitarbeitenden weltweit konnte BASF in 2023 einen Umsatz von 68,9 Mrd. EUR erwirtschaften. Das EBITDA lag bei 7,7 Mrd. EUR (Marge: 11,2%). Zum Großteil wurden die Umsätze in Europa (38%) erzielt. Der Rest verteilt sich auf Nordamerika (27%), Asien-Pazifik (25%) und Südamerika, Afrika und Mittlerer Osten (8%).

Evonik Industries AG: Evonik Industries mit Sitz in Essen ist Deutschlands drittgrößtes Chemieunternehmen und agiert als eines der weltweit führenden Unternehmen der Spezialchemie. Evonik bietet Produkte in den fünf Bereichen Speciality Additives, Nutrition & Care, Smart Materials, Performance Materials und Services an. Von den 15,3 Mrd. EUR Umsatz in 2023 wurden 49% in Europa, Afrika und dem Nahen Osten, 25% in Nordamerika, 21% in der Asien-Pazifik-Region und 5% im mittel- und südamerikanischen Wirtschaftsraum erzielt. Das EBITDA betrug 1,7 Mrd. EUR, was einer Marge von 10,8% entspricht.

Croda International PLC: Croda International ist ein Produzent und Lieferant von Spezialchemikalien aus Großbritannien. Das Unternehmen lässt sich unterteilen in die Bereiche Consumer Care, Life Sciences und Industrial Specialities. In 2023 wurde ein Gesamtumsatz von 1,7 Mrd. GBP und ein EBITDA von ca. 410 Mio. GBP generiert (Marge: 24%). Mit 41% ist die Region EMEA der größte Absatzmarkt gefolgt von Asien mit 25%, Nordamerika mit 23% und Lateinamerika mit 11%.

Balchem Corporation: Balchem erwirtschaftete in 2023 einen Umsatz von 922 Mio. USD. EUR bei einer EBITDA-Marge von 25% (231 Mio. USD). Der Konzern mit Sitz in den USA ist ebenfalls ein Produzent von chemischen Produkten in den Bereichen Animal und Human Nutrition & Health sowie Speciality Products. Rund Dreiviertel seines Umsatzes macht das Unternehmen in den USA, der Rest resultiert größtenteils aus Europa und Asien.

Ashland Inc.: Ashland stammt ebenfalls aus den USA und bedient weltweit Kunden in den Bereichen Life Sciences, Personal Care und Speciality Additives. Rund 50% der Umsätze werden im Bereich Pharma und Coatings erwirtschaftet. In 2024 lagen die Konzern Erlöse bei umgerechnet 2,1 Mrd. USD mit einer EBITDA-Marge von 21,7%. Die meisten Umsätze wurden dabei mit ca. 42% im Raum EMEA generiert. Nordamerika und Asien-Pazifik trugen jeweils rund 25% bei und Lateinamerika etwa 8%.

