

Buy EUR 56,00 (EUR 58,50) Kurs EUR 40,90 Upside 36,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 56,17 FCF-Value Potential 28e: 51,79	Warburg Risiko Score: 2,6 Bilanz Score: 3,8 Markt Liquidität Score: 1,5	Beschreibung: Init bietet Hard- und Software- lösungen für den öffentlichen Personenverkehr weltweit
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 406,2 Aktienanzahl (Mio.): 9,9 EV: 466,2 Freefloat MC: 210,4 Ø Trad. Vol. (30T): 332,94 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 51,81 % Eheleute Dr. G. Greschner 42,58 % Restlicher Vorstand 4,71 % Mitarbeiteraktien 0,53 % Eigene Aktien 0,37 %	Kennzahlen (WRe): 2026e Beta: 1,2 KBV: 2,6 x EK-Quote: 48 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,9 x Net Debt / EBITDA: 1,0 x

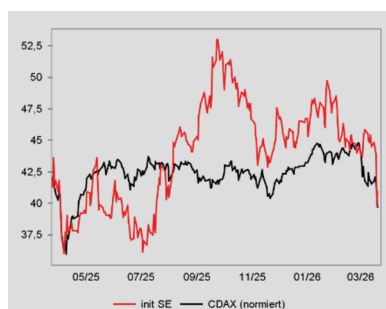
Kursrückgang nach den Q4/GJ 2025 Zahlen bietet Kaufgelegenheit

Die vom Unternehmen in der vergangenen Woche veröffentlichten Ergebnisse für 2025 umfassten eine starke Cashflow-Generierung, jedoch ein schwächer als erwartetes Umsatzwachstum im vierten Quartal aufgrund von Projektverzögerungen und einem schwachen Jahresendgeschäft in Deutschland. Das Management gab zudem eine erste Prognose für 2026, welche ein kontinuierliches Umsatzwachstum, eine leichte Margenverbesserung und eine gute Cash-Generierung vorsehen, aber dennoch unter unseren Erwartungen für das operative Ergebnis blieb. Weitere Details finden Sie in unserem „First Glance“ vom 19.03.2026 („Low end of guidance met, strong cash flow“).

Nach der Aktualisierung unserer Schätzungen und dem Fortschreiben unseres Modells um ein Jahr senken wir unser DCF-basiertes Kursziel auf 56 EUR, was einem Aufwärtspotenzial von 37% entspricht. Die Reduzierung des fairen Werts fällt geringer aus als die Senkung der EBIT-Schätzungen, was auf eine deutlich stärker als erwartet ausgefallene Bilanz zum Jahresende 2025 im Kontext der guten Cashflow-Entwicklung zurückzuführen ist. Die Init-Aktie fiel am Tag der Veröffentlichung vorübergehend um rund 10 %, was wir für übertrieben halten. Zwar ist die Wachstumskurve etwas weniger steil als erwartet, doch entwickeln sich Umsatz und Ergebnis des Unternehmens in die richtige Richtung. Das EPS für 2027/2028 dürfte etwa doppelt so hoch ausfallen wie 2023/2025. Der Aufwärtstrend wird durch anhaltendes Umsatzwachstum und eine positive Margenentwicklung gestützt. Das Management hat im Zuge einer Reorganisation das Geschäft in drei Segmente untergliedert: Integrated Systems, Cloud Solutions, Passenger Intelligence. Ziel ist ein stärker dezentralisierter Ansatz, größerer Kundennähe, Marktpräsenz und Produktivitätssteigerungen. Mit Blick auf den Cashflow liegt Init bereits über den Erwartungen, nachdem im vergangenen Jahr eine deutliche Optimierung des Working Capital erreicht wurde. Die Prognose zum operativen Cashflow für dieses Jahr deutet darauf hin, dass dies ein nachhaltiger Erfolg sein dürfte. Das Management bestätigte zudem, dass die Investitionsausgaben 2026 und darüber hinaus zurückgehen werden, da die Entwicklung der neuen Plattform weitgehend abgeschlossen ist.

