

# Multitude SE

Finland | Financial Services | Marktkapitalisierung EUR 107 Mio.

4-Apr-24

UPDATE



# MULTITUDE

Nettogewinn soll sich bis 2026 fast verdreifachen;  
Kursziel erhöht; KAUFEN

## What's it all about?

Multitude hat seine endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 23 veröffentlicht, die die vorläufigen Zahlen bestätigen. Umsatz und Ergebnis sind in allen Bereichen gestiegen und die Bilanzqualität wurde weiter verbessert. Multitude ist ein FinTech und hat bisher als Technologieunternehmen berichtet. Ab dem Geschäftsbericht 2023 weist Multitude die GuV als Bank aus. Das bedeutet, dass die oberste Zeile nicht mehr "Umsatz", sondern "Nettozinsenertrag" sein wird. Darüber hinaus wird das EBIT, das bisher die wichtigste Kennzahl war, durch den konsolidierten Nettogewinn ersetzt. Das Management bestätigte das langfristige Ziel, Ende 2026 einen Nettogewinn von 30 Mio. EUR zu erreichen. Mit einem Nettogewinn von 30 Mio. EUR würde ein EPS von ca. 1,40 EUR erreicht, verglichen mit 0,51 EUR im letzten Jahr. Dies kann in 2026E in eine Dividende von bis zu 0,70 EUR pro Aktie umgerechnet werden kann. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von nur 5,9x 24E sind die Wachstumsaussichten in der aktuellen Bewertung nicht berücksichtigt. Mit einer transparenteren Berichterstattung sollte diese Unterbewertung allmählich verschwinden, wenn die Ertragskraft des Geschäftsmodells den Nettogewinn auf über 30 Mio. EUR ansteigen lässt. Unser Rating bleibt KAUFEN mit einem erhöhten Kursziel von EUR 13,20. (alt: EUR 12,60).

**BUY** (BUY)

<b>Kursziel</b>	<b>EUR 13,20</b> (12,60)
Aktueller Kurs	EUR 4,97
Kurspotenzial	165,6%



**ANALYST**

**Harald Hof**

h.hof@mwb-research.com

+49 40 309 293-58

WICHTIG: Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenskonflikte".

[mwb-research.com](https://www.mwb-research.com)

Dieser Research Report wurde von mwb research erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# Multitude SE

Finland | Financial Services | Marktkapitalisierung EUR 107 Mio. | EV EUR -128 Mio.

**BUY** (BUY)

**Kursziel** EUR 13,20 (12,60)  
 Aktueller Kurs EUR 4,97  
 Kurspotenzial 165,6%

**ANALYST**  
**Harald Hof**  
 h.hof@mwb-research.com  
 +49 40 309 293-58

## Nettogewinn soll sich bis 2026 fast verdreifachen; KAUFEN

**Endgültige Zahlen veröffentlicht.** Multitude hat seine endgültigen GJ23-Zahlen veröffentlicht, die die vorläufigen Zahlen bestätigen. Umsatz und Ergebnis konnten in allen Bereichen gesteigert und die Bilanzqualität weiter verbessert werden. Der Umsatz stieg um 8,5% auf 230,5 Mio. EUR, das EBIT erhöhte sich erneut um rund 45% auf 45,6 Mio. EUR (Vj: 31,5 Mio. EUR). Höhere Umsätze, konsequentes Kostenmanagement und die Umsetzung einer schlankeren Organisation waren die wesentlichen Faktoren für diese Entwicklung. Das Konzernergebnis stieg um 39% auf 16,4 Mio. EUR (GJ22: 11,8 Mio. EUR) und das EPS von EUR 0,37 auf EUR 0,51 (+39%).

**Signifikante Änderung in der Berichterstattung - Fokus auf den Nettogewinn.** Multitude ist ein FinTech-Unternehmen und hat bisher als Technologieunternehmen berichtet. Ab dem Jahresbericht 2023 (auch angepasst für 2022) wird Multitude die Gewinn- und Verlustrechnung als Bank (siehe nächste Seite) berichten. Das bedeutet, dass die oberste Zeile nicht mehr "Umsatz", sondern "Nettozinsenertrag" sein wird. Außerdem wird das EBIT, das bisher die wichtigste Kennzahl war, durch das konsolidierte Konzernergebnis ersetzt. Der Zinsaufwand ist einer der größten Kostenfaktoren der Bank, aber er ist nicht im EBIT enthalten. Diese Änderung in der Berichterstattung ist daher aus Gründen der Transparenz angebracht.

**Nettogewinn und EPS sollen weiter steigen - Dividendenerhöhung wahrscheinlich.** Nun zum letzten Mal bestätigt das Management die 2021 veröffentlichte EBIT-Prognose, wonach im Jahr 2024 ein EBIT von 67,5 Mio. EUR erreicht werden soll. Dies entspricht einer weiteren Steigerung von rund 50%. Darüber hinaus wurde das im November 2023 aktualisierte Langfristziel bestätigt: Das Konzernergebnis soll bis Ende 2026 auf 30 Mio. EUR (25 Mio. EUR mwb est.) steigen. Die Investoren sollen angemessen am Unternehmenserfolg beteiligt werden, weshalb zwischen 25% und 50% des Gewinns an die Aktionäre ausgeschüttet werden sollen. Für das Geschäftsjahr 2023 ist die Ausschüttung einer Dividende von 0,19 EUR je Aktie geplant, was einer attraktiven Dividendenrendite von ca. 4% entspricht. Bei einem Ergebnis von 30 Mio. EUR würde ein EPS von ca. 1,40 EUR erreicht, was sich bis 2026E in einer Dividende von bis zu 0,70 EUR je Aktie niederschlagen kann. *- fortgesetzt -*

