

<b>Buy</b> <b>EUR 50,00</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 50,63 FCF-Value Potential: 35,92	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,7</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> Init bietet Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr weltweit
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 343,3 Aktienanzahl (Mio.): 10,0 EV: 354,7 Freefloat MC: 177,9 Ø Trad. Vol. (30T): 224,06 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 51,8 % Eheleute Dr. G. Greschner 42,6 % Restlicher Vorstand 4,7 % Mitarbeiteraktien 0,5 % Eigene Aktien 0,4 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2020e Beta: 1,2 KBV: 3,7 x EK-Quote: 45 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,3 x Net Debt / EBITDA: 0,7 x
<b>Kurs</b> EUR 34,50 <b>Upside</b> 44,9 %			

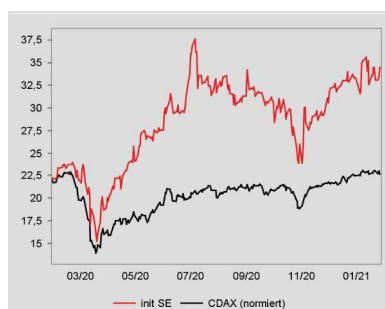
## Bidens Infrastrukturgesetz könnte erhebliche Wachstumsmöglichkeiten schaffen

init und seine Tochtergesellschaft HanseCom haben mit der Spokane Transit Authority (STA) im Osten des US-Bundesstaates Washington einen Vertrag für die kontenbasierte und kontaktlose intelligente Fahrgeldzahlung für die Sieben-Städte-Region abgeschlossen. Der Vertrag umfasst ein Hintergrundsystem zur Einnahmenverwaltung (MOBILEvario), kontaktlose Ticketterminals und eine mobile App. init wird die STA-Busse mit 354 kontaktlosen Fahrgastterminals ausstatten und weitere 33 Geräte installieren, die einen Bus-Zustieg an allen Türen ermöglichen.

Der Rollout des Kernsystems folgt einem aggressiven 18-monatigen Zeitplan und sollte mit der Eröffnung der neuen Bus-Rapid-Transit-Linie der STA im Mai 2022 abgeschlossen sein. Details zum damit verbundenen Umsatzvolumen wurden nicht bekannt gegeben. Wir schätzen jedoch einen niedrigen einstelligen Millionenbetrag für den Projekt-Rollout. Darüber hinaus erhält HanseCom eine Umsatzbeteiligung aus dem Fahrkartenverkauf und damit wiederkehrende Umsätze, solange das System in Betrieb ist.

Mit dem ersten US-Auftrag für die init-Tochter HanseCom hat das Unternehmen seine Marktposition in den USA weiter gestärkt. Wir sehen in diesem Markt ein erhebliches Wachstumspotenzial, insbesondere nachdem die Demokraten die Präsidentschaftswahlen gewonnen haben und in beiden Kammern des Kongresses über eine knappe Mehrheit verfügen, da damit die Wahrscheinlichkeit steigt, dass Biden sein Infrastrukturgesetz innerhalb der nächsten zwei Jahre vor den Zwischenwahlen verabschiedet. Im Rahmen dieses 2-Billionen-Dollar-Paketes sollen die ca. 300 größten Städte (Städte mit mehr als 100.000 Einwohnern) zusätzlich zu den bestehenden Transit- und Buslinien mit einem hochwertigen, emissionsfreien ÖPNV ausgestattet werden. Aufgrund der starken Marktposition von init in den USA und seiner führenden Lösungen für Elektroflotten dürfte das Unternehmen von diesem Gesetzentwurf deutlich profitieren.

Vom Volumen her war dieser Auftrag in unseren Wachstumsannahmen bereits antizipiert. Das Umsatzpotenzial aus einem möglichen Infrastrukturgesetz ist jedoch in unserer mittelfristigen Prognose noch nicht berücksichtigt und könnte weiteres Aufwärtspotenzial für unsere Bewertung schaffen. Da die Visibilität der Details und des Zeitplans dieser politischen Initiative noch begrenzt ist, bleiben wir vorerst bei unseren konservativen Wachstumsschätzungen und bestätigen unser Kursziel und unsere Kaufempfehlung für init.

