

HWK 1365 SE

Deutschland | Industriegüter | Marktkapitalisierung EUR 17,0 Mio.

2-Jul-24

UPDATE



Management Call, Modellupdate, Kursziel hoch, Kaufen

What's it all about?

In einem Call mit dem Management von HWK 1365 SE (HWK) haben wir wesentliche Planungsprämissen aktualisiert. Insbesondere die Steuerquote wird voraussichtlich niedriger ausfallen als bisher durch uns angenommen. Nach Adjustierung des Modells kommen wir zu einem neuen Kursziel von EUR 86,50 (alt: EUR 80,00) und empfehlen weiterhin KAUFEN. Zur Erinnerung: HWK ist der Weltmarktführer für große Kalenderwalzen, einem High Tech-Produkt, das für die Herstellung hochwertiger Papiere und Kartons unerlässlich ist. Mit einem Marktanteil von 80% in dieser Nische beliefert das Unternehmen führende Papiermaschinenhersteller und profitiert von Wachstumstreibern wie dem zunehmenden Einsatz von beschichtetem Karton und Faltschachteln sowie dem Ausbau des Servicegeschäfts und der Diversifizierung in die Lebensmittelindustrie.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 86,50 (80,00)
Aktueller Kurs	EUR 61,61*
Kurspotenzial	40,4%



ANALYST

Dr. Oliver Wojahn, CFA
o.wojahn@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

HWK 1365 SE

Deutschland | Industriegüter | Marktkapitalisierung EUR 17,0 Mio. | EV EUR 14,2 Mio.

KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel EUR 86,50 (80,00)
Aktueller Kurs EUR 61,61*
Kurspotenzial 40,4%

ANALYST

Dr. Oliver Wojahn, CFA
o.wojahn@mwb-research.com
+49 40 309 293-58

Management Call, Modellupdate, Kursziel hoch, Kaufen

Management Call und Modellupdate. In einem Call mit dem Management von HWK 1365 SE (HWK) haben wir wesentliche Planungsprämissen aktualisiert. Insbesondere die Steuerquote wird voraussichtlich niedriger ausfallen als bisher durch uns angenommen, wir passen unser Modell entsprechend an.

Kalenderwalzen: ein High Tech-Produkt. Das Kalandrieren, also das Glätten zwischen Walzen, ist ein entscheidender Schritt bei der Herstellung von hochwertigem Papier und Karton. Dabei wird die Papierbahn zwischen bis zu 220 °C heißen Kalenderwalzen mit einem Druck von bis zu 35 t auf wenige hundertstel Millimeter gepresst. Hierbei muss die aus bis zu 150 Teilen bestehende Walze die Anforderungen an Präzision, Oberflächengüte und Formbeständigkeit erfüllen und gleichzeitig den hohen thermischen und mechanischen Belastungen im Einsatz dauerhaft standhalten.

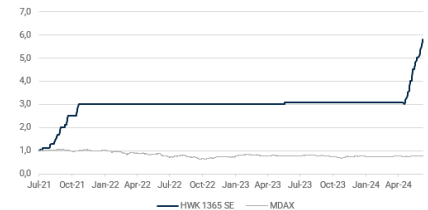
Weltmarktführer in der Nische. HWK beherrscht den Markt für große Kalenderwalzen mit einer Länge zwischen 6 und 12 Metern, einem Durchmesser von bis zu 1,80 Metern und einem Versandgewicht von bis zu 40 Tonnen, wie sie für die leistungsfähigsten Papiermaschinen benötigt werden. Alle führenden Papiermaschinenhersteller zählen zu den Kunden von HWK und HWKs Marktanteil in dieser Nische liegt bei 80%. Das Zusammenspiel zwischen der Gießerei zur Herstellung der gewünschten Werkstoffstruktur und der nachfolgenden mechanischen Bearbeitung ist außerordentlich komplex und erfordert ein über Jahrzehnte aufgebautes tiefes und teilweise geschütztes Know-how.

Viele Wachstumstreiber. Das Wachstum von HWK konzentriert sich auf Maschinen zur Herstellung von beschichtetem Karton und Faltschachteln - getrieben durch den zunehmenden Internethandel und die Substitution von Kunststoffverpackungen. Darüber hinaus profitiert HWK vom Trend zu immer größeren Maschinen, der mittelfristig auch den riesigen chinesischen Markt für HWK öffnen könnte. Hinzu kommen der Ausbau des Servicegeschäfts und erste Erfolge bei der Diversifizierung, z.B. in die Lebensmittelindustrie. Nach zwei Jahren starken Wachstums ist 2024 ein Übergangsjahr, bevor die Dynamik 2025 wieder zunehmen dürfte.

Kursziel hoch, KAUFEN. Der Börsengang ermöglicht es Investoren, sich an einem mittelständischen Hidden Champion des High Tech-Maschinenbaus zu beteiligen. Nach Adjustierung des Modells kommen wir zu einem neuen Kursziel von EUR 86,50 (alt: EUR 80,00) und empfehlen weiterhin KAUFEN.

HWK 1365 SE	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz	16,3	19,4	21,8	20,2	24,5	25,8
Wachstum yoy	-9,3%	19,4%	12,4%	-7,5%	21,5%	5,2%
EBITDA	1,9	-1,1	2,5	1,5	2,5	3,2
EBIT	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
Jahresüberschuss	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Nettoverschuldung	-0,2	0,1	-3,4	-1,6	-1,9	-2,7
Nettoversch./EBITDA	-0,1x	-0,1x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,8x
Gewinn pro Aktie	5,68	-4,19	6,12	2,99	5,13	6,37
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	1,24	1,69	2,10
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,7%	3,4%
Rohertagsmarge	68,0%	42,8%	63,2%	65,2%	63,7%	65,1%
EBITDA-Marge	11,9%	-5,5%	11,6%	7,2%	10,0%	12,6%
EBIT-Marge	10,7%	-7,0%	9,7%	5,8%	8,2%	9,7%
ROCE	76,9%	-80,7%	59,5%	29,3%	37,3%	36,9%
EV/EBITDA	8,8x	-16,0x	5,6x	10,9x	6,3x	4,6x
EV/EBIT	9,8x	-12,7x	6,7x	13,4x	7,7x	5,9x
KGV	10,8x	-14,7x	10,1x	20,6x	12,0x	9,7x
FCF-Rendite	3,4%	-3,7%	27,6%	-8,2%	9,3%	10,7%

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research AG



Quelle: mwb research AG

Hoch/Tief 52 W. na / na
Kurs/Buchwert 10,9x

Ticker / Symbols

ISIN DE000A3CMG80
WKN A3CMG8
Bloomberg 9MQ:GR

Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2024E	old	20,2	1,2	2,65
	Δ	0,0%	0,0%	12,9%
2025E	old	24,5	2,0	4,40
	Δ	0,0%	0,0%	16,7%
2026E	old	25,8	2,5	5,46
	Δ	0,0%	0,0%	16,7%

Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 0,28
Buchwert p.A.: (in EUR) 5,64
Ø Handelsvol.: (52 W.) 0

Aktionärsstruktur

CElf GmbH 33,3%
Wolf Waschkuhn 33,3%
Streubesitz (Mitarbeiter) 33,3%

Unternehmensbeschreibung

HWK ist Deutschlands ältester Industriebetrieb, mit Wurzeln im Jahr 1365. Das Unternehmen ist Weltmarktführer bei großen Kalenderwalzen für die Papierindustrie.

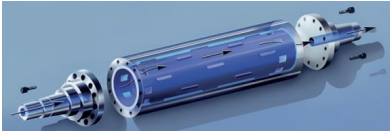
* Aktienkurs geschätzt auf Basis
Wirtschaftsprüfergutachten nach IDW S1

Inhaltsverzeichnis

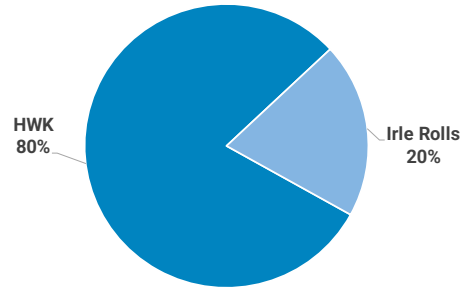
Inhaltsverzeichnis	3
Investment Case in sechs Grafiken	4
Unternehmenshintergrund	5
Qualität	9
Wachstum	13
SWOT-Analyse	16
Wesentliche Planungsannahmen	17
Bewertung	18
Finanzen in sechs Charts	23
Finanzkennzahlen	24
Interessenskonflikte	28
Haftungsausschluss	29
Kontakt	30

Investment Case in sechs Grafiken

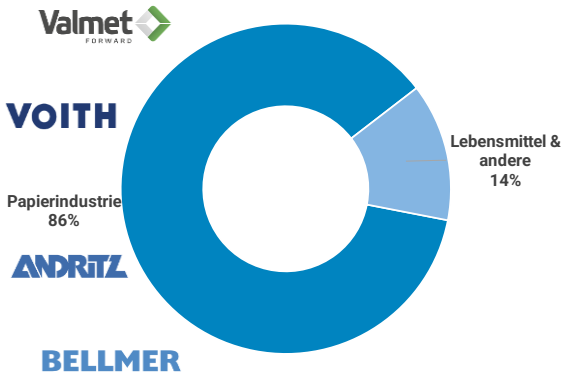
Produkte



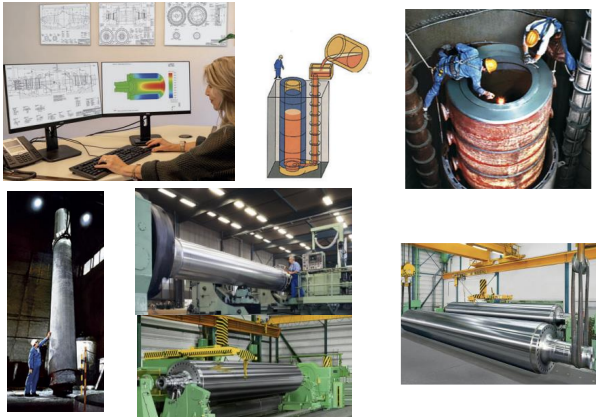
Marktanteile große Kalandervalzen



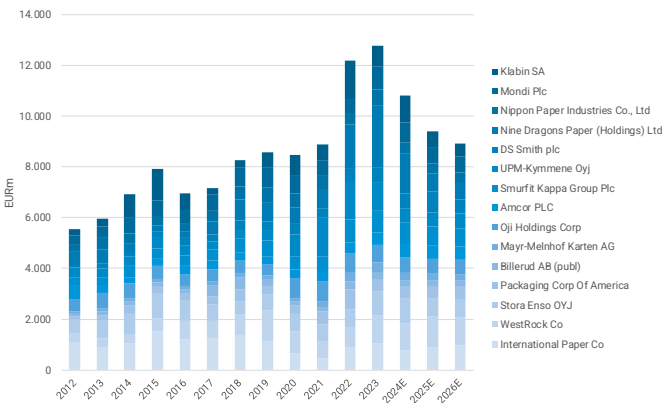
Zielmärkte und Kunden



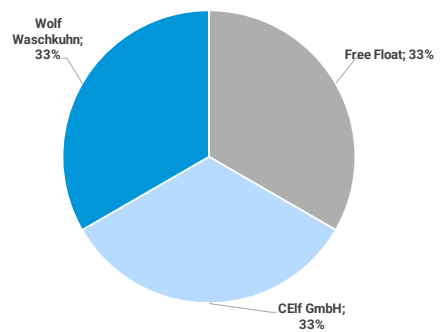
Produktionsprozess



Investitionen führender Papierhersteller



Aktionariat



Quelle: HWK, mwb research

Unternehmenshintergrund

Historie

Die HWK 1365 SE („HWK“) ist das **älteste Industrieunternehmen Deutschlands**, dessen Wurzeln bis in das Jahr 1365 zurückreichen. Aus dieser Jahreszahl und der Abkürzung für „Hüttenwerke Königsbrunn“ leitet sich der heutige Name HWK 1365 ab.

