

Buy EUR 58,50 Kurs EUR 45,70 Upside 28,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 58,52 FCF-Value Potential: 56,90	Warburg Risiko Score: 2,6 Bilanz Score: 3,8 Markt Liquidität Score: 1,5	Beschreibung: Init bietet Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr weltweit
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 455,0 Aktienanzahl (Mio.): 10,0 EV: 553,3 Freefloat MC: 235,8 Ø Trad. Vol. (30T): 272,47 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 51,81 % Eheleute Dr. G. Greschner 42,58 % Restlicher Vorstand 4,71 % Mitarbeiteraktien 0,53 % Eigene Aktien 0,37 %	Kennzahlen (WRe): 2025e Beta: 1,2 KBV: 3,1 x EK-Quote: 45 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,7 x Net Debt / EBITDA: 1,9 x

Hoher Auftragsbestand bietet solide Visibilität für Wachstumsbeschleunigung

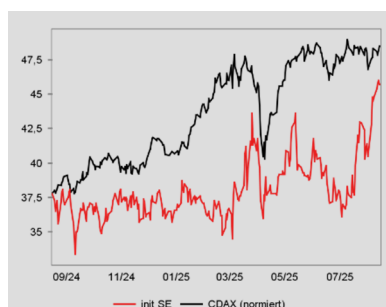
Berichtete Kennzahlen Q2/2025:										Kommentar zu den Kennzahlen:									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 25	Q2 25e	Q2 24	yoy	6M 25	6M 25e	6M 24	yoy											
Umsatz	71,4	71,1	64,0	11 %	141,8	141,5	114,5	24 %		Der Umsatz blieb mit EUR 70,4 Mio. ungefähr auf dem Niveau des ersten Quartals.									
EBIT	4,5	2,4	3,0	48 %	6,5	4,4	6,7	-3 %		Das EBIT übertraf unsere Schätzung, unterstützt durch Währungsgewinne von EUR 1,3 Mio., die wir nicht erwartet hatten.									
Marge	6,3 %	3,4 %	4,8 %		4,6 %	3,1 %	5,9 %			Trotz des höheren EBIT blieb das EPS aufgrund einer vorübergehenden Erhöhung der Quartalssteuerquote und höherer Zinszahlungen stabil.									
EPS	0,25	0,18	0,24	4 %	0,39	0,32	0,49	-20 %											

Init veröffentlichte Q2-Zahlen, die unsere Erwartungen übertrafen, und bestätigte die kürzlich angehobenen Ziele für das Gesamtjahr. Während der Umsatz mit EUR 71,4 Mio. wie von uns erwartet (WRe EUR 71,1 Mio.) in etwa auf dem Niveau von Q1 (EUR 70,4 Mio.) lag, übertraf die EBIT-Marge mit 6,3% deutlich unsere Schätzung von 3,4%. DILAX belastete das EBIT zwar noch mit einem operativen Verlust im niedrigen einstelligen Millionenbereich, aber nach einem negativen Wechselkurseffekt in Q1 von EUR -0,5 Mio. verbuchte init Währungsgewinne von EUR 1,3 Mio., mit denen wir nicht gerechnet hatten. Trotz eines EBIT-Anstiegs um 48% ggü. Vj. auf EUR 4,5 Mio. stagnierte das EPS mit EUR 0,25 (Q2 EUR 0,24) aufgrund einer höheren Quartalssteuerquote (EBT) von 38% gegenüber 8,8% in Q2 24.

Der solide Auftragseingang von EUR 75,2 Mio. stieg um 54% ggü. Vj. und wurde von einer größeren Anzahl kleinerer Projekte, insbesondere von wichtigen Kunden in Nordamerika, getragen. Diese Aufträge sollten kürzere Vorlaufzeiten haben und zusammen mit den hochprofitablen und Q4-lastigen Nachliefer- und Serviceumsätzen dazu beitragen, die Dynamik in H2 zu beschleunigen. Der Auftragseingang beinhaltet nicht die zusätzlichen USD 60 Mio., die dem Projektvolumen in Atlanta hinzugefügt wurden. Aufgrund der Art der zusätzlichen Hard- und Softwareaufträge erwarten wir nicht, dass das gesamte Volumen in Q3 auf einmal bestellt wird, sondern wir gehen von kleineren Abrufaufträgen mit kurzen Vorlaufzeiten aus, die sich über die nächsten drei Quartale verteilen. Wenn wir jedoch das zusätzlich zugesagte Projektvolumen zum Auftragsbestand von EUR 370 Mio. hinzufügen, würde der Bestand auf etwa EUR 420 Mio. steigen, was einen neuen Rekord für init darstellen würde.

