

<b>Buy</b> <b>EUR 60,00</b> (EUR 62,00)  Kurs <b>EUR 46,40</b> <b>Upside 29,3 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 59,82 FCF-Value Potential 28e: 53,06	<b>Warburg Risiko Score:</b> <b>2,6</b> Bilanz Score: 3,8 Markt Liquidität Score: 1,5	<b>Beschreibung:</b> Init bietet Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr weltweit
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 512,3 Aktienanzahl (Mio.): 11,0 EV: 523,6 Freefloat MC: 285,7 Ø Trad. Vol. (30T): 311,00 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 55,78 % Dr. G. Greschner & Familie 38,99 % Organe der Gesellschaft 3,95 % Treasury & Mitarbeiteraktien 1,28 %	<b>Kennzahlen (WRE):</b> 2026e Beta: 1,1 KBV: 2,5 x EK-Quote: 54 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,1 x Net Debt / EBITDA: 0,2 x

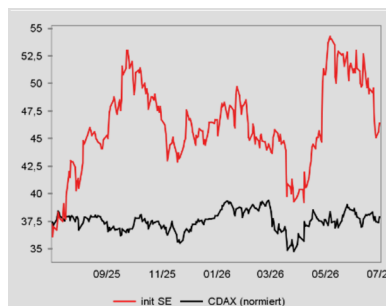
## Kapitalerhöhung erhöht Spielräume; neue Ticketingsysteme in den USA laufen gut

Ein erfolgreiche Kapitalerhöhung hat dem Unternehmen zusätzliche finanzielle Flexibilität verschafft, während die operative Dynamik auf hohem Niveau verbleibt. Wir haben unser Modell entsprechend aktualisiert. Die Investment-Story bleibt unverändert und intakt. Im Rahmen der Platzierung am 24. Juni wurden unter Ausschluss des Bezugsrechts 1 Mio. neue Aktien zu EUR 46,95 ausgegeben, wodurch sich die Aktienzahl um rund 10 % erhöhte und Bruttoerlöse von knapp EUR 47 Mio. erzielt wurden. Das Unternehmen verpflichtete sich zu einer sechsmonatigen Lock-up-Periode. Das Management beabsichtigt die Erlöse zur Stärkung des Working Capital einzusetzen um mehr Flexibilität bei der Finanzierung von Großprojekten, wie dem kürzlich gewonnenen Auftrag in New South Wales in Australien zu erhalten, sowie strategische Opportunitäten zu nutzen. Vor dem Hintergrund eines sehr guten Starts in das Geschäftsjahr und eines bedeutenden Auftragsgewinns ist dieser Schritt als gezielte Schaffung von Wachstumsspielraum zu verstehen. Unsere operativen Prognosen bleiben unverändert. Die für Mitte August erwarteten Zahlen für das zweite Quartal dürften erneut Wachstum zeigen, wenn auch möglicherweise etwas unter dem Rekordniveau des ersten Quartals, das von Nachholeffekten bei den Umsätzen profitiert hatte, die ursprünglich für das vierte Quartal 2025 vorgesehen waren. In der Gesamtbetrachtung bildet ein erstes Halbjahr mit einem solidem Umsatz- und Ergebnisanstieg eine gute Basis für die Erreichung der Jahresguidance, deren Bestätigung wir vom Management erwarten.

Die jüngsten Projekterfolge untermauern unsere positive Einschätzung. Die beiden großen Ticketing-Systeme, die Anfang 2026 termingerecht in Atlanta und Houston in Betrieb genommen wurden, liefen auch unter der hohen Passagierlast der Fußball-Weltmeisterschaft reibungslos, was die Kunden zufriedenstellte und die Umsetzungskompetenz des Konzerns unterstreicht. Eine reibungslose Umsetzung unter derartiger Spitzenbelastung ist eine positive Referenz, die sich erfahrungsgemäß in Folgeaufträge übersetzen lässt. In Verbindung mit dem nach dem australischen Auftragsgewinn gut gefüllten Orderbuch bestärkt uns dies in unserer Zuversicht hinsichtlich des mittelfristigen Wachstumspfades des Unternehmens. Über Atlanta und Houston hinaus kommt die init-Technologie auch bei Nahverkehrsbetreibern in den US-Gastgeberstädten Dallas, Los Angeles und Seattle sowie in den kanadischen Städten Toronto und Vancouver zum Einsatz, womit 7 der 16 WM-Austragungsorte abgedeckt werden; bei 51 der 104 Spiele werden Fahrgäste von Betreibern befördert, die init-Systeme einsetzen. Diese Reichweite unterstreicht die Marktpräsenz und die Expertise des Konzerns.