Das aktuelle geopolitische Umfeld ist sicherlich negativ für das globale gesamtwirtschaftliche Bild. Aufgrund des Fokus von Init auf den öffentlichen Verkehr, bei dem viele Kunden staatsnah finanziert werden, ist das Risiko einer konjunkturellen Abschwächung jedoch deutlich geringer. Eine stärkere Nutzung und der Ausbau von Lösungen im öffentlichen Verkehr könnten zu den Maßnahmen gehören, um den Ölverbrauch und die Abhängigkeit langfristig zu reduzieren. Vor diesem Hintergrund und angesichts des erheblichen Bewertungspotenzials bleiben wir für die Aktie positiv gestimmt. Der jüngste Kursrückgang bietet eine attraktive Kaufgelegenheit.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	2028e (alt)	+ / -	
Umsatz	410,1	-2,8 %	456,0	-2,6 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> Die Schätzungen wurden aufgrund der niedriger als erwarteten Prognose für 2026 nach unten korrigiert. Erstveröffentlichung unserer Prognosen für 2028.
EBIT	46,8	-10,2 %	59,7	-13,5 %	n.a.	n.m.	
EPS	3,08	-14,0 %	3,99	-16,2 %	n.a.	n.m.	

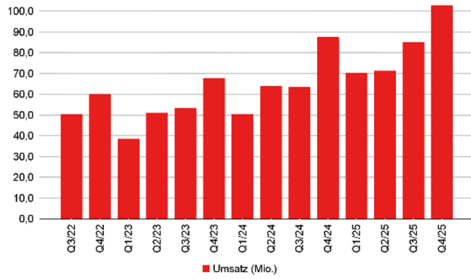


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	1,9 %
6 Monate:	-18,0 %
Jahresverlauf:	-4,3 %
Letzte 12 Monate:	8,0 %

Unternehmenstermine:	
13.05.26	Q1
21.05.26	HV
13.08.26	Q2
12.11.26	Q3

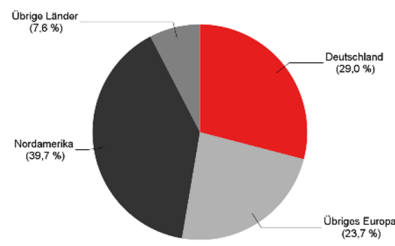
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (25-28e)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	14,2 %	191,3	210,8	265,7	329,7	398,4	444,2	490,9
Veränd. Umsatz yoy		8,3 %	10,2 %	26,0 %	24,1 %	20,9 %	11,5 %	10,5 %
Rohertragsmarge		40,0 %	38,1 %	37,0 %	36,6 %	36,9 %	37,1 %	37,4 %
EBITDA	16,8 %	31,2	32,3	38,7	49,2	58,5	68,6	78,3
Marge		16,3 %	15,3 %	14,6 %	14,9 %	14,7 %	15,4 %	16,0 %
EBIT	23,5 %	21,0	21,0	24,5	32,5	42,0	51,7	61,3
Marge		11,0 %	10,0 %	9,2 %	9,9 %	10,5 %	11,6 %	12,5 %
Nettoergebnis	27,0 %	16,5	15,2	15,5	19,6	26,3	33,2	40,2
EPS	27,0 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,65	3,34	4,04
EPS adj.	27,0 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,65	3,34	4,04
DPS	18,6 %	0,70	0,70	0,80	0,90	1,00	1,20	1,50
Dividendenrendite		2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %	3,7 %
FCFPS		1,09	-0,94	-1,26	2,38	1,53	1,90	2,56
FCF / MarktKap.		4,2 %	-3,2 %	-3,5 %	5,7 %	3,7 %	4,6 %	6,2 %
EV / Umsatz		1,5 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x
EV / EBITDA		9,0 x	10,3 x	11,4 x	9,8 x	8,0 x	6,7 x	5,7 x
EV / EBIT		13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	11,1 x	8,9 x	7,2 x
KGV		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	15,4 x	12,2 x	10,1 x
KGV ber.		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	15,4 x	12,2 x	10,1 x
FCF Potential Yield		6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	7,0 %	8,6 %	10,4 %
Nettoverschuldung		29,8	49,6	82,8	66,3	60,0	51,2	38,1
ROCE (NOPAT)		12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	13,8 %	16,0 %	17,8 %
Guidance:	GJ 2026: Umsatz EUR 380-410 Mio.; EBIT EUR 38-42 Mio.; opCF EUR 32-38 Mio.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