Peergroup AlzChem Group AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Wacker Chemie AG	66,40	0,8	0,9	0,8	0,8	-22,0%	-9,4%	7,2%	6,3%
DSM-Firmenich AG	98,82	2,5	2,4	2,2	2,2	46,7%	4,1%	4,8%	3,2%
LANXESS Aktiengesellschaft	26,26	0,8	0,8	0,8	0,8	-17,0%	-4,9%	2,6%	3,3%
BASF SE	46,61	1,0	1,0	1,0	1,0	-21,1%	-5,4%	3,1%	4,2%
Evonik Industries AG	18,14	0,9	0,9	0,9	0,9	-17,4%	-0,9%	0,6%	3,5%
Croda International Plc	33,44	3,1	3,2	3,0	2,8	-18,9%	-3,5%	5,6%	6,5%
Balchem Corporation	159,96	5,8	5,6	5,3	5,2	-2,1%	3,4%	6,6%	2,3%
Ashland Inc.	63,49	2,0	2,0	2,2	2,1	-8,7%	-3,6%	-8,0%	3,0%
Median		1,5	1,5	1,6	1,6	-17,2%	-3,5%	4,0%	3,4%
AlzChem Group AG	64,60	1,4	1,4	1,3	1,2	0,0%	3,2%	4,0%	7,6%
Potenzial/Differenz		3%	11%	21%	25%	17,2 PP	6,7 PP	0,1 PP	4,2 PP
Fairer Wert je Aktie		66,62	72,63	80,19	83,91				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA				EBITDA-Marge			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Wacker Chemie AG	5.039	6,1	6,8	5,6	4,7	12,9%	12,8%	14,5%	16,1%
DSM-Firmenich AG	30.185	17,0	14,5	12,6	11,9	14,4%	16,2%	17,9%	18,2%
LANXESS Aktiengesellschaft	5.302	10,4	9,0	7,8	7,0	7,6%	9,3%	10,4%	11,2%
BASF SE	66.804	8,7	8,4	8,0	7,1	11,1%	12,2%	12,4%	13,4%
Evonik Industries AG	13.558	8,2	6,5	6,3	5,9	10,8%	13,8%	14,1%	14,6%
Croda International Plc	5.216	12,7	13,9	12,4	11,0	24,2%	23,0%	24,3%	25,7%
Balchem Corporation	5.373	23,3	21,5	20,9	20,0	25,0%	26,1%	25,2%	25,9%
Ashland Inc.	4.303	9,4	9,4	9,8	8,7	20,9%	21,7%	22,6%	24,7%
Median		9,9	9,2	8,9	7,9	13,8%	15,0%	16,2%	17,1%
AlzChem Group AG	772	9,5	7,4	6,9	5,9	15,1%	18,6%	19,2%	20,9%
Potenzial/Differenz		4%	23%	28%	34%	1,4 PP	3,6 PP	3 PP	3,8 PP
Fairer Wert je Aktie		67,61	82,17	86,08	90,09				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV/EBIT				EBIT-Marge			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Wacker Chemie AG	5.039	12,4	17,7	11,8	8,9	6,3%	4,9%	6,9%	8,6%
DSM-Firmenich AG	30.185	35,5	28,4	22,2	20,2	6,9%	8,3%	10,1%	10,7%
LANXESS Aktiengesellschaft	5.302	neg.	134,1	38,8	23,8	-0,8%	0,6%	2,1%	3,3%
BASF SE	66.804	17,6	17,3	15,6	13,1	5,5%	5,9%	6,4%	7,3%
Evonik Industries AG	13.558	26,0	12,7	12,0	10,7	3,4%	7,1%	7,4%	8,1%
Croda International Plc	5.216	16,3	18,6	16,4	14,2	18,9%	17,1%	18,4%	20,0%
Balchem Corporation	5.373	33,8	28,0	26,0	24,3	17,3%	20,1%	20,4%	21,2%
Ashland Inc.	4.303	19,2	17,4	18,6	15,4	10,2%	11,7%	11,9%	13,9%
Median		19,2	18,2	17,5	14,8	6,6%	7,7%	8,8%	9,7%
AlzChem Group AG	772	13,9	9,9	9,1	8,0	10,3%	14,0%	14,6%	15,6%
Potenzial/Differenz		38%	83%	91%	86%	3,7 PP	6,3 PP	5,8 PP	5,9 PP
Fairer Wert je Aktie		93,46	127,73	133,95	130,05				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	KGV				Free Cashflow-Yield			
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Wacker Chemie AG	5.039	10,5	16,9	11,5	8,4	4,5%	-2,6%	5,3%	6,3%
DSM-Firmenich AG	30.185	48,7	32,4	24,6	22,2	1,9%	3,2%	3,3%	3,7%
LANXESS Aktiengesellschaft	5.302	202,0	28,7	16,8	11,5	9,7%	0,2%	4,3%	5,0%
BASF SE	66.804	16,8	13,6	13,3	11,3	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Evonik Industries AG	13.558	23,0	11,0	10,7	9,5	5,9%	6,2%	6,1%	6,8%
Croda International Plc	5.216	20,0	24,5	21,4	18,4	3,0%	3,2%	2,9%	3,5%
Balchem Corporation	5.373	40,0	36,7	32,7	30,0	2,7%	2,5%	3,2%	3,5%
Ashland Inc.	4.303	15,6	14,3	14,6	11,9	2,9%	7,6%	4,5%	6,5%
Median		21,5	20,7	15,7	11,7	2,9%	2,8%	3,8%	4,4%
AlzChem Group AG	772	19,0	13,0	11,7	10,0	5,8%	7,0%	4,2%	6,4%
Potenzial/Differenz		13%	59%	34%	17%	2,9 PP	4,2 PP	0,4 PP	2,1 PP
Fairer Wert je Aktie		72,98	102,87	86,82	75,30				

Die Peergroup-Analyse untermauert das signifikante Upside-Potenzial von Alzchem. Basierend auf den Forward-Ergebnis-Multiples EV/EBITDA sowie KGV 2025e ff. ergibt sich für die Aktie ein fairer Wert zwischen rund 75,30 und 90,09 EUR. Ausgehend vom EV/EBIT weist die Aktie sogar nochmals Verdopplungspotenzial auf, zumal Alzchem gegenüber den Peers durch deutlich höhere operative Margen und eine höhere Free Cashflow-Yield gekennzeichnet ist.