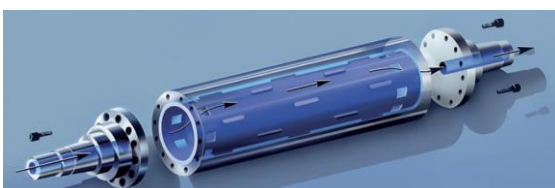
Seit fast 200 Jahren stellt HWK **Walzen für die Papierindustrie** her. Dabei hat das Unternehmen den Fortschritt der Branche durch die Entwicklung neuer Materialien und Technologien entscheidend geprägt. Nach der Privatisierung im Jahr 2009 machte das Unternehmen aufgrund von Missmanagement schwierige Zeiten durch. 2019 wurde mit Unterstützung von One Square, einem führenden deutschen Beratungshaus für Unternehmen in Krisensituationen, ein Neustart eingeleitet. Dieses war verbunden mit einer Straffung der Organisation und einer Diversifizierung in angrenzende Märkte. Im Rahmen der Neuausrichtung übernahmen die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der HWK ein Drittel des Unternehmens.

Produkte

Um Papier oder Karton beschreiben, bedrucken oder beschichten zu können, muss es nach dem Trocknen geglättet werden, indem eine glatte Metalloberfläche unter Druck aufgeprägt wird. In einer kontinuierlich arbeitenden Papiermaschine geschieht dies in einem Walzprozess zwischen zwei oder mehreren Walzen, den **Kalanderwalzen**. Die erforderlichen Drücke sind beträchtlich, bis zu 35t auf einen Meter Walzenlänge. Im Walzenspalt wird die Papierbahn auf wenige hundertstel Millimeter zusammengedrückt. Daher sind präzise Walzenformen von großer Bedeutung.

Die Walzen moderner Kalandere sind beheizt, da eine höhere Temperatur die Glättung fördert. Je nach Papiersorte liegen die Oberflächentemperaturen bis zu 220 °C, darüber fängt das Papier an zu brennen. Bei einer Produktionsgeschwindigkeit von 2.000 m/min beträgt die Verweilzeit der Papierbahn im Walzenspalt nur etwa 1/3000 Sekunde. Damit ergeben sich **höchste Anforderungen an die Konstruktion und den Walzenwerkstoff** der Kalanderewalzen.

Produkte



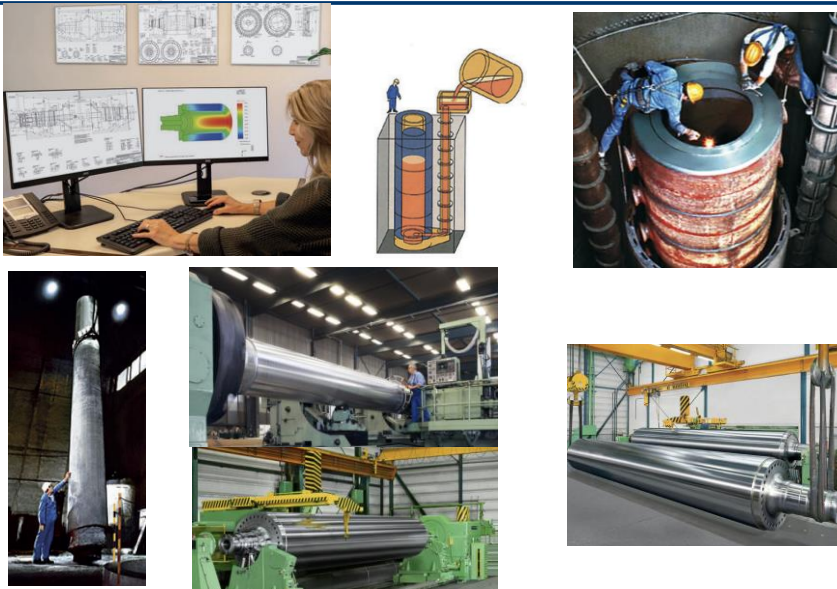
Quelle: HWK, mwb research

Eine Walze kann heute aus **bis zu 150 Einzelteilen** bestehen. Die Forderungen nach hohen Heizleistungen bei gleichmäßiger Oberflächentemperatur, thermischer Formbeständigkeit und Betriebssicherheit ohne Leckagen und Bruchgefahr erfordern einen hohen konstruktiven Aufwand und die sichere Beherrschung der metallurgischen Prozesse. Um Temperaturunterschiede in der Walze von bis zu 100 °C beherrschen zu können, muss berücksichtigt werden, dass ein einziges Grad Celsius bei einem Walzendurchmesser von einem Meter bereits eine Formänderung von 10 µm (0,01 mm) bedeutet.

Produktionsprozess

Der Kunde, also der Hersteller einer Papiermaschine, gibt im Angebotsstadium die Einsatzbedingungen für eine Walze vor. Auf dieser Basis entwirft HWK die Walze, u.a. mit Hilfe der Finite-Elemente Methode. Wichtig ist, dass die Walze den Anforderungen an Oberflächengüte und Geometriestabilität genügt und dabei den **thermischen und mechanischen Belastungen im Praxiseinsatz** dauerhaft gewachsen ist.

Produktionsprozess



Quelle: HWK, mwb research

Zur Herstellung der Walze werden zunächst **bis zu 100 t Roheisen und Schrott** in elektrischen Induktionsöfen **geschmolzen**. Die Schmelze wird tangential steigend in eine dickwandige Eisenform (Kokille) gegossen, die sie rotierend füllt. Die Zentrifugalkraft treibt die spezifisch leichteren Schlacken in die Mitte, so verursachen sie außen keine Oberflächenfehler. Im Randbereich kühlt das Eisen schlagartig ab, wobei **extrem harte Eisenkarbide** entstehen. Im Walzenkern scheidet sich bei langsamer Erstarrung der Kohlenstoff als Graphit ab und es entsteht Graueisen. Das weiße Eisen des Walzenmantels leitet Wärme um zwei Drittel schlechter und sein Wärmeausdehnungskoeffizient ist deutlich geringer als der des grauen Kerneisens. Für hochbeheizte Walzen ist es daher erforderlich, die Metallurgie in Richtung einer relativ dünnen Härteschicht zu modifizieren.

Nach dem Herauslösen aus der Gussform wird der Walzenrohling **mechanisch bearbeitet**. Eine besondere Herausforderung besteht darin, die geforderte Oberflächengüte zu erreichen, wobei teilweise Toleranzen von nur wenigen µm erlaubt sind - bei einem Walzendurchmesser von bis zu 1,80 m. Hierzu setzt HWK **spezielle Schleifverfahren** auf Schleifmaschinen mit höchster Steifigkeit ein, die auf mehrere Meter tiefen Fundamenten stehen. Weiterhin müssen für die peripheren Heizkanäle dicht unter der Schreckschicht **Tieflochbohrungen mit hoher Präzision** eingebracht werden, bei Walzenlängen bis zu 12m. Nach der Bearbeitung steht ein **High Tech-Produkt des deutschen Maschinenbaus**, mit einem Versandgewicht von bis zu 40t.

Standorte

HWK hat seine Produktion an einem Standort in Königsbronn im Ostalbkreis konzentriert. Der Betrieb umfasst eine **Gießerei** mit einer Gesamtschmelzleistung von 120 t (verteilt auf 6 Ofenanlagen), mehrere Gießgruben, eine Sandstrahlanlage, Wärmebehandlungsanlagen sowie eine Putzerei und einen Modellbau. Die **mechanische Bearbeitung** umfasst einen Spezialmaschinenpark mit verschiedenen Dreh-, Bohr-, Tieflochbohr-, Schleif-, Hon-, Wucht- und Fräsmaschinen. Die Maschinen sind auf die besonderen Anforderungen der Produktion ausgelegt, so können z.B. auf einer Schleifmaschine Werkstücke bis zu einer Länge von 17,5 m und einem Gewicht von 120 t bearbeitet werden. Am Standort sind gut 100 Mitarbeiter beschäftigt.

Management

Das Management von HWK besteht aus zwei Geschäftsführern, einer kaufmännischen Leiterin und einem Vertriebsleiter:

			
Wolf Waschkuhn Geschäftsführender Gesellschafter seit 2019	Dr. Heiko Hesemann Geschäftsführer seit 2019	Marion Bazlen- Irsiegler Kaufmännische Leiterin seit 2022	Karsten Rix Leiter Vertrieb seit 2022

Source: HWK; mwb research

Dipl.-Ing. **Wolf Waschkuhn** M.Sc. verfügt über mehr als 30 Jahre Erfahrung in der Industrie und in der finanziellen Restrukturierung. Er war u.a. Konstruktionsleiter bei der Fichtel & Sachs AG (D), Partner und Direktor bei Arthur Andersen (GB, CZ), KPMG (D) und Kroll (GB), Leiter der Unternehmensentwicklung bei SGS S.A. (CH), geschäftsführender Gesellschafter der ehem. Neuen Halberg Guß und er ist Chairman des Industriecenters Obernburg. Wolf Waschkuhn studierte Maschinenbau an der Ruhr-Universität Bochum und Betriebswirtschaft an der London Business School.

Dr. rer. nat. Dipl.-Ing. **Heiko Hesemann** verfügt über mehr als 20 Jahre Industrieerfahrung, davon 7 Jahre bei der Daimler AG und 13 Jahre in mittelständischen Gießereien. Darüber hinaus verfügt er über mehr als 11 Jahre Führungserfahrung in Gießereien im Projektgeschäft für Großbauteile aus Eisen und Stahl. Dr. Heiko Hesemann studierte Werkstoffwissenschaften an der Technischen Universität Darmstadt und promovierte am Max-Planck-Institut für Metallforschung und am Institut für Metallkunde der Universität Stuttgart.

Dipl.-Kfm. **Marion Bazlen-Irsiegler** verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung im Maschinenbau und in der Automobilindustrie. Davon leitete sie über 17 Jahre das Controlling und den Einkauf bei der Dietz-Motoren GmbH & Co.KG. 2018 übernahm sie die kaufmännische Leitung der WBL Gruppe, einem renommierten Werkzeugbauunternehmen mit Standorten in Laichingen und Leipzig. Marion Bazlen-Irsiegler studierte Betriebswirtschaftslehre an der Eberhard-Karls-Universität Tübingen.