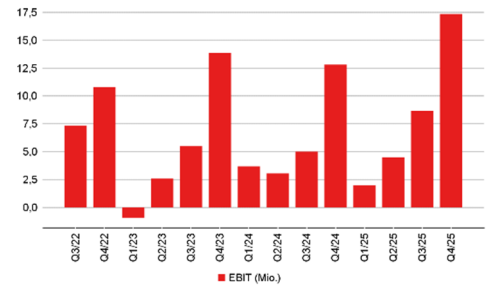
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2025; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

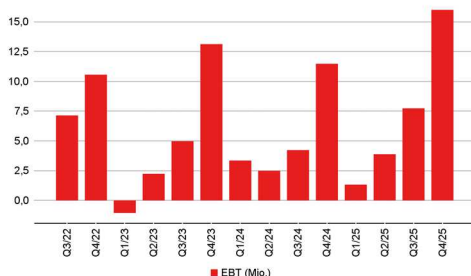
Unternehmenshintergrund

- 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 mehr als 1.400 Verkehrsbetriebe weltweit mit seinem Netzwerk aus 40 Niederlassungen und etwa 1.600 Mitarbeitern.
- 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

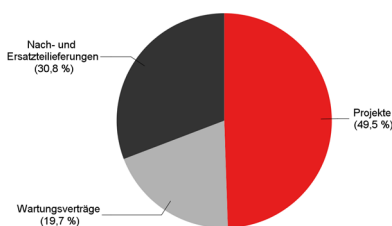
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 1.400 Verkehrsbetrieben 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



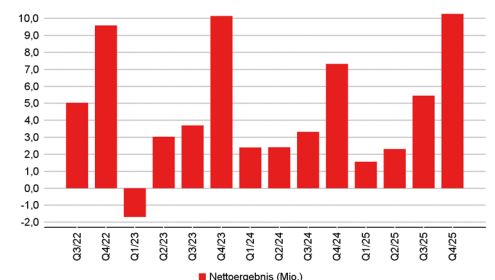
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2025



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	
Umsatz	398,4	444,2	490,9	535,1	579,5	623,5	666,5	707,8	746,8	782,6	814,7	842,4	865,2	
Umsatzwachstum	20,9 %	11,5 %	10,5 %	9,0 %	8,3 %	7,6 %	6,9 %	6,2 %	5,5 %	4,8 %	4,1 %	3,4 %	2,7 %	2,0 %
EBIT	42,0	51,7	61,3	69,6	74,3	78,7	82,9	86,6	89,8	92,3	94,2	95,3	95,5	
EBIT-Marge	10,5 %	11,6 %	12,5 %	13,0 %	12,8 %	12,6 %	12,4 %	12,2 %	12,0 %	11,8 %	11,6 %	11,3 %	11,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,5 %	31,0 %	31,5 %	32,0 %	32,5 %	33,0 %	33,5 %	34,0 %	34,5 %	
NOPAT	29,4	36,2	42,9	48,7	51,6	54,3	56,8	58,9	60,6	61,9	62,6	62,9	62,6	
Abschreibungen	16,5	16,9	17,0	18,2	19,7	21,2	22,6	24,1	25,6	27,1	28,6	30,1	31,6	
Abschreibungsquote	4,1 %	3,8 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	3,6 %	
Veränd. Rückstellungen	0,4	0,3	0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	6,5	13,7	14,2	11,1	11,5	11,5	11,2	10,7	10,1	9,3	8,3	7,2	5,9	
- Investitionen	20,8	17,7	18,1	19,1	20,5	22,0	23,4	24,9	26,3	27,8	29,2	30,6	32,1	
Investitionsquote	5,2 %	4,0 %	3,7 %	3,6 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	3,6 %	3,7 %	
- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	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)	18,9	21,9	28,0	36,2	38,7	41,5	44,3	46,9	49,3	51,4	53,2	54,6	55,6	56
Barwert FCF	18,1	19,3	22,7	27,1	26,7	26,5	26,1	25,5	24,7	23,7	22,7	21,5	20,2	319
Anteil der Barwerte	9,63 %			39,20 %										51,17 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	14,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	3,2 %	Liquidität (Aktie)	1,40
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	8,39 %	Beta	1,18