Multitude SE	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettozunergebnis	204	198	208	225	236	243
Wachstum yoy	-11,4%	-2,8%	4,9%	8,0%	5,0%	3,0%
EBITDA	43	49	61	76	84	85
EBIT	27	31	46	62	71	72
Jahresüberschuss**	-7	8	11	18	25	26
Nettoverschuldung	-171	-115	-235	-183	-193	-208
Nettoversch./EBITDA	-4,0x	-2,4x	-3,9x	-2,4x	-2,3x	-2,4x
Gewinn pro Aktie**	-0,32	0,37	0,51	0,84	1,18	1,20
Dividende pro Aktie	0,00	0,12	0,19	0,31	0,44	0,45
Dividendenrendite	0,0%	2,4%	3,8%	6,3%	8,9%	9,1%
Rohertagsmarge	64,8%	57,3%	57,1%	59,0%	60,0%	60,0%
EBITDA-Marge	20,8%	24,7%	29,1%	33,6%	35,8%	35,0%
EBIT-Marge	13,3%	15,9%	21,9%	27,4%	30,3%	29,7%
ROCE	8,5%	9,2%	17,7%	21,9%	23,2%	21,8%
EV/Umsatz	-0,3x	-0,0x	-0,6x	-0,3x	-0,4x	-0,4x
EV/EBITDA	-1,5x	-0,2x	-2,1x	-1,0x	-1,0x	-1,2x
EV/EBIT	-2,4x	-0,3x	-2,8x	-1,2x	-1,2x	-1,4x
KGV	-15,7x	13,3x	9,7x	5,9x	4,2x	4,1x

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research; \*seit 2023; \*\*nach Zinskosten Perpetualanleihe



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 5,30 / 2,56  
**Kurs/Buchwert** 0,6x

**Ticker / Symbols**  
 ISIN FI4000106299  
 WKN A1W9NS  
 Bloomberg FRU:GR

### Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2024E	alt	223	62	0,68
	Δ	0,9%	0,0%	22,9%
2025E	alt	234	71	0,89
	Δ	0,9%	0,6%	32,7%
2026E	alt	243	72	0,92
	Δ	0,0%	0,0%	30,4%

### Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl** (in Mio. Stück) 21,58  
**Buchwert p.A.:** (in EUR) 8,51  
**Ø Handelsvol.:** (52 W.) 13.047

### Aktionärsstruktur

**Jorma Jokela** 55,2%  
**Universal Investment** 10,0%  
**Dorval AM** 4,8%  
**Streubesitz** 29,4%

### Unternehmensbeschreibung

Multitude SE ist ein in Finnland ansässiges Unternehmen, das digitale und mobile Finanzdienstleistungen anbietet. Das Unternehmen bietet Mobile Banking und digitale Kredite für Verbraucher und kleine Unternehmen an, die über mobile Geräte vertrieben und verwaltet werden.

**Fazit.** Höhere Nettozinsenerträge, höheres EBIT, höherer Nettogewinn und eine höhere Dividende: Multitude befindet sich auf einem starken Wachstumspfad, was sich unserer Meinung nach jedoch nicht in der Bewertung widerspiegelt. Bei einem KGV von nur 5,9x 24E bleiben die Wachstumsaussichten unberücksichtigt. Wir sind weiterhin der Meinung, dass die Aktie deutlich unterbewertet ist. Mit einer transparenteren Berichterstattung sollte sich diese Unterbewertung allmählich auflösen, wenn die Ertragskraft des Geschäftsmodells das Konzernergebnis auf über EUR 30 Mio. hebt. Unser Rating bleibt KAUFEN mit einem erhöhten Kursziel von EUR 13,20. (alt: EUR 12,60).

## Multitude's Gewinn und Verlustrechnung 2023

EUR '000	Notes	2023	Restated 2022*
Interest income	7	230,459	212,474
Interest expense	7	(22,237)	(14,027)
Net interest income		208,222	198,447
Fee and commission income	8	63	32
Fair value and foreign exchange losses	9	(4,328)	(3,848)
Other income	10	30	70
Profit for the period from investment in associates		6	-
Net operating income		203,993	194,701
Operating expenses:			
Impairment loss on loans to customers	4.2, 11	(89,253)	(84,646)
Personnel expense	11	(34,076)	(33,956)
General and administrative expense	11	(31,976)	(31,943)
Depreciation and amortisation	11, 17-19	(15,016)	(17,522)
Selling and marketing expense	11	(14,180)	(12,375)
Other expense	10	(502)	(669)
Profit before income taxes		18,990	13,590
Income tax expense	12	(2,552)	(1,817)
Profit for the period		16,438	11,773
Earnings per share:			
Basic earnings per share, EUR	13	0.51	0.38
Diluted earnings per share, EUR	13	0.51	0.37

\*See Note 26 for the details of restatements due to change in accounting policies and correction of errors.