Wir haben die vergrößerte Aktienbasis sowie die Erlöse von EUR 47 Mio. in unser Modell eingearbeitet. Die EPS-Schätzungen und der DCF-Fair-Value unterliegen moderaten Verwässerungseffekten, die teilweise durch höhere Zinserträge sowie niedrigere Beta-Annahmen ausgeglichen werden, welche die verbesserte Aktienliquidität und die finanzielle Stärke widerspiegeln. Da die Bilanz nun über größere strategische Optionality verfügt und das operative Geschäft planmäßig verläuft, bestätigen wir unsere Kaufempfehlung mit einem angepassten Kursziel von EUR 60, welches ein attraktives Aufwärtspotenzial signalisiert.

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	2028e (alt)	+ / -	
Umsatz	403,4	0,0 %	459,7	0,0 %	512,6	0,0 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Operative Schätzungen für Umsatz und EBIT sind unverändert.</li> <li>Die im Zuge der Kapitalerhöhung gestiegene Aktienanzahl ist in das Modell eingepflegt.</li> </ul>
EBIT	42,5	0,0 %	54,3	0,0 %	64,9	0,0 %	
EPS	2,68	-4,0 %	3,53	-7,5 %	4,30	-7,9 %	

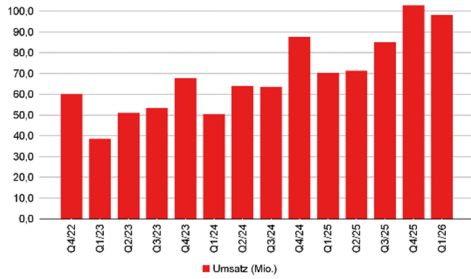


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-7,7 %
6 Monate:	-0,4 %
Jahresverlauf:	-0,4 %
Letzte 12 Monate:	20,1 %

Unternehmenstermine:	
13.08.26	Q2
12.11.26	Q3

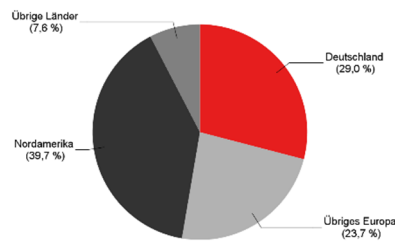
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (25-28e)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	15,9 %	191,3	210,8	265,7	329,7	403,4	459,7	512,6
Veränd. Umsatz yoy	8,3 %		10,2 %	26,0 %	24,1 %	22,4 %	13,9 %	11,5 %
Rohtragsmarge	40,0 %		38,1 %	37,0 %	36,6 %	36,7 %	37,2 %	37,5 %
EBITDA	19,4 %	31,2	32,3	38,7	49,2	61,5	73,3	83,8
Marge	16,3 %		15,3 %	14,6 %	14,9 %	15,2 %	16,0 %	16,3 %
EBIT	25,9 %	21,0	21,0	24,5	32,5	42,5	54,3	64,9
Marge	11,0 %		10,0 %	9,2 %	9,9 %	10,5 %	11,8 %	12,7 %
Nettoergebnis	30,5 %	16,5	15,2	15,5	19,6	27,1	35,9	43,5
EPS	26,1 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,58	3,27	3,96
EPS adj.	26,1 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,58	3,27	3,96
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 %	2,2 %	2,6 %	3,2 %
FCFPS		1,09	-0,94	-1,26	2,38	1,62	1,90	2,63
FCF / Marktkap.		4,2 %	-3,2 %	-3,5 %	5,7 %	3,3 %	4,1 %	5,6 %
EV / Umsatz		1,5 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x
EV / EBITDA		9,0 x	10,3 x	11,4 x	9,8 x	8,5 x	7,0 x	5,9 x
EV / EBIT		13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	12,3 x	9,5 x	7,7 x
KGV		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	18,0 x	14,2 x	11,7 x
KGV ber.		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	18,0 x	14,2 x	11,7 x
FCF Potential Yield		6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,4 %	8,1 %	9,9 %
Nettoverschuldung		29,8	49,6	82,8	66,3	11,3	1,0	-14,3
ROCE (NOPAT)		12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	14,0 %	16,9 %	18,9 %
Guidance:		GJ 2026: Umsatz EUR 380-410 Mio.; EBIT EUR 38-42 Mio.; opCF EUR 32-38 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