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2038e	305		
Terminal Value	319		
Zinstr. Verbindlichkeiten	85		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	25	Aktienzahl (Mio.)	9,9
Eigenkapitalwert	558	Wert je Aktie (EUR)	56,17

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,39	9,4 %	44,71	45,42	46,18	46,99	47,86	48,79	49,79	1,39	9,4 %	38,44	41,29	44,14	46,99	49,84	52,69	55,54
1,29	8,9 %	48,48	49,34	50,26	51,24	52,30	53,44	54,68	1,29	8,9 %	42,04	45,11	48,18	51,24	54,31	57,37	60,44
1,23	8,6 %	50,56	51,51	52,52	53,61	54,79	56,06	57,44	1,23	8,6 %	44,05	47,24	50,42	53,61	56,80	59,99	63,18
1,18	8,4 %	52,79	53,84	54,96	56,17	57,48	58,90	60,45	1,18	8,4 %	46,21	49,53	52,85	56,17	59,49	62,81	66,13
1,13	8,1 %	55,19	56,34	57,59	58,94	60,40	62,00	63,74	1,13	8,1 %	48,56	52,02	55,48	58,94	62,40	65,86	69,32
1,07	7,9 %	57,77	59,05	60,44	61,95	63,59	65,38	67,35	1,07	7,9 %	51,10	54,72	58,33	61,95	65,56	69,18	72,79
0,97	7,4 %	63,58	65,17	66,91	68,81	70,90	73,20	75,74	0,97	7,4 %	56,91	60,88	64,85	68,81	72,78	76,74	80,71

- Peak-EBIT(DA) Marge für 2029 unterstellt.
- Für die Folgejahre modellieren wir abnehmendes Momentum beim Umsatz und leichte Margenerosion.
- Fremdkapitalkosten mit 4.5% (vor Steuern) angesetzt.

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.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	16,5	15,2	15,2	19,4	26,3	33,2	40,2	
+ Abschreibung + Amortisation	10,2	11,2	14,2	16,7	16,5	16,9	17,0	
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-1,7	-3,0	-3,6	-4,4	-4,2	-4,0	
- Erhaltungsinvestitionen	8,2	9,0	11,4	13,4	13,2	13,5	13,6	
+ Sonstiges	-0,1	-0,4	-0,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	
= Free Cash Flow Potential	19,1	18,8	20,1	25,1	32,7	39,5	46,3	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	7,0 %	8,6 %	10,4 %	
WACC	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	
= Enterprise Value (EV)	280,7	331,6	440,3	480,4	466,2	457,4	444,3	
= Fair Enterprise Value	228,1	223,7	240,1	299,6	389,8	471,5	552,5	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	59,3	59,3	59,3	59,3	53,2	44,6	31,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	7,0	7,0	7,0	7,0	6,8	6,6	6,4	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	164,9	160,5	176,9	236,4	329,7	420,3	514,3	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	16,66	16,31	17,91	23,81	33,20	42,32	51,79	
Premium (-) / Discount (+) in %					-18,8 %	3,5 %	26,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,39 %	10,59	10,32	11,51	15,86	22,86	29,81	37,13
	10,39 %	12,22	11,94	13,23	18,00	25,65	33,18	41,08
	9,39 %	14,20	13,89	15,32	20,59	29,02	37,27	45,86
WACC	8,39 %	16,66	16,31	17,91	23,81	33,20	42,32	51,79
	7,39 %	19,78	19,39	21,20	27,89	38,52	48,75	59,32
	6,39 %	23,87	23,43	25,52	33,26	45,49	57,19	69,21
	5,39 %	29,49	28,97	31,45	40,61	55,06	68,76	82,77

- "Sonstige" in der FCF-Berechnung deckt das Tax Shield auf das Zinsergebnis ab.
- Geschätzte Erhaltungsinvestitionen 2026-28e: 20% unter den Abschreibungen.