Dipl.-Ing. **Karsten Rix**, M.S., verfügt über mehr als 25 Jahre Industrieerfahrung, davon 15 Jahre bei der Hilti AG und 10 Jahre in mittelständischen Unternehmen. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in leitenden Positionen in den Bereichen Vertrieb/Marketing und Geschäftsführung. Karsten Rix studierte Luft- und Raumfahrttechnik an der Universität Stuttgart und erwarb einen Master of Science an der University of Colorado.

Verwaltungsrat

Der zukünftige **Verwaltungsrat** der HWK 1365 SE wird aus drei Mitgliedern zusammengesetzt sein: Wolf Waschkuhn (gleichzeitig geschäftsführender Direktor), Frank Günther, geschäftsführender Gesellschafter der One Square Gruppe, und Roman Zitzelsberger. Roman Zitzelsberger war vormals Bezirksleiter der IG Metall Baden-Württemberg und ist heute außerdem noch Mitglied im Aufsichtsrat der Daimler AG, der Ende 2021 aus der Daimler AG herausgelösten Daimler Truck Holding AG sowie stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender der ZF Friedrichshafen AG.

ESG

Obwohl die HWK derzeit noch kein offizielles ESG-Rating hat, ist sich der Verwaltungsrat des Themas und seiner gesellschaftlichen Verantwortung bewusst. So wurde ein langfristiger Stromliefervertrag mit einem hocheffizienten Blockheizkraftwerk abgeschlossen. Darüber hinaus ist eine eigene Solaranlage auf der 20.000 Quadratmeter großen Dachfläche in Planung. Die 33-prozentige Beteiligung der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zeigt die hohe Identifikation mit dem Unternehmen. Mitarbeiter und Management arbeiten Hand in Hand für ein gemeinsames Ziel. So haben die Mitarbeiter und die neue Geschäftsführung gemeinsam die HWK in nur 5 Jahren zu einem gesunden Unternehmen mit hervorragenden Zukunftsaussichten entwickelt.

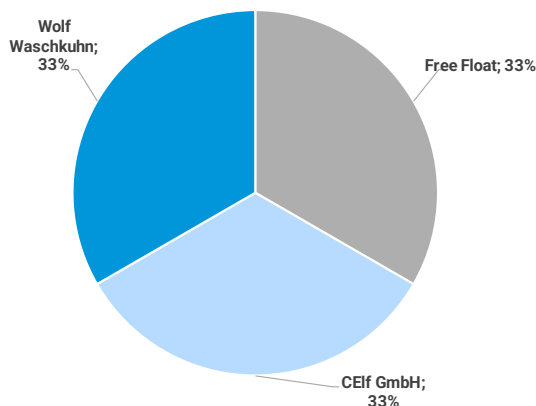
Transaktionsstruktur

Im April 2024 wurde die AVIR Walze Holding GmbH, Alleingeschafterin der HWK Hüttenwerke Königsbronn GmbH, im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die börsennotierte Terentius SE eingebracht. Damit war der Börsengang der HWK Hüttenwerke Königsbronn GmbH im Wege eines **Reverse IPO** vollzogen. Weiterhin erfolgte die Umfirmierung der Terentius SE in die heutige HWK 1365 SE. Die Bewertung der AVIR Walze Holding GmbH in der Transaktion nach IDW S1 Standard betrug etwa EUR 17m.

Aktionäre

Nach Abschluss der Transaktion halten die geschäftsführenden Gesellschafter der One Square Gruppe, Wolf Waschkuhn und Frank Günther (indirekt über die CEIf GmbH), jeweils 1/3 der ausstehenden Aktien. Der Streubesitz verteilt sich zum Zeitpunkt der Transaktion gleichmäßig auf 78 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der HWK. Damit sind sowohl das Management in Person von Wolf Waschkuhn als geschäftsführender Gesellschafter als auch die **Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter maßgeblich am Erfolg von HWK beteiligt**.

Aktionariat



Qualität

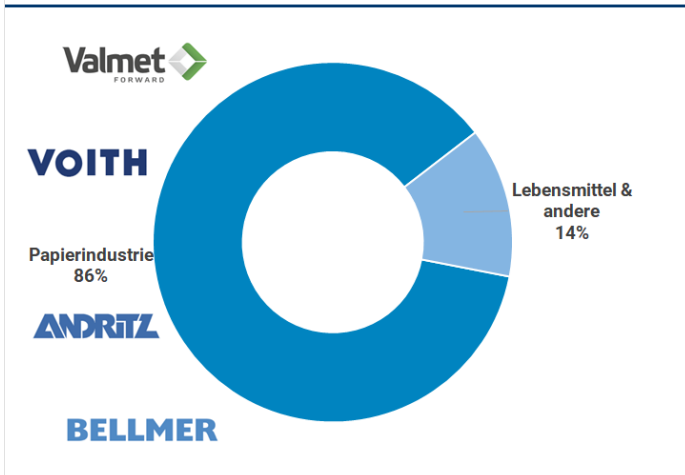
Kunden

Die Hauptkunden der HWK sind die **Weltmarktführer für Papiermaschinen mit großen Siebbreiten**. Die Siebbreite bestimmt die maximale Breite des Papiers, das mit einer Maschine hergestellt werden kann und hat einen direkten Einfluss auf die Produktionskapazität und damit auf die Effizienz der Maschine. Je breiter das Sieb, desto mehr Papier kann pro Zeiteinheit produziert werden, d.h. desto größer sind die zu nutzenden Skaleneffekte. Die Siebbreite moderner Papiermaschinen variiert zwischen 2,5 Meter und 11,8 Meter. Ab einer Breite von 6 Metern spricht man von einer großen Siebbreite.

Die vier Hauptkunden von HWK im Papiermarkt sind

- **Valmet Oyj** (Finnland, VALMT:FH): Valmet wurde im Dezember 2013 durch die Ausgliederung der Geschäftsbereiche Zellstoff, Papier und Energie aus der Metso Corporation neu gegründet und bietet Technologien für Zellstoff-, Tissue-, Karton- und Papierfabriken sowie Bioenergieanlagen an. Valmet ist der weltweit führende Anbieter von Papiermaschinen und beschäftigt rund 17.000 Mitarbeiter in mehr als 40 Ländern. Das breite Portfolio umfasst Maschinen mit Siebbreiten von bis zu 11,8 Metern.
- **Voith GmbH & Co. KGaA** (Deutschland): Die Voith-Gruppe ist ein deutscher Technologiekonzern. Das Unternehmen ist in den Märkten Energie, Papier, Rohstoffe sowie Transport & Automotive tätig. Es wurde 1867 gegründet und beschäftigt heute rund 22.000 Mitarbeiter in über 60 Ländern weltweit. Voith zählt zu den größeren Familienunternehmen in Europa und ist ein bedeutender Anbieter von Papiermaschinen mit großen Siebbreiten. Das Unternehmen bietet Maschinen mit Siebbreiten von bis zu 11 Metern an.
- **Andritz AG** (Österreich, ANDR:AV): ANDRITZ ist ein weltweit führender Lieferant für Wasserkraftwerke, die Zellstoff- und Papierindustrie, die metallverarbeitende Industrie, die Stahlindustrie sowie für Umweltindustrien und den grünen Energiesektor. Der börsennotierte Technologiekonzern beschäftigt weltweit rund 30.000 Mitarbeiter an über 280 Standorten in mehr als 80 Ländern. Andritz bietet Papiermaschinen und -technologien mit Schwerpunkt bei Siebbreiten bis 6 Meter.
- **Bellmer GmbH** (Deutschland): Bellmer ist in zwei Geschäftsbereichen tätig: Separation Technology bietet Lösungen für die Eindickung oder Entwässerung von Suspensionen aller Arten an, während Paper Technology Anlagen für Papier- und Kartonmaschinen entwickelt und fertigt. Bellmer bietet hauptsächlich Maschinen mit Siebbreiten bis zu 6 Metern an.

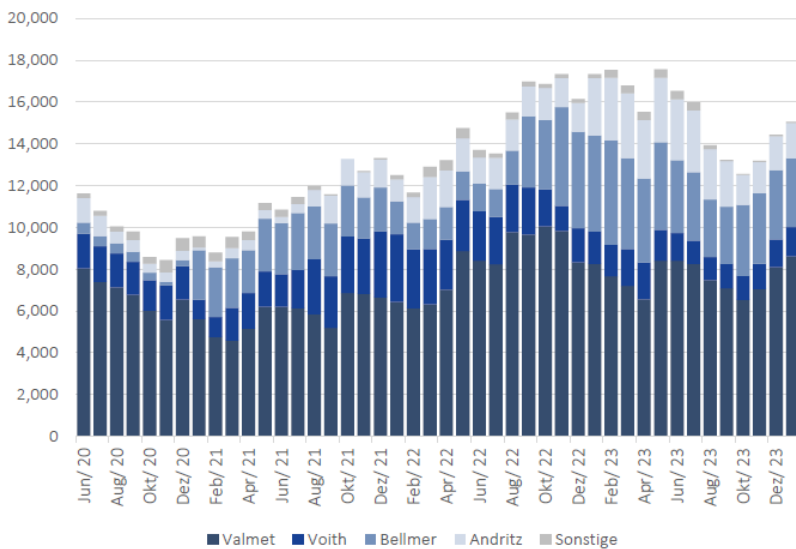
Zielmärkte und Kunden



Quelle: HWK, mwb research

Aufgrund der **hohen Konzentration** des Marktes für Papiermaschinen ist der Kundenstamm von HWK auch stark konzentriert. Die vier genannten Kunden machen bis zu 90% des Umsatzes aus. Obwohl dies zu einer hohen Abhängigkeit von wenigen Kernkunden führt, sind diese in ähnlichem Maße auf HWK als einem von nur zwei Anbietern von großen Kalandervalzen angewiesen (vgl. auch Abschnitt „Wettbewerb“). Somit begegnen sich beide Parteien auf Augenhöhe. Die folgende Grafik zeigt den Auftragsbestand von HWK mit Kunden aus der Papierindustrie.

Auftragsbestand Papierindustrie nach Kunde (EURm)



Quelle: HWK, mwb research

Eine moderne Papiermaschine mit großer Siebbreite kann über EUR 500m kosten, mit entsprechender Infrastruktur können die gesamten **Projektkosten über 1,5 Milliarden Euro** ausmachen. Obwohl eine große Kalandervalze bis zu einer Million Euro kosten kann, macht sie also nur einen kleinen Bruchteil der Gesamtkosten aus. Gleichzeitig bedeutet aber der Ausfall einer Komponente den kostspieligen Stillstand der gesamten Produktionsanlage. Der lange Track Record und damit verbundene umfangreiche Erfahrungsschatz der HWK schafft **Vertrauen in die Langlebigkeit und den sicheren Betrieb** ihrer Produkte über viele Jahrzehnte. Diese Eigenschaften sind mindestens genauso wichtig wie ein wettbewerbsfähiger Preis.