Die folgende Tabelle zeigt die vierteljährliche Performance von **Multitude SE**:

Quartalstabelle	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
Umsatz	51,8	51,8	55,8	48,7	54,0	55,5	57,9	63,1
yoy Wachstum in %	-0,2%	-1,6%	3,1%	-11,5%	4,4%	7,2%	3,7%	29,5%
Rohertrag	51,8	51,5	55,8	51,3	54,0	55,5	57,9	63,1
Rohertragsmarge in %	100,0%	99,4%	100,0%	105,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA	9,9	10,8	13,4	12,3	13,3	15,2	15,5	16,6
EBITDA-Marge in %	19,1%	20,8%	23,9%	25,3%	24,6%	27,4%	26,7%	26,4%
EBIT	5,8	6,8	8,8	10,5	9,6	11,3	11,6	13,1
EBIT-Marge in %	11,3%	13,1%	15,8%	21,6%	17,8%	20,4%	20,0%	20,8%
EBT	2,5	0,6	4,8	6,0	2,9	6,5	5,8	3,8
Steuern	0,4	0,5	0,9	0,1	0,7	1,2	0,9	-0,2
Steuerquote in %	16,9%	84,4%	18,7%	1,0%	22,9%	18,6%	16,0%	-6,4%
Nettogewinn	2,1	0,1	3,9	4,7	2,2	5,3	4,9	4,1
yoy Wachstum in %	-24,5%	na%	na%	na%	8,3%	6.472,5%	24,3%	-13,5%
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>	<b>0,05</b>	<b>0,18</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>

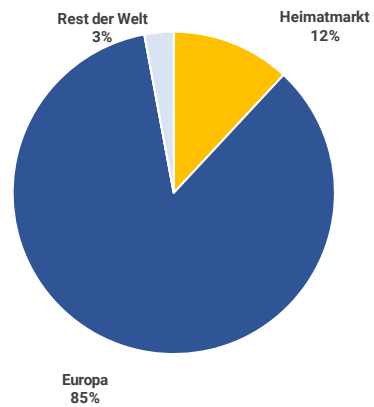
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

# Investment Case in sechs Grafiken

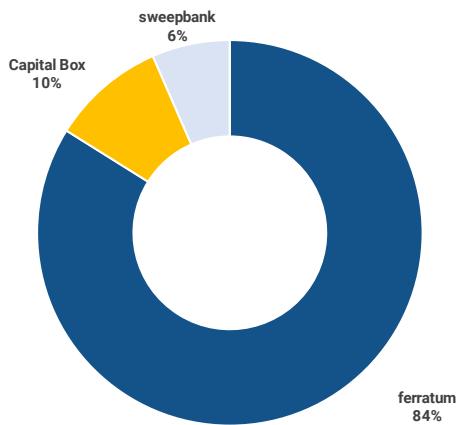
## Equity story



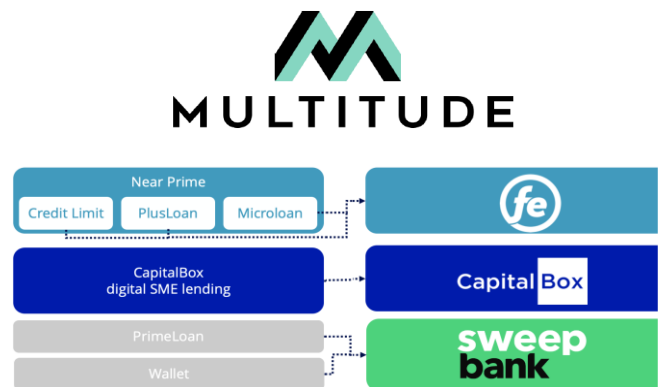
## Umsatz nach Regionen in %



## Umsatz nach Segmenten in %



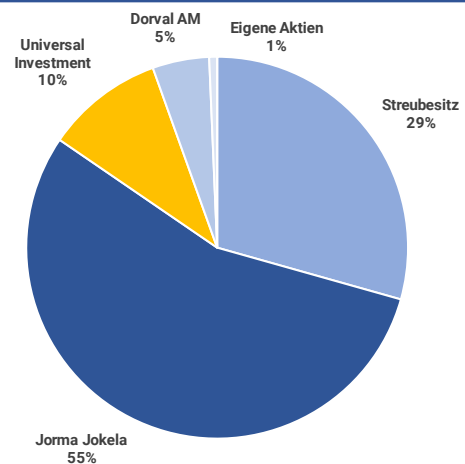
## Unternehmensstruktur



## Multitude's Marken



## Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Erfahrung durch 16 Jahre operative Tätigkeit mit profitablen Wachstum
- Tiefes Wissen über kommerzielle und regulatorische Aspekte im digitalen Vergabeprozess
- Effizienter Vergabeprozess wird unterstützt durch einzigartiges und ausgereiftes Scoring-Modell
- Echtzeit und datengetriebenes Wissen wird durch großen Datenpool, In-House Analyse und einer starken IT Infrastruktur unterstützt
- Solide Bilanz mit ausreichend liquiden Mitteln

## Schwächen

- Hohe Kreditrisiko und große Anzahl von Kunden mit schlechter Bonität, die von klassischen Banken keinen Kredit bekommen würden
- Hohes Risiko durch regulatorische Änderungen, wie z. B. die Einführung von maximalen Zinssätzen und umfangreichen Dokumentationspflichten
- Anfällig für einen wirtschaftlichen Abschwung
- Geringe Kundentreue durch die fehlende physische Interaktion mit dem Kunden

