

8. August 2023  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# Securize IT Solutions AG

In 2023 unter Plan, aber für 2024  
bleiben die Aussichten positiv

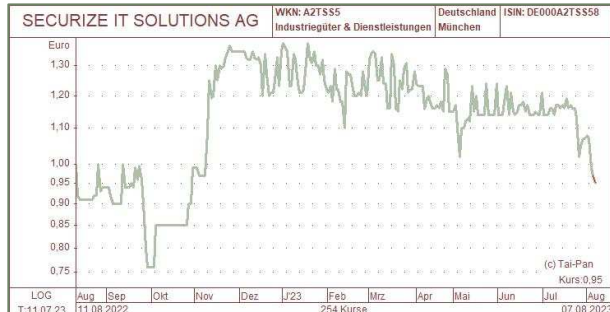
**Urteil:** Speculative Buy (unverändert) | **Kurs:** 0,95 € | **Kursziel:** 1,90 € (zuvor: 2,40 €)

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	IT
Mitarbeiter:	> 30
Rechnungslegung:	HGB
ISIN:	DE000A2TSS58
Ticker:	M14K:GR
Kurs (MUC):	0,95 Euro
Marktsegment:	Freiverkehr
Aktienzahl:	10,7 Mio. Stück*
Market Cap:	10,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	12,2 Mio. Euro
Free-Float:	22 %*
Kurs Hoch/Tief (12 M):	1,38 / 0,76 Euro
Ø Umsatz (12 M MUC):	7,0 Tsd. Euro

(\*nach Abschluss Sach-KE)

GJ-Ende: 31.12.**	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	31,3	29,2	32,7	35,6	38,2	40,7
EBITDA (Mio. Euro)	1,4	1,3	2,0	2,4	2,8	3,0
JÜ (Mio. Euro)***	0,9	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9
EpS (Euro)***	0,08	0,07	0,12	0,14	0,15	0,16
Dividende je Aktie (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum		-6,7%	11,8%	8,8%	7,3%	6,6%
Gewinnwachstum		-8,6%	67,3%	10,4%	7,6%	8,8%
KUV	0,35	0,38	0,34	0,31	0,29	0,27
KGv***	11,8	12,9	7,7	7,0	6,5	6,0
KCF	16,3	21,1	10,2	9,1	8,6	8,0
EV / EBITDA	9,3	9,9	6,7	5,4	4,7	4,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

\*\*Als-ob-Konzern; \*\*\* bereinigt um Goodwill-Abschreibungen

## Aktuell Investitionszurückhaltung

Die Sachkapitalerhöhung für den Erwerb der restlichen Anteile an der RNT Rausch GmbH wurde kürzlich in das Handelsregister eingetragen, womit jene nun eine hundertprozentige Tochter der Securize IT Solutions AG ist. Das erste Jahr in der neuen Formation wird allerdings nicht die erhofften Zuwächse bringen. Denn die Kunden von RNT in den beiden besonders wichtigen Sektoren Cloud Service Providing (CSP) und Einzelhandel halten sich aktuell mit Investitionen zurück, was zum Teil auf den Abbau von Lagerbeständen zurückzuführen ist, aber auch auf eine geringere Dynamik ihres Geschäfts, worin letztlich die schwierigen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen zum Ausdruck kommen. Zudem findet aktuell ein Generationswechsel bei Hardware-Produkten für Data Center statt (mit einem Wechsel von der Luftkühlung auf die Flüssigkeitskühlung), der in der Übergangszeit ebenfalls für geringere Bestellungen sorgt.