Die Qualität des Endprodukts Papier oder bedruckbaren Kartons wird maßgeblich von der Kalandervalze bestimmt. Daher dürfen die Hersteller von Papiermaschinen **keine Kompromisse bei der Oberflächengüte und Geometriestabilität** eingehen. HWK hat in diesem Bereich mit dem „**Königsbronner Schliff**“ Maßstäbe in der Industrie gesetzt. Dieses Qualitätsversprechen könnte durch HWKs Kunden in Form von Ingredient Branding verkaufsfördernd eingesetzt werden, ähnlich wie bei Intel, Shimano oder Gore-Tex. Allerdings wird davon noch recht wenig Gebrauch gemacht, hier bestehen Potenziale zur Verbesserung der Verhandlungsposition von HWK.

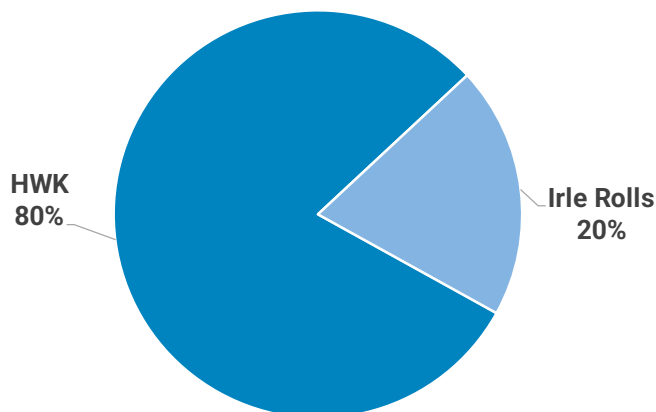
Obwohl einige Papiermaschinenhersteller wie Valmet über eigene Gießerei- und Bearbeitungskapazitäten für Walzen verfügen und somit theoretisch stärker nach vorne integrieren könnten, ist fraglich, ob dies bei großen Kalandervalzen betriebswirtschaftlich sinnvoll und technisch gleichwertig möglich ist. Die mit dem Aufbau des Know-hows und der Produktionskapazität verbundenen Kosten könnten voraussichtlich nicht über einen Verkauf der Walzen im Markt abgedeckt werden. Teilweise beruht die Produktion bei HWK auch auf geschütztem geistigen Eigentum, so hat das Unternehmen z.B. Patente auf ein Tieflochbohrverfahren und auf eine spezielle Führung der Heizflüssigkeit.

Wettbewerb

Der Markt für große Kalandervalzen, das Kernprodukt von HWK, ist ein klassisches **Duopol**. Neben HWK gibt es nur noch die Irle Rolls GmbH als zweiten Anbieter. Irle Rolls ist das Nachfolgeunternehmen von Walzen Irle. Walzen Irle geriet während der Corona-Pandemie aufgrund steigender Materialkosten und Lieferkettenproblemen im wettbewerbsintensiven und margenschwachen Geschäft mit Walzwerkswalzen, das den Großteil des Umsatzes von Irle Rolls ausmacht, in Schwierigkeiten und musste im Januar 2022 Insolvenz anmelden. Ende 2023 wurde mit der Abwicklung des alten Unternehmens begonnen, das operative Geschäft ist inzwischen auf Irle Rolls übergegangen.

Irle Rolls beschäftigt ca. 300 Mitarbeiter und bietet eine breitere Produktpalette als HWK. Neben Walzen für die Papierindustrie werden vor allem Walzen für die Stahl-, Gummi-, Kunststoff- und Lebensmittelindustrie sowie Formgussteile für verschiedene Industriezweige hergestellt. Wir schätzen den jährlichen Umsatz mit der Papierindustrie auf EUR 6 Mio. bis EUR 7 Mio., was einem Marktanteil in diesem Segment von ca. 20% entspricht.

Marktanteile große Kalandervalzen



Quelle: Schätzung mwb research

HWK ist aufgrund eines anderen Herstellungsverfahrens der Auffassung, qualitativ hochwertigere Walzen als Irle Rolls anbieten zu können, und die Marktanteile scheinen diese These zu bestätigen. In jedem Fall werden die Papiermaschinenhersteller auch in Zukunft eine **zweite Bezugsquelle** für diese kritischen Komponenten behalten wollen, weshalb wir die derzeitige Marktstruktur als stabil ansehen.

Markteintritte halten wir dagegen für sehr unwahrscheinlich, da es sich um einen klassischen Nischenmarkt handelt, der gleichzeitig **hohe Markteintrittsbarrieren** aufweist. Das Zusammenspiel zwischen der Gießerei zur Herstellung des gewünschten Werkstoffgefüges und der nachfolgenden mechanischen Bearbeitung ist außerordentlich komplex und erfordert ein über Jahrzehnte aufgebautes tiefes Know-how. Zudem ist der Investitionsbedarf im Verhältnis zur Marktgröße hoch.

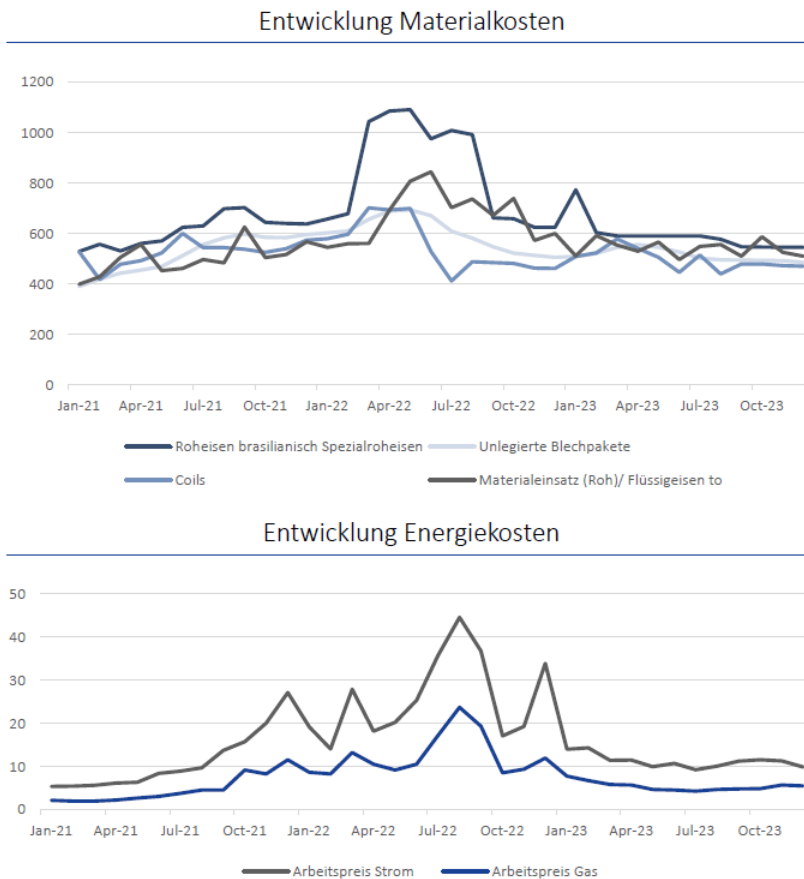
Zulieferer

Die wichtigsten Inputs für HWK sind die Rohstoffe für die Gießerei, d.h. **Roheisen, Schrott und Legierungselemente** wie Nickel und Chrom. Diese Rohstoffe sind zu Marktpreisen in beliebigen Mengen verfügbar und werden über Händler bezogen, z.B. Roheisen aus Brasilien und Schrott aus der Automobilindustrie in Form von Stanzabfällen.

Die **Energie** für die Induktionsöfen wird größtenteils in Form von Strom benötigt, ca. 10 Mio. kWh pro Jahr. Nachdem dieser zeitweise auf dem Spotmarkt bezogen wurde, besteht nun ein langfristiger Stromliefervertrag mit dem Kraftwerk Obernburg, einem hocheffizienten und systemkritischen Kraft-Wärme-Kopplungskraftwerk.

Um sich gegen die erheblichen Schwankungen der Inputpreise (siehe Grafik unten) abzusichern, hat HWK ein **Zuschlagssystem** für Material- und Energiekosten entwickelt, das bei der Auftragskalkulation 3-Monats-Forward-Preise zugrunde legt und damit das Schwankungsrisiko weitgehend auf die Kunden überträgt.

Entwicklung Inputkosten



Quelle: HWK, mwb research

Darüber hinaus steht HWK natürlich auch im Wettbewerb um **Fachkräfte**. Im baden-württembergischen Ostalbkreis, dem Standort von HWK, sind zahlreiche Hidden Champions und exportstarke Produktionsbetriebe u.a. aus der Automobilindustrie (z.B. Bosch AS) und der Photonik (z.B. Zeiss) angesiedelt. Entsprechend niedrig ist die aktuelle Arbeitslosenquote von 3,5% gegenüber 6,0% im Bundesdurchschnitt (März 2024). Qualifiziertes Personal zu halten und zu gewinnen ist daher eine Herausforderung. Hier sehen wir eine klare Stärke von HWK in der Beteiligung vieler Mitarbeiter am Unternehmen.

Wachstum

Der Markt für Papier

Der Weltmarkt für Karton, Papier und Tissue umfasst ca. 500 Megatonnen und wächst historisch mit einer relativ stabilen Rate von **ca. 2 % pro Jahr**. Die Entwicklung ist jedoch nicht einheitlich, sondern muss auf der Ebene der einzelnen Produkte betrachtet werden.

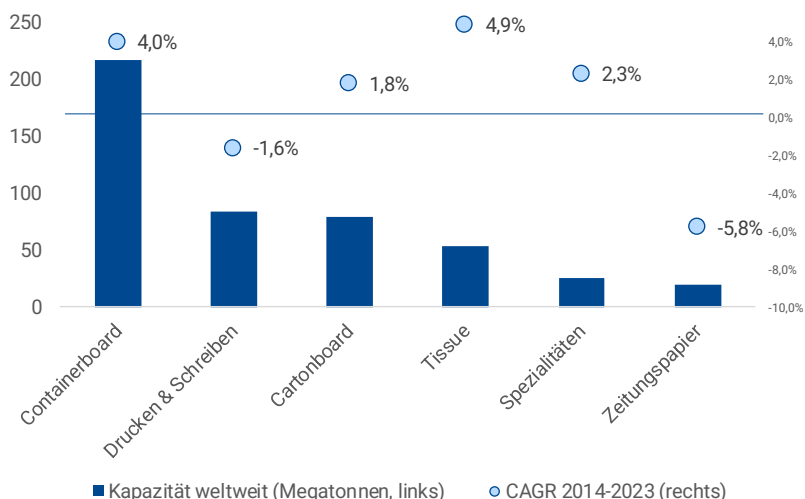
Das größte Segment ist **Containerboard**, das fast die Hälfte des Gesamtmarktes ausmacht. Containerboard ist die Basis für die Herstellung von Wellpappe und damit von Wellpappkartons. Diese Produkte werden vielseitig eingesetzt, z.B. als Verpackungsmaterial in Lagerhäusern, als Versandkarton im Onlinehandel oder als Umzugskarton. Das Wachstum in diesem Segment wird durch die steigende Industrieproduktion und den zunehmenden Onlinehandel getrieben. Die historische Wachstumsrate war mit 4,0 % p.a. überdurchschnittlich, für die Zukunft ist ein weiteres dynamisches Wachstum zu erwarten.