Auf Basis der durch den Auftragsbestand gegebenen Visibilität bestätigte init seine kürzlich angehobene Prognose und erwartet für das Gesamtjahr einen Umsatz von EUR 340-370 Mio. und ein EBIT von EUR 32-35 Mio. Für H2 impliziert dies ein Umsatzwachstum von 32-52% (H2-Umsatz EUR 200-230 Mio.), was eine deutliche Beschleunigung gegenüber dem Wachstum von 23,8% in H1 darstellt. Die implizite EBIT-Marge von etwa 12-13% ist eine solide Verbesserung im Vergleich zu H1 (4,6%), da die hochprofitablen Nachliefer- und Serviceumsätze stark auf Q4 ausgerichtet sind. Sie liegt jedoch auch leicht über der EBIT-Marge des letzten Jahres (H2 2024 11,8%), trotz der erwarteten Bruttomargenverwässerung durch die zusätzlichen Projektumsätze aus Atlanta, die einen größeren Anteil durchlaufender Posten enthalten. Wir gehen davon aus, dass dieser negative Effekt auf der EBIT-Linie durch den operativen Leverage des hohen Umsatzvolumens und die abnehmenden Verluste von DILAX kompensiert wird.

Nach dem soliden H1-Bericht lassen wir unsere Schätzungen unverändert. Die solide Auftragsdynamik sowie die Großprojekte in London und Atlanta sollten das Wachstum in den nächsten zwei Jahren vorantreiben. Aufgrund des hohen Umsatzvolumens und des Turnarounds von DILAX im nächsten Jahr sind wir zuversichtlich, dass init trotz des höheren Umsatzanteils aus Großprojekten die EBIT-Marge steigern wird. Angesichts der hohen Visibilität des Geschäftsmodells und der guten mittelfristigen Aussichten halten wir ein KGV 27e von 11x für sehr attraktiv und bestätigen unser Kursziel von EUR 58,50 sowie unsere Kaufempfehlung.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	15,9 %
6 Monate:	18,8 %
Jahresverlauf:	5,8 %
Letzte 12 Monate:	-10,4 %

Unternehmenstermine:	
13.11.25	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	19,7 %	176,7	191,3	210,8	265,7	361,2	410,1	456,0
Veränd. Umsatz yoy		-2,2 %	8,3 %	10,2 %	26,0 %	36,0 %	13,5 %	11,2 %
Rohtragsmarge		35,5 %	40,0 %	38,1 %	37,0 %	34,8 %	35,3 %	35,5 %
EBITDA	26,3 %	27,4	31,2	32,3	38,7	52,0	65,6	78,0
Marge		15,5 %	16,3 %	15,3 %	14,6 %	14,4 %	16,0 %	17,1 %
EBIT	34,5 %	17,6	21,0	21,0	24,5	33,6	46,8	59,7
Marge		9,9 %	11,0 %	10,0 %	9,2 %	9,3 %	11,4 %	13,1 %
Nettoergebnis	36,6 %	12,4	16,5	15,2	15,5	21,2	30,4	39,4
EPS	36,5 %	1,25	1,66	1,54	1,57	2,15	3,08	3,99
EPS adj.	36,5 %	1,25	1,66	1,54	1,57	2,15	3,08	3,99
DPS	11,2 %	0,55	0,70	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10
Dividendenrendite		1,4 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %
FCFPS		1,24	1,45	-0,46	-0,74	-0,69	2,33	3,30
FCF / Marktkap.		3,1 %	5,7 %	-1,6 %	-2,0 %	-1,5 %	5,1 %	7,2 %
EV / Umsatz		2,3 x	1,4 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA		14,9 x	8,3 x	10,4 x	11,5 x	10,6 x	8,2 x	6,6 x
EV / EBIT		23,2 x	12,4 x	16,0 x	18,1 x	16,3 x	11,5 x	8,6 x
KGV		31,6 x	15,5 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	14,8 x	11,5 x
KGV ber.		31,6 x	15,5 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	14,8 x	11,5 x
FCF Potential Yield		5,0 %	9,4 %	7,4 %	6,3 %	6,8 %	8,6 %	10,5 %
Nettoverschuldung		13,2	5,3	49,6	82,8	97,7	83,8	61,3
ROCE (NOPAT)		11,4 %	14,4 %	11,3 %	8,9 %	10,2 %	13,1 %	16,3 %
Guidance:	Umsatz 340-370 Mio. Euro, EBIT 32-35 Mio. Euro							