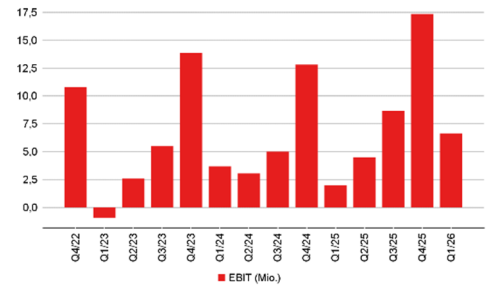
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2025; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

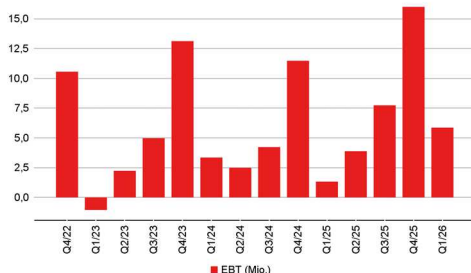
**Unternehmenshintergrund**

- 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**

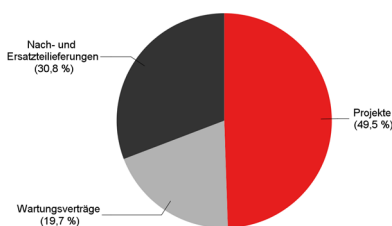
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 1.400 Verkehrsbetrieben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



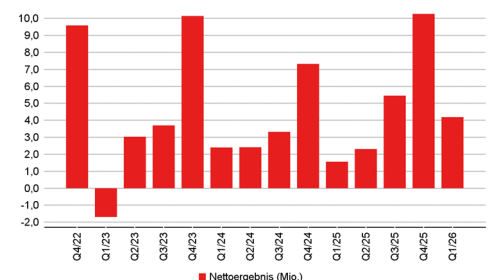
Quelle: Warburg Research

**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	403,4	459,7	512,6	563,9	615,8	667,5	718,2	767,0	813,1	855,3	893,0	925,1	951,0	
Umsatzwachstum	22,4 %	13,9 %	11,5 %	10,0 %	9,2 %	8,4 %	7,6 %	6,8 %	6,0 %	5,2 %	4,4 %	3,6 %	2,8 %	2,0 %
EBIT	42,5	54,3	64,9	73,2	78,9	84,3	89,4	94,0	98,0	101,1	103,5	104,8	105,1	
EBIT-Marge	10,5 %	11,8 %	12,7 %	13,0 %	12,8 %	12,6 %	12,5 %	12,3 %	12,0 %	11,8 %	11,6 %	11,3 %	11,1 %	
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	29,7	38,0	45,4	51,2	54,8	58,2	61,3	63,9	66,1	67,8	68,8	69,2	68,9	
Abschreibungen	19,0	19,0	18,9	19,8	21,5	23,1	24,8	26,4	28,1	29,7	31,4	33,0	34,7	
Abschreibungsquote	4,7 %	4,1 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,5 %	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	8,0	16,4	15,8	12,9	13,5	13,4	13,2	12,7	12,0	11,0	9,8	8,4	6,7	
- Investitionen	20,8	17,7	18,1	20,8	22,4	24,0	25,6	27,2	28,8	30,4	32,0	33,7	35,3	
Investitionsquote	5,2 %	3,9 %	3,5 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,5 %	3,6 %	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)	20,4	23,3	30,7	36,9	39,9	43,3	46,7	49,9	52,9	55,6	57,8	59,7	61,0	62
Barwert FCF	20,4	21,4	26,0	28,8	28,6	28,6	28,4	27,9	27,2	26,3	25,2	24,0	22,6	344
Anteil der Barwerte	9,99 %			39,39 %										50,62 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	6,40 %	Finanzielle Stabilität	1,10
FK-Zins (nach Steuern)	3,2 %	Liquidität (Akte)	1,30
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>8,64 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,14</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2038e	336		
Terminal Value	344		
Zinstr. Verbindlichkeiten	85		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	-47		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	25	Aktienzahl (Mio.)	11,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>660</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>59,82</b>