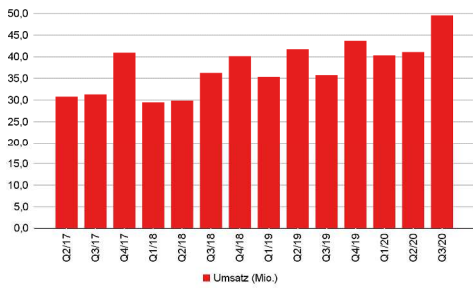


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	2,1 %
6 Monate:	-3,6 %
Jahresverlauf:	3,1 %
Letzte 12 Monate:	52,0 %

Unternehmenstermine:	
25.03.21	FY 2020
11.05.21	Q1
19.05.21	HV (virtuell)
11.08.21	Q2

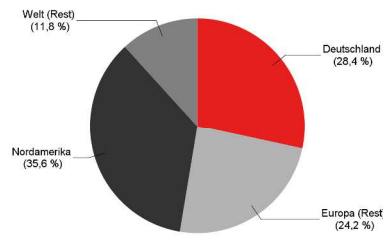
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	14,9 %	108,6	130,6	135,7	156,5	180,2	202,7	237,3
Veränd. Umsatz yoy		3,2 %	20,2 %	4,0 %	15,3 %	15,2 %	12,5 %	17,1 %
<b>Rohertragsmarge</b>		28,8 %	32,7 %	33,9 %	34,0 %	33,0 %	34,4 %	34,8 %
<b>EBITDA</b>	18,9 %	15,8	12,8	10,9	23,5	27,6	31,7	39,4
Marge		14,5 %	9,8 %	8,1 %	15,0 %	15,3 %	15,7 %	16,6 %
<b>EBIT</b>	23,5 %	11,7	8,6	6,4	16,2	19,8	23,5	30,6
Marge		10,7 %	6,6 %	4,7 %	10,4 %	11,0 %	11,6 %	12,9 %
<b>Nettoergebnis</b>	22,3 %	8,6	3,7	2,4	11,3	12,5	14,6	20,8
<b>EPS</b>	22,8 %	0,86	0,37	0,24	1,13	1,25	1,46	2,09
<b>EPS adj.</b>	22,8 %	0,86	0,37	0,24	1,13	1,25	1,46	2,09
<b>DPS</b>	14,5 %	0,22	0,22	0,12	0,40	0,50	0,55	0,60
Dividendenrendite		1,5 %	1,4 %	0,7 %	2,3 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %
<b>FCFPS</b>		0,52	-0,77	1,00	1,55	1,31	1,71	2,09
<b>FCF / MarktKap.</b>		3,6 %	-4,8 %	5,7 %	8,8 %	3,8 %	4,9 %	6,1 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,5 x	1,5 x	1,5 x	1,2 x	2,0 x	1,7 x	1,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		10,6 x	15,2 x	18,5 x	8,2 x	13,2 x	11,2 x	8,8 x
<b>EV / EBIT</b>		14,3 x	22,7 x	31,8 x	11,8 x	18,4 x	15,1 x	11,4 x
<b>KGV</b>		17,0 x	43,8 x	73,8 x	15,6 x	27,6 x	23,6 x	16,5 x
<b>KGV ber.</b>		17,0 x	43,8 x	73,8 x	15,6 x	27,6 x	23,6 x	16,5 x
<b>FCF Potential Yield</b>		6,8 %	3,3 %	2,8 %	8,9 %	5,2 %	6,1 %	7,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		20,1	31,8	24,7	15,0	19,8	10,5	3,9
<b>ROCE (NOPAT)</b>		10,0 %	3,9 %	2,8 %	12,0 %	12,7 %	13,8 %	17,7 %
<b>Guidance:</b>		AE 180-190 Mio. Euro, Umsatz ca. 180 Mio. Euro, EBIT 18-20 Mio. Euro						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



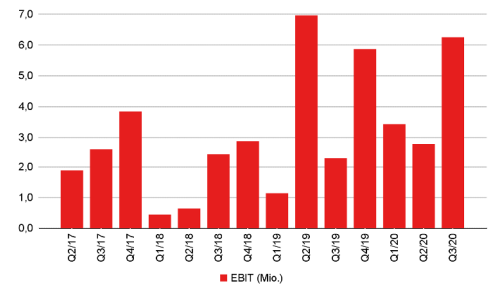
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2019; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