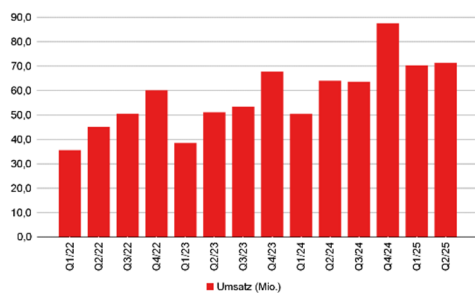
Analyst/-in

Robert-Jan van der Horst
rvanderhorst@warburg-research.com
+49 40 309537-290

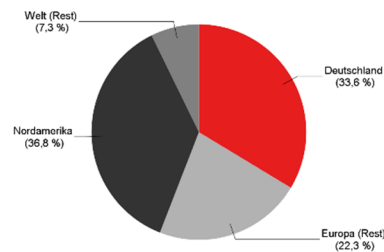
COMMENT

Veröffentlicht 15.08.2025 08:15 | 1

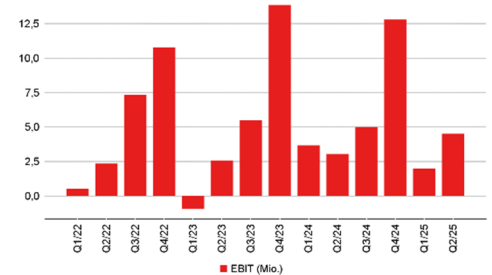
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2024; in %


Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR


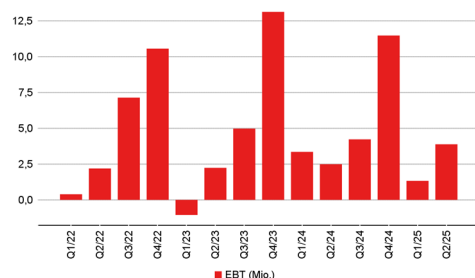
Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

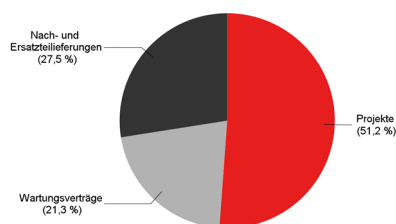
- init ist ein führender Anbieter von Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr und deckt einen Großteil der Wertschöpfung seiner Kunden ab.
- Das 1983 als Universitätsausgründung entstandene Unternehmen bedient mit seinen über 1.400 Mitarbeitern über 1.400 Verkehrsbetriebe weltweit durch seine über 25 Tochtergesellschaften.
- Typischerweise werden 65% bis 75 % aus Umsätzen mit langjährigen Kunden und bestehenden Projekten wie Nach- und Erweiterungslieferungen, Wartung, Instandhaltung und Dienstleistungen generiert
- Das Produktportfolio umfasst Electronic Ticketing (45% des Umsatzes), ITCS - Intermodal Transport Control System (25%), Automatische Passagierzählung (20%) und Fahrplanerstellung (5%).

Wettbewerbsqualität

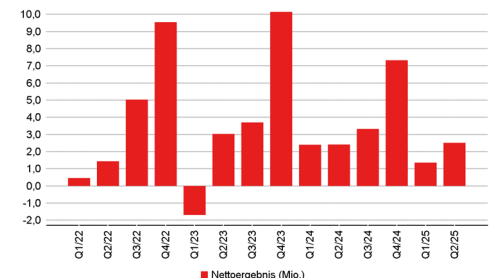
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 1.400 Verkehrsbetrieben weltweit eröffnen signifikante Cross-Selling-Potenziale.
- Große installierte Basis aus >130 ICTS/RTPI-Systemen, >120 Personaldispositionssystemen, >100 Planungssystemen, >140 Ticketing-Systemen und >200.000 ausgerüsteten Fahrzeugen generiert profitable wiederkehrende Umsätze.
- Tiefe Integration in nahezu alle Kundenprozesse entlang der Wertschöpfung erzeugt signifikante Wechselkosten.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2024


Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Umsatz	361,2	410,1	456,0	508,5	569,5	632,1	695,3	757,9	818,6	875,9	919,7	947,2	970,9	2,5 %
Umsatzwachstum	36,0 %	13,5 %	11,2 %	11,5 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %	2,5 %	
EBIT	33,6	46,8	59,7	66,1	71,2	75,9	80,0	83,4	85,9	87,6	92,0	94,7	97,1	10,0 %
EBIT-Marge	9,3 %	11,4 %	13,1 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	68,0
NOPAT	23,5	32,7	41,8	46,3	49,8	53,1	56,0	58,4	60,2	61,3	64,4	66,3	68,0	
Abschreibungen	18,4	18,9	18,2	18,3	18,2	19,0	20,9	22,7	24,6	26,3	27,6	28,4	29,1	3,0 %
Abschreibungsquote	5,1 %	4,6 %	4,0 %	3,6 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	0,8	0,5	0,4	6,6
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	24,8	13,0	14,5	10,4	15,5	15,3	14,9	14,0	17,0	16,0	12,3	7,7	6,6	29,1
- Investitionen	18,3	13,5	10,8	11,2	13,7	16,4	20,9	22,7	24,6	26,3	27,6	28,4	29,1	
Investitionsquote	5,1 %	3,3 %	2,4 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	0,0
- Sonstiges	5,4	5,4	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-6,3	19,9	29,6	43,9	40,1	41,5	42,3	45,5	44,3	46,3	52,9	59,1	61,8	63
Barwert FCF	-6,2	17,9	24,4	33,4	28,1	26,8	25,1	24,9	22,3	21,5	22,6	23,3	22,4	
Anteil der Barwerte	5,42 %			37,61 %										56,97 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	9,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	8,56 %	Beta	1,16

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2037e	287		
Terminal Value	379		
Zinstr. Verbindlichkeiten	99		
Pensionsrückstellungen	8		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	24	Aktienzahl (Mio.)	10,0
Eigenkapitalwert	583	Wert je Aktie (EUR)	58,52

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,36	9,6 %	45,08	45,95	46,89	47,89	48,96	50,11	51,36	1,36	9,6 %	38,03	41,32	44,60	47,89	51,17	54,46	57,74
1,26	9,1 %	49,37	50,43	51,57	52,79	54,10	55,53	57,08	1,26	9,1 %	42,12	45,67	49,23	52,79	56,34	59,90	63,45
1,21	8,8 %	51,76	52,92	54,18	55,53	57,00	58,60	60,33	1,21	8,8 %	44,41	48,12	51,83	55,53	59,24	62,95	66,66
1,16	8,6 %	54,32	55,61	57,01	58,52	60,16	61,94	63,90	1,16	8,6 %	46,90	50,77	54,64	58,52	62,39	66,26	70,14
1,11	8,3 %	57,08	58,52	60,07	61,76	63,60	65,61	67,82	1,11	8,3 %	49,60	53,65	57,71	61,76	65,81	69,87	73,92
1,06	8,1 %	60,08	61,67	63,41	65,30	67,37	69,64	72,15	1,06	8,1 %	52,55	56,80	61,05	65,30	69,55	73,80	78,05
0,96	7,6 %	66,85	68,85	71,05	73,45	76,11	79,06	82,35	0,96	7,6 %	59,35	64,05	68,75	73,45	78,15	82,85	87,56

- CarMediaLab, TQA und SQM konnten in den letzten Jahren kein relevantes Minderheiten-Ergebnis generieren können
- Zur Bewertung der Minderheiten Anteile haben wir deren aktuellen Buchwert mit unserem Ziel-P/B von 4.0x multipliziert
- Adjustierungen um den IFRS 16 effect finden sich in der "Sonstiges" Zeile
- Abschreibungen auf Nutzungsrechte wurden in der Übergangsphase nicht berücksichtigt