Wertermittlung	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
KBV	2,2 x	2,4 x	2,7 x	3,0 x	2,6 x	2,2 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,47	8,35	7,77	7,36	8,68	10,98	13,82
EV / Umsatz	1,5 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x
EV / EBITDA	9,0 x	10,3 x	11,4 x	9,8 x	8,0 x	6,7 x	5,7 x
EV / EBIT	13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	11,1 x	8,9 x	7,2 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	11,1 x	8,9 x	7,2 x
Kurs / FCF	23,6 x	n.a.	n.a.	17,7 x	26,7 x	21,6 x	16,0 x
KGV	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	15,4 x	12,2 x	10,1 x
KGV ber.*	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	15,4 x	12,2 x	10,1 x
Dividendenrendite	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %	3,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	7,0 %	8,6 %	10,4 %
*Adjustiert um:	-						

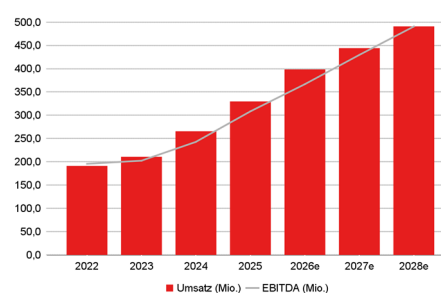
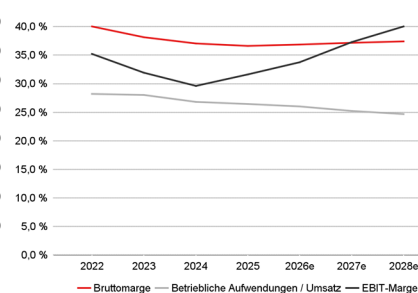
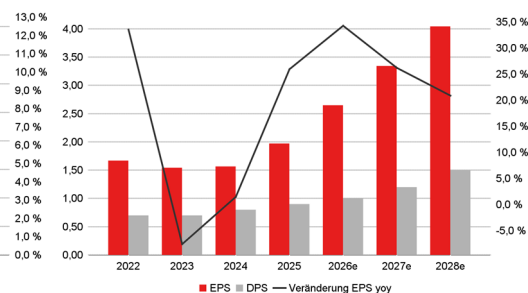
GuV

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	191,3	210,8	265,7	329,7	398,4	444,2	490,9
Veränd. Umsatz yoy	8,3 %	10,2 %	26,0 %	24,1 %	20,9 %	11,5 %	10,5 %
Herstellungskosten	114,7	130,4	167,3	208,9	251,5	279,2	307,1
Bruttoergebnis	76,6	80,4	98,4	120,8	146,9	165,0	183,8
<i>Bruttomarge</i>	<i>40,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>37,0 %</i>	<i>36,6 %</i>	<i>36,9 %</i>	<i>37,1 %</i>	<i>37,4 %</i>
Forschung und Entwicklung	13,5	13,0	13,9	18,5	21,3	22,3	23,5
Vertriebskosten	24,1	26,1	31,3	34,8	41,4	44,9	48,7
Verwaltungskosten	20,4	23,4	30,2	36,5	43,8	47,8	52,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,6	-0,3	-2,6	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4
Sonstige betriebliche Erträge	4,1	3,4	4,1	2,6	2,8	3,0	3,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	31,2	32,3	38,7	49,2	58,5	68,6	78,3
<i>Marge</i>	<i>16,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>15,4 %</i>	<i>16,0 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,8	8,3	10,2	10,9	10,0	10,3	10,4
EBITA	23,4	24,0	28,5	38,3	48,5	58,3	67,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	4,0	5,8	6,5	6,6	6,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	21,0	21,0	24,5	32,5	42,0	51,7	61,3
<i>Marge</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>12,5 %</i>
EBIT adj.	21,0	21,0	24,5	32,5	42,0	51,7	61,3
Zinserträge	0,0	0,3	0,4	0,2	0,5	0,7	1,0
Zinsaufwendungen	0,8	2,0	3,4	3,8	4,9	4,9	4,9
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	20,3	19,3	21,5	28,9	37,6	47,4	57,4
<i>Marge</i>	<i>10,6 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>11,7 %</i>
Steuern gesamt	3,8	4,1	6,4	9,6	11,3	14,2	17,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,5	15,2	15,2	19,4	26,3	33,2	40,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	16,5	15,2	15,2	19,4	26,3	33,2	40,2
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	16,5	15,2	15,5	19,6	26,3	33,2	40,2
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>8,2 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
EPS	1,67	1,54	1,57	1,97	2,65	3,34	4,04
EPS adj.	1,67	1,54	1,57	1,97	2,65	3,34	4,04