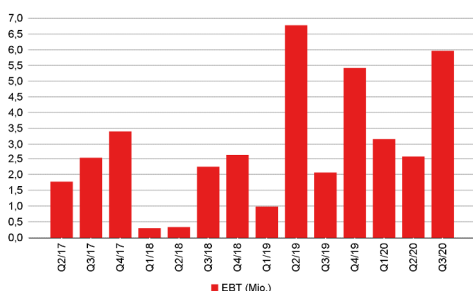
**Unternehmenshintergrund**

- init ist ein führender Anbieter von Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr und deckt einen Großteil der Wertschöpfung seiner Kunden ab.
- Das 1983 als Universitätsausgründung entstandene Unternehmen bedient mit seinen rund 900 Mitarbeitern über 700 Kunden weltweit durch seine über 25 Tochtergesellschaften.
- 55% des Konzernumsatzes werden mit neu gewonnen Projekten generiert. Die übrigen 45% bestehen aus wiederkehrenden Umsätzen wie Nach- und Erweiterungslieferungen, Wartung, Instandhaltung und Dienstleistungen.
- Das Produktportfolio umfasst Electronic Ticketing (45% des Umsatzes), ITCS - Intermodal Transport Control System (25%), Automatische Passagierzählung (20%) und Fahrplanerstellung (5%).

**Wettbewerbsqualität**

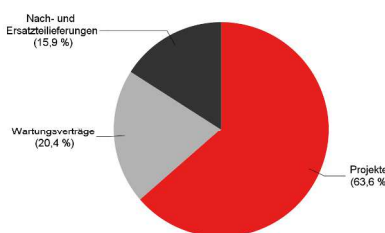
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 700 Verkehrsbetrieben weltweit eröffnen signifikante Cross-Selling-Potenziale.
- Große installierte Basis aus >130 ICTS/RTPI-Systemen, >120 Personaldispositionssystemen, >100 Planungssystemen, >130 Ticketing-Systemen und >120,000 ausgerüsteten Fahrzeugen generiert profitable wiederkehrende Umsätze.
- Tiefe Integration in nahezu alle Kundenprozesse entlang der Wertschöpfung erzeugt signifikante Wechselkosten.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



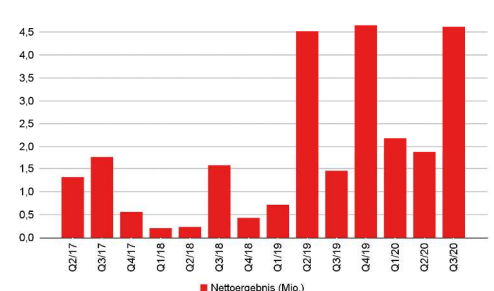
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2019



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	180,2	202,7	237,3	271,2	306,8	343,6	381,4	421,4	463,6	509,9	545,6	567,4	581,6	
Umsatzwachstum	15,2 %	12,5 %	17,1 %	14,3 %	13,1 %	12,0 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	7,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	19,8	23,5	30,6	35,8	41,4	44,7	45,8	46,4	46,4	51,0	54,6	56,7	58,2	
EBIT-Marge	11,0 %	11,6 %	12,9 %	13,2 %	13,5 %	13,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	13,9	16,5	21,4	25,1	29,0	31,3	32,0	32,4	32,4	35,7	38,2	39,7	40,7	
Abschreibungen	7,7	8,2	8,8	7,6	8,3	8,9	9,5	10,5	11,6	12,7	13,6	11,3	14,5	
Abschreibungsquote	4,3 %	4,1 %	3,7 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,5 %	
Veränd. Rückstellungen	1,2	0,2	0,2	1,8	1,9	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5	1,9	1,2	0,8	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,5	-1,0	2,9	7,4	9,0	9,0	9,8	10,4	11,0	12,1	9,3	5,7	3,7	
- Investitionen	7,0	6,9	7,1	7,7	8,6	9,4	10,3	11,2	12,1	13,3	14,2	14,8	15,1	
Investitionsquote	3,9 %	3,4 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	
Sonstiges	10,3	2,5	8,5	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,0	16,5	11,9	19,3	21,6	23,0	23,5	23,6	23,3	25,6	30,3	31,8	37,2	38
Barwert FCF	5,1	15,5	10,4	15,8	16,4	16,3	15,5	14,5	13,3	13,7	15,0	14,7	16,0	337
Anteil der Barwerte	5,97 %			29,11 %										64,92 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>7,37 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,16</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	182		
Terminal Value	337		
Zinstr. Verbindlichkeiten	30		
Pensionsrückstellungen	11		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	26	Aktienzahl (Mio.)	10,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>504</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>50,63</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,36	8,4 %	38,06	38,94	39,89	40,92	42,04	43,26	44,61	1,36	8,4 %	33,68	36,09	38,50	40,92	43,33	45,74	48,16
1,26	7,9 %	41,74	42,83	44,01	45,31	46,73	48,30	50,03	1,26	7,9 %	37,34	40,00	42,65	45,31	47,96	50,62	53,28
1,21	7,6 %	43,83	45,04	46,37	47,83	49,44	51,23	53,22	1,21	7,6 %	39,45	42,24	45,04	47,83	50,63	53,43	56,22
1,16	7,4 %	46,10	47,47	48,97	50,63	52,46	54,50	56,80	1,16	7,4 %	41,78	44,73	47,68	50,63	53,58	56,53	59,48
1,11	7,1 %	48,60	50,14	51,84	53,73	55,83	58,18	60,84	1,11	7,1 %	44,36	47,48	50,61	53,73	56,85	59,97	63,09
1,06	6,9 %	51,34	53,09	55,03	57,19	59,61	62,35	65,46	1,06	6,9 %	47,25	50,56	53,88	57,19	60,50	63,81	67,13
0,96	6,4 %	57,75	60,03	62,59	65,48	68,77	72,55	76,93	0,96	6,4 %	54,17	57,94	61,71	65,48	69,25	73,02	76,79