Cartonboard (Karton) kann bedruckt und beschichtet werden und wird häufig als Faltschachtel für Konsumgüter, z.B. für Müsli, Tiefkühlkost, Kosmetik oder Medikamente, teilweise auch für Industrieverpackungen eingesetzt. Dieser Markt wächst stetig mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung und konnte in der Vergangenheit Wachstumsraten von knapp 2% p.a. verzeichnen.

Rückläufig sind die Märkte für **Zeitungspapier** und **Papier zum Drucken & Schreiben**, deren Anteil am Gesamtmarkt sich in den letzten 15 Jahren etwa halbiert hat. Hier macht sich der Trend zu Online-Medien und zum papierlosen Büro bemerkbar, so dass keine Trendumkehr zu erwarten ist.

Das stärkste Wachstum verzeichnet dagegen das Segment **Tissue**, ein dünnes, saugfähiges Papier, das häufig zur Körperpflege oder Reinigung verwendet wird, z.B. in Form von Taschentüchern, Toilettenpapier oder Papierhandtüchern. Steigender Wohlstand und damit veränderte Hygienestandards (auch durch Corona) sorgen für ein überdurchschnittliches Wachstum in diesem Segment.

Kapazität und historisches Wachstum



Quelle: Fisher International, mwb research

Regional betrachtet wird das **Wachstum durch den asiatischen Raum getrieben**, während der Markt in Europa insgesamt eher stagniert.

Der Markt für Papiermaschinen

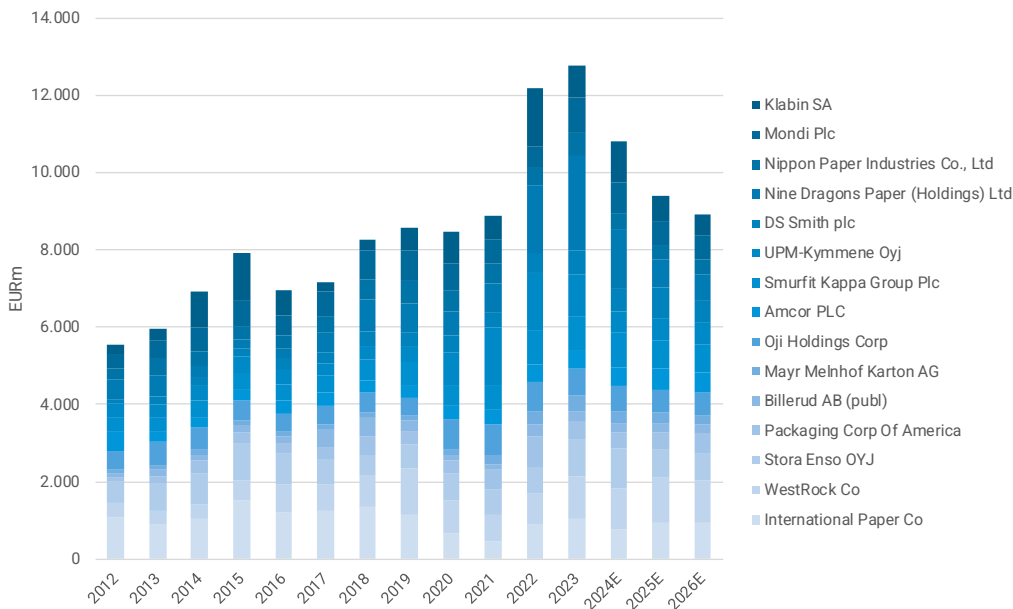
Grundsätzlich kann eine Papiermaschine bei geeigneten Betriebsbedingungen und entsprechender Wartung **mehrere Jahrzehnte** betrieben werden, so dass nur ein geringer Ersatzbedarf besteht. Dennoch können ältere Anlagen vor Ablauf ihrer technischen Lebensdauer durch modernere Modelle ersetzt werden, um die Effizienz zu steigern oder neuen Anforderungen, z.B. bezüglich des Energieverbrauchs, gerecht zu werden.

Ein Großteil der Investitionen dient jedoch nicht dem Ersatz, sondern der Erweiterung von Kapazitäten. Insofern ist es logisch, dass die **Investitionsschwerpunkte in den wachstumsstarken Segmenten Containerboard, Tissue und Cartonboard liegen.**

Zudem haben die Papierhersteller während und in der Folge von Corona vermehrt investiert. Dieses lag einerseits an der höheren Nachfrage nach Verpackungsmaterial, da mehr Produkte online gekauft wurden. Weiterhin stieg die Nachfrage nach Hygieneprodukten wie Papierhandtüchern, Desinfektionstüchern und Gesichtsmasken. Einige Hersteller nutzten die Krise als Chance, um mit neuen oder modernisierten Anlagen die Effizienz zu steigern und Kosten zu senken.

Die folgende Übersicht über die **Investitionen der führenden börsennotierten Papierhersteller** zeigt diesen Investitionsschub und die nun erwartete Normalisierung auf das Vorkrisenniveau. Dabei ist zu berücksichtigen, dass fast ausschließlich Investitionen westlicher Papierhersteller dargestellt sind und der sehr dynamische asiatische Markt unterrepräsentiert ist. Auf Asien entfallen inzwischen 53% der weltweiten Kapazität und die Region wächst schneller als andere. Sieben der Top 20 Papierunternehmen sind heute in China ansässig.

Investitionen führender Papierhersteller



Quelle: mwb research, refinitiv, ab 2024 Konsensschätzungen

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Investitionen in Papiermaschinen etwa in der Größenordnung des Wirtschaftswachstums, überlagert von zyklischen Schwankungen, zunehmen werden.

Wachstum für HWK

Es ist davon auszugehen, dass HWK ausschließlich organisch wächst. Die Dynamik wird weiterhin maßgeblich von der Papierindustrie bestimmt. HWK ist jedoch insbesondere bei kalandrierten Papier- und Kartonqualitäten exponiert.

Es gibt zwei Hauptarten von Papieren, die bei der Herstellung kalandriert werden. Zum einen handelt es sich um **beschichtete Papiere** wie Zeitschriftenpapier, Hochglanzbroschürenpapier und Fotopapier. Durch das Kalandrieren wird die Oberfläche geglättet, so dass sich die Beschichtung gleichmäßig verteilt und der gewünschte Glanzgrad erreicht wird. Außerdem handelt es sich um **Druck- und Schreibpapiere**. Durch das Kalandrieren werden die Glätte und die allgemeinen Oberflächeneigenschaften verbessert, so dass sie sich besser für hochwertige Drucke eignen und weniger Druckfarbe aufnehmen. Allerdings ist bei diesen Papiersorten (wie oben dargestellt) eher mit einem wenig Wachstum zu rechnen.

Darüber hinaus gibt es bestimmte Kartonqualitäten, die von der Kalandrierung profitieren. **Faltschachtelkarton** wird häufig kalandriert, um eine glatte und gleichmäßige Oberfläche für hochwertige Drucke und Grafiken zu erzielen. Wenn der Karton aus ästhetischen oder funktionalen Gründen (z. B. Feuchtigkeitsbeständigkeit) **beschichtet** wird, sorgt das Kalandrieren für eine gleichmäßige Verteilung der Beschichtung und den gewünschten Glanz oder das Finish. In diesem Segment kann für die Zukunft eher überdurchschnittliches Wachstum erwartet werden.

Weitere Wachstumschancen ergeben sich für HWK im asiatischen Raum, insbesondere in **China**. Aktuell arbeitet das Unternehmen mit Vertriebsagenten in China, Taiwan und Indien zusammen. Chinesische Papierhersteller setzen bisher überwiegend auf kleinere Anlagen mit lokalen Lieferanten. Sollte hier ein Wechsel zu größeren Siebweiten stattfinden, könnten die in diesem Bereich weltweit führenden Anbieter Valmet und Voith und damit indirekt auch HWK profitieren. Zur Verbesserung des Serviceangebots für Papiermaschinen der großen Kunden wie Valmet und Andritz und zur weiteren Erschließung des Zukunftspotentials des chinesischen Marktes plant HWK den Aufbau von Service- und Beratungskapazitäten vor Ort in Zusammenarbeit mit einem chinesischen HWK-Vertriebspartner und eigenen Mitarbeitern vor Ort.

Darüber hinaus plant HWK den **Ausbau des Servicegeschäfts**, dessen Umsatzanteil derzeit noch im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegt. Grundsätzlich sind die Walzen wartungsfrei, so dass die Potenziale für den Service naturgemäß geringer sind als bei anderen Maschinenbauunternehmen. Dennoch kann es vorkommen, dass Walzen im Betrieb beschädigt werden, z.B. durch Fremdkörper wie Werkzeuge, die versehentlich in die Anlage gelangen. Das Öffnen einer Heizwalze ist dann nur durch HWK-Monteure zulässig, die dies vor Ort, in der Regel im Servicezentrum des Papiermaschinenherstellers, durchführen. Darüber hinaus hat HWK die Schleifkapazitäten für die Überarbeitung der Walzenoberflächen erhöht und plant, den **Walzenservice aktiver zu vermarkten**. Die Verhandlungen mit zwei Großkunden, der Papierfabrik Palm und Valmet Deutschland, sind weit fortgeschritten.

Ein weiterer Baustein der Wachstumsinitiative ist die **Erschließung von Märkten außerhalb der Papierindustrie**. Dieser Anteil lag 2019 noch nahe 0% und konnte bis 2023 kontinuierlich bis auf c. 14% ausgebaut werden. Potenziale bestehen z.B. in der Lebensmittelindustrie, wo die Walzen u.a. bei der Herstellung von Cornflakes eingesetzt werden können, bei Großkolben, wo HWK Aufträge von SMS gewinnen konnte, und im Verschleißgussbereich, z.B. für Zementmühlen.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die oben beschriebenen Initiativen nach dem Übergangsjahr 2024 wieder zu einem deutlichen Wachstum führen werden.

SWOT-Analyse

Stärken

- Fokus und Dominanz in der Nische: Weltmarktführer mit 80% Marktanteil für Kernprodukte
- Gute Verhandlungsposition ggü. Kunden
- Tiefgehendes technologisches Know-How
- Management und Mitarbeiter als Miteigentümer
- Preisgleitklauseln für Energie und Rohmaterialien

Schwächen

- Hauptabsatzmarkt (Papiermaschinen) ist reif und zyklisch
- Abhängigkeit von wenigen Großkunden eines Sektors - Klumpenrisiko
- Geringe finanzielle Spielräume könnten bei Eintrübung der wirtschaftlichen Lage zum Problem werden

Chancen

- Marktpotenziale in Asien (insbes. China) und Südamerika
- Ausweitung des Servicegeschäfts
- Diversifikation in die Lebensmittel- und weitere Industrien

Risiken

- Einsetzender Wettbewerb aus China verbunden mit nachlassenden Qualitätsanforderungen
- Fehlschlagen der Diversifikationsanstrengungen

Wesentliche Planungsannahmen

Umsatzentwicklung

Nach den außergewöhnlich hohen Investitionen der Papierindustrie in den Jahren 2022 und 2023 normalisiert sich dieser Absatzmarkt im Jahr 2024 auf einem immer noch hohen Niveau. Diese Entwicklung spiegelt sich auch im Verlauf des **Auftragsbestandes** der HWK wider, der nach einem Rekordjahresendstand 2022 bis Ende 2023 um ca. 9% zurückgeht, aber immer noch deutlich über den Jahren 2020 und 2021 liegt:

- 31.12.2020: c. EUR 9.5m
- 31.12.2021: c. EUR 13.5m
- 31.12.2022: c. EUR 16.0m
- 31.12.2023: c. EUR 14.5m

Dementsprechend erwarten wir für 2024 einen Rückgang des **Umsatzes** der HWK von ca. 8%. Ab 2025 erwarten wir eine deutliche Erholung des Umsatzes, getrieben durch die Wachstumsinitiativen von HWK: Diversifikation in die Lebensmittelindustrie und weitere Märkte, Ausbau des Servicegeschäfts sowie eine zunehmende Präsenz in China.