## Ziele für 2023 revidiert

Nach einem Wachstum der Erlöse um 20 Prozent auf 24,5 Mio. Euro und einer Verbesserung des EBITDA

## Update Produkte & Services



### Sichere Hybrid-Cloud mit Optimierung der Total Cost of Ownership (TCO)

- Über die zurückliegenden Monate ein Recurring Revenue lieferndes Cloud Bundle mit einem marktführenden Cloud Anbieter aufgebaut, das ab dem Ende der Sommerferien auch von dem externen Partner beworben wird



### Sichere Customized Solutions für massives Datenaufkommen

- Einzelhandel beginnt jetzt Projektpipeline wieder hochzufahren, Umsätze daraus werden in 2024 eintreten
- Teils wichtige Kunden im Projektgeschäft vor eigenen Auftragsgewinnen, die noch im 2. HJ 2023 Umsatz bringen könnten



### Hardware für Cloud-Anbieter und Rechenzentren

- Keine Kunden verloren, lediglich Investitionszurückhaltung auf Kundenseite
- Sowohl neue Produktgenerationen mit bestehenden Kunden als auch Gespräche mit Neukunden vielversprechend



### „Off the Shelf“ Produkt Yowie Appliance

- Auf KMUs zugeschnittenes, einfach zu bedienendes, aber dennoch vor Hacker-Verschlüsselung sicheres Storage-Hard- und Software-Paket
- Erfolgreiche Markteinführung in einem für RNT neuen Markt- und Kundensegment
- Neben ersten Bestellungen lebhaftere Nachfrage sprechen für kommenden Erfolg des neuen Produkts



Update zur Geschäftsentwicklung von RNT; Quelle: Unternehmen

um 11 Prozent auf 1,6 Mio. Euro in der letzten Finanzperiode hatte sich RNT für 2023 eine weitere Umsatz- und Ergebnissteigerung vorgenommen, was aber wegen der skizzierten Faktoren nun zurückgenommen werden musste. Das Management rechnet jetzt mit einem spürbaren Umsatzrückgang und einem Jahresüberschuss von 0,3 bis 1,0 Mio. Euro (nach 1,1 Mio. Euro im Vorjahr).

### Ergebnis Auswirkungen relativ begrenzt

Damit könnte der Ergebnisrückgang, sofern das obere Ende der Zielspanne erreicht werden kann, möglicherweise gering ausfallen. Das ist darauf zurückzuführen, dass die Investitionszurückhaltung vor allem den margenschwächeren reinen Hardware-Verkauf betrifft. Teilweise aufgefangen werden könnte dies durch einen steigenden Absatz bei Lösungen (Hardware + Software), die höhere Margen bieten (siehe folgenden Absatz). Für Securize halten sich die Auswirkungen eines möglichen Ergebnisrückgangs auch aus einem anderen Grund in Grenzen: Im Kaufvertrag wurden Earn-outs für 2023 von bis zu 1,2 Mio. Euro vereinbart, die aber vom Ergebnis in diesem Jahr abhängen. Dieser Maximalwert wird bei einem Resultat

im Rahmen der neuen Guidance deutlich unterschritten werden.

### Mehrere Wachstumstreiber für 2024

In Richtung 2024 bleibt das Management indes zuversichtlich. Der Umsatz von RNT soll dann wieder über dem Niveau von 2022 liegen, die voraussichtlichen Einbußen im laufenden Jahr also mehr als wettgemacht werden. Diese Zuversicht stützt sich auf mehrere Aspekte (siehe auch Abbildung oben). Zum einen verweist Securize darauf, dass im Einzelhandel weitere Investitionen in die Digitalisierung unbedingt notwendig sind und die entsprechenden Projekte aktuell wieder Fahrt aufnehmen. Zum anderen dürften nach einer Konsolidierungspause die Investitionen der CSP wieder zunehmen, auch als Folge der neuen Hardware-Produktgenerationen, an denen auch RNT aktuell intensiv arbeitet. Nach eigener Aussage hat das Unternehmen in dem Sektor keine Kunden verloren, sondern neue hinzugewonnen, was sich bei einer Trendwende im Bestellverhalten in wieder deutlich steigenden Erlösen niederschlagen sollte. Und schließlich hat RNT zwei neue Produkte eingeführt, die noch viel Potenzial bieten. Ein großer Hoffnungsträger

