

Buy EUR 60,00 Kurs EUR 46,00 Upside 30,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 59,84 FCF-Value Potential 28e: 52,87	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: 507,8 Aktienanzahl (Mio.): 11,0 EV: 516,7 Freefloat MC: 283,3 Ø Trad. Vol. (30T): 221,75 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 55,78 % Dr. G. Greschner & Familie 38,99 % Organe der Gesellschaft 3,95 % Treasury & Mitarbeiteraktien 1,28 %	Kennzahlen (WRe): 2026e Beta: 1,1 KBV: 2,5 x EK-Quote: 52 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,1 x Net Debt / EBITDA: 0,2 x

Gute Zahlen untermauern die Wachstumsstory

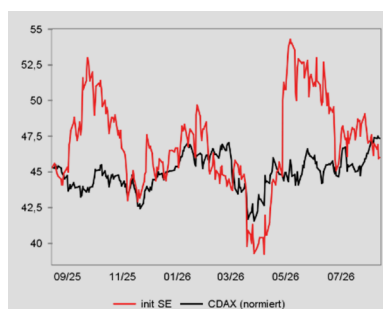
Der gute Jahresauftakt setzte sich im zweiten Quartal fort. Der Konzernumsatz stieg um weitere 44 % ggü. Vj. auf 103 Mio. EUR und lag damit deutlich über unserer Schätzung von 94 Mio. EUR, wobei die Division Integrated Systems erneut der wesentliche Wachstumstreiber war. Der einzige Schwachpunkt war die Bruttomarge, die mit 29,6 % unter unserer Erwartung und dem Vorjahreswert lag. Wir führen dies auf Effekte aus dem Geschäftsmix und einen höheren Anteil an durchlaufenden Posten im Zusammenhang mit dem MARTA-Projekt in Atlanta zurück, nicht auf eine grundlegende Verschlechterung. Die operativen Kosten waren gut unter Kontrolle und niedriger als erwartet, was den schwächer als gedachten Bruttogewinn weitgehend kompensierte. Das EBIT im Quartal stieg um 28 % ggü. Vj. auf 5,8 Mio. EUR (WRe: 6,4 Mio. EUR); auf Halbjahressicht entspricht dies nahezu einer Verdopplung und unterstreicht den starken operativen Ergebnistrend. Das Quartalsnettoergebnis gab um 26 % ggü. Vj. nach, belastet durch eine vorübergehend höhere Steuerquote infolge des aktuell US-lastigen Geschäftsmixes - die sollte temporärer Natur sein und sich wieder normalisieren, sobald die Projekte in London und Sydney zum Konzernergebnis beizutragen beginnen; auf Basis des H1 wuchs das Nettoergebnis deutlich um 52 %. Der Free Cashflow (gemäß unserer Definition) seit Jahresbeginn war mit 6 Mio. EUR klar positiv, wenngleich naturgemäß unter dem außergewöhnlich hohen Vorjahresniveau, als das Unternehmen erhebliche Vorauszahlungen verbucht hatte. Die Investitionen sanken um 40 %, da sich die Entwicklungsphase eines neuen Stacks dem Abschluss nähert.

Der Auftragseingang entwickelte sich im Quartal erfreulich und stieg um 147 % auf 186 Mio. EUR. Der Vertragsgewinn in New South Wales machte dabei rund 60 % des Q2-Gesamt volumens aus. Aktuell verfolgt das Unternehmen mehrere weitere Großprojekte in Nordamerika und anderen Regionen, um den Auftragsbestand weiter zu stärken. Eine positive Referenz sind sicherlich die Projekte in Atlanta und Houston, wo sich die Init-Technologie auch unter der Spitzenauslastung einer Fußballweltmeisterschaft sehr gut bewährt hat.

Das Management bestätigte die Jahresprognose, die einen Umsatz von 380-410 Mio. EUR, ein EBIT von 38-42 Mio. EUR und einen operativen Cashflow von 32-38 Mio. EUR umfasst. Dem gegenüber stehen LTM (Last Twelve Months) - Umsätze von 389 Mio. EUR und ein LTM - EBIT von 38 Mio. EUR, entsprechend einer Marge von 9,9 %, welche bereits komfortabel im unteren bis mittleren Bereich der jeweiligen Spannen liegen, wobei im weiteren Jahresverlauf weitere Zuwächse zu erwarten sind. Daher halten wir das obere Ende für erreichbar. Abgesehen von der diesjährigen Steuerquote haben sich unsere Schätzungen kaum verändert.