Unternehmenshintergrund

Die Alzchem Group AG ist ein vertikal integrierter Spezialchemie-Anbieter mit führender Marktposition in ausgewählten und diversifizierten Nischenmärkten wie Gesundheit & Pharma, Human & Animal Nutrition, Erneuerbare Energien, Agrar- und Landwirtschaft, Metallurgie, Feinchemie sowie Automotive & Defense. Darüber hinaus werden als Auftragsfertiger (Custom Manufacturing) Mehrzweckanlagen für kundenspezifische Lösungen betrieben. Die wesentlichen chemischen Erzeugnisse von Alzchem basieren auf der Technologieführerschaft entlang der Calciumcarbid-/Calciumcyanamid-Kette (sogenannte NCN-Kette), also organischen Stickstoff-Kohlenstoff-Stickstoff-Bindungen, die sich in einem Produktbaum mit über 900 registrierten Produktmarken von Basischemikalien bis hin zu komplexer Spezialchemie auffächern. Die Wurzeln der gesamten NCN-Kette liegen dabei stets in den Commodities Kalk, Kohle (Koks) und elektrischer Strom, die in einem Produktionsverbund an vier historisch gewachsenen Standorten im ostbayerischen Chemiedreieck (Trostberg, Schalchen, Hart, Waldkraiburg) sowie in Sundsvall (Schweden) verarbeitet und global vermarktet werden.

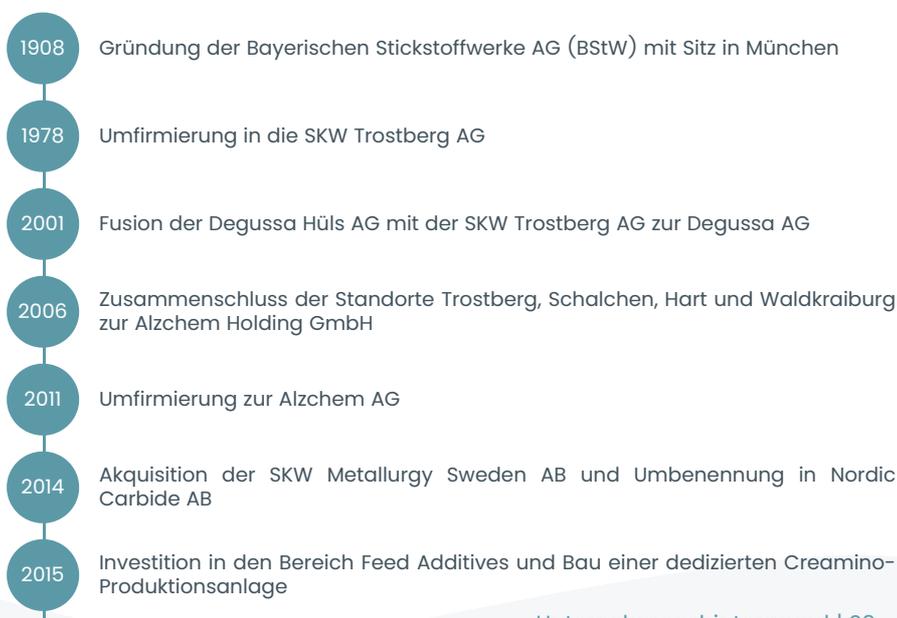
Key Facts

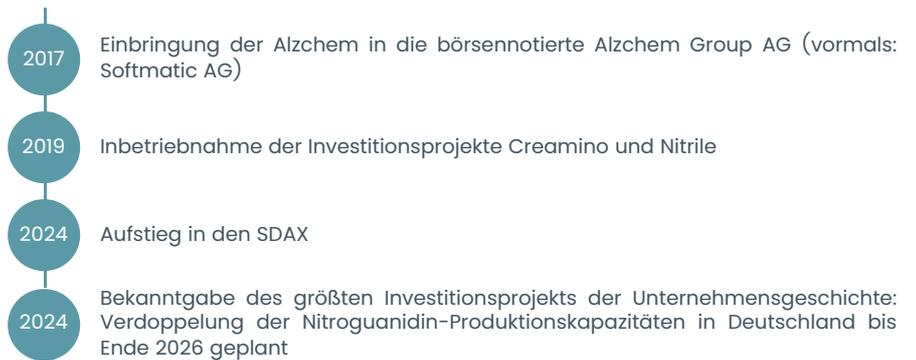
Sektor	Spezialchemie
Ticker	ACT
Mitarbeiter	1.689
Umsatz	540,6 Mio. EUR
EBIT	55,5 Mio. EUR
EBIT-Marge	10,3%
Geschäftsmodell	Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von qualitativ hochwertigen und innovativen Spezial- und Basischemikalien für vielfältige Lösungen rund um globale Herausforderungen wie Klimawandel, Ernährung, Gesundheit und Sicherheit.
Kernkompetenz	Vertikal integrierte Produktion (vier Werke in Deutschland, eins in Schweden) auf Basis der Calciumcarbid-/Calciumcyanamid-Kette (sog. NCN-Kette) mit strategischem Fokus auf Wachstum im Geschäftssegment Specialty Chemicals
Kundenstruktur	Regional und branchenseitig breit diversifizierte Kundenbasis und langjährige Beziehungen zu Key Customers; Top 10 Kunden machen ca. 33% der Umsatzerlöse aus