## Chancen

- Starkes Wachstum für den europäischen Fintech-Sektor
- Unterversorgter KMU Kreditmarkt
- Fokussierung auf den größeren Primeloan Markt
- Expansion von Primeloans und KMU Krediten in größere Märkte, die bereits erschlossen sind
- Verbesserter Vermarktung von Produkten und Dienstleistungen über SweepBank
- Skalierung von SweepBank als eine globale Finanzplattform

## Risiken

- Intensiver Wettbewerb im Mikrokreditmarkt, insbesondere in Ländern wie Großbritannien, aufgrund vieler Rivalen
- Die Pandemie und deren Auswirkungen könnten die Wachstumspläne erschweren oder behindern und die Qualität des Kreditbuchs mindern

# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 13,16** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Multitude SE weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2024E-2031E bei 2,2% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 1,5%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von 21,9% in 2024E bis auf 17,3% in 2031E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,40. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,01. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,1%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 12,0%, einem Steuersatz von 18% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 0,6 ergibt sich ein langfristiger WACC von 11,1%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Endwert
NOPAT	18	25	26	27	27	28	28	29	
Abschreibung & Amortis.	14	13	13	13	13	13	13	14	
Änderung des w/c	0	0	0	0	0	0	0	0	
Änderung Rückstellungen	1	1	1	1	2	2	2	2	
Capex	-13	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-16	
Cash flow	20	26	26	26	27	27	28	28	300
Barwert (Gegenwartswert)	18	22	19	18	17	15	14	13	133
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	11,1%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	270
Adj. Halbjahres-Barwert	284
Nettoverschuldung	0
Finanzanlagen	0
Rückstellungen	0
Wert des Eigenkapitals	284
Anzahl ausstehender Aktien	21,6
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>13,16</b>
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>164,7%</b>
<b>Aktienkurs</b>	<b>4,97</b>

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2024E-2031E)	2,2%
Endwert Wachstum (2031E - Unendlichkeit)	1,5%
Endwert ROCE	17,3%
Endwert WACC	11,1%
WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	12,0%
Steuersatz	18%
Beta	1,40
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,01
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,6
Relevered beta	1,51
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	11,1%

Sensitivitätsanalyse DCF								
WACC		Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%		
2,0%		10,6	10,8	11,0	11,2	11,5	2024E-2027E	28,7%
1,0%		11,4	11,7	12,0	12,3	12,6	2028E-2031E	22,0%
0,0%		12,5	12,8	13,2	13,5	14,0	Endwert	49,3%
-1,0%		13,7	14,2	14,6	15,1	15,7		
-2,0%		15,3	15,8	16,5	17,2	18,0		

## FCF-Rendite

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt. **Die bereinigte freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen EUR 43,54 je Aktie auf der Grundlage von 2024E und EUR 54,98 je Aktie auf der Grundlage von 2028E Schätzungen.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>88</b>
- Erhaltungsinvestitionen	13	14	15	15	15
- Minderheiten	6	6	6	6	6
- Steuerzahlungen	5	7	7	7	7
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>51</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>59</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>
+ Nettoversch. (-cash)	-118	-145	-168	-192	-216
+ Pensionsverpfl.	0	0	0	0	0
+ Off-B/S Finanzierung	0	0	0	0	0
- Fin. Verm-gegenstände	91	91	91	91	91
- Kumulierte Dividenden	4	11	20	30	40
<i>EV Adjustierungen</i>	-213	-246	-279	-313	-347
<b>= Richtiger EV</b>	<b>-106</b>	<b>-139</b>	<b>-172</b>	<b>-206</b>	<b>-240</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>-47,9%</b>	<b>-40,8%</b>	<b>-33,1%</b>	<b>-28,1%</b>	<b>-24,5%</b>
Basis Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>726</b>	<b>812</b>	<b>815</b>	<b>827</b>	<b>839</b>
- EV Adjustierung	-213	-246	-279	-313	-347
<b>Faire MarketCap</b>	<b>939</b>	<b>1.058</b>	<b>1.094</b>	<b>1.140</b>	<b>1.186</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	22	22	22	22	22
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>43,54</b>	<b>49,04</b>	<b>50,72</b>	<b>52,83</b>	<b>54,98</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>776,0%</b>	<b>886,7%</b>	<b>920,6%</b>	<b>963,0%</b>	<b>1.006,2%</b>

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	5,0%	57	64	66	68	71
	6,0%	49	55	57	59	61
<b>Adj. Hurdle Rate</b>	<b>7,0%</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>55</b>
	8,0%	39	44	46	48	50
	9,0%	36	41	42	44	46