Margenentwicklung

Das Jahr 2022 kann in Bezug auf die **Rohhertragsmarge** als Ausreißer betrachtet werden, da die deutlichen Preissteigerungen bei Energie und Rohstoffen nur zeitverzögert an die Kunden weitergereicht werden konnten. Für 2023 und die Folgejahre rechnen wir mit einer deutlichen Erholung und Stabilisierung der Rohhertragsmarge, unterstützt durch die Preisgleitklauseln in den Auftragskalkulationen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Rohhertragsmargen der Jahre 2021 und 2022 nicht wieder erreicht werden können, da die Erschließung neuer Absatzmärkte zu einer Verwässerung über den Produktmix führt, die nicht vollständig durch die hohen Margen des wachsenden Servicegeschäfts kompensiert werden kann.

Die **Personalaufwandsquote** wird im Jahr 2024 zunächst ansteigen, da dem Umsatzrückgang voraussichtlich kein Rückgang der Personalaufwendungen gegenübersteht. Im Jahr 2025 erwarten wir aufgrund der Neuverhandlung des aktuellen Ergänzungstarifvertrages einen merklichen Anstieg der Personalkosten, aufgrund der geplanten Umsatzsteigerung sollte die Quote dennoch leicht sinken.

Insgesamt führt dies zu einem Rückgang der **operativen Margen** in 2024 und einer deutlichen Erholung in 2025. Der ROCE ist außergewöhnlich hoch, da wesentliche Gebäude und Anlagen gemietet bzw. geleast sind und im Gegensatz zu IFRS nach HGB nicht bilanziert werden.

G&V (EURm)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz	16,3	19,4	21,8	20,2	24,5	25,8
Umsatzwachstum	-9,3%	19,4%	12,4%	-7,5%	21,5%	5,2%
EBIT	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
EBIT-Marge	10,7%	-7,0%	9,7%	5,8%	8,2%	9,7%
Nettogewinn	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8

Cashflow und Bilanz

Die für das Wachstum ab 2025 notwendigen **Investitionen** sind vergleichsweise moderat und wir erwarten, dass HWK das Wachstum aus dem **Cashflow** finanzieren kann. Dabei hilft, dass die Kunden von HWK die Aufträge zu einem großen Teil über Anzahlungen vorfinanzieren, so dass nur wenig Kapital im Working Capital gebunden ist. HWK verfügt derzeit über kein verzinsliches Fremdkapital und wird nach unserer Planung auch keines aufnehmen müssen.

Bewertung

DCF-Modell

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 86,49** pro Aktie:

Umsatzwachstum: Unsere Wachstumserwartung für HWK 1365 SE im Zeitraum 2024E-2031E liegt bei 5,3% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

ROCE. Die Verzinsung auf das eingesetzte Kapital entwickelt sich von 29,3% in 2024E auf 21,6% in 2031E.

WACC. Das historische Beta kann für die Bewertung nicht herangezogen werden, da sich das Geschäftsmodell mit dem Reverse IPO verändert hat. Wir nehmen als Startpunkt das Beta für den europäischen Maschinenbausektor von 1,24. Mit Berücksichtigung von Mean Reversion ergibt sich ein Asset-Beta von 1,15. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Risikoprämie von 6,0% ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 8,9%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einer Steuerquote von 30,0% und einer Zielverschuldung/Eigenkapital von 0,0, ergibt sich ein langfristiges WACC von 8,9%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Endwert
NOPAT	0,8	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
Abschreibung & Amortis.	0,3	0,4	0,7	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	
Änderung des w/c	-1,9	-0,2	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	
Änderung Rückstellungen	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capex	-0,7	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	
Cash flow	-1,8	0,7	1,2	1,6	1,6	1,7	1,9	1,9	28,3
Barwert (Gegenwartswert)	-1,8	0,6	1,0	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0	15,0
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	20,2
Adj. Halbjahres-Barwert	21,1
Nettoverschuldung	-3,4
Finanzanlagen	na
Rückstellungen	0,7
Wert des Eigenkapitals	23,8
Anzahl ausstehender Aktien	0,3
Diskontierter Cash Flow / Aktie	86,49
Discount / (Prämie)	40,4%

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2024E-2031E)	5,3%
Endwert Wachstum (2031E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	21,6%
Endwert WACC	8,9%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	30,0%
Beta	1,24
Unlevered Beta (Industrie oder Unternehmen)	1,15
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,0
Relevered beta	1,15
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	8,9%

Aktienkurs	61,61
------------	-------

Sensitivitätsanalyse DCF

	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
	2,0%	62,3	64,3	66,5	69,0	71,9	2024E-2027E	4,9%
	1,0%	69,6	72,2	75,2	78,6	82,5	2028E-2031E	21,0%
	0,0%	78,8	82,4	86,5	91,2	96,8	Endwert	74,1%
	-1,0%	90,7	95,8	101,6	108,6	117,0		
	-2,0%	106,8	114,1	123,0	133,9	147,7		

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 47,03 je Aktie auf der Grundlage von 2024E und EUR 120,56 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
EBITDA	1,5	2,5	3,2	3,6	3,7
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,4	0,7	1,0	1,0
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8
= Adjustierter FCF	0,8	1,4	1,8	1,9	1,9
Aktuelle MarketCap	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
+ Nettoversch. (-cash)	-1,6	-1,9	-2,7	-3,7	-4,7
+ Pensionsverpfl.	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm.gegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,3	0,8	1,4	2,0
<i>EV Adjustierungen</i>	-1,2	-1,8	-3,0	-4,5	-6,1
= Richtiger EV	15,8	15,2	14,0	12,4	10,8
Adjustierte FCF-Rendite	5,2%	9,3%	12,5%	15,1%	17,5%
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%
Faire EV	11,8	20,2	25,1	26,8	27,0
- EV Adjustierung	-1,2	-1,8	-3,0	-4,5	-6,1
Faire MarketCap	12,9	22,0	28,0	31,4	33,2
Anzahl Aktien (Mio.)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Faire Wert je Aktie EUR	47,03	79,81	101,78	113,95	120,56
Prämie (-) / Discount (+)	-23,7%	29,5%	65,2%	84,9%	95,7%

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	5,0%	64,1	109,1	138,2	152,9	159,9
Adj.	6,0%	54,2	92,0	117,0	130,2	136,9
Hurdle	7,0%	47,0	79,8	101,8	113,9	120,6
Rate	8,0%	41,7	70,6	90,4	101,8	108,3
	9,0%	37,5	63,5	81,6	92,3	98,7

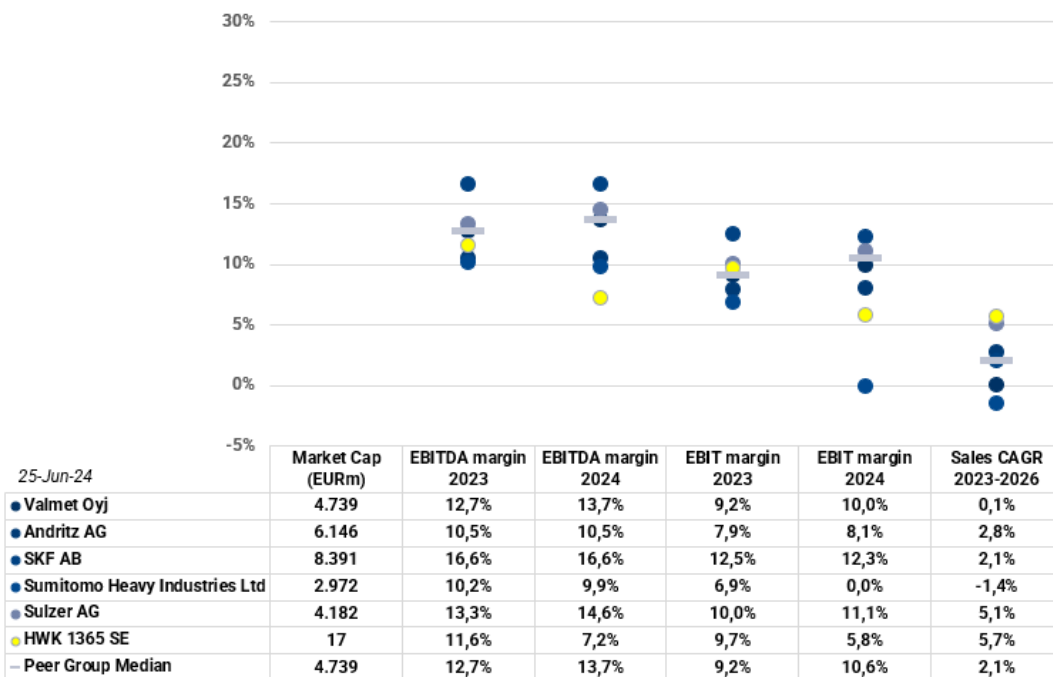
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

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 HWK 1365 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 HWK 1365 SE besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 2. Juli 2024 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 4.738,7m, verglichen mit EUR 17,0m für HWK 1365 SE.