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2023

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

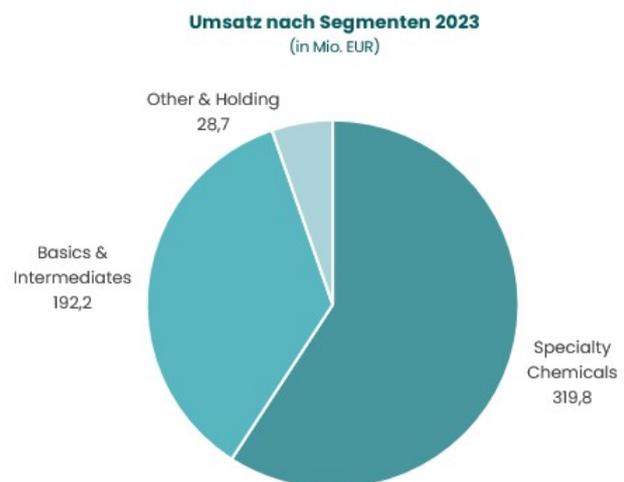
Die Wurzeln der Alzchem Group bzw. ihrer Vorgängergesellschaften reichen zurück bis ins späte 19. und frühe 20. Jahrhundert, als Chemikern erstmals die Bindung von Stickstoff aus der Luft mit Erdkalicarbiden (Azotierung) gelang und wenige Jahre darauf der Nutzen von Calciumcyanamid als Düngemittel erkannt wurde. Im Jahre 1908 erfolgte schließlich mit Gründung der Bayerischen Stickstoffwerke AG der unternehmerische Startschuss. Der anschließende Bau des Kalkstickstoffwerkes Trostberg, des Carbidwerkes Schalchen, des Werkkanals sowie zweier Wasserkraftwerke an den beiden Standorten bildeten die Keimzelle für den heutigen Produktionsverbund im Südosten Bayerns.





Organisations- und Segmentstruktur

Die Geschäftstätigkeit von Alzchem gliedert sich in die drei Berichtssegmente Specialty Chemicals, Basics & Intermediates sowie Other & Holding. Im Segment **Specialty Chemicals**, das das wirtschaftlich bedeutsamste darstellt (Umsatzbeitrag: 59%; EBITDA-Beitrag: 90%), fokussiert sich das Unternehmen auf die Herstellung und den Vertrieb hochwertiger chemischer Produkte für zahlreiche weiterverarbeitende Industrien und Endverbraucher. Das Segment **Basics & Intermediates** (Umsatzbeitrag: 36%; EBITDA-Beitrag: 12%) erzeugt chemische Vor- und Zwischenprodukte als Basis für die Veredelung in der konzerneigenen Spezialchemie sowie zum direkten Verkauf an Dritte. Das kleinste Segment **Other & Holding** bündelt die sonstigen Tätigkeiten, zu denen vor allem Dienstleistungen rund um die Chemieparcs Trostberg und Hart zählen.

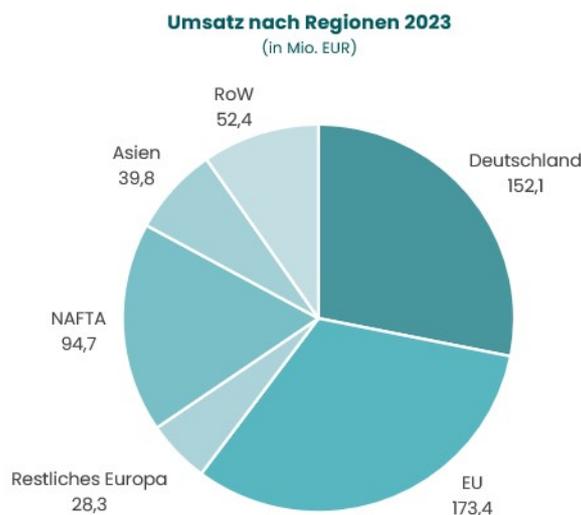


Quelle: Unternehmen

Die Holding-Funktionen für die Alzchem-Gruppe hat als Konzernmutter die **Alzchem Group AG** inne. Zum Konsolidierungskreis zählen darüber hinaus diverse Produktions- und Vertriebsgesellschaften in Deutschland, Schweden, UK, USA und China, die allesamt vollkonsolidiert werden.