ger ist die Appliance Yowie, die dem Mittelstand eine Standardlösung für die nicht veränderbare Speicherung (Immutable Storage) und damit für den Schutz vor Ransomware bietet. Die Vermarktung ist etwas langsamer angelaufen, als erhofft, da RNT hier als First Mover agiert und das Produkt erklärungsintensiv ist. Die Resonanz fällt aber sehr positiv aus und die Markterschließung wird inzwischen auch mit Resellern vorangetrieben, was in naher Zukunft deutlich anziehende Erlöse verspricht. Ein weiterer möglicher Wachstumstreiber ist eine hybride Speicherlösung, die im Rahmen eines abobasierten „Storage-as-a-Service-Modells“ die sichere Speicherung vor Ort mit einem Back-up in der Cloud verbindet. Hier nimmt die Vermarktung gerade Schwung auf, in Kürze startet sie auch bei dem Cloud-Partner.

### Aktualisierung der RNT-Schätzungen

Die Revision der Prognose für 2023 stellt für uns eine Enttäuschung dar. Wir hätten die Dynamik im Kerngeschäft von RNT eigentlich als widerstandsfähiger gegen gesamtwirtschaftlich schwierige Phasen eingestuft. Als Reaktion auf diese Entwicklung haben wir unsere Schätzungen für den Umsatz der Securize-Tochter in diesem Jahr von 27,9 auf 22,0 Mio. Euro reduziert, wir rechnen also jetzt mit einem Erlösrückgang um 10 Prozent. Angesichts der schlüssigen Erläuterungen des Managements zu einem wachsenden Geschäft im Lösungsbereich mit höheren Margen gehen wir zugleich davon aus, dass das EBITDA „nur“

um 25 Prozent auf 1,17 Mio. Euro zurückgeht. Das korrespondiert mit einem geschätzten RNT-Nettoergebnis von 0,74 Mio. Euro.

### Aufwärtstrend intakt

Das stufen wir aber lediglich als eine Konsolidierungsphase nach mehreren Jahren kräftigen Wachstums ein und erwarten ab 2024 die Fortsetzung des Aufwärtstrends. Das Unternehmen verfügt über einen starken Kundenstamm, hat aussichtsreiche neue Produkte lanciert und forciert mit verschiedenen Initiativen den Vertrieb. Die skizzierten Wachstumstreiber sollten daher in 2024 einen deutlichen Rebound ermöglichen, wir erwarten ein Wachstum um 14 Prozent auf Erlöse in Höhe von 25,1 Mio. Euro und eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 5,3 auf 7,0 Prozent. Die Wachstumsraten für die Jahre danach haben wir unverändert gelassen, so dass die Erlöskurve insgesamt unter unserer bisherigen Projektion liegt. Das führt auch zu einem niedrigeren EBITDA, das wir für 2024 nun bei 1,76 Mio. Euro (bislang: 2,31 Mio. Euro) und zum Ende des Detailprognosezeitraums bei 3,15 Mio. Euro (bislang: 3,92 Mio. Euro) sehen. Die Tabelle unten zeigt unsere Schätzungen zu den zentralen Umsatz- und Ertragskennzahlen von RNT.

### Diso-Schätzungen unverändert

Unsere Schätzungen für die zweite Securize-Tochter Diso, die ebenfalls in der Tabelle abgebildet sind, haben wir hingegen nicht angepasst. Wir rechnen somit

Operative Einheiten	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
<b>RNT Rausch</b>								
Umsatz (Mio. Euro)	22,0	25,1	27,6	29,8	31,9	33,8	35,5	37,3
Umsatzwachstum	-10,0%	14,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
EBITDA-Marge	5,3%	7,0%	7,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
EBITDA (Mio. Euro)	1,2	1,8	2,2	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1
<b>Diso</b>								
Umsatz (Mio. Euro)	7,2	7,6	8,0	8,4	8,8	9,2	9,7	10,2
Umsatzwachstum	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA-Marge	2,2%	2,8%	3,2%	3,5%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
EBITDA (Mio. Euro)	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4