*Adjustiert um:

Guidance: GJ 2026: Umsatz EUR 380-410 Mio.; EBIT EUR 38-42 Mio.; opCF EUR 32-38 Mio.
Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	28,2 %	28,0 %	26,8 %	26,5 %	26,0 %	25,2 %	24,6 %
Operating Leverage	2,4 x	0,0 x	0,6 x	1,4 x	1,4 x	2,0 x	1,8 x
EBITDA / Interest expenses	41,6 x	16,0 x	11,5 x	12,9 x	11,9 x	13,9 x	15,8 x
Steuerquote (EBT)	18,6 %	21,4 %	29,5 %	33,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	42,0 %	45,5 %	52,0 %	46,1 %	37,8 %	35,9 %	37,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	174.182	184.913	195.205	211.599	n.a.	n.a.	n.a.

Umsatz, EBITDA
 in Mio. EUR

Operative Performance
 in %

Ergebnis je Aktie


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

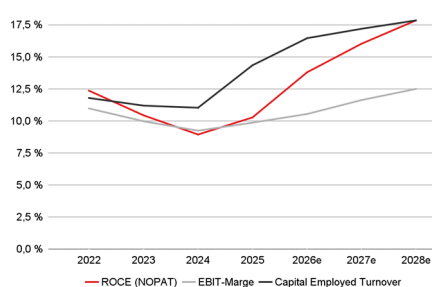
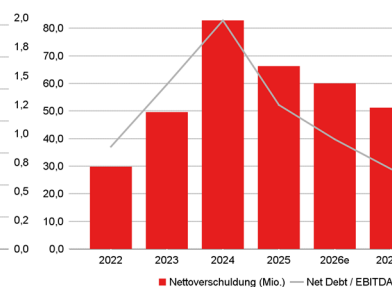
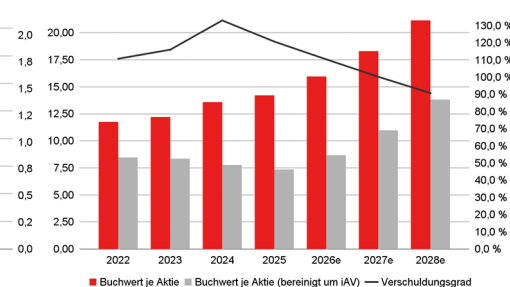
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,5	38,0	57,4	68,1	72,3	72,7	72,8
davon übrige imm. VG	20,0	25,5	44,1	52,6	56,8	57,2	57,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,5	12,5	13,3	15,5	15,5	15,5	15,5
Sachanlagen	65,0	64,1	70,9	66,0	66,1	66,5	67,5
Finanzanlagen	2,1	2,1	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	8,4	8,4	4,7	7,8	9,4	10,5	11,6
Anlagevermögen	108,1	112,6	135,1	143,6	149,6	151,5	153,7
Vorräte	42,1	49,3	57,2	48,9	54,1	61,1	68,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,0	65,1	87,7	81,9	87,0	98,5	110,3
Liquide Mittel	40,1	27,3	23,5	25,5	28,8	37,7	51,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,6	6,2	9,5	11,4	13,8	15,4	17,0
Umlaufvermögen	137,7	147,9	178,0	167,7	183,8	212,6	246,7
Bilanzsumme (Aktiva)	245,8	260,5	313,0	311,4	333,3	364,1	400,4
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	6,6	6,9	7,7	7,3	7,3	7,3	7,3
Gewinnrücklagen	103,3	108,7	120,9	126,8	144,2	167,4	195,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-3,5	-5,4	-4,5	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Buchwert	116,4	120,2	134,2	141,1	158,5	181,8	210,0
Anteile Dritter	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	116,6	120,6	134,3	141,2	158,5	181,8	210,0
Rückstellungen gesamt	16,3	13,4	13,9	11,7	12,1	12,4	12,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	7,3	7,6	7,8	7,0	6,8	6,6	6,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	62,5	69,3	98,6	84,7	82,0	82,3	82,9
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	21,8	23,4	44,4	37,9	35,4	35,5	35,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	19,5	28,3	34,0	33,9	36,9	41,2	45,5
Sonstige Verbindlichkeiten	29,7	25,8	30,7	36,6	39,7	42,0	44,3
Verbindlichkeiten	129,2	139,9	178,7	170,2	174,8	182,3	190,4
Bilanzsumme (Passiva)	245,8	260,5	313,0	311,4	333,3	364,1	400,4