Peer Group – Basisdaten

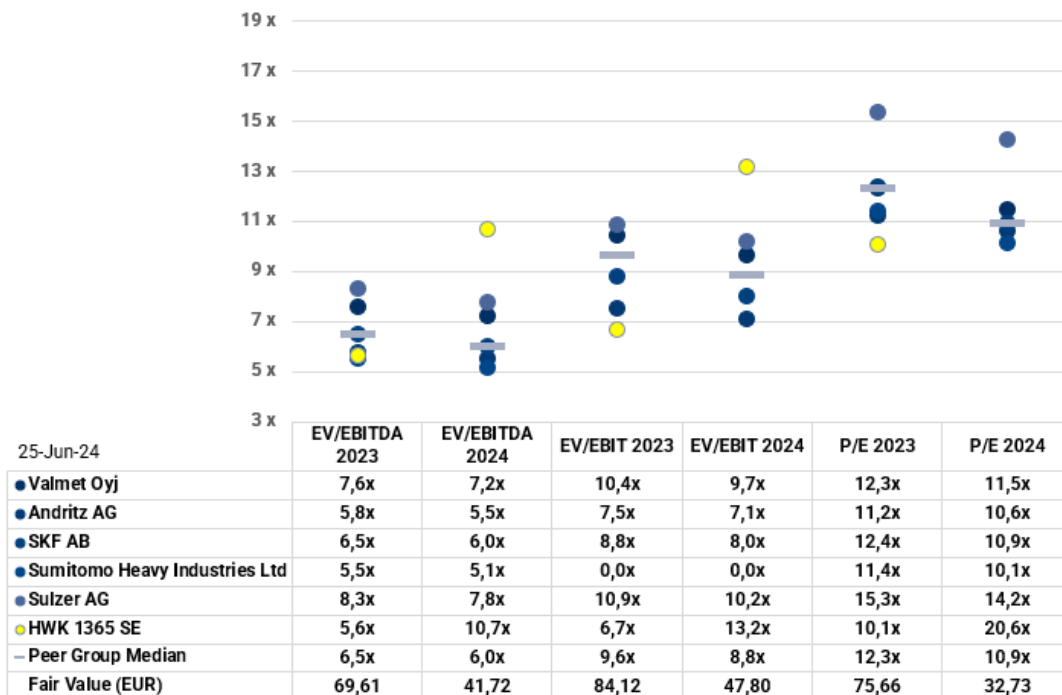


Source: AlphaSense, mwb research

Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBITDA 2023, EV/EBITDA 2024, EV/EBIT 2023, EV/EBIT 2024, P/E 2023 und P/E 2024.

Die Anwendung auf HWK 1365 SE ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 32,73 bis EUR 84,12.

Peer Group – Multiples und Bewertung



Quelle: AlphaSense, mwb research

Kurzbeschreibung der Unternehmen in der Peer Group

Valmet Oyj ist ein finnisches Unternehmen, das sich mit der Entwicklung und Bereitstellung von Dienstleistungen und Technologien für die Zellstoff-, Papier- und Energieindustrie befasst. Die Dienstleistungen des Unternehmens umfassen den gesamten Zyklus von der Auslagerung der Instandhaltung bis hin zur Verbesserung von Fabriken und Anlagen und der Lieferung von Ersatzteilen. Das Unternehmen ist in vier Geschäftsbereichen tätig: Services, Pulp and Energy und Paper, die die Entwicklung von Produkten und Dienstleistungen sowie globale Kundenprojekte in den Bereichen Papier, Zellstoff, Tissue, Papier und Karton sowie Bioenergie umfassen, sowie Automation, die das Geschäft mit Prozessautomatisierungssystemen beinhaltet. Das Unternehmen ist im In- und Ausland tätig, unter anderem in Süd-, Mittel- und Nordamerika, China, Asien und Europa.

Die **Andritz AG** ist ein österreichisches Unternehmen, das Produktionssysteme und industrielle Prozesslösungen für verschiedene Standard- und Spezialprodukte entwickelt. Die Gesellschaft gliedert ihre Aktivitäten in fünf Geschäftsbereiche. Das Geschäftsfeld HYDRO liefert schlüsselfertige elektromechanische Ausrüstungen und Dienstleistungen für Wasserkraftwerke. Das Segment PULP & PAPER bietet Technologien und Dienstleistungen an, die es der Industrie ermöglichen, praktisch alle Arten von Zellstoff für die Herstellung von Papier, Karton und Faserplatten zu produzieren. Das Segment METALS entwickelt, fertigt und installiert Anlagen zur

Herstellung von kalt- und warmgewalztem, oberflächenveredeltem Kohlenstoffstahl, Edelstahl und Bändern aus Nichteisenmetallen. Das Segment SEPARATION umfasst Technologien, Produkte und Dienstleistungen für die mechanische und thermische Fest-Flüssig-Trennung. Der Bereich FEED & BIOFUEL liefert Systeme und Maschinen für die industrielle Produktion von konventionellem Mischfutter und Spezialfutter. Die Andritz AG ist über ihre Tochtergesellschaften weltweit tätig.

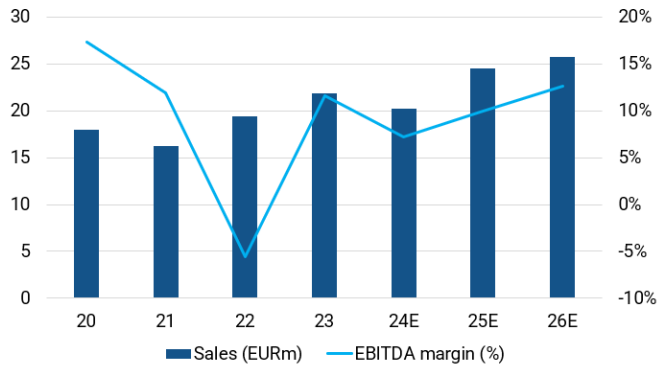
SKF AB ist in der Herstellung von Maschinen und rotierenden Geräten tätig. Das Unternehmen ist in den Geschäftssegmenten Industrial Market und Automotive Market tätig. Das Segment Industriemarkt umfasst die Bereiche Industrievertrieb Amerika, Industrievertrieb Europa und Naher Osten und Afrika, Industrievertrieb Asien, Industrieeinheiten, Lagerbetrieb und Luft- und Raumfahrt. Das Segment Automotive Market bietet eine Reihe von Produkten, Lösungen und Dienstleistungen für Hersteller von Pkw, leichten Lkw, schweren Lkw, Anhängern, Bussen, Zweirädern und den Kfz-Ersatzteilmarkt. Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Göteborg, Schweden.

SUMITOMO HEAVY INDUSTRIES, LTD. ist ein in Japan ansässiger Hersteller von Schwermaschinen. Das Unternehmen ist in sechs Geschäftsbereichen tätig. Das Segment Maschinenkomponenten bietet Untersetzungsgetriebe und Getriebe an. Das Segment Präzisionsmaschinen bietet Kunststoffverarbeitungsmaschinen, Laserbearbeitungsmaschinen, Tieftemperaturkühlgeräte, Produkte für die Verteidigungsindustrie, Präzisionspositionierungsgeräte und Gabelstapler an. Das Segment Baumaschinen bietet Hydraulikschaukeln, Straßenausrüstung und Baukräne an. Das Segment Industriemaschinen bietet Logistiksysteme, Parkplatzsysteme, Schmiedepressen sowie Industrieturbinen und -pumpen an. Das Segment Schiffe fertigt und vertreibt Schiffe. Das Segment Umwelt und Anlagen bietet unter anderem Heizkessel, Anlagen zur Behandlung von Industrieabfällen, Luftreinigungsanlagen und Wasseraufbereitungsanlagen an.

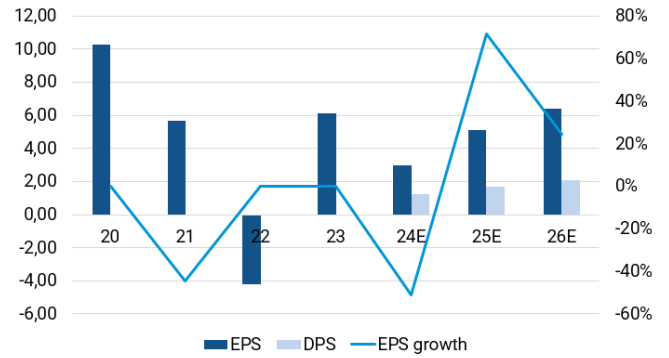
Sulzer AG ist ein in der Schweiz ansässiges Unternehmen, das sich mit Pumpenlösungen und der Wartung von rotierenden Maschinen sowie mit Trenn-, Reaktions- und Mischtechnologie für die Öl- und Gasindustrie, die Energieerzeugung und die Abwasserbehandlung befasst. Das Unternehmen ist in vier Geschäftsbereichen tätig: Der Geschäftsbereich Pumps Equipment bietet eine breite Palette von Pumpenlösungen und zugehörigen Ausrüstungen an, unter anderem Zentrifugalpumpen und Rührwerke für die Öl- und Gasindustrie; der Geschäftsbereich Rotating Equipment Services bietet Reparatur- und Wartungsdienstleistungen für industrielle Gas- und Dampfturbinen, Turbokompressoren, Generatoren, Motoren und Pumpen an; der Geschäftsbereich Chemtech bietet Produkte und Dienstleistungen für Trenn-, Reaktions-, Flüssigkeitsauftrags- und Mischtechnologie an, und der Geschäftsbereich Applicator Systems bietet Spendersysteme und Flüssigkeitsauftragssysteme unter anderem für die Dental-, Gesundheits- und Kosmetikindustrie an. Das Unternehmen betreibt zahlreiche Tochtergesellschaften.

Finanzen in sechs Charts

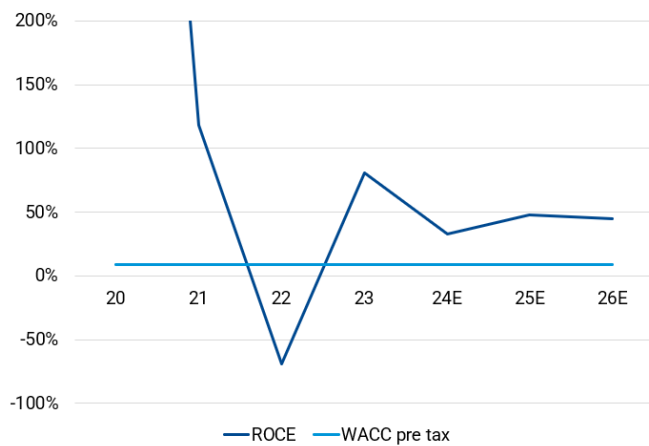
Umsatz vs. EBITDA Marge



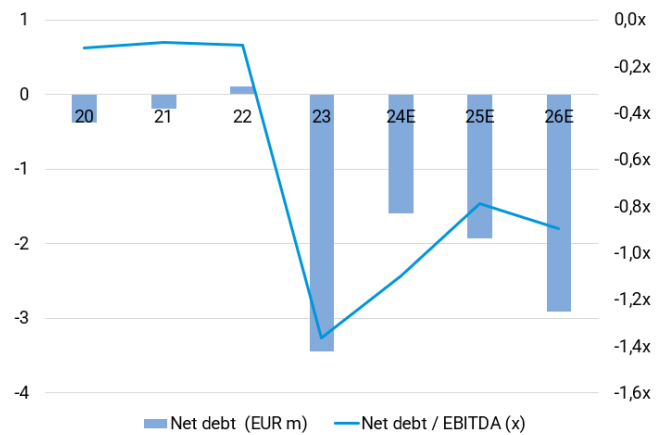
EPS, DPS in EUR & yoy EPS Wachstum



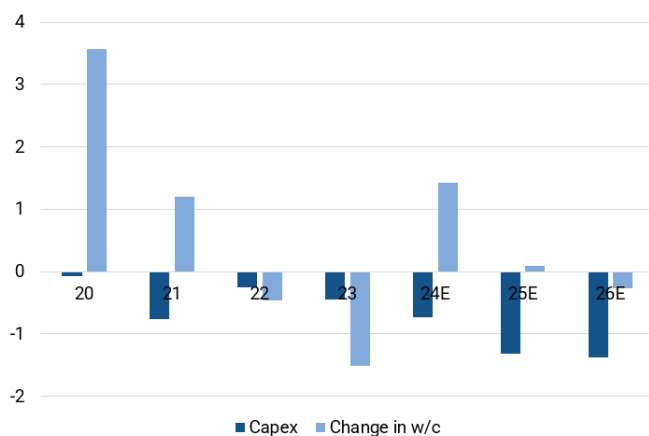
ROCE vs. WACC (pre tax)