Schätzungen SMC-Research

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	29,2	32,7	35,6	38,2	40,7	43,0	45,2	47,5
Umsatzwachstum		11,8%	8,8%	7,3%	6,6%	5,8%	5,0%	5,0%
<b>EBITDA</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
EBIT*	1,1	1,7	2,2	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2
Steuersatz	10,7%	11,9%	25,0%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,2	0,5	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
- Investitionen AV	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>

\*bereinigt um Goodwill-Abschreibungen; SMC-Schätzmodell

weiterhin mit einem Umsatzwachstum um 5 Prozent auf umgerechnet 7,2 Mio. Euro, das ein EBITDA von 0,2 Mio. Euro und einen kleinen Nettoüberschuss von 0,1 Mio. Euro ermöglicht. Für die nächsten Jahre unterstellen wir ein durchschnittliches Wachstum von ebenfalls 5 Prozent und eine moderate Verbesserung der EBITDA-Marge von 2,8 Prozent in 2024 auf 3,7 Prozent in 2030.

### Niedrigere Konzernschätzungen

Auf Konzernebene resultiert daraus im laufenden Jahr ein Umsatz von 29,2 Mio. Euro (bislang: 35,1 Mio. Euro) und ein EBITDA von 1,3 Mio. Euro (bislang: 2,05 Mio. Euro). Für 2024 erwarten wir eine Verbesserung auf 32,7 Mio. Euro (bislang: 38,8 Mio. Euro) resp. 2,0 Mio. Euro (bislang: 2,5 Mio. Euro) und zum Ende des Detailprognosezeitraums liegen die Werte jetzt bei 47,5 Mio. Euro (bislang: 56,6 Mio. Euro) sowie 3,5 Mio. Euro (bislang: 4,3 Mio. Euro). Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die aus unserem aktualisierten Modell resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum, weitere Details enthält der Anhang.

### Rahmenparameter unverändert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem 15-prozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2030 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Ebenfalls unverändert bleibt auch der Diskontierungszinssatz (WACC) mit 7,4 Prozent. Dabei haben wir Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent unterstellt (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), sowie eine Zielkapitalstruktur mit 40 Prozent Fremdkapital, einen FK-Zins von 5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent.

### Neues Kursziel: 1,90 Euro

Mit den Modellanpassungen liegt der von uns ermittelte faire Wert nun bei 21,8 Mio. Euro oder 1,87 Euro je Aktie (hypothetisch voll verwässert mit 11,7 Mio. Stück), woraus wir 1,90 Euro als neues Kursziel ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (2,40 Euro) resultiert aus den vorsichtigeren Schätzungen. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1

(sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) mit fünf Punkten weiter als überdurchschnittlich ein, da die Datenbasis zu dem neu formierten Unternehmen noch gering ist.

## Fazit

---

Die neue Securize-Tochter RNT wird ihr Wachstumsziel im laufenden Jahr verfehlen, stattdessen wird der Umsatz voraussichtlich spürbar zurückgehen. Ursächlich dafür ist die Investitionszurückhaltung der Kunden aus den Sektoren Einzelhandel und Cloud Service Providing, weshalb der Auftragseingang die Erwartungen zuletzt deutlich verfehlt hat. Da sich zugleich im margenstarken Geschäft mit Lösungen Wachstum abzeichnet, ist es möglich, dass sich die negativen Auswirkungen auf das Ergebnis in Grenzen halten werden. Nach einem Überschuss von 1,1 Mio. Euro in 2022 wurde mit dem Prognose-Update für die aktuelle Periode ein Nettogewinn von 0,3 bis 1,0 Mio. Euro für RNT in Aussicht gestellt.