**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		
1,33	9,6 %	49,13	49,81	50,53	51,30	52,12	53,00	53,94	1,33	9,6 %	42,84	45,66	48,48	51,30	54,12	56,94	59,76
1,24	9,1 %	52,65	53,46	54,33	55,25	56,25	57,32	58,47	1,24	9,1 %	46,19	49,21	52,23	55,25	58,28	61,30	64,32
1,19	8,9 %	54,58	55,48	56,43	57,45	58,55	59,74	61,02	1,19	8,9 %	48,04	51,18	54,32	57,45	60,59	63,72	66,86
1,14	8,6 %	56,66	57,64	58,69	59,82	61,04	62,35	63,78	1,14	8,6 %	50,05	53,30	56,56	59,82	63,07	66,33	69,59
1,09	8,4 %	58,87	59,96	61,12	62,37	63,72	65,19	66,79	1,09	8,4 %	52,21	55,59	58,98	62,37	65,76	69,14	72,53
1,04	8,1 %	61,26	62,45	63,74	65,13	66,64	68,29	70,09	1,04	8,1 %	54,55	58,08	61,60	65,13	68,66	72,19	75,72
0,95	7,6 %	66,60	68,07	69,67	71,41	73,31	75,39	77,69	0,95	7,6 %	59,86	63,71	67,56	71,41	75,26	79,11	82,96

- 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.
- Hybridkapital - Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung

## 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	27,1	35,9	43,5	
+ Abschreibung + Amortisation	10,2	11,2	14,2	16,7	19,0	19,0	18,9	
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-1,7	-3,0	-3,6	-3,8	-3,0	-2,7	
- Erhaltungsinvestitionen	8,2	9,0	11,4	13,4	15,2	15,2	15,1	
+ Sonstiges	-0,1	-0,4	-0,9	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>19,1</b>	<b>18,8</b>	<b>20,1</b>	<b>25,1</b>	<b>33,5</b>	<b>41,8</b>	<b>49,2</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,4 %	8,1 %	9,9 %	
WACC	8,64 %	8,64 %	8,64 %	8,64 %	8,64 %	8,64 %	8,64 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>280,7</b>	<b>331,6</b>	<b>440,3</b>	<b>480,4</b>	<b>523,6</b>	<b>513,3</b>	<b>497,9</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>221,3</b>	<b>217,1</b>	<b>233,0</b>	<b>290,7</b>	<b>387,9</b>	<b>483,7</b>	<b>569,0</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	59,3	59,3	59,3	59,3	4,5	-5,6	-20,7	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>158,1</b>	<b>153,9</b>	<b>169,8</b>	<b>227,5</b>	<b>376,6</b>	<b>482,7</b>	<b>583,3</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	10,5	11,0	11,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>15,97</b>	<b>15,64</b>	<b>17,19</b>	<b>22,91</b>	<b>35,87</b>	<b>43,91</b>	<b>53,06</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-22,7 %	-5,4 %	14,4 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,64 %	10,21	9,95	11,11	15,37	26,35	32,57	39,73
	10,64 %	11,77	11,49	12,76	17,41	28,93	35,64	43,34
	9,64 %	13,65	13,35	14,74	19,88	32,04	39,35	47,69
WACC	<b>8,64 %</b>	<b>15,97</b>	<b>15,64</b>	<b>17,19</b>	<b>22,91</b>	<b>35,87</b>	<b>43,91</b>	<b>53,06</b>
	7,64 %	18,90	18,52	20,27	26,74	40,70	49,66	59,83
	6,64 %	22,70	22,28	24,29	31,72	46,99	57,15	68,64
	5,64 %	27,85	27,36	29,73	38,47	55,51	67,30	80,57