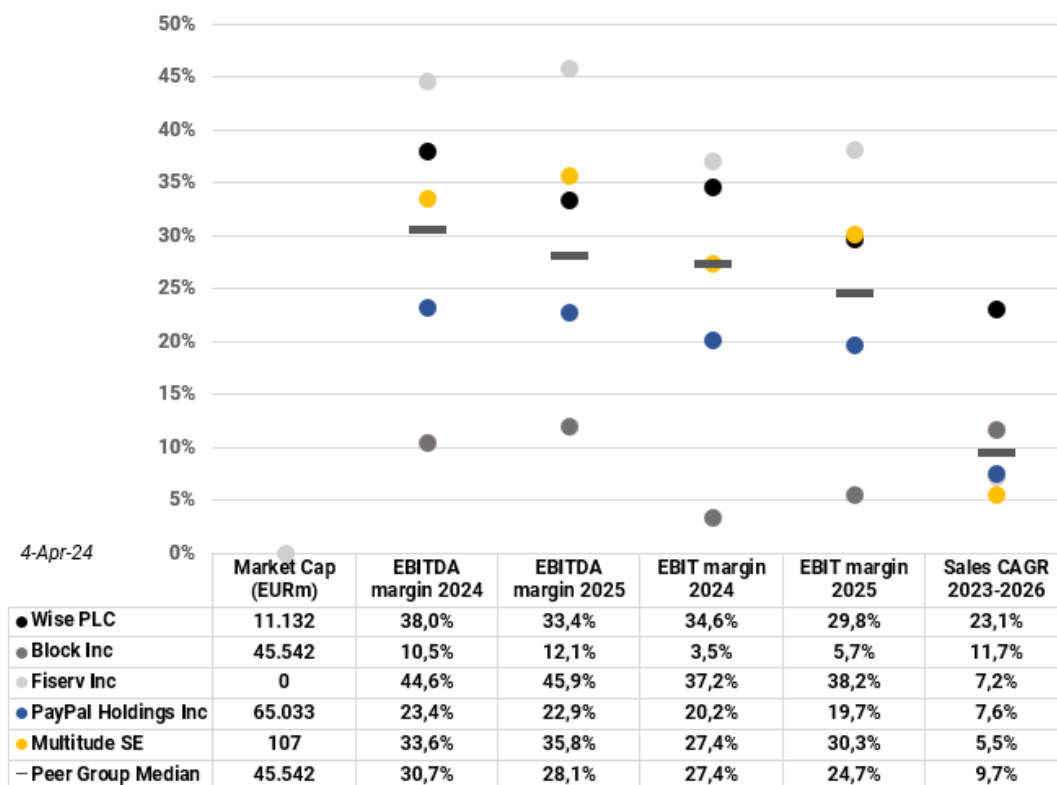
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 7,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

## Peer Group-Analyse

Eine Peer-Group-Analyse oder Analyse vergleichbarer Unternehmen ("Comps") ist eine Methode, die den relativen Wert eines Unternehmens berechnet - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Multitude SE in Bezug auf Größe, strategische Ausrichtung, Bilanzrelationen und Wachstumspfad erheblich unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Vergleichsgruppe von Multitude SE besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 14. August 2023 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 45.542m, verglichen mit EUR 107m für Multitude SE.

### Peer Group – Basisdaten



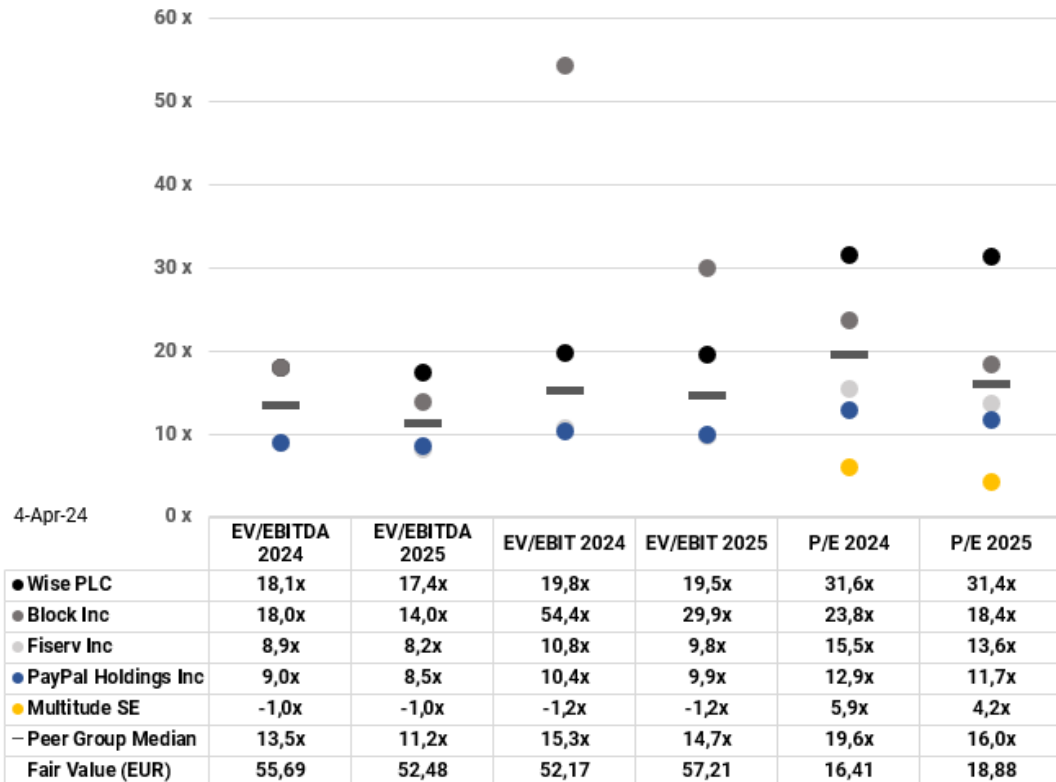
Source: AlphaSense, mwb research



Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBITDA 2024, EV/EBITDA 2025, EV/EBIT 2024, EV/EBIT 2025, P/E 2024 und P/E 2025.