Kaufempfehlung wird bestätigt. Insgesamt sehen wir die H1-Performance des Unternehmens sowohl aus finanzieller als auch aus operativer Sicht positiv sowie als eine Bestätigung unseres Investment Case. Bewertungstechnisch halten wir die Aktien für attraktiv; unser unverändertes DCF-basiertes Kursziel von 60 EUR entspricht einem Aufwärtspotenzial von 30 %.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	2028e (alt)	+ / -		
Umsatz	403,4	1,2 %	459,7	0,4 %	512,6	0,7 %	- Nur geringfügige Änderungen an unseren operativen Prognosen: Die Annahmen für eine geringere (Brutto-)Marge werden durch leicht höhere Umsätze und niedrigere Betriebskosten ausgeglichen. - Die EPS-Schätzung für 2026 wurde aufgrund eines vorübergehend höheren Steuersatzes gesenkt, was auf Effekte aus der geografischen Zusammensetzung zurückzuführen ist.	
EBIT	42,5	-2,2 %	54,3	-0,5 %	64,9	-0,6 %		
EPS	2,58	-6,1 %	3,27	1,2 %	3,96	0,9 %		



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-8,3 %
6 Monate:	-0,4 %
Jahresverlauf:	-5,8 %
Letzte 12 Monate:	-3,6 %

Unternehmenstermine:	
12.11.26	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (25-28e)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	16,1 %	191,3	210,8	265,7	329,7	408,1	461,6	516,0
Veränd. Umsatz yoy		8,3 %	10,2 %	26,0 %	24,1 %	23,8 %	13,1 %	11,8 %
Rohertagsmarge		40,0 %	38,1 %	37,0 %	36,6 %	34,7 %	35,7 %	35,9 %
EBITDA	19,2 %	31,2	32,3	38,7	49,2	60,5	73,0	83,4
Marge		16,3 %	15,3 %	14,6 %	14,9 %	14,8 %	15,8 %	16,2 %
EBIT	25,6 %	21,0	21,0	24,5	32,5	41,5	54,0	64,5
Marge		11,0 %	10,0 %	9,2 %	9,9 %	10,2 %	11,7 %	12,5 %
Nettoergebnis	30,8 %	16,5	15,2	15,5	19,6	25,3	36,2	43,8
EPS	26,5 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,42	3,31	4,00
EPS adj.	26,5 %	1,67	1,54	1,57	1,97	2,42	3,31	4,00
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 %	3,3 %
FCFPS		1,09	-0,94	-1,26	2,38	1,49	2,00	2,62
FCF / Marktkap.		4,2 %	-3,2 %	-3,5 %	5,7 %	3,1 %	4,3 %	5,7 %
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	12,4 x	9,4 x	7,7 x
KGv		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	19,0 x	13,9 x	11,5 x
KGv ber.		15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	19,0 x	13,9 x	11,5 x
FCF Potential Yield		6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,0 %	8,2 %	9,9 %
Nettoverschuldung		29,8	49,6	82,8	66,3	12,6	1,3	-13,9
ROCE (NOPAT)		12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	12,8 %	16,9 %	19,0 %
Guidance:	GJ 2026: Umsatz EUR 380-410 Mio.; EBIT EUR 38-42 Mio.; opCF EUR 32-38 Mio.							