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

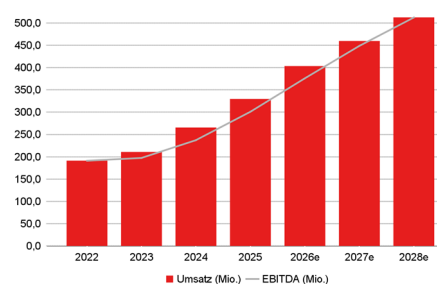
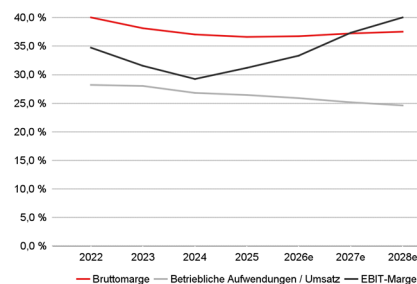
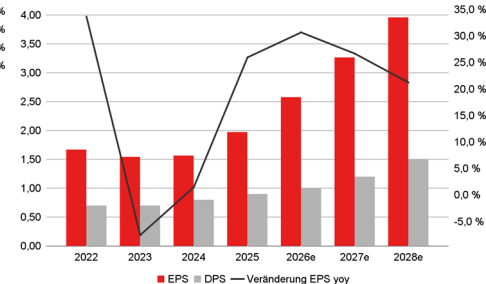
Wertermittlung	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
KBV	2,2 x	2,4 x	2,7 x	3,0 x	2,5 x	2,2 x	2,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,35	8,18	7,64	7,28	12,31	14,73	17,60
EV / Umsatz	1,5 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x
EV / EBITDA	9,0 x	10,3 x	11,4 x	9,8 x	8,5 x	7,0 x	5,9 x
EV / EBIT	13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	12,3 x	9,5 x	7,7 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	12,3 x	9,5 x	7,7 x
Kurs / FCF	23,6 x	n.a.	n.a.	17,7 x	28,7 x	24,4 x	17,6 x
KGV	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	18,0 x	14,2 x	11,7 x
KGV ber.*	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	18,0 x	14,2 x	11,7 x
Dividendenrendite	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	3,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,4 %	8,1 %	9,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV							
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Umsatz</b>	<b>191,3</b>	<b>210,8</b>	<b>265,7</b>	<b>329,7</b>	<b>403,4</b>	<b>459,7</b>	<b>512,6</b>
Veränd. Umsatz yoy	8,3 %	10,2 %	26,0 %	24,1 %	22,4 %	13,9 %	11,5 %
Herstellungskosten	114,7	130,4	167,3	208,9	255,3	288,5	320,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>76,6</b>	<b>80,4</b>	<b>98,4</b>	<b>120,8</b>	<b>148,1</b>	<b>171,2</b>	<b>192,4</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>40,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>37,0 %</i>	<i>36,6 %</i>	<i>36,7 %</i>	<i>37,2 %</i>	<i>37,5 %</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	41,7	46,7	51,4
Verwaltungskosten	20,4	23,4	30,2	36,5	44,2	49,5	54,5
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
<b>EBITDA</b>	<b>31,2</b>	<b>32,3</b>	<b>38,7</b>	<b>49,2</b>	<b>61,5</b>	<b>73,3</b>	<b>83,8</b>
<i>Marge</i>	<i>16,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>15,2 %</i>	<i>16,0 %</i>	<i>16,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,8	8,3	10,2	10,9	10,5	10,7	10,8
<b>EBITA</b>	<b>23,4</b>	<b>24,0</b>	<b>28,5</b>	<b>38,3</b>	<b>51,0</b>	<b>62,6</b>	<b>72,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	4,0	5,8	8,5	8,3	8,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>21,0</b>	<b>21,0</b>	<b>24,5</b>	<b>32,5</b>	<b>42,5</b>	<b>54,3</b>	<b>64,9</b>
<i>Marge</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>12,7 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>21,0</b>	<b>21,0</b>	<b>24,5</b>	<b>32,5</b>	<b>42,5</b>	<b>54,3</b>	<b>64,9</b>
Zinserträge	0,0	0,3	0,4	0,2	1,1	1,9	2,3
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
<b>EBT</b>	<b>20,3</b>	<b>19,3</b>	<b>21,5</b>	<b>28,9</b>	<b>38,7</b>	<b>51,3</b>	<b>62,2</b>
<i>Marge</i>	<i>10,6 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>11,2 %</i>	<i>12,1 %</i>
Steuern gesamt	3,8	4,1	6,4	9,6	11,6	15,4	18,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>16,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,2</b>	<b>19,4</b>	<b>27,1</b>	<b>35,9</b>	<b>43,5</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>16,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,2</b>	<b>19,4</b>	<b>27,1</b>	<b>35,9</b>	<b>43,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>16,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,5</b>	<b>19,6</b>	<b>27,1</b>	<b>35,9</b>	<b>43,5</b>
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>8,5 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	10,5	11,0	11,0
<b>EPS</b>	<b>1,67</b>	<b>1,54</b>	<b>1,57</b>	<b>1,97</b>	<b>2,58</b>	<b>3,27</b>	<b>3,96</b>
EPS adj.	1,67	1,54	1,57	1,97	2,58	3,27	3,96