Märkte und Produkte

Die wichtigsten Absatzregionen des Unternehmens sind der Heimatmarkt Deutschland (Umsatzanteil 2023: 28%) und die übrige EU (32%). Dahinter folgen die Überseemärkte in Nordamerika (18%) und Asien (7%). Der Rest der Welt macht ca. 10% aus. Vielfältig zeigen sich auch die wesentlichen Endmärkte: Die Landwirtschaft stellt unserer Einschätzung nach mit einem Erlösanteil von rund 16% die größte Abnehmerbranche dar.



Quelle: Unternehmen

Das gesamte Produktportfolio des Unternehmens umfasst mehr als 900 registrierte Marken. Eine der wichtigsten ist u.E. die Premiummarke Creapure für hochreines Kreatin-Monohydrat, mit der Alzchem als einziger westlicher Hersteller eine führende Marktposition in der Sportnahrungsmittelindustrie einnimmt. Zur Kreatin-Familie zählt mit LIVADUR auch das erste eigene End-Consumer-Produkt von Alzchem. Weitere Leuchtturmarken sind der Futtermittelzusatzstoff Creamino sowie das Dual-Use-Produkt Nitroguanidin, das sich als sehr stabile energetische Verbindung auch für wehrtechnische Anwendungen eignet.

Auszug Produktkatalog Alzchem

Marke	Produktbeschreibung	Endmärkte
Creapure®	Premiummarke für Kreatin-Monohydrat als Nahrungsergänzungsmittel in der Sporternährung	Human Nutrition
CREAMINO®	Futtermittelzusatzstoff für die Kreatinversorgung in der Nutztierhaltung	Animal Nutrition
Dormex®	Pflanzenwachstumsregulator für den Wein- und Obstanbau	Landwirtschaft
Perlka®	Spezialdüngemittel mit gepulvertem Kalkstickstoff	Landwirtschaft
CaD®	Metallurgischer Zusatzstoff auf Calcium Carbide-Basis für die Roheisenentschwefelung	Metallurgie
NITRALZ®	Vielfältige und hochwertige aliphatische und aromatische Nitrile als Rohstoff für Pharmazeutika, Pigmente, Agrochemikalien und Biozide	Pharmazie, Landwirtschaft, Basischemie
Eminex®	Kalkstickstoffhaltiges Additiv zur Reduzierung des Methan- und CO ₂ -Ausstoßes von Gülle in der nutztierhaltenden Landwirtschaft	Landwirtschaft
Creavitalis®	Kreatin-Monohydrat als feines, geschmacksneutrales Pulver für die Lebensmittel- und Pharmaindustrie (z.B. Fleischalternativen, Milchersatzprodukte)	Human Nutrition
Nitroguanidin	Dual-Use-Produkt (Treibladung) für zivile und wehrtechnische Anwendungen (u.a. Airbags, Gurtstraffer, Munition) sowie die Agrarchemie	Automotive, Defense, Landwirtschaft
Silzot®	Siliziumnitridpulver für Hochleistungskeramik in elektronischen Schaltungsträgern	Elektronik, Automotive
DYHARD®	Härter und Beschleuniger in Pulver-, Pasten- und Flüssigform für Epoxidharze in der Verbundwerkstoff- und Leichtbaukonstruktion	Erneuerbare Energien, Automotive, Aviation
Bioselect®	Hochreine Form von Guanidinhydrochloridsalzen und Guanidinthiocyanat für die Krebsdiagnostik und Corona-Test-Kits	Pharmazie
LIVADUR®	Nahrungsergänzungsmittel mit Kreatin in Premiumqualität für sportlich Aktive	Human Nutrition

Quelle: Unternehmen, Montega

Management

Die Alzchem Group wird aktuell von einem fünfköpfigen Vorstandsteam geleitet.



Andreas Niedermaier (CEO) gehört Alzchem bereits seit 1999 an und hat als Vorstand seit 2011 die erfolgreiche Entwicklung des Unternehmens maßgeblich geprägt. Zum 01. Juli 2019 wurde er zum CEO ernannt. In die Ressortverantwortung von Herrn Niedermaier als Vorstandsvorsitzender fallen neben der Unternehmensstrategie auch die Bereiche Supply Chain Management, Recht, Patente & Marken sowie das Risikomanagement. Sein Dienstvertrag wurde Mitte 2023 vorzeitig um drei Jahre bis 2026 verlängert.



Andreas Lösler (CFO) ist seit 01. Januar 2024 Finanzvorstand von Alzchem. Herr Lösler begann seine berufliche Karriere in einem auf internationale Rechnungslegung spezialisierten Consulting-Unternehmen und beriet ab 2007 als Gründer und Geschäftsführer der DEOS Advisory GmbH Unternehmen in allen Fragen der kapitalmarktorientierten Rechnungslegung und im Reporting. Bereits seit 2012 war er auch für die Alzchem-Gruppe beratend aktiv und unterstützte die Gesellschaft vor allem beim Börsengang 2017. Zu seiner Ressortverantwortung zählen neben Finanzen, Controlling und Rechnungswesen auch die Bereiche IT, Personal & Soziales sowie Investor Relations & Kommunikation.