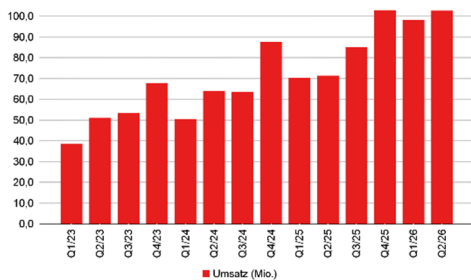
Analyst/-in

Christian Cohrs
c.cohrs@mp-capitalmarkets.com
+49 40 38022-2175

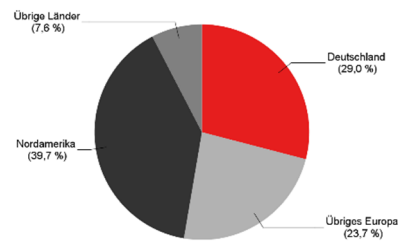
COMMENT

Veröffentlicht 14.08.2026 08:00 | 1

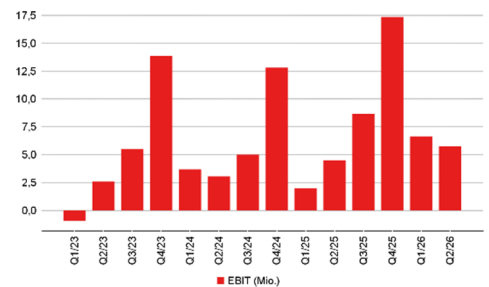
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
 in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
 2025; in %


Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
 in Mio. EUR


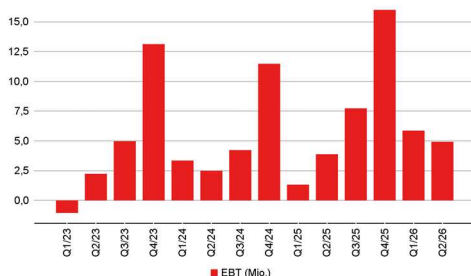
Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

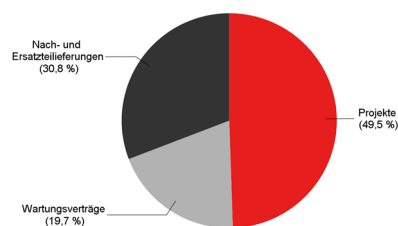
- init ist ein führender Anbieter von Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr und deckt einen Großteil der Wertschöpfung seiner Kunden ab.
- Das 1983 als Universitätsausgründung entstandene Unternehmen bedient mehr als 1.400 Verkehrsbetriebe weltweit mit seinem Netzwerk aus 40 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

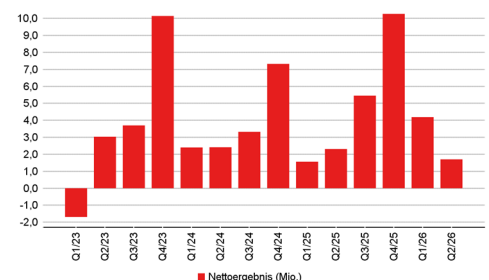
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 1.400 Verkehrsbetrieben 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	408,1	461,6	516,0	567,7	619,9	671,9	723,0	772,2	818,5	861,1	899,0	931,3	957,4	2,0 %
Umsatzwachstum	23,8 %	13,1 %	11,8 %	10,0 %	9,2 %	8,4 %	7,6 %	6,8 %	6,0 %	5,2 %	4,4 %	3,6 %	2,8 %	
EBIT	41,5	54,0	64,5	73,8	79,5	85,0	90,1	94,7	98,7	101,9	104,2	105,6	105,9	11,1 %
EBIT-Marge	10,2 %	11,7 %	12,5 %	13,0 %	12,8 %	12,7 %	12,5 %	12,3 %	12,1 %	11,8 %	11,6 %	11,3 %	11,1 %	
Steuerquote (EBT)	35,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,5 %	31,0 %	31,5 %	32,0 %	32,5 %	33,0 %	33,5 %	34,0 %	34,5 %	69,3
NOPAT	27,0	37,8	45,2	51,7	55,3	58,7	61,7	64,4	66,6	68,3	69,3	69,7	69,3	
Abschreibungen	19,0	19,0	18,9	19,8	21,5	23,2	24,8	26,5	28,2	29,9	31,5	33,2	34,9	3,6 %
Abschreibungsquote	4,7 %	4,1 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	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	6,8
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	7,3	15,7	16,3	14,7	13,6	13,5	13,3	12,8	12,0	11,1	9,9	8,4	6,8	35,5
- Investitionen	20,8	17,7	18,1	20,8	22,4	24,1	25,7	27,3	29,0	30,6	32,2	33,9	35,5	
Investitionsquote	5,1 %	3,8 %	3,5 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,7 %	0,0
- 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)	18,4	23,7	30,0	35,5	40,3	43,7	47,1	50,3	53,3	56,0	58,3	60,1	61,5	62
Barwert FCF	18,4	21,8	25,4	27,7	28,9	28,9	28,6	28,1	27,4	26,5	25,4	24,1	22,7	
Anteil der Barwerte	9,65 %			39,48 %										50,87 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:

Fremdkapitalquote	6,30 %
FK-Zins (nach Steuern)	3,2 %
Marktrendite	8,25 %
Risikofreie Rendite	2,75 %

WACC 8,65 %

Herleitung Beta:

Finanzielle Stabilität	1,10
Liquidität (Akte)	1,30
Zyklizität	0,90
Transparenz	1,20
Sonstiges	1,20

Beta 1,14

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2038e

Terminal Value	346
Zinstr. Verbindlichkeiten	85
Pensionsrückstellungen	7
Hybridkapital	-47
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	25
Eigenkapitalwert	661
Aktienzahl (Mio.)	11,0
Wert je Aktie (EUR)	59,84

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,33	9,7 %	49,10	49,78	50,51	51,28	52,10	52,99	53,93	1,33	9,7 %	42,80	45,62	48,45	51,28	54,11	56,94	59,76
1,24	9,2 %	52,64	53,45	54,32	55,25	56,25	57,33	58,49	1,24	9,2 %	46,16	49,19	52,22	55,25	58,29	61,32	64,35
1,19	8,9 %	54,58	55,48	56,44	57,46	58,57	59,76	61,04	1,19	8,9 %	48,03	51,17	54,32	57,46	60,61	63,75	66,90
1,14	8,7 %	56,66	57,65	58,70	59,84	61,06	62,39	63,82	1,14	8,7 %	50,04	53,30	56,57	59,84	63,10	66,37	69,64
1,09	8,4 %	58,89	59,98	61,14	62,40	63,76	65,24	66,85	1,09	8,4 %	52,21	55,61	59,00	62,40	65,80	69,20	72,60
1,04	8,2 %	61,29	62,49	63,78	65,18	66,70	68,35	70,15	1,04	8,2 %	54,56	58,10	61,64	65,18	68,72	72,26	75,80
0,95	7,7 %	66,65	68,13	69,73	71,48	73,39	75,48	77,79	0,95	7,7 %	59,89	63,76	67,62	71,48	75,34	79,21	83,07

- 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	25,1	36,2	43,8
+ 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	-3,0	-2,2	-1,9
- 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	-0,7	-0,6
= Free Cash Flow Potential	19,1	18,8	20,1	25,1	30,8	41,6	48,9
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,0 %	8,2 %	9,9 %
WACC	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %
= Enterprise Value (EV)	280,7	331,6	440,3	480,4	516,7	509,1	494,0
= Fair Enterprise Value	221,2	216,9	232,8	290,5	356,3	481,0	565,7
- Nettoverschuldung (Liquidität)	59,3	59,3	59,3	59,3	5,8	-5,3	-20,3
- 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	-3,7	0,0	0,0
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	158,0	153,7	169,6	227,3	347,4	479,8	579,5
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	10,5	11,0	11,0
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	15,96	15,62	17,17	22,89	33,21	43,77	52,87
Premium (-) / Discount (+) in %					-27,8 %	-4,9 %	14,9 %
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
WACC	11,65 %	10,20	9,95	11,10	15,36	24,44	32,47
	10,65 %	11,76	11,48	12,75	17,40	26,81	35,53
	9,65 %	13,64	13,34	14,73	19,86	29,68	39,22
	8,65 %	15,96	15,62	17,17	22,89	33,21	43,77
	7,65 %	18,88	18,50	20,25	26,72	37,66	49,50
	6,65 %	22,68	22,25	24,26	31,69	43,45	56,96
	5,65 %	27,82	27,33	29,69	38,43	51,29	67,07