\*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 %	25,9 %	25,1 %	24,6 %
Operating Leverage	2,4 x	0,0 x	0,6 x	1,4 x	1,4 x	2,0 x	1,7 x
EBITDA / Interest expenses	41,6 x	16,0 x	11,5 x	12,9 x	12,5 x	14,9 x	16,9 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 %	38,8 %	36,7 %	37,9 %
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

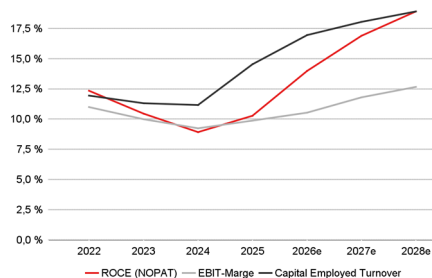
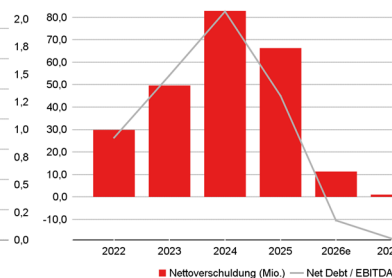
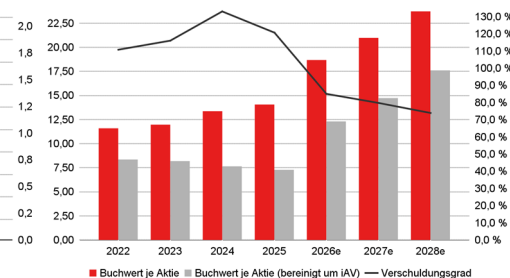
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,5	38,0	57,4	68,1	70,3	69,0	67,6
davon übrige imm. VG	20,0	25,5	44,1	52,6	54,8	53,5	52,1
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	65,6	65,5	66,2
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	9,5	10,8	12,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>108,1</b>	<b>112,6</b>	<b>135,1</b>	<b>143,6</b>	<b>147,2</b>	<b>147,2</b>	<b>147,7</b>
Vorräte	42,1	49,3	57,2	48,9	54,9	63,2	71,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,0	65,1	87,7	81,9	88,2	102,1	115,3
Liquide Mittel	40,1	27,3	23,5	25,5	77,5	87,9	103,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,6	6,2	9,5	11,4	14,0	15,9	17,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>137,7</b>	<b>147,9</b>	<b>178,0</b>	<b>167,7</b>	<b>234,6</b>	<b>269,1</b>	<b>307,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>245,8</b>	<b>260,5</b>	<b>313,0</b>	<b>311,4</b>	<b>381,8</b>	<b>416,3</b>	<b>455,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	10,0	11,0	11,0	11,0
Kapitalrücklage	6,6	6,9	7,7	7,3	53,2	53,2	53,2
Gewinnrücklagen	103,3	108,7	120,9	126,8	144,9	170,3	200,7
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	206,2	231,6	261,9
Anteile Dritter	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>116,6</b>	<b>120,6</b>	<b>134,3</b>	<b>141,2</b>	<b>206,2</b>	<b>231,6</b>	<b>262,0</b>
Rückstellungen gesamt	16,3	13,4	13,9	11,7	12,1	12,5	12,8
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	37,5	42,7	47,6
Sonstige Verbindlichkeiten	29,7	25,8	30,7	36,6	39,9	42,6	45,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>129,2</b>	<b>139,9</b>	<b>178,7</b>	<b>170,2</b>	<b>175,6</b>	<b>184,7</b>	<b>193,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>245,8</b>	<b>260,5</b>	<b>313,0</b>	<b>311,4</b>	<b>381,8</b>	<b>416,3</b>	<b>455,6</b>