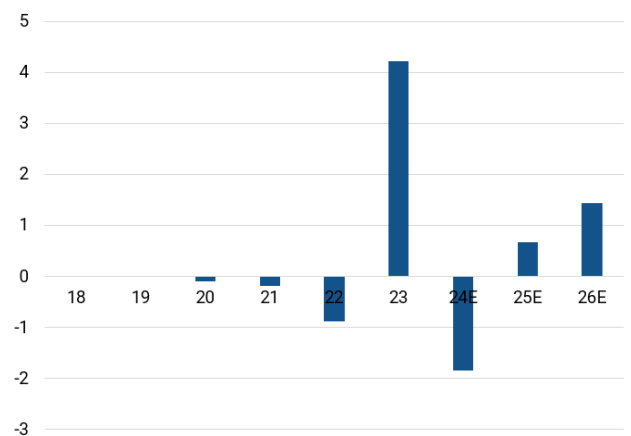
Nettoverschuldung und Nettoverschuldung/EBITDA



Capex & Working Capital-Bedarf in EURm



Freier Cash Flow in EURm



Source: Company data; mwb research

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	16,3	19,4	21,8	20,2	24,5	25,8
Umsatzwachstum	-9,3%	19,4%	12,4%	-7,5%	21,5%	5,2%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	2,1	-0,1	0,5	0,6	0,3	0,1
Gesamtumsatz	18,3	19,3	22,3	20,8	24,8	25,9
Materialaufwendungen	7,3	11,0	8,5	7,6	9,2	9,1
Bruttogewinn	11,0	8,3	13,8	13,1	15,6	16,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6
Personalaufwendungen	6,4	6,5	6,7	7,4	8,1	8,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,2	3,3	4,9	4,8	5,6	5,9
EBITDA	1,9	-1,1	2,5	1,5	2,5	3,2
Abschreibung	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7
EBITA	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
Finanzergebnis	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
Steuern	0,2	-0,2	0,4	0,4	0,6	0,8
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28
Gewinn pro Aktie (berichtet)	5,68	-4,19	6,12	2,99	5,13	6,37

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	13%	-0%	2%	3%	1%	1%
Gesamtumsatz	113%	100%	102%	103%	101%	101%
Materialaufwendungen	45%	57%	39%	38%	38%	35%
Bruttogewinn	68%	43%	63%	65%	64%	65%
Sonstige betriebliche Erträge	3%	2%	2%	3%	3%	3%
Personalaufwendungen	39%	34%	31%	37%	33%	32%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20%	17%	23%	24%	23%	23%
EBITDA	12%	-6%	12%	7%	10%	13%
Abschreibung	1%	1%	2%	1%	2%	3%
EBITA	11%	-7%	10%	6%	8%	10%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	11%	-7%	10%	6%	8%	10%
Finanzergebnis	-0%	-0%	0%	0%	0%	0%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	11%	-7%	10%	6%	8%	10%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	11%	-7%	10%	6%	8%	10%
Steuern	1%	-1%	2%	2%	2%	3%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	10%	-6%	8%	4%	6%	7%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	10%	-6%	8%	4%	6%	7%
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	10%	-6%	8%	4%	6%	7%

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

Bilanz (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	0,8	0,8	0,8	1,2	2,1	2,8
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANLAGEVERMÖGENEN	0,8	0,8	0,8	1,3	2,2	2,8
Vorräte	2,1	1,2	1,0	1,0	1,2	1,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,3	0,5	0,9	0,6	0,7	0,8
Sonstiges Umlaufvermögen	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Barmittel	0,2	0,1	3,4	1,6	1,9	2,7
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3
UMLAUFVERMÖGEN	3,0	2,1	6,1	3,8	4,5	5,2
AKTIVA	3,8	2,9	6,9	5,1	6,7	8,0
EIGENKAPITAL	1,0	0,4	1,6	2,4	3,4	4,7
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen für Pensionen	0,1	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5
Andere Rückstellungen	1,1	0,9	1,3	1,2	1,5	1,5
Langfristige Verbindlichkeiten	1,3	1,0	2,0	1,6	2,0	2,0
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,3	1,0	0,5	0,7	0,9	0,9
Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,3	0,2	2,9	0,3	0,4	0,4
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	1,6	1,5	3,4	1,0	1,3	1,3
PASSIVA	3,8	2,9	6,9	5,1	6,7	8,0

Bilanz (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Immaterielle Vermögenswerte	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	21%	26%	11%	24%	32%	34%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ANLAGEVERMÖGENEN	22%	27%	12%	26%	33%	35%
Vorräte	55%	40%	14%	19%	17%	14%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7%	16%	13%	12%	11%	10%
Sonstiges Umlaufvermögen	7%	8%	5%	7%	6%	5%
Barmittel	5%	4%	50%	31%	29%	33%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	5%	5%	5%	4%	4%	3%
UMLAUFVERMÖGEN	78%	73%	88%	74%	67%	65%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	26%	15%	22%	47%	52%	59%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	3%	5%	10%	8%	7%	6%
Andere Rückstellungen	30%	30%	19%	24%	22%	19%
Langfristige Verbindlichkeiten	33%	35%	29%	32%	29%	25%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	0%	7%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	33%	36%	7%	14%	13%	11%
Anzahlungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstige Verbindlichkeiten	9%	7%	42%	6%	6%	5%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	41%	50%	49%	21%	19%	16%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Firmenangaben; mwb research AG

Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Jahresüberschuss/Verlust	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,0	-0,2	1,1	-0,4	0,3	0,1
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	1,8	-1,1	3,2	0,7	2,2	2,6
Veränderung des Bestands	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,0
Veränderung der Lieferung und Leistungen	0,0	0,0	-0,5	0,3	-0,1	-0,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	0,0	-0,6	0,2	0,2	-0,0
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	0,0	0,0	2,3	-2,4	0,0	0,0
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-1,2	0,5	1,5	-1,9	-0,2	-0,0
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	0,6	-0,6	4,7	-1,1	2,0	2,6
CAPEX	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-1,3	-1,4
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-1,3	-1,4
Mittelfluss vor Finanzierung	-0,2	-0,9	4,2	-1,8	0,7	1,2
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,3	-0,5
Sonstige	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	-0,0	0,8	-0,9	0,0	-0,3	-0,5
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-0,2	-0,1	3,3	-1,8	0,4	0,7
Flüssige Mittel am Ende der Periode	0,2	0,1	3,4	1,6	1,9	2,7

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

Kennzahlen	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	5,68	-4,19	6,12	2,99	5,13	6,37
Cash Flow pro Aktie	2,10	-2,30	16,98	-5,08	5,75	6,59
Buchwert pro Aktie	3,59	1,58	5,65	8,65	12,54	17,22
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	1,24	1,69	2,10
Bewertung						
KGV	10,8x	-14,7x	10,1x	20,6x	12,0x	9,7x
Kurs/CF	29,4x	-26,8x	3,6x	-12,1x	10,7x	9,3x
Preis/Buchwert	17,2x	39,0x	10,9x	7,1x	4,9x	3,6x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,7%	3,4%
FCF-Rendite (%)	3,4%	-3,7%	27,6%	-8,2%	9,3%	10,7%
Unternehmenswert/Umsatz	1,0x	0,9x	0,7x	0,8x	0,6x	0,6x
Unternehmenswert/EBITDA	8,8x	-16,0x	5,6x	10,9x	6,3x	4,6x
Unternehmenswert/EBIT	9,8x	-12,7x	6,7x	13,4x	7,7x	5,9x
G&V (EUR Mio.)						
Umsatz	16,3	19,4	21,8	20,2	24,5	25,8
Wachstum Veränderung (%)	-9,3%	19,4%	12,4%	-7,5%	21,5%	5,2%
Rohertrag	11,0	8,3	13,8	13,1	15,6	16,8
Rohertragsmarge (%)	68,0%	42,8%	63,2%	65,2%	63,7%	65,1%
EBITDA	1,9	-1,1	2,5	1,5	2,5	3,2
EBITDA Marge (%)	11,9%	-5,5%	11,6%	7,2%	10,0%	12,6%
EBIT	1,7	-1,4	2,1	1,2	2,0	2,5
EBIT Marge (%)	10,7%	-7,0%	9,7%	5,8%	8,2%	9,7%
Jahresüberschuss	1,6	-1,2	1,7	0,8	1,4	1,8
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	0,6	-0,6	4,7	-1,1	2,0	2,6
Investitionen	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-1,3	-1,4
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,7
Freier Cash Flow	-0,2	-0,9	4,2	-1,8	0,7	1,2
Bilanz (EUR Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Materielle Vermögensgegenstände	0,8	0,8	0,8	1,2	2,1	2,8
Eigenkapital	1,0	0,4	1,6	2,4	3,4	4,7
Pensionsrückstellungen	0,1	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	1,3	1,2	2,0	1,6	2,0	2,0
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-0,2	0,1	-3,4	-1,6	-1,9	-2,7
w/c Anforderungen	1,1	0,6	1,4	0,9	1,0	1,1
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	158,3%	-264,8%	108,3%	34,6%	40,9%	37,0%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	76,9%	-80,7%	59,5%	29,3%	37,3%	36,9%
Nettoverschuldung	-18,3%	26,2%	-221,1%	-66,9%	-56,5%	-56,3%
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,1x	-0,1x	-1,4x	-1,1x	-0,8x	-0,8x

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

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
HWK 1365 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. Potentielle 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 verzinliche 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:

2-Jul-24 08:38:01

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
Webseite: www.mwb-research.com
Research: www.research-hub.de

Research

HARALD HOF
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-53
E-Mail: h.hof@mwb-research.com

LEON MÜHLENBRUCH
Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: l.muehlenbruch@mwb-research.com

ABED JARAD
Junior Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: a.jarad@mwb-research.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@mwb-research.com

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

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@mwb-research.com

Sales

HOLGER NASS
Head of Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.nass@mwb-research.com

Team Assistant

HANNAH GABERT
Team Assistant
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.gabert@mwb-research.com

mwb fairtrade
Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbucher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
Webseite: www.mwbfairtrade.com
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Sales / Designated Sponsoring / Corporate Finance

ALEXANDER DEUSS
Institutional Sales
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: adeuss@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995-23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com

JAN NEYNABER
Institutional Sales
Tel: +49 69 1387-1255
E-Mail: jneynaber@mwbfairtrade.com

DIRK WEYERHÄUSER
Corporate Finance
Tel: +49 69 1387-1250
E-Mail: 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
Rottenbucher 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
Bloomberg
FactSet
Thomson Reuters / Refinitiv
CapitalIQ

www.research-hub.de
www.bloomberg.com
www.factset.com
www.refinitiv.com
www.capitaliq.com