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,4 x	1,5 x	2,1 x	2,4 x	2,5 x	2,5 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,2 x	1,2 x	1,6 x	1,8 x	1,9 x	2,0 x
ROA	15,3 %	13,5 %	11,4 %	13,6 %	17,6 %	21,9 %	26,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	13,8 %	16,0 %	17,8 %
ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	17,6 %	19,5 %	20,5 %
Adj. ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	17,6 %	19,5 %	20,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	29,8	49,6	82,8	66,3	60,0	51,2	38,1
Nettofinanzverschuldung	22,5	42,0	75,0	59,3	53,2	44,6	31,7
Net Gearing	25,6 %	41,2 %	61,7 %	47,0 %	37,9 %	28,2 %	18,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	72,1 %	130,2 %	193,7 %	120,4 %	91,0 %	65,1 %	40,5 %
Buchwert je Aktie	11,8	12,2	13,6	14,2	16,0	18,3	21,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,5	8,4	7,8	7,4	8,7	11,0	13,8

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung in Mio. EUR

Buchwert je Aktie in EUR


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

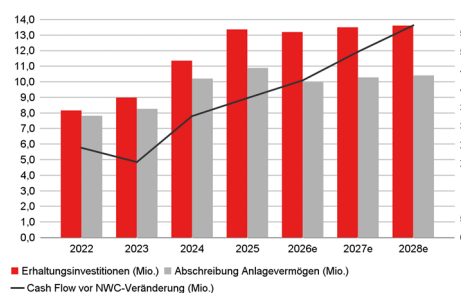
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,5	16,3	18,6	20,6	27,6	34,1	41,0
Abschreibung Anlagevermögen	7,8	8,3	10,2	10,9	10,0	10,3	10,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	4,0	5,8	6,5	6,6	6,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-3,5	-0,4	0,2	-1,0	0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	-6,9	-0,4	1,3	-1,9	-1,0	-1,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	24,1	20,3	32,7	37,6	42,3	50,0	57,1
Veränderung Vorräte	-7,8	-7,2	-7,9	8,3	-5,2	-6,9	-7,1
Veränderung Forderungen aus L+L	3,7	-15,1	-22,7	5,8	-5,1	-11,5	-11,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,5	8,8	5,6	-0,1	3,1	4,2	4,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,3	0,9	2,7	-3,3	0,7	0,5	0,5
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,1	-12,6	-22,3	10,7	-6,5	-13,7	-14,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24,3	7,7	10,4	48,2	35,8	36,3	42,9
Investitionen in iAV	-5,6	-8,4	-11,5	-14,4	-10,8	-7,0	-6,7
Investitionen in Sachanlagen	-4,3	-4,1	-6,6	-4,4	-4,7	-5,0	-5,4
Zugänge aus Akquisitionen	-0,9	-1,1	-7,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,0	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-10,5	-13,5	-24,0	-19,1	-15,5	-12,0	-12,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	8,7	7,3	24,0	-11,5	-2,9	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,5	-6,9	-6,9	-7,9	-8,9	-9,9	-11,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	-2,1	-1,6	1,8	1,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-3,3	-5,3	-10,0	-6,9	-5,1	-5,4	-5,5
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-2,1	-6,5	8,9	-25,3	-16,9	-15,3	-17,4
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	11,6	-12,3	-4,6	3,9	3,4	8,9	13,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,3	-0,5	0,9	-1,9	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	40,1	27,3	23,5	25,5	28,8	37,7	51,2