**Kennzahlen**

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,4 x	1,5 x	2,1 x	2,4 x	2,5 x	2,6 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,2 x	1,2 x	1,6 x	1,9 x	2,0 x	2,1 x
ROA	15,3 %	13,5 %	11,4 %	13,6 %	18,4 %	24,4 %	29,5 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	14,0 %	16,9 %	18,9 %
ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	15,6 %	16,4 %	17,6 %
Adj. ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	15,6 %	16,4 %	17,6 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	29,8	49,6	82,8	66,3	11,3	1,0	-14,3
Nettofinanzverschuldung	22,5	42,0	75,0	59,3	4,5	-5,6	-20,7
Net Gearing	25,6 %	41,2 %	61,7 %	47,0 %	5,5 %	0,4 %	-5,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	72,1 %	130,2 %	193,7 %	120,4 %	7,3 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	11,6	12,0	13,4	14,1	18,7	21,0	23,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,3	8,2	7,6	7,3	12,3	14,7	17,6

**Entwicklung ROCE**

**Nettoverschuldung in Mio. EUR**

**Buchwert je Aktie in EUR**


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

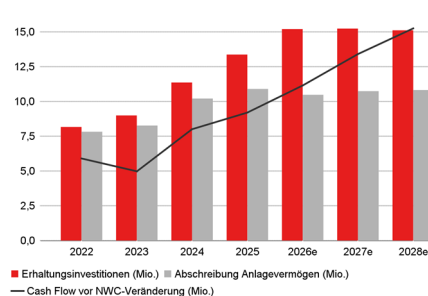
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,5	16,3	18,6	20,6	28,5	37,0	44,5
Abschreibung Anlagevermögen	7,8	8,3	10,2	10,9	10,5	10,7	10,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	4,0	5,8	8,5	8,3	8,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-3,5	-0,4	0,2	-1,0	0,1	0,1	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	-6,9	-0,4	1,3	-2,1	-1,4	-1,2
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>24,1</b>	<b>20,3</b>	<b>32,7</b>	<b>37,6</b>	<b>45,5</b>	<b>54,7</b>	<b>62,2</b>
Veränderung Vorräte	-7,8	-7,2	-7,9	8,3	-5,9	-8,4	-8,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,7	-15,1	-22,7	5,8	-6,3	-13,8	-13,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,5	8,8	5,6	-0,1	3,6	5,2	4,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,3	0,9	2,7	-3,3	0,7	0,6	0,5
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,1	-12,6	-22,3	10,7	-8,0	-16,4	-15,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>24,3</b>	<b>7,7</b>	<b>10,4</b>	<b>48,2</b>	<b>37,6</b>	<b>38,3</b>	<b>46,4</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-10,5</b>	<b>-13,5</b>	<b>-24,0</b>	<b>-19,1</b>	<b>-15,5</b>	<b>-12,0</b>	<b>-12,0</b>
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	-10,5	-13,2
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	47,0	0,0	0,0
Sonstiges	-3,3	-5,3	-10,0	-6,9	-5,1	-5,4	-5,5
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>8,9</b>	<b>-25,3</b>	<b>30,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-18,7</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>11,6</b>	<b>-12,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>52,1</b>	<b>10,4</b>	<b>15,7</b>
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	77,5	87,9	103,6