**Die Anwendung auf Multitude SE ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 16,41 bis EUR 57,21.**

### Peer Group – Multiples und Bewertung

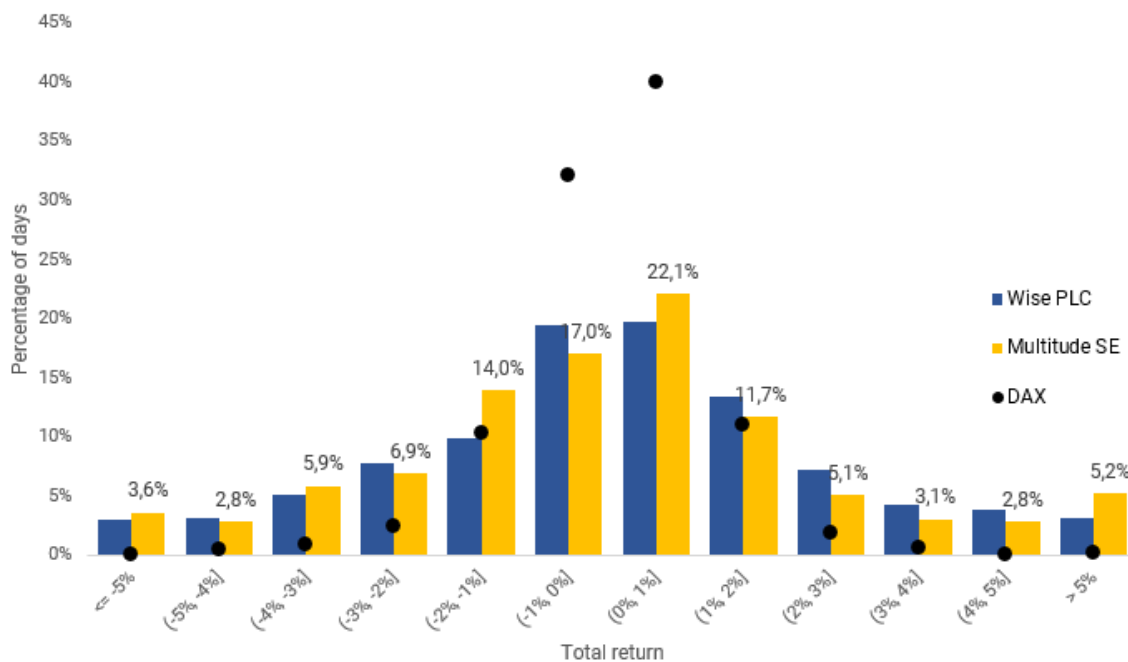


Quelle: AlphaSense, mwb research

# Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Multitude SE** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für Wise PLC. Wir haben auch die Verteilung für den Index DAX einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für Multitude SE war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 05.05.2021 mit einem Kursrückgang von -11,5%. Der beste Tag war der 16.11.2023, als der Aktienkurs um 21,5% stieg.

## Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



Quelle: AlphaSense, mwb research

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>204</b>	<b>198</b>	<b>208</b>	<b>225</b>	<b>236</b>	<b>243</b>
Umsatzwachstum	-11,4%	-2,8%	4,9%	8,0%	5,0%	3,0%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0	0	0	0	0	0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>204</b>	<b>198</b>	<b>208</b>	<b>225</b>	<b>236</b>	<b>243</b>
Materialaufwendungen	72	85	89	92	94	97
<b>Bruttogewinn</b>	<b>132</b>	<b>114</b>	<b>119</b>	<b>133</b>	<b>142</b>	<b>146</b>
Sonstige betriebliche Erträge	-1	0	0	1	1	0
Personalaufwendungen	33	34	34	35	35	36
Sonstige betriebliche Aufwendungen	56	49	51	55	55	57
<b>EBITDA</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>85</b>
Abschreibung	5	3	2	2	2	2
EBITA	37	46	58	74	82	83
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	10	15	13	12	11	11
<b>EBIT</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>46</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>72</b>
Finanzergebnis	-23	-18	-27	-32	-33	-33
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	5	14	19	30	39	39
Ausserordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Gewinn vor Steuern	5	14	19	30	39	39
Steuern	2	2	3	5	7	7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	2	12	16	24	32	32
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-6	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-4</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
Minderheitsbeteiligung	-3	-4	-5	-6	-6	-6
Jahresüberschuss (berichtet)	-7	8	11	18	25	26
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	21,58	21,58	21,58	21,58	21,58	21,58
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>-0,32</b>	<b>0,37</b>	<b>0,51</b>	<b>0,84</b>	<b>1,18</b>	<b>1,20</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	35%	43%	43%	41%	40%	40%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>65%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>	<b>59%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	-0%	0%	0%	1%	1%	0%
Personalaufwendungen	16%	17%	16%	16%	15%	15%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	27%	25%	24%	25%	24%	24%
<b>EBITDA</b>	<b>21%</b>	<b>25%</b>	<b>29%</b>	<b>34%</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>
Abschreibung	3%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITA	18%	23%	28%	33%	35%	34%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	5%	8%	6%	5%	5%	4%
<b>EBIT</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>22%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
Finanzergebnis	-11%	-9%	-13%	-14%	-14%	-14%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	2%	7%	9%	13%	16%	16%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	2%	7%	9%	13%	16%	16%
Steuern	1%	1%	1%	2%	3%	3%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	1%	6%	8%	11%	14%	13%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	-3%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-2%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>
Minderheitsbeteiligung	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>-3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Bilanz (in EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	5	8	8	9	11	12
Finanzielle Vermögenswerte	103	140	91	91	91	91
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>144</b>	<b>179</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>129</b>	<b>131</b>
Vorräte	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	362	507	576	673	693	703
Sonstiges Umlaufvermögen	2	2	2	2	2	2
Barmittel	315	164	284	233	243	258
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0
Rechnungsabgrenzungsposten	2	5	0	0	1	1
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>680</b>	<b>678</b>	<b>862</b>	<b>908</b>	<b>938</b>	<b>964</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>825</b>	<b>856</b>	<b>990</b>	<b>1.036</b>	<b>1.067</b>	<b>1.095</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>175</b>	<b>182</b>	<b>184</b>	<b>204</b>	<b>229</b>	<b>252</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0	0	0	0	0	0
Langfristige Schulden	58	47	47	50	50	50
Rückstellungen für Pensionen	0	0	0	0	0	0
Andere Rückstellungen	0	110	26	27	29	30
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>58</b>	<b>157</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>79</b>	<b>80</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	86	1	1	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	486	503	732	738	742	744
Anzahlungen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	7	3	0	8	8	9
Latente Steuern	0	1	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzung	12	9	0	10	10	11
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>592</b>	<b>517</b>	<b>733</b>	<b>755</b>	<b>760</b>	<b>763</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>825</b>	<b>856</b>	<b>990</b>	<b>1.036</b>	<b>1.067</b>	<b>1.095</b>