- CarMediaLab, TQA und SQM konnten in den letzten Jahren kein relevantes Minderheiten-Ergebnis generieren können
- Der Minderheitsanteil soll im laufenden Jahr über eine bestehende Kaufoption erworben werden (-5 Mio. EUR "Sonstiges")
- Zur Bewertung der Minderheiten Anteile haben wir deren aktuellen Buchwert mit unserem Ziel-P/B von 5.6x multipliziert
- Adjustierungen um den IFRS 16 effect finden sich in der Zeile "Sonstiges".
- Abschreibungen auf Nutzungsrechte wurden ab 2023ff nicht berücksichtigt

## Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,6	3,6	2,4	11,3	13,2	15,8	20,8	
+ Abschreibung + Amortisation	4,0	4,2	4,6	7,2	7,7	8,2	8,8	
- Zinsergebnis (netto)	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
- Erhaltungsinvestitionen	1,7	2,1	2,2	2,5	2,9	3,2	3,8	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>17,0</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>26,7</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	3,3 %	2,8 %	8,9 %	5,2 %	6,1 %	7,7 %	
WACC	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>166,7</b>	<b>194,5</b>	<b>202,9</b>	<b>192,4</b>	<b>364,0</b>	<b>354,7</b>	<b>348,1</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>154,3</b>	<b>87,6</b>	<b>77,5</b>	<b>231,2</b>	<b>258,4</b>	<b>294,7</b>	<b>362,2</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	3,9	3,9	3,9	3,9	7,5	-2,1	-8,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	11,1	11,1	11,1	11,1	12,3	12,5	12,7	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>138,4</b>	<b>71,7</b>	<b>61,6</b>	<b>215,3</b>	<b>237,6</b>	<b>283,3</b>	<b>357,4</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>13,89</b>	<b>7,17</b>	<b>6,15</b>	<b>21,52</b>	<b>23,82</b>	<b>28,47</b>	<b>35,92</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-31,0 %	-17,5 %	4,1 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,37 %	9,42	4,66	3,94	14,92	16,37	19,90	25,39
	9,37 %	10,60	5,32	4,53	16,68	18,34	22,15	28,15
	8,37 %	12,05	6,15	5,26	18,86	20,78	24,93	31,57
WACC	<b>7,37 %</b>	<b>13,91</b>	<b>7,20</b>	<b>6,19</b>	<b>21,64</b>	<b>23,88</b>	<b>28,47</b>	<b>35,92</b>
	6,37 %	16,34	8,58	7,42	25,29	27,96	33,12	41,63
	5,37 %	19,68	10,48	9,09	30,29	33,55	39,49	49,47
	4,37 %	24,55	13,24	11,54	37,59	41,70	48,79	60,90