Klaus Dieter Engelmaier (COO) ist seit 1988 bei Alzchem beschäftigt und kann als Chief Operating Officer somit auf einen äußerst umfangreichen Erfahrungsschatz im Unternehmen zurückgreifen. Herr Engelmaier verantwortet im Vorstand heute die Bereiche Produktion, Technik, Engineering sowie Umweltschutz/Sicherheit/Gesundheit/Qualität.



Dr. Georg Weichselbaumer (CSO) verantwortet seit 2012 bei Alzchem das Geschäft mit einigen Gliedern der NCN-Kette und die Mehrzweckanlagen und wurde im Juli 2019 in den Vorstand berufen. Herr Dr. Weichselbaumer studierte Chemie an der TU in München gefolgt von einer Promotion in anorganischer Chemie. Er begann seine Karriere im Jahr 1989 in der Bereichsforschung der Höchst AG und arbeitete in den frühen 90er-Jahren als New Business Development Manager bei der Höchst Celanese in den USA. Heute kümmert er sich u.a. federführend um das Zukunftsprojekt der Ansiedlung einer US-Produktion.



Martina Spitzer (CSO) wurde zum 01. Januar 2025 als Chief Sales Officer in den Vorstand berufen und verantwortet dort die Bereiche Gesundheit & Ernährung (Creapure), Feinchemie (Chemicals & Applications) sowie Nachhaltigkeit (ESG). Frau Spitzer ist bereits seit 1999 für Alzchem tätig und wurde im Jahr 2020 zur Bereichsleiterin des gesamten Chemievertriebs der Gruppe ernannt, ehe sie sich ab 2022 auf die strategische Unternehmensentwicklung sowie die Einführung des Bereichs Nachhaltigkeit und die Optimierung zentraler Unternehmensprozesse fokussierte.

Aktionärsstruktur

Seit dem 05. Oktober 2017 sind die Aktien der Alzchem Group AG im Prime Standard der Frankfurter Börse gelistet. Abgesehen vom Börsengang 2017 wurden seither keine Kapitalerhöhungen durchgeführt. Das gezeichnete Kapital beläuft sich auf rund 101,8 Mio. EUR und ist unterteilt in 10.176.335 auf den Inhaber lautende Stammaktien (Stückaktien) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 10,00 EUR. Am 02. Oktober 2024 wurde die Aktie in den SDAX-Index aufgenommen.

Größter Anteilseigner ist mit aktuell 23,0% die Münchner Beteiligungsgesellschaft LIVIA Corporate Development SE, gefolgt von dem weiteren Finanzinvestor four two na GmbH (15,1%). Darüber hinaus halten die Janus Henderson Group Plc 6,5% und Lazard Frères Gestion SAS 5,1% der Anteile im Streubesitz von insgesamt ca. 62%.



Quelle: Unternehmen

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	557,9	580,4	624,6	702,7	737,8	771,0	801,8	817,9
Veränderung	3,2%	4,0%	7,6%	12,5%	5,0%	4,5%	4,0%	2,0%
EBIT	77,8	84,5	97,1	111,5	127,6	134,9	140,3	106,3
EBIT-Marge	14,0%	14,6%	15,6%	15,9%	17,3%	17,5%	17,5%	13,0%
NOPAT	56,0	61,2	69,9	80,6	91,9	97,1	101,0	76,6
Abschreibungen	25,9	27,0	33,4	38,9	40,6	42,4	42,5	31,9
in % vom Umsatz	4,7%	4,7%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,3%	3,9%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	8,7	34,2	36,3	-31,5	-88,4	-16,3	-16,3	-4,1
- Investitionen	-36,9	-89,9	-89,9	-40,9	-39,1	-37,0	-36,1	-32,7
Investitionsquote	6,6%	15,5%	14,4%	5,8%	5,3%	4,8%	4,5%	4,0%
Übriges								
Free Cash Flow (WACC-Modell)	53,8	32,5	49,8	47,1	7,9	90,8	95,4	73,9
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Present Value	54,8	30,6	43,3	37,9	5,9	62,3	60,5	692,2
Kumuliert	54,8	85,5	128,8	166,7	172,6	234,9	295,4	987,6

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	987,6
Terminal Value	692,2
Anteil vom Tpv-Wert	70%
Verbindlichkeiten	164,7
Liquide Mittel	11,9
Eigenkapitalwert	834,7

Aktienzahl (Mio.)	10,18
Wert je Aktie (Euro)	82,03
+Upside / -Downside	27%
Aktienkurs (Euro)	64,60