- "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	12,06	14,51	17,42
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	12,4 x	9,4 x	7,7 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	15,8 x	17,9 x	14,8 x	12,4 x	9,4 x	7,7 x
Kurs / FCF	23,6 x	n.a.	n.a.	17,7 x	30,9 x	23,0 x	17,6 x
KGV	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	19,0 x	13,9 x	11,5 x
KGV ber.*	15,4 x	18,8 x	23,3 x	21,3 x	19,0 x	13,9 x	11,5 x
Dividendenrendite	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	3,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	5,7 %	4,6 %	5,2 %	6,0 %	8,2 %	9,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

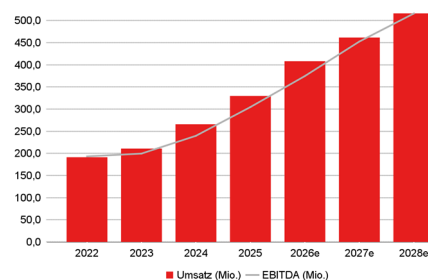
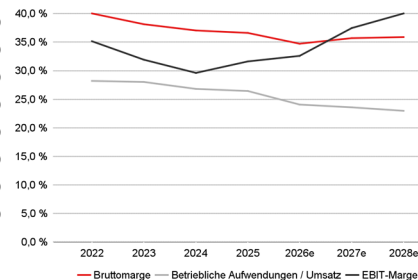
In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	191,3	210,8	265,7	329,7	408,1	461,6	516,0
Veränd. Umsatz yoy	8,3 %	10,2 %	26,0 %	24,1 %	23,8 %	13,1 %	11,8 %
Herstellungskosten	114,7	130,4	167,3	208,9	266,4	296,8	330,8
Bruttoergebnis	76,6	80,4	98,4	120,8	141,7	164,8	185,3
<i>Bruttomarge</i>	<i>40,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>37,0 %</i>	<i>36,6 %</i>	<i>34,7 %</i>	<i>35,7 %</i>	<i>35,9 %</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	36,5	40,9	45,0
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	-1,8	-2,0	-2,1
Sonstige betriebliche Erträge	4,1	3,4	4,1	2,6	3,7	4,0	4,3
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	60,5	73,0	83,4
<i>Marge</i>	<i>16,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>15,8 %</i>	<i>16,2 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,8	8,3	10,2	10,9	10,5	10,7	10,8
EBITA	23,4	24,0	28,5	38,3	50,1	62,3	72,6
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
EBIT	21,0	21,0	24,5	32,5	41,5	54,0	64,5
<i>Marge</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>9,2 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>12,5 %</i>
EBIT adj.	21,0	21,0	24,5	32,5	41,5	54,0	64,5
Zinserträge	0,0	0,3	0,4	0,2	0,7	1,5	1,8
Zinsaufwendungen	0,8	2,0	3,4	3,8	3,7	3,7	3,7
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	38,5	51,8	62,6
<i>Marge</i>	<i>10,6 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>11,2 %</i>	<i>12,1 %</i>
Steuern gesamt	3,8	4,1	6,4	9,6	13,5	15,5	18,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,5	15,2	15,2	19,4	25,1	36,2	43,8
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	25,1	36,2	43,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0
Nettoergebnis	16,5	15,2	15,5	19,6	25,3	36,2	43,8
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>8,5 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,9	9,8	9,9	9,9	10,5	11,0	11,0
EPS	1,67	1,54	1,57	1,97	2,42	3,31	4,00
EPS adj.	1,67	1,54	1,57	1,97	2,42	3,31	4,00

*Adjustiert um:

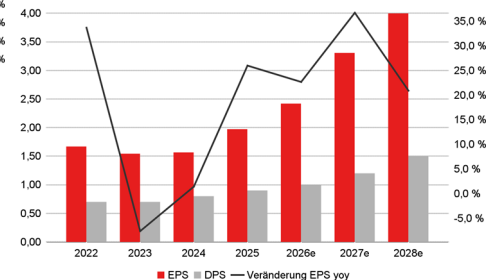
Guidance: GJ 2026: Umsatz EUR 380-410 Mio.; EBIT EUR 38-42 Mio.; opCF EUR 32-38 Mio.