Bilanz (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Finanzielle Vermögenswerte	13%	16%	9%	9%	9%	8%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
Vorräte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	44%	59%	58%	65%	65%	64%
Sonstiges Umlaufvermögen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barmittel	38%	19%	29%	23%	23%	24%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0%	1%	0%	0%	0%	0%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>83%</b>	<b>79%</b>	<b>87%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	7%	5%	5%	5%	5%	5%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	0%	13%	3%	3%	3%	3%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>7%</b>	<b>18%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	10%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	59%	59%	74%	71%	69%	68%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1%	0%	0%	1%	1%	1%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	1%	1%	0%	1%	1%	1%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>72%</b>	<b>60%</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>	<b>71%</b>	<b>70%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Jahresüberschuss/Verlust	-4	12	16	24	32	32
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	17	18	15	2	2	2
Abschreibung von Goodwill	0	0	0	0	0	0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0	0	0	12	11	11
Sonstige	-45	-43	-1	1	1	1
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-32	-13	30	40	46	47
Veränderung des Bestands	0	0	0	0	0	0
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-11	1	-3	-97	-20	-10
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-13	-0	-2	6	4	2
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-18	-14	222	17	1	1
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-42	-14	217	-74	-16	-7
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-74</b>	<b>-26</b>	<b>248</b>	<b>-34</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
CAPEX	-12	-11	0	-13	-14	-15
Zahlungen für Akquisitionen	0	0	0	0	0	0
Finanzielle Investitionen	-2	-24	-49	0	0	0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0	0	0	0	0	0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-14</b>	<b>-35</b>	<b>-49</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-87	-61	199	-48	17	25
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	-40	-97	-2	2	0	0
Kauf eigener Aktien	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0
Dividendenzahlungen	0	0	0	-4	-7	-10
Sonstige	192	14	223	0	0	0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	237	302	153	0	0	0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>389</b>	<b>219</b>	<b>374</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	302	157	573	-50	10	15
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>302</b>	<b>153</b>	<b>284</b>	<b>233</b>	<b>243</b>	<b>258</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	30	26	25	25	26	27
Europa (ex Deutschland)	166	180	203	199	209	215
Amerika	0	0	0	0	0	0
Asien	0	0	0	0	0	0
Rest der Welt	8	6	2	2	2	2
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>204</b>	<b>198</b>	<b>208</b>	<b>225</b>	<b>236</b>	<b>243</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	14,9%	13,0%	12,1%	11,0%	11,0%	11,0%
Europa (ex Deutschland)	81,1%	90,9%	97,7%	88,4%	88,4%	88,4%
Amerika	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	4,0%	3,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kennzahlen	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-0,32	0,37	0,51	0,84	1,18	1,20
Cash Flow pro Aktie	-3,97	-1,77	10,93	-2,19	0,77	1,15
Buchwert pro Aktie	8,10	8,43	8,51	9,46	10,62	11,68
Dividende pro Aktie	0,00	0,12	0,19	0,31	0,44	0,45
<b>Bewertung</b>						
KGV	-15,7x	13,3x	9,7x	5,9x	4,2x	4,1x
Kurs/CF	-1,3x	-2,8x	0,5x	-2,3x	6,5x	4,3x
Preis/Buchwert	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x
Dividendenrendite (%)	0,0%	2,4%	3,8%	6,3%	8,9%	9,1%
FCF-Rendite (%)	-79,9%	-35,5%	219,9%	-44,2%	15,5%	23,2%
Unternehmenswert/Umsatz	-0,3x	-0,0x	-0,6x	-0,3x	-0,4x	-0,4x
Unternehmenswert/EBITDA	-1,5x	-0,2x	-2,1x	-1,0x	-1,0x	-1,2x
Unternehmenswert/EBIT	-2,4x	-0,3x	-2,8x	-1,2x	-1,2x	-1,4x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	204	198	208	225	236	243
Wachstum Veränderung (%)	-11,4%	-2,8%	4,9%	8,0%	5,0%	3,0%
Rohertrag	132	114	119	133	142	146
Rohertragsmarge (%)	64,8%	57,3%	57,1%	59,0%	60,0%	60,0%
EBITDA	43	49	61	76	84	85
EBITDA Marge (%)	20,8%	24,7%	29,1%	33,6%	35,8%	35,0%
EBIT	27	31	46	62	71	72
EBIT Marge (%)	13,3%	15,9%	21,9%	27,4%	30,3%	29,7%
Jahresüberschuss	-7	8	11	18	25	26
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-74	-26	248	-34	31	39
Investitionen	-12	-11	0	-13	-14	-15
Erhaltungsinvestitionen	12	12	12	13	14	15
Freier Cash Flow	-85	-37	248	-48	17	25
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	36	31	29	28	27	27
Materielle Vermögensgegenstände	5	8	8	9	11	12
Eigenkapital	175	182	184	204	229	252
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	144	159	74	77	79	80
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-171	-115	-235	-183	-193	-208
w/c Anforderungen	-124	4	-156	-65	-48	-40
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-2,0%	6,5%	9,0%	12,0%	13,9%	12,8%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	8,5%	9,2%	17,7%	21,9%	23,2%	21,8%
Nettoverschuldung	-98,1%	-63,3%	-128,1%	-89,8%	-84,2%	-82,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	-4,0x	-2,4x	-3,9x	-2,4x	-2,3x	-2,4x