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	4,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,30
WACC	8,3%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2024-2027	8,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2024-2030	6,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2031	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2024-2027	15,0%
Mittelfristige EBIT-Marge	2024-2030	16,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2031	13,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,75%	68,57	72,50	74,68	77,03	82,31
8,50%	71,55	75,82	78,21	80,78	86,61
8,25%	74,74	79,41	82,03	84,86	91,30
8,00%	78,18	83,29	86,17	89,30	96,45
7,75%	81,88	87,50	90,68	94,15	102,12

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	EBIT-Marge ab 2031e				
	12,50%	12,75%	13,00%	13,25%	13,50%
8,75%	72,25	73,46	74,68	75,89	77,11
8,50%	75,64	76,93	78,21	79,49	80,77
8,25%	79,32	80,67	82,03	83,38	84,74
8,00%	83,30	84,74	86,17	87,60	89,04
7,75%	87,64	89,16	90,68	92,20	93,72

Quelle: Montega

G&V (in Mio. EUR) Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	422,3	542,2	540,6	557,9	580,4	624,6
Bestandsveränderungen	10,0	22,2	-3,8	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	6,7	7,2	4,9	3,9	9,3	9,4
Gesamtleistung	439,0	571,6	541,7	561,8	589,7	633,9
Materialaufwand	170,7	288,9	225,1	206,4	218,2	231,1
Rohrertrag	268,3	282,7	316,6	355,4	371,5	402,8
Personalaufwendungen	132,2	137,1	145,6	156,8	161,9	168,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	78,8	101,1	98,5	106,0	109,7	116,8
Sonstige betriebliche Erträge	4,7	17,0	9,0	11,2	11,6	12,5
EBITDA	62,0	61,4	81,4	103,8	111,4	130,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	23,8	24,8	25,2	25,1	26,1	32,5
EBITA	38,2	36,6	56,2	78,7	85,3	98,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	37,6	35,9	55,5	77,8	84,5	97,1
Finanzergebnis	-1,1	5,4	-7,3	-7,3	-6,4	-5,6
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	36,5	41,3	48,2	70,6	78,1	91,5
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	36,5	41,3	48,2	70,6	78,1	91,5
EE-Steuern	8,7	11,1	13,4	19,8	21,5	25,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	27,8	30,2	34,8	50,8	56,6	65,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	27,8	30,2	34,8	50,8	56,6	65,9
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Jahresüberschuss	27,6	30,1	34,6	50,5	56,4	65,6

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

G&V (in % vom Umsatz) Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	2,4%	4,1%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	1,6%	1,3%	0,9%	0,7%	1,6%	1,5%
Gesamtleistung	104,0%	105,4%	100,2%	100,7%	101,6%	101,5%
Materialaufwand	40,4%	53,3%	41,6%	37,0%	37,6%	37,0%
Rohrertrag	63,5%	52,1%	58,6%	63,7%	64,0%	64,5%
Personalaufwendungen	31,3%	25,3%	26,9%	28,1%	27,9%	26,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,7%	18,7%	18,2%	19,0%	18,9%	18,7%
Sonstige betriebliche Erträge	1,1%	3,1%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	14,7%	11,3%	15,1%	18,6%	19,2%	20,9%
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,6%	4,6%	4,7%	4,5%	4,5%	5,2%
EBITA	9,1%	6,8%	10,4%	14,1%	14,7%	15,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,9%	6,6%	10,3%	14,0%	14,6%	15,6%
Finanzergebnis	-0,3%	1,0%	-1,3%	-1,3%	-1,1%	-0,9%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,6%	7,6%	8,9%	12,7%	13,5%	14,7%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	8,6%	7,6%	8,9%	12,7%	13,5%	14,7%
EE-Steuern	2,1%	2,0%	2,5%	3,6%	3,7%	4,1%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,6%	5,6%	6,4%	9,1%	9,8%	10,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,6%	5,6%	6,4%	9,1%	9,8%	10,6%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	6,5%	5,5%	6,4%	9,1%	9,7%	10,5%

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

Bilanz (in Mio. EUR) Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	3,0	3,7	2,8	2,0	1,0
Sachanlagen	178,8	181,5	177,3	189,1	252,9	310,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	181,2	184,5	181,0	191,9	254,8	311,3
Vorräte	86,7	122,4	107,5	107,3	111,6	117,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	40,8	55,7	75,2	76,4	79,5	77,0
Liquide Mittel	8,3	9,2	11,9	48,2	44,4	64,3
Sonstige Vermögensgegenstände	60,7	51,0	49,2	49,2	49,2	49,2
Umlaufvermögen	196,5	238,4	243,7	281,1	284,6	308,2
Bilanzsumme	377,7	422,9	424,7	473,0	539,5	619,5
PASSIVA						
Eigenkapital	87,6	144,0	161,6	200,2	239,5	286,0
Anteile Dritter	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Rückstellungen	167,3	109,1	123,5	123,5	123,5	123,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	55,6	100,2	62,5	62,5	48,1	41,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	32,8	37,4	31,6	41,3	42,9	47,9
Sonstige Verbindlichkeiten	32,3	30,2	43,6	43,6	83,6	118,6
Verbindlichkeiten	288,1	276,9	261,1	270,9	298,1	331,6
Bilanzsumme	377,7	422,9	424,7	473,0	539,5	619,5