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	16,5	15,2	15,2	21,2	30,4	39,4
+ Abschreibung + Amortisation	9,8	10,2	11,2	14,2	18,4	18,9	18,2
- Zinsergebnis (netto)	-1,0	-0,7	-1,7	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4
- Erhaltungsinvestitionen	2,8	3,1	3,4	4,3	5,8	6,6	7,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Free Cash Flow Potential	20,5	24,4	24,8	28,1	37,1	46,0	53,8
FCF Potential Yield (on market EV)	5,0 %	9,4 %	7,4 %	6,3 %	6,8 %	8,6 %	10,5 %
WACC	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %
= Enterprise Value (EV)	407,2	260,4	336,3	443,6	549,2	535,3	512,8
= Fair Enterprise Value	239,4	284,7	289,2	328,6	433,8	537,8	628,4
- Nettoverschuldung (Liquidität)	75,0	75,0	75,0	75,0	89,7	75,6	52,9
- Pensionsverbindlichkeiten	7,8	7,8	7,8	7,8	8,0	8,2	8,4
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Marktwert Anteile Dritter	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	156,0	201,3	205,8	245,3	335,5	453,4	566,6
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	15,67	20,29	20,84	24,85	34,00	45,95	57,42
Premium (-) / Discount (+) in %					-25,6 %	0,5 %	25,6 %
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
WACC	11,56 %	9,43	12,80	13,14	16,07	22,39	31,52
	10,56 %	11,12	14,81	15,17	18,38	25,45	35,31
	9,56 %	13,16	17,23	17,63	21,18	29,14	39,89
	8,56 %	15,67	20,29	20,84	24,85	34,00	45,95
	7,56 %	18,85	24,00	24,51	29,00	39,46	52,68
	6,56 %	23,00	28,93	29,52	34,69	46,98	62,00
	5,56 %	28,64	35,64	36,34	42,44	57,20	74,68

- Die Erhaltungsinvestitionen werden auf 1,8% vom Umsatz geschätzt und reflektieren den geringen Kapitalbedarf
- CarMediaLab, TQA und SQM konnten in den letzten Jahren kein relevantes Minderheiten-Ergebnis generieren können
- Zur Bewertung der Minderheiten Anteile haben wir deren aktuellen Buchwert mit unserem Ziel-P/B von 5.6x multipliziert
- Wie haben einen WACC von 7.4% unterstellt, konsistent mit den Kapitalkosten in unserem DCF Modell
- Auszahlungen in Höhe von 7,1 Mio. Euro sind in der "Sonstiges" Zeile berücksichtigt

Wertermittlung							
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	3,8 x	2,2 x	2,4 x	2,7 x	3,1 x	2,7 x	2,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	7,36	8,44	8,32	7,78	8,48	10,54	13,74
EV / Umsatz	2,3 x	1,4 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA	14,9 x	8,3 x	10,4 x	11,5 x	10,6 x	8,2 x	6,6 x
EV / EBIT	23,2 x	12,4 x	16,0 x	18,1 x	16,3 x	11,5 x	8,6 x
EV / EBIT adj.*	23,2 x	12,4 x	16,0 x	18,1 x	16,3 x	11,5 x	8,6 x
Kurs / FCF	31,9 x	17,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	19,6 x	13,9 x
KGV	31,6 x	15,5 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	14,8 x	11,5 x
KGV ber.*	31,6 x	15,5 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	14,8 x	11,5 x
Dividendenrendite	1,4 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	5,0 %	9,4 %	7,4 %	6,3 %	6,8 %	8,6 %	10,5 %
*Adjustiert um:	-						

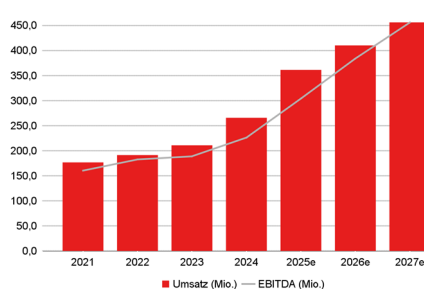
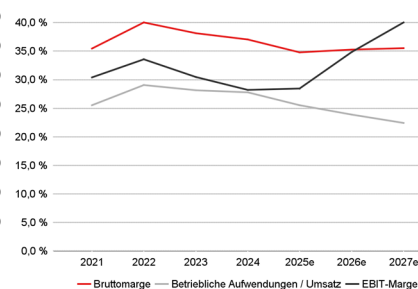
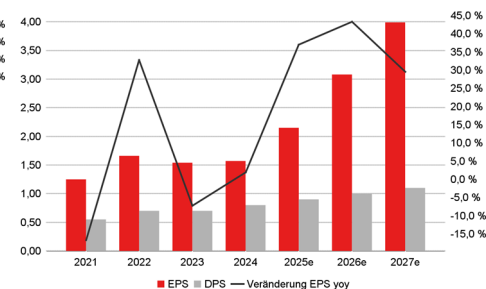
GuV