Die bremsenden Effekte werden allerdings als temporär eingestuft, schon 2024 sollen die Erlöse wieder

über dem Niveau aus 2022 liegen. Zahlreiche Wachstumsinitiativen stützen diese Annahme, u.a. nimmt aktuell die Vermarktung für zwei potenzialträchtige neue Produkte Fahrt auf.

Wir stufen die aktuelle Periode ebenfalls als ein Konsolidierungsjahr nach mehreren Jahren mit deutlichem Wachstum ein. Für 2024 erwarten wir eine Rückkehr auf den Expansionspfad und zweistellige Zuwächse. Im Vergleich zu unserer bisherigen Taxe fallen unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen aber insgesamt niedriger aus, womit sich auch das Kursziel von bislang 2,40 Euro auf 1,90 Euro reduziert hat. Damit bietet der Titel aber immer noch in etwa ein spekulatives Verdoppelungspotenzial, was weiterhin das Urteil „Speculative Buy“ rechtfertigt.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- RNT kann eine lange Marktpräsenz mit einer erfolgreichen Entwicklung vorweisen.
- Das RNT-Team verfügt über ein fundiertes Branchen-Know-how.
- Die Entwicklungskompetenz von RNT hat den Aufbau eines innovativen Produktportfolios ermöglicht.
- Mit kundenspezifischen Lösungen kann sich das Unternehmen vom Wettbewerb abgrenzen.
- Wenig kapitalintensives Geschäft.
- Erhebliche Dynamisierung der Geschäftsentwicklung von RNT in den letzten drei Jahren.
- Ein großes IT-Projekt im Sportbereich mit Signalcharakter wurde 2022 erfolgreich umgesetzt, in Q1/23 folgte ein weiterer großer Auftrag.
- Das Securize-Team bietet RNT eine große Kapitalmarkt- sowie M&A-Erfahrung.

## Chancen

- Die Marktresonanz auf die Produktinnovationen von RNT fällt weiterhin sehr positiv aus.
- Die weitere Marktdurchdringung im Bereich der Rechenzentren und in anderen Segmenten bietet noch erhebliches Erlöspotenzial.
- Diso forciert den RNT-Vertrieb in der Schweiz.
- Der Ausbau von Cloud-Services könnte für marginstarke Recurring Revenues sorgen.
- Die Börsennotierung kann das Wachstum zusätzlich stützen, u.a. könnte die größere Bekanntheit die Personalakquise erleichtern.
- Wachstum durch Zukäufe geplant, eine Liste geeigneter Kandidaten ist bereits vorhanden.

## Schwächen

- Wegen einer Investitionszurückhaltung wichtiger Kunden (auf einen davon entfällt ca. die Hälfte der Erlöse) wird RNT die Wachstumsziele für 2023 nicht erreichen, der Umsatz dürfte zurückgehen.
- Diso konnte bislang noch nicht auf einen dynamischen Expansionspfad geführt werden.
- Die Margen im reinen Hardwareverkauf sind gering und der Wettbewerb – mit vielen deutlich größeren Konkurrenten – ist intensiv.
- Hohe Bedeutung von Lieferanten, insb. aus Asien (die Engpässe im letzten Jahr hat RNT dank einem breiten Portfolio von Lieferanten aber sehr gut gemeistert).
- Der Geschäftsführer hat eine große Bedeutung für die strategische Weiterentwicklung von RNT.
- Die Informationsbasis zu RNT ist naturgemäß noch geringer als bei einer bereits seit Längerem notierten Gesellschaft.