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitalfluss							
FCF	10,8	-9,2	-12,5	23,6	15,2	18,8	25,4
Free Cash Flow / Umsatz	5,6 %	-4,4 %	-4,7 %	7,2 %	3,8 %	4,2 %	5,2 %
Free Cash Flow Potential	19,1	18,8	20,1	25,1	32,7	39,5	46,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	65,2 %	-60,6 %	-80,5 %	120,6 %	57,8 %	56,7 %	63,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,4 %	3,1 %	4,0 %	4,2 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	5,2 %	5,9 %	6,8 %	5,7 %	3,9 %	2,7 %	2,5 %
Maint. Capex / Umsatz	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,1 %	3,3 %	3,0 %	2,8 %
CAPEX / Abschreibungen	97,8 %	111,4 %	127,6 %	112,4 %	93,9 %	71,4 %	70,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	37,4 %	36,6 %	36,2 %	30,8 %	24,3 %	24,1 %	24,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	256,4 %	229,7 %	258,2 %	241,8 %	235,5 %	239,1 %	242,4 %
Vorratumschlag	2,7 x	2,6 x	2,9 x	4,3 x	4,6 x	4,6 x	4,5 x
Receivables collection period (Tage)	95	113	121	91	80	81	82
Payables payment period (Tage)	62	79	74	59	54	54	54
Cash conversion cycle (Tage)	164	163	168	111	99	101	103

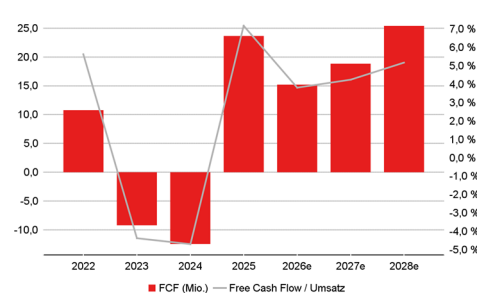
Investitionen und Cash Flow

in Mio. EUR



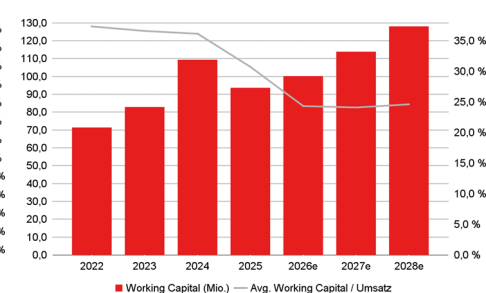
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH erstellt und wird von der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH weitergegeben. Seit dem 01.12.2025 ist die Warburg Research GmbH eine 100%-Tochter der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH (MPCM), die wiederum im alleinigen Eigentum der MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH steht. Dieser Research Report 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 MPCM oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und MPCM und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen MPCM 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 Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. MPCM 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 MPCM und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften MPCM und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von MPCM 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 der MPCM, der Warburg Research GmbH oder mit diesen verbundener 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 <https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/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 MPCM 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 oder der MPCM beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von MPCM, MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH oder eines mit diesen verbundenen Unternehmen.

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.

Warburg Research GmbH unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

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 MPCM, Deutschland. Die Warburg Research GmbH oder MPCM 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. Crédit Industriel et Commercial (CIC) und MPCM haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions Inc. 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 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- Die Warburg Research GmbH oder mit dieser im Sinne des § 271 Abs. 2 HGB verbundene Unternehmen („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- 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- Verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- 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- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- 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 eines verbundenen Unternehmens.
- 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	5	https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/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	134	72
Halten	44	24
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	186	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	2	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	2	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [23.03.2026]


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

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

RESEARCH

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
 hrueschmeier@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
 saugustin@warburg-research.com

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

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

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
 jfrey@warburg-research.com

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
 fhoelscher@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
 pkaiser@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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Michael Grohmann +49 40 38022-1238
 Head of Equity Sales
 m.grohmann@mp-capitalmarkets.com

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 Sales
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

Olaf Gabriel +49 40 38022-1239
 Sales
 o.gabriel@mp-capitalmarkets.com

Antonia Möller +49 40 38022-1248
 Roadshow/Marketing
 a.moeller@mp-capitalmarkets.com

SALES TRADING

Bastian Quast +49 40 38022-1242
 b.quast@mp-capitalmarkets.com

Our research can be found under:

MPCM | Warburg Research research.mp-capitalmarkets.com
 Bloomberg ERH MPC
 FactSet www.factset.com

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

For access please contact:

Antonia Möller +49 40 38022-1248
 Sales Assistance
 a.moeller@mp-capitalmarkets.com