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	28,2 %	28,0 %	26,8 %	26,5 %	24,1 %	23,6 %	23,0 %
Operating Leverage	2,4 x	0,0 x	0,6 x	1,4 x	1,2 x	2,3 x	1,6 x
EBITDA / Interest expenses	41,6 x	16,0 x	11,5 x	12,9 x	16,4 x	19,7 x	22,5 x
Steuerquote (EBT)	18,6 %	21,4 %	29,5 %	33,0 %	35,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	42,0 %	45,5 %	52,0 %	46,1 %	41,7 %	36,3 %	37,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	174.182	184.913	195.205	211.599	n.a.	n.a.	n.a.

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

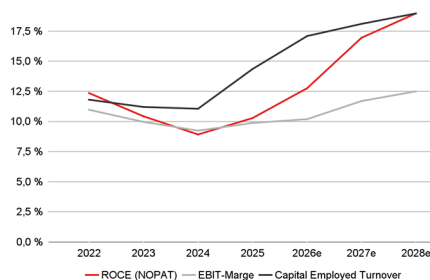
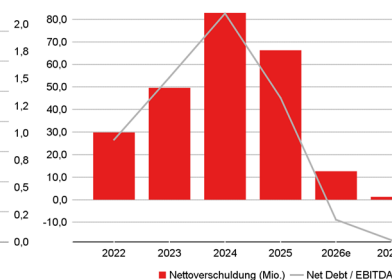
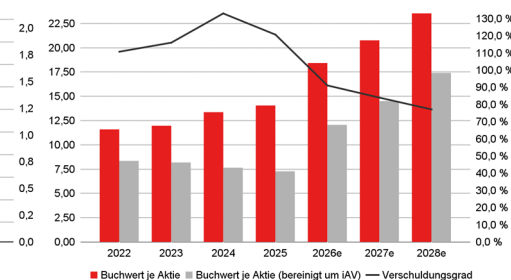
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,5	38,0	57,4	68,1	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	64,5	64,4	65,1
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	9,6	10,9	12,2
Anlagevermögen	108,1	112,6	135,1	143,6	146,2	146,1	146,6
Vorräte	42,1	49,3	57,2	48,9	53,6	60,6	67,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,0	65,1	87,7	81,9	98,4	111,3	124,4
Liquide Mittel	40,1	27,3	23,5	25,5	76,2	87,7	103,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,6	6,2	9,5	11,4	14,1	16,0	17,9
Umlaufvermögen	137,7	147,9	178,0	167,7	242,3	275,5	313,3
Bilanzsumme (Aktiva)	245,8	260,5	313,0	311,4	388,5	421,7	459,9
Passiva							
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	52,2	52,2	52,2
Gewinnrücklagen	103,3	108,7	120,9	126,8	143,1	168,9	199,6
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	203,4	229,2	259,9
Anteile Dritter	0,2	0,4	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Eigenkapital	116,6	120,6	134,3	141,2	203,2	229,0	259,7
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	46,9	50,6	54,1
Sonstige Verbindlichkeiten	29,7	25,8	30,7	36,6	40,1	42,6	45,2
Verbindlichkeiten	129,2	139,9	178,7	170,2	185,3	192,7	200,2
Bilanzsumme (Passiva)	245,8	260,5	313,0	311,4	388,5	421,7	459,9

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,4 x	1,5 x	2,1 x	2,5 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 %	17,3 %	24,8 %	29,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,4 %	10,4 %	8,9 %	10,3 %	12,8 %	16,9 %	19,0 %
ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	14,7 %	16,8 %	17,9 %
Adj. ROE	15,1 %	12,8 %	12,2 %	14,2 %	14,7 %	16,8 %	17,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	29,8	49,6	82,8	66,3	12,6	1,3	-13,9
Nettofinanzverschuldung	22,5	42,0	75,0	59,3	5,8	-5,3	-20,3
Net Gearing	25,6 %	41,2 %	61,7 %	47,0 %	6,2 %	0,6 %	-5,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	72,1 %	130,2 %	193,7 %	120,4 %	9,6 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	11,6	12,0	13,4	14,1	18,4	20,8	23,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,3	8,2	7,6	7,3	12,1	14,5	17,4