## Risiken

- Die Entwicklung der Tochter Diso könnte weiterhin enttäuschen. Insbesondere muss sich noch zeigen, ob die Vertriebsunterstützung für RNT funktioniert.
- Die Investitionszurückhaltung der RNT-Kunden könnte länger anhalten und auch die Entwicklung in 2024 bremsen. Sollte das Geschäft mit dem größten Kunden weiter zurückgehen, wäre das nicht leicht zu kompensieren.
- Die Personalakquise, insb. im Bereich der System-Integration und des IT-Vertriebs, wird zunehmend anspruchsvoller.
- Der technologische Wandel in der Branche ist rasant, RNT könnte auf falsche Trends setzen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Als-ob-Bilanzprognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	8,1	15,1	15,2	15,3	15,4	15,5	15,7	15,8	15,9
1. Immat. VG	7,7	14,7	14,7	14,7	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
2. Sachanlagen	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3
II. UV Summe	10,7	14,2	15,6	17,2	19,4	21,7	24,3	25,0	25,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	8,3	18,1	19,6	21,2	22,9	24,7	26,7	26,9	27,1
II. Rückstellungen	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7	1,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	10,0	10,6	10,5	10,4	10,9	11,3	11,8	12,4	12,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>18,9</b>	<b>29,4</b>	<b>31,0</b>	<b>32,7</b>	<b>35,0</b>	<b>37,5</b>	<b>40,1</b>	<b>41,0</b>	<b>41,9</b>

### Als-ob-GUV-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	31,3	29,2	32,7	35,6	38,2	40,7	43,0	45,2	47,5
Gesamtleistung	31,3	29,2	32,7	35,6	38,2	40,7	43,0	45,2	47,5
Rohertrag	7,7	7,1	7,9	8,6	9,2	9,8	10,4	10,9	11,5
EBITDA	1,4	1,3	2,0	2,4	2,8	3,0	3,2	3,4	3,5
EBIT*	1,3	1,1	1,7	2,2	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2
EBT*	1,3	1,0	1,6	2,1	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
JÜ (vor Ant. Dritter)*	0,9	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2
JÜ*	0,9	0,9	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2
EPS**	0,08	0,07	0,12	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19

\* Bereinigt um nach HGB vorgeschriebene ordentliche Abschreibungen auf den Firmenwert; \*\* EPS auf voll verwässerter Aktienbasis



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Als-ob-Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	0,7	0,5	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
CF aus Investition	-6,4	-7,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
CF Finanzierung	5,7	9,1	-0,4	-0,4	0,1	0,1	0,1	-1,7	-1,9
Liquidität Jahresanfa.	1,7	1,7	4,1	4,5	5,0	6,0	7,2	8,4	7,9
Liquidität Jahresende	1,7	4,1	4,5	5,0	6,0	7,2	8,4	7,9	7,3

### Als-ob-Kennzahlen

Prozent	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	6,3%	-6,7%	11,8%	8,8%	7,3%	6,6%	5,8%	5,0%	5,0%
Rohermargemarge	24,5%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
EBITDA-Marge	4,5%	4,5%	6,0%	6,8%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
EBIT-Marge*	4,2%	3,8%	5,3%	6,2%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
EBT-Marge*	4,1%	3,3%	5,0%	5,9%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%
Netto-Marge*	3,0%	2,9%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%

\* Bereinigt um nach HGB vorgeschriebene ordentliche Abschreibungen auf den Firmenwert

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,4%	2,72	2,48	2,29	2,13	1,99
<b>6,9%</b>	<b>2,40</b>	<b>2,21</b>	<b>2,06</b>	<b>1,93</b>	<b>1,82</b>
7,4%	2,14	1,99	1,87	1,76	1,66
7,9%	1,93	1,81	1,70	1,61	1,53
8,4%	1,75	1,65	1,56	1,48	1,42

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 08.08.2023 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 08.08.2023 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
11.07.2023	Speculative Buy	2,40 Euro	1), 3), 4), 10)
24.05.2023	Speculative Buy	2,40 Euro	1), 3), 10)
15.11.2022	Speculative Buy	2,40 Euro	1), 3), 4), 10)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: ein Updates und zwei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.