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	176,7	191,3	210,8	265,7	361,2	410,1	456,0
Veränd. Umsatz yoy	-2,2 %	8,3 %	10,2 %	26,0 %	36,0 %	13,5 %	11,2 %
Herstellungskosten	114,0	114,7	130,4	167,3	235,5	265,3	294,1
Bruttoergebnis	62,7	76,6	80,4	98,4	125,7	144,8	161,9
<i>Bruttomarge</i>	<i>35,5 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>37,0 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>35,3 %</i>	<i>35,5 %</i>
Forschung und Entwicklung	12,6	13,5	13,0	13,9	19,1	19,7	20,1
Vertriebskosten	19,7	24,1	26,1	31,3	36,1	40,2	42,9
Verwaltungskosten	17,4	20,4	23,4	30,2	36,8	39,8	42,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,4	1,6	0,4	2,6	3,3	2,1	1,8
Sonstige betriebliche Erträge	4,9	4,1	3,6	4,1	3,3	3,7	4,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	27,4	31,2	32,3	38,7	52,0	65,6	78,0
<i>Marge</i>	<i>15,5 %</i>	<i>16,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>16,0 %</i>	<i>17,1 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,7	7,8	8,3	10,2	13,0	13,1	12,8
EBITA	19,7	23,4	24,0	28,5	39,0	52,5	65,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	2,4	3,0	4,0	5,4	5,7	5,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	17,6	21,0	21,0	24,5	33,6	46,8	59,7
<i>Marge</i>	<i>9,9 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>9,3 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>13,1 %</i>
EBIT adj.	17,6	21,0	21,0	24,5	33,6	46,8	59,7
Zinserträge	0,0	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	1,0	0,8	2,0	3,4	3,4	3,5	3,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	16,5	20,3	19,3	21,5	30,3	43,4	56,3
<i>Marge</i>	<i>9,4 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>12,3 %</i>
Steuern gesamt	4,1	3,8	4,1	6,4	9,1	13,0	16,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,4	16,5	15,2	15,2	21,2	30,4	39,4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	16,5	15,2	15,2	21,2	30,4	39,4
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	12,4	16,5	15,2	15,5	21,2	30,4	39,4
<i>Marge</i>	<i>7,0 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>8,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
EPS	1,25	1,66	1,54	1,57	2,15	3,08	3,99
EPS adj.	1,25	1,66	1,54	1,57	2,15	3,08	3,99

*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz 340-370 Mio. Euro, EBIT 32-35 Mio. Euro**Kennzahlen**

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	25,5 %	29,0 %	28,2 %	27,8 %	25,5 %	23,9 %	22,4 %
Operating Leverage	4,8 x	2,4 x	0,0 x	0,6 x	1,0 x	2,9 x	2,5 x
EBITDA / Interest expenses	26,2 x	41,6 x	16,0 x	11,5 x	15,1 x	18,5 x	21,4 x
Steuerquote (EBT)	24,8 %	18,6 %	21,4 %	29,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	44,0 %	42,1 %	45,6 %	52,0 %	41,8 %	32,5 %	27,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	167.449	181.282	199.811	251.824	317.009	333.265	343.140