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EUR

Buchwert je Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

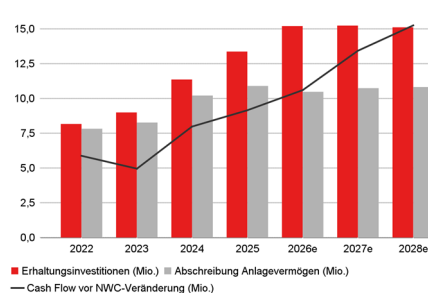
Cash flow

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,5	16,3	18,6	20,6	26,6	37,3	44,9
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	0,2	0,0	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	-6,9	-0,4	1,3	-2,3	-1,3	-1,3
Cash Flow vor NWC-Veränderung	24,1	20,3	32,7	37,6	43,4	55,1	62,5
Veränderung Vorräte	-7,8	-7,2	-7,9	8,3	-4,6	-7,0	-7,2
Veränderung Forderungen aus L+L	3,7	-15,1	-22,7	5,8	-16,5	-12,9	-13,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,5	8,8	5,6	-0,1	13,1	3,6	3,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,3	0,9	2,7	-3,3	0,8	0,5	0,6
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,1	-12,6	-22,3	10,7	-7,3	-15,7	-16,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24,3	7,7	10,4	48,2	36,1	39,3	46,2
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	1,1	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-10,5	-13,5	-24,0	-19,1	-14,4	-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	-9,0	-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	46,0	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	29,0	-15,9	-18,6
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	11,6	-12,3	-4,6	3,9	50,8	11,4	15,6
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	76,2	87,7	103,2

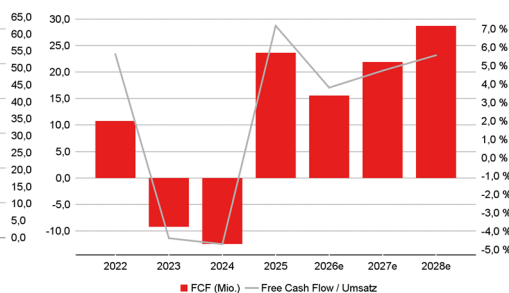
Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitalfluss							
FCF	10,8	-9,2	-12,5	23,6	15,6	21,9	28,7
Free Cash Flow / Umsatz	5,6 %	-4,4 %	-4,7 %	7,2 %	3,8 %	4,7 %	5,6 %
Free Cash Flow Potential	19,1	18,8	20,1	25,1	30,8	41,6	48,9
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	65,2 %	-60,6 %	-80,5 %	120,6 %	61,5 %	60,4 %	65,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	1,3 %	1,8 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,4 %	3,1 %	4,0 %	4,2 %	4,4 %	4,5 %	4,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	5,2 %	5,9 %	6,8 %	5,7 %	3,8 %	2,6 %	2,3 %
Maint. Capex / Umsatz	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,1 %	3,7 %	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 %	23,8 %	23,6 %	24,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	256,4 %	229,7 %	258,2 %	241,8 %	209,6 %	220,0 %	230,2 %
Vorratumschlag	2,7 x	2,6 x	2,9 x	4,3 x	5,0 x	4,9 x	4,9 x
Receivables collection period (Tage)	95	113	121	91	88	88	88
Payables payment period (Tage)	62	79	74	59	64	62	60
Cash conversion cycle (Tage)	164	163	168	111	91	95	97

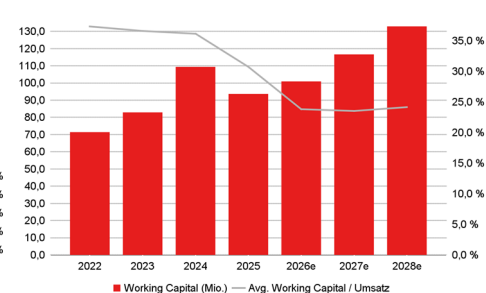
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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	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	135	74
Halten	37	20
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	7	4
Gesamt	183	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	4	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	4	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [14.08.2026]


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

Ines Struck +49 40 38022-1258
 Sales i.struck@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

Mirko Brüggemann +49 40 38022-1262
 m.brueggemann@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