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

## Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die mwb research AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der mwb research AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
Multitude SE	2, 8

# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH mwb research AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von mwb research zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch mwb research erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

**2. Verantwortlichkeiten** Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

**3. Organisatorische Vorkehrungen** Die mwb research AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der mwb research AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

**4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung** Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.mwb-research.com>.

Die mwb research AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Spekulatives Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

**Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

**Verkaufen:** Nachhaltiges Abwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotenzial ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der mwb research AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der mwb research AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der mwb research AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**

4-Apr-24 12:06:35

**6. Risikohinweise**

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die mwb research AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

**10. Sonstiges** Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://mwb-research.com>.



## Kontakt

**mwb research AG**  
**Mittelweg 142**  
**20148 Hamburg**  
**Germany**

Tel.: +49 40 309 293-52  
Email.: [contact@mwb-research.com](mailto:contact@mwb-research.com)  
Webseite: [www.mwb-research.com](http://www.mwb-research.com)  
Research: [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

### Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.hof@mwb-research.com](mailto:h.hof@mwb-research.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [l.muehlenbruch@mwb-research.com](mailto:l.muehlenbruch@mwb-research.com)

**LEVENT YILMAZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-107  
E-Mail: [l.yilmaz@mwb-research.com](mailto:l.yilmaz@mwb-research.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@mwb-research.com](mailto:t.wissler@mwb-research.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-55  
E-Mail: [o.wojahn@mwb-research.com](mailto:o.wojahn@mwb-research.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowicz@mwb-research.com](mailto:a.zienkowicz@mwb-research.com)

### Sales

**HOLGER NASS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.nass@mwb-research.com](mailto:h.nass@mwb-research.com)

### Team Assistant

**HANNAH GABERT**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.gabert@mwb-research.com](mailto:h.gabert@mwb-research.com)

**mwb fairtrade**  
**Wertpapierhandelsbank AG**  
**Rottenbacher Straße 28**  
**82166 Gräfelfing**

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
Webseite: [www.mwbfairtrade.com](http://www.mwbfairtrade.com)  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

### Sales / Designated Sponsoring / Corporate Finance

**ALEXANDER DEUSS**  
Institutional Sales  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [adeuss@mwbfairtrade.com](mailto:adeuss@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995-23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)

**JAN NEYNABER**  
Institutional Sales  
Tel: +49 69 1387-1255  
E-Mail: [jneynaber@mwbfairtrade.com](mailto:jneynaber@mwbfairtrade.com)

**DIRK WEYERHÄUSER**  
Corporate Finance  
Tel: +49 69 1387-1250  
E-Mail: [dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com](mailto:dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com)

### Standorte

**HAMBURG (Research)**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg  
+49 40 309 293-52

**HAMBURG (Corporates & Markets)**  
Kleine Johannisstraße 4  
20457 Hamburg  
+49 40 360 995-0

**FRANKFURT A.M.**  
Unterlindau 29  
60323 Frankfurt am Main  
+49 40 360 995-22

**MUNICH**  
Rottenbacher Str. 28  
82166 Gräfelfing  
+49 89-85852-0

**BERLIN**  
Kurfürstendamm 151  
10709 Berlin

**HANNOVER**  
An der Börse 2  
30159 Hannover

Unser Research ist abrufbar unter:

[ResearchHub](http://ResearchHub)  
[Bloomberg](http://Bloomberg)  
[FactSet](http://FactSet)  
[Thomson Reuters / Refinitiv](http://Thomson Reuters / Refinitiv)  
[CapitalIQ](http://CapitalIQ)

[www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.factset.com](http://www.factset.com)  
[www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
[www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)