## Kennzahlen

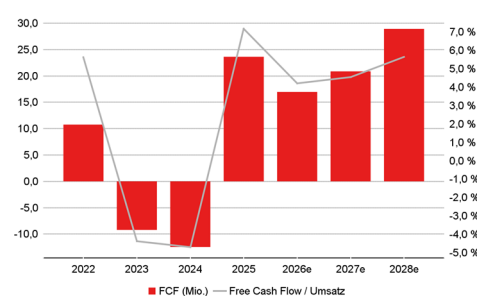
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	10,8	-9,2	-12,5	23,6	17,0	20,9	28,9
Free Cash Flow / Umsatz	5,6 %	-4,4 %	-4,7 %	7,2 %	4,2 %	4,5 %	5,6 %
Free Cash Flow Potential	19,1	18,8	20,1	25,1	33,5	41,8	49,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	65,2 %	-60,6 %	-80,5 %	120,6 %	62,7 %	58,1 %	66,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,4 %	3,1 %	4,0 %	4,2 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	5,2 %	5,9 %	6,8 %	5,7 %	3,8 %	2,6 %	2,4 %
Maint. Capex / Umsatz	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,1 %	3,8 %	3,3 %	2,9 %
CAPEX / Abschreibungen	97,8 %	111,4 %	127,6 %	112,4 %	81,5 %	63,3 %	63,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	37,4 %	36,6 %	36,2 %	30,8 %	24,2 %	23,9 %	24,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	256,4 %	229,7 %	258,2 %	241,8 %	235,6 %	239,1 %	242,2 %
Vorratumschlag	2,7 x	2,6 x	2,9 x	4,3 x	4,7 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

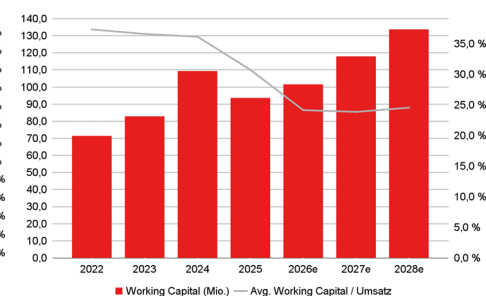
in Mio. EUR



## 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 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	4, 5	<a href="https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE0005759807.htm">https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE0005759807.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	70
Halten	42	23
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	7	4
<b>Gesamt</b>	<b>182</b>	<b>100</b>

**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	3	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
<b>Gesamt</b>	<b>3</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [01.07.2026]**


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

**Christoph Dolleschal** +49 40 38022-1256  
Head of Research c.dolleschal@mp-capitalmarkets.com

**Henner Rüschemeyer** +49 40 38022-2270  
Head of Research h.rueschmeier@mp-capitalmarkets.com

**Stefan Augustin** +49 40 38022-2168  
Cap. Goods, Engineering s.augustin@mp-capitalmarkets.com

**Christian Cohrs** +49 40 38022-2175  
Industrials & Transportation c.cohrs@mp-capitalmarkets.com

**Felix Ellmann** +49 40 38022-2120  
Software, IT f.ellmann@mp-capitalmarkets.com

**Philipp Kaiser** +49 40 38022-2260  
Real Estate, Construction p.kaiser@mp-capitalmarkets.com

**Andreas Pläsier** +49 40 38022-2246  
Banks, Financial Services a.plaesier@mp-capitalmarkets.com

**Malte Schaumann** +49 40 38022-2170  
Technology m.schaumann@mp-capitalmarkets.com

**Oliver Schwarz** +49 40 38022-2250  
Chemicals, Agriculture o.schwarz@mp-capitalmarkets.com

**Yannik Siering** +49 40 38022-1240  
Software & IT Services y.siering@mp-capitalmarkets.com

**Sebastian Ubert** +49 40 38022-1252  
Cap. Goods, Automobiles s.ubert@mp-capitalmarkets.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

**Leyan Ilkbahar** +49 40 38022-1247  
Roadshow/Marketing l.ilkbahar@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