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

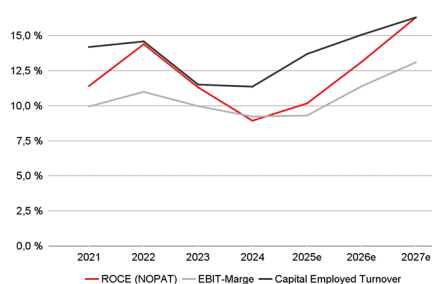
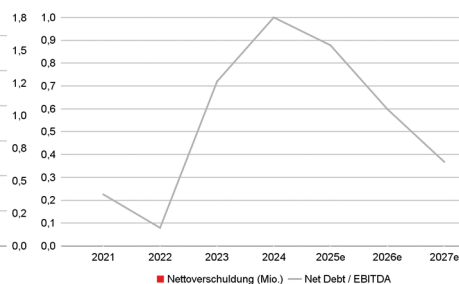
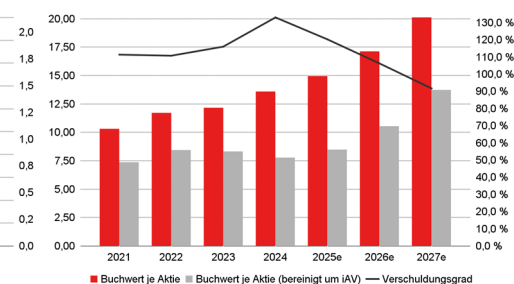
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,3	32,5	38,0	57,4	63,8	65,0	63,0
davon übrige imm. VG	16,8	17,3	15,8	19,8	26,2	27,4	25,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,5	12,5	12,5	13,3	13,3	13,3	13,3
Sachanlagen	55,7	65,0	64,1	70,9	64,4	57,8	52,4
Finanzanlagen	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	3,3	3,5	3,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Anlagevermögen	90,4	103,2	107,8	132,5	132,4	127,0	119,6
Vorräte	34,3	42,1	49,3	57,2	65,7	71,9	80,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	32,0	35,2	43,5	47,8	66,3	75,3	83,7
Liquide Mittel	28,2	40,1	27,3	23,6	8,9	23,0	45,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	31,9	25,1	32,6	51,9	51,9	51,9	51,9
Umlaufvermögen	126,5	142,5	152,7	180,5	192,8	222,1	261,3
Bilanzsumme (Aktiva)	216,9	245,7	260,5	313,0	325,2	349,1	380,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	7,6	6,6	6,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Gewinnrücklagen	87,3	98,4	106,2	115,8	129,1	150,6	180,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-2,6	1,4	-2,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Buchwert	102,4	116,4	120,2	134,2	147,5	169,0	198,6
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	102,6	116,6	120,6	134,3	147,7	169,2	198,7
Rückstellungen gesamt	21,8	16,3	13,4	13,9	14,1	14,3	14,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	10,8	7,3	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	30,6	38,0	69,3	98,6	98,6	98,6	98,6
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	14,1	18,5	19,7	39,4	39,4	39,4	39,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,9	9,7	12,0	13,6	15,8	18,0	20,0
Sonstige Verbindlichkeiten	55,0	65,1	45,3	52,7	49,1	49,1	49,1
Verbindlichkeiten	114,3	129,2	139,9	178,7	177,5	179,9	182,1
Bilanzsumme (Passiva)	216,9	245,7	260,5	313,0	325,2	349,1	380,8

Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,6 x	1,5 x	1,5 x	1,7 x	2,0 x	2,2 x	2,3 x
Capital Employed Turnover	1,5 x	1,6 x	1,2 x	1,2 x	1,5 x	1,6 x	1,8 x
ROA	13,7 %	16,0 %	14,1 %	11,7 %	16,0 %	23,9 %	33,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	11,4 %	14,4 %	11,3 %	8,9 %	10,2 %	13,1 %	16,3 %
ROE	12,9 %	15,1 %	12,8 %	12,2 %	15,1 %	19,2 %	21,4 %
Adj. ROE	12,9 %	15,1 %	12,8 %	12,2 %	15,1 %	19,2 %	21,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	13,2	5,3	49,6	82,8	97,7	83,8	61,3
Nettofinanzverschuldung	2,4	-2,0	42,0	75,0	89,7	75,6	52,9
Net Gearing	12,8 %	4,5 %	41,1 %	61,7 %	66,2 %	49,5 %	30,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	8,6 %	n.a.	130,1 %	193,6 %	172,5 %	115,2 %	67,9 %
Buchwert je Aktie	10,3	11,7	12,2	13,6	14,9	17,1	20,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	7,4	8,4	8,3	7,8	8,5	10,5	13,7

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung**
in Mio. EUR**Buchwert je Aktie**
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