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6%	0,7%	0,9%	0,6%	0,4%	0,2%
Sachanlagen	47,3%	42,9%	41,7%	40,0%	46,9%	50,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	48,0%	43,6%	42,6%	40,6%	47,2%	50,3%
Vorräte	22,9%	28,9%	25,3%	22,7%	20,7%	19,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,8%	13,2%	17,7%	16,2%	14,7%	12,4%
Liquide Mittel	2,2%	2,2%	2,8%	10,2%	8,2%	10,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	16,1%	12,1%	11,6%	10,4%	9,1%	7,9%
Umlaufvermögen	52,0%	56,4%	57,4%	59,4%	52,8%	49,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	23,2%	34,1%	38,1%	42,3%	44,4%	46,2%
Anteile Dritter	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%
Rückstellungen	44,3%	25,8%	29,1%	26,1%	22,9%	19,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,7%	23,7%	14,7%	13,2%	8,9%	6,7%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,7%	8,8%	7,4%	8,7%	8,0%	7,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	8,6%	7,1%	10,3%	9,2%	15,5%	19,1%
Verbindlichkeiten	76,3%	65,5%	61,5%	57,3%	55,3%	53,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	27,8	30,2	34,8	50,8	56,6	65,9
Abschreibung Anlagevermögen	23,8	24,8	25,2	25,1	26,1	32,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,8	-49,9	10,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	7,6	35,9	12,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	58,1	41,8	83,1	76,7	83,6	99,3
Veränderung Working Capital	-15,1	-46,0	-10,4	8,7	34,2	36,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	43,0	-4,2	72,7	85,5	117,8	135,6
CAPEX	-28,5	-29,1	-20,6	-36,9	-89,9	-89,9
Sonstiges	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-28,5	-28,5	-20,5	-36,9	-89,9	-89,9
Dividendenzahlung	-7,8	-10,1	-10,6	-12,2	-17,3	-19,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-13,4	44,6	-37,7	0,0	-14,4	-6,5
Sonstiges	-2,4	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-23,7	33,6	-49,2	-12,2	-31,7	-25,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,3	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-9,1	0,9	3,0	36,3	-3,8	19,9
Endbestand liquide Mittel	8,3	9,2	11,9	48,2	44,4	64,3

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

Kennzahlen Alzchem Group AG	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	63,5%	52,1%	58,6%	63,7%	64,0%	64,5%
EBITDA-Marge (%)	14,7%	11,3%	15,1%	18,6%	19,2%	20,9%
EBIT-Marge (%)	8,9%	6,6%	10,3%	14,0%	14,6%	15,6%
EBT-Marge (%)	8,6%	7,6%	8,9%	12,7%	13,5%	14,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,6%	5,6%	6,4%	9,1%	9,8%	10,6%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	13,9%	11,9%	17,3%	24,7%	25,5%	27,3%
ROE (%)	40,2%	33,6%	23,7%	30,9%	27,9%	27,2%
ROA (%)	7,3%	7,1%	8,2%	10,7%	10,4%	10,6%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	187,4	181,1	150,9	114,6	104,0	77,6
Net Debt / EBITDA	3,0	2,9	1,9	1,1	0,9	0,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	2,1	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	14,5	-32,8	52,1	48,6	27,9	45,7
Capex / Umsatz (%)	7%	5%	4%	7%	15%	14%
Working Capital / Umsatz (%)	21%	22%	27%	26%	22%	14%
Bewertung						
EV/Umsatz	1,8	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	12,4	12,6	9,5	7,4	6,9	5,9
EV/EBIT	20,6	21,5	13,9	9,9	9,1	8,0
EV/FCF	53,3	-	14,8	15,9	27,7	16,9
KGV	23,8	21,8	19,0	13,0	11,7	10,0
KBV	7,5	4,6	4,1	3,3	2,7	2,3
Dividendenrendite	1,5%	1,6%	1,9%	2,6%	2,9%	3,4%

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

Disclaimer

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

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 03.02.2025):

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

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt. Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

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

Bedeutung des Anlageurteils:

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

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

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

Kontakt Montega AG:

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

Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (3) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Montega und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Montega und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Montega oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Montega hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 03.02.2025)
Alzchem Group AG	1, 8, 9

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	03.02.2025	64,60	82,00	+27%