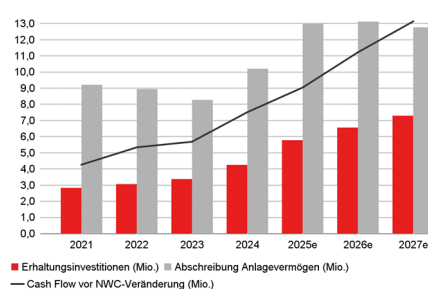
Cash flow

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,4	16,5	15,2	15,2	21,2	30,4	39,4
Abschreibung Anlagevermögen	9,2	8,9	8,3	10,2	13,0	13,1	12,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	2,4	3,0	4,0	5,4	5,7	5,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-4,3	-5,7	-2,9	-2,0	0,2	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	1,4	1,6	5,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	18,8	23,5	25,0	33,1	39,9	49,4	57,8
Veränderung Vorräte	-0,7	-7,1	-7,8	-4,3	-8,5	-6,2	-8,1
Veränderung Forderungen aus L+L	11,3	5,9	-16,6	-17,4	-18,5	-9,0	-8,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-9,7	2,6	3,0	-2,2	2,2	2,2	2,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-3,7	-0,6	4,3	1,6	-3,6	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,8	0,9	-17,1	-22,3	-28,4	-13,0	-14,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	16,0	24,4	8,0	10,8	11,5	36,4	43,3
Investitionen in iAV	-1,6	-5,6	-8,4	-11,5	-11,8	-6,9	-3,5
Investitionen in Sachanlagen	-2,1	-16,6	-7,8	-10,7	-6,5	-6,6	-7,3
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-1,1	-1,1	-7,1	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,3	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-3,4	-10,5	-13,5	-24,0	-18,3	-13,5	-10,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-8,1	8,6	7,3	20,6	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,5	-5,5	-6,9	-6,9	-7,9	-8,9	-9,9
Erwerb eigener Aktien	-0,7	-1,8	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-3,5	-3,5	-4,7	-5,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-17,7	-2,2	-6,8	8,5	-7,9	-8,9	-9,9
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-5,1	11,6	-12,3	-4,6	-14,7	14,1	22,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	1,1	0,3	-0,5	0,9	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	28,2	40,1	27,3	23,5	8,8	22,9	45,6

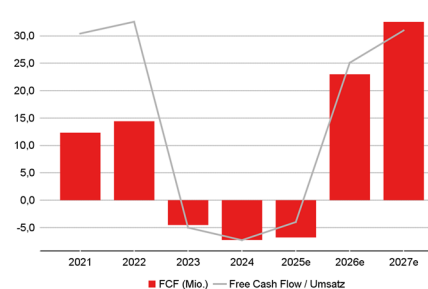
Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitalfluss							
FCF	12,3	14,4	-4,5	-7,3	-6,8	23,0	32,6
Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	7,5 %	-2,1 %	-2,7 %	-1,9 %	5,6 %	7,1 %
Free Cash Flow Potential	20,5	24,4	24,8	28,1	37,1	46,0	53,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	99,3 %	87,5 %	-29,8 %	-47,0 %	-32,0 %	75,7 %	82,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,1 %	0,8 %	1,4 %	1,2 %	1,3 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,7 %	2,2 %	3,8 %	4,0 %	3,5 %	3,6 %	3,7 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,1 %	11,6 %	7,7 %	8,4 %	5,1 %	3,3 %	2,4 %
Maint. Capex / Umsatz	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
CAPEX / Abschreibungen	37,4 %	217,8 %	144,8 %	156,4 %	99,4 %	71,4 %	59,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	33,8 %	32,3 %	34,2 %	31,5 %	28,3 %	29,5 %	29,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	462,2 %	361,4 %	363,6 %	352,0 %	419,6 %	418,3 %	418,5 %
Vorratumschlag	3,3 x	2,7 x	2,6 x	2,9 x	3,6 x	3,7 x	3,7 x
Receivables collection period (Tage)	66	67	75	66	67	67	67
Payables payment period (Tage)	22	31	33	30	24	25	25
Cash conversion cycle (Tage)	146	166	171	157	142	139	139

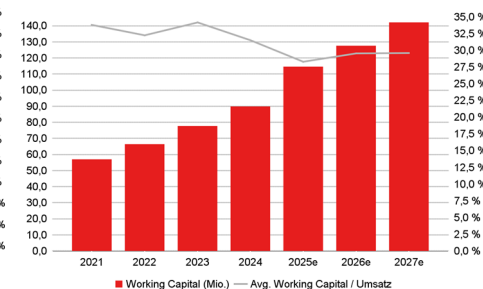
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbsslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M.Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
init SE	3, 5	https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005759807.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	141	71
Halten	50	25
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	200	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	38	75
Halten	10	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	4
Gesamt	51	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [15.08.2025]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Dr. Christian Ehmann +49 40 309537-167
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Hannes Müller +49 40 309537-255
Software, IT hmueller@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Klaus Schilling +49 69 5050-7400
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom, Ireland mfritsch@mmwarburg.com

Roman Alexander Niklas +49 69 5050-7412
Switzerland, Poland, Italy rniklas@mmwarburg.com

Sascha Propp +49 40 3282-2656
France spropp@mmwarburg.com

Leyan Ilkbahar +49 40 3282-2695
Roadshow/Marketing lilkbahar@mmwarburg.com

Antonia Möller +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing amoeller@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bqast@mmwarburg.com

Christian Salomon +49 40 3282-2685
Sales Trading csalomon@mmwarburg.com

DESIGNATED SPONSORING

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Designated Sponsoring jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com