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

Wertermittlung							
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	1,9 x	2,2 x	2,3 x	2,1 x	3,7 x	3,3 x	2,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,72	5,45	5,67	6,75	6,43	7,48	9,11
EV / Umsatz	1,5 x	1,5 x	1,5 x	1,2 x	2,0 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA	10,6 x	15,2 x	18,5 x	8,2 x	13,2 x	11,2 x	8,8 x
EV / EBIT	14,3 x	22,7 x	31,8 x	11,8 x	18,4 x	15,1 x	11,4 x
EV / EBIT adj.*	23,9 x	22,7 x	31,8 x	11,8 x	18,4 x	15,1 x	11,4 x
Kurs / FCF	28,1 x	n.a.	17,6 x	11,4 x	26,4 x	20,3 x	16,6 x
KGV	17,0 x	43,8 x	73,8 x	15,6 x	27,6 x	23,6 x	16,5 x
KGV ber.*	17,0 x	43,8 x	73,8 x	15,6 x	27,6 x	23,6 x	16,5 x
Dividendenrendite	1,5 %	1,4 %	0,7 %	2,3 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,8 %	3,3 %	2,8 %	8,9 %	5,2 %	6,1 %	7,7 %
*Adjustiert um:	-						

GuV							
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>108,6</b>	<b>130,6</b>	<b>135,7</b>	<b>156,5</b>	<b>180,2</b>	<b>202,7</b>	<b>237,3</b>
Veränd. Umsatz yoy	3,2 %	20,2 %	4,0 %	15,3 %	15,2 %	12,5 %	17,1 %
Herstellungskosten	77,3	87,9	89,7	103,2	120,7	133,0	154,7
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>31,3</b>	<b>42,7</b>	<b>46,0</b>	<b>53,2</b>	<b>59,5</b>	<b>69,7</b>	<b>82,6</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>28,8 %</i>	<i>32,7 %</i>	<i>33,9 %</i>	<i>34,0 %</i>	<i>33,0 %</i>	<i>34,4 %</i>	<i>34,8 %</i>
Forschung und Entwicklung	5,0	6,9	11,5	10,4	11,2	12,0	12,8
Vertriebskosten	13,1	16,1	16,7	16,7	16,4	20,7	24,0
Verwaltungskosten	8,4	10,7	10,7	13,3	14,4	15,2	17,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7	2,5	3,3	0,5	1,4	2,0	1,9
Sonstige betriebliche Erträge	3,0	2,0	2,6	4,0	3,8	3,6	3,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>15,8</b>	<b>12,8</b>	<b>10,9</b>	<b>23,5</b>	<b>27,6</b>	<b>31,7</b>	<b>39,4</b>
<i>Marge</i>	<i>14,5 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>15,7 %</i>	<i>16,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,6	2,8	3,1	5,8	6,1	6,5	6,9
<b>EBITA</b>	<b>13,2</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>17,6</b>	<b>21,4</b>	<b>25,2</b>	<b>32,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	1,4	1,5	1,4	1,6	1,7	1,9
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>11,7</b>	<b>8,6</b>	<b>6,4</b>	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	<b>23,5</b>	<b>30,6</b>
<i>Marge</i>	<i>10,7 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>12,9 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>7,0</b>	<b>8,6</b>	<b>6,4</b>	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	<b>23,5</b>	<b>30,6</b>
Zinserträge	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,5	0,9	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>11,2</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>15,2</b>	<b>18,8</b>	<b>22,5</b>	<b>29,6</b>
<i>Marge</i>	<i>10,3 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>12,5 %</i>
Steuern gesamt	2,6	4,2	3,1	3,9	5,6	6,8	8,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>8,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,2</b>	<b>15,8</b>	<b>20,8</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>8,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,2</b>	<b>15,8</b>	<b>20,8</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	1,2	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>8,6</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>14,6</b>	<b>20,8</b>
<i>Marge</i>	<i>7,9 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
<b>EPS</b>	<b>0,86</b>	<b>0,37</b>	<b>0,24</b>	<b>1,13</b>	<b>1,25</b>	<b>1,46</b>	<b>2,09</b>
EPS adj.	0,86	0,37	0,24	1,13	1,25	1,46	2,09

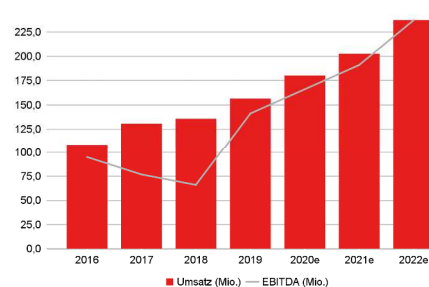
\*Adjustiert um:

Guidance: AE 180-190 Mio. Euro, Umsatz ca. 180 Mio. Euro, EBIT 18-20 Mio. Euro

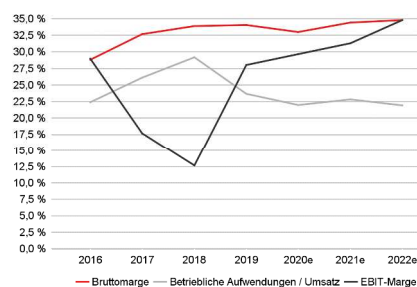
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	22,4 %	26,1 %	29,2 %	23,6 %	22,0 %	22,8 %	21,9 %
Operating Leverage	2,7 x	-1,3 x	-6,5 x	10,1 x	1,5 x	1,5 x	1,8 x
EBITDA / Interest expenses	29,1 x	14,7 x	11,6 x	21,2 x	27,0 x	31,9 x	40,7 x
Steuerquote (EBT)	22,9 %	53,6 %	55,6 %	25,6 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	25,5 %	60,3 %	49,3 %	35,3 %	37,9 %	34,7 %	28,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	154.751	177.142	170.491	180.674	191.782	199.195	215.922

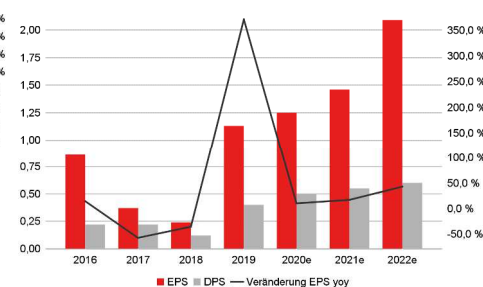
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

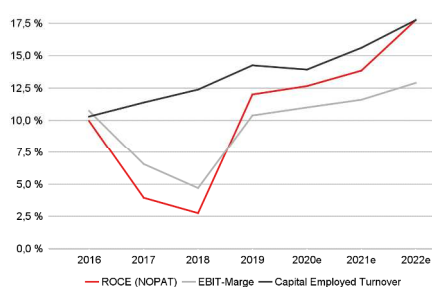
**Bilanz**

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	19,3	18,7	18,8	17,8	29,9	29,0	28,0
davon übrige imm. VG	10,3	9,7	9,8	8,8	10,9	10,0	9,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	9,0	9,0	9,0	9,0	19,0	19,0	19,0
Sachanlagen	31,7	35,8	35,6	50,8	54,4	54,0	53,3
Finanzanlagen	6,8	4,7	2,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	2,6	2,6	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>60,4</b>	<b>61,8</b>	<b>59,9</b>	<b>73,7</b>	<b>89,3</b>	<b>88,0</b>	<b>86,4</b>
Vorräte	27,0	26,0	27,9	27,8	33,4	34,9	39,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,9	34,5	26,1	43,0	42,5	43,3	44,9
Liquide Mittel	23,9	19,8	20,6	26,2	22,6	31,3	37,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	47,9	34,8	33,9	29,7	29,7	29,7	29,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>124,7</b>	<b>115,0</b>	<b>108,6</b>	<b>126,7</b>	<b>128,2</b>	<b>139,2</b>	<b>151,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>185,1</b>	<b>176,8</b>	<b>168,5</b>	<b>200,4</b>	<b>217,6</b>	<b>227,3</b>	<b>237,9</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	5,6	5,4	5,3	5,7	5,7	5,7	5,7
Gewinnrücklagen	58,4	59,9	60,5	70,5	79,0	88,6	103,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,1	-2,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Buchwert	76,2	73,1	75,6	85,4	93,9	103,4	118,7
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,2	5,1	5,1	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>76,4</b>	<b>73,3</b>	<b>75,8</b>	<b>85,5</b>	<b>98,9</b>	<b>108,5</b>	<b>118,8</b>
Rückstellungen gesamt	21,1	20,6	20,1	22,6	24,3	24,5	24,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,6	9,4	9,5	11,1	12,3	12,5	12,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	35,3	42,2	35,8	30,1	30,1	29,3	28,5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	19,7	24,6	18,4	17,8	17,8	17,8	17,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16,6	11,0	9,4	8,6	12,8	16,1	19,5
Sonstige Verbindlichkeiten	35,7	29,7	27,3	53,6	51,5	49,0	46,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>108,7</b>	<b>103,5</b>	<b>92,7</b>	<b>114,9</b>	<b>118,6</b>	<b>118,8</b>	<b>119,1</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>185,1</b>	<b>176,8</b>	<b>168,5</b>	<b>200,4</b>	<b>217,6</b>	<b>227,3</b>	<b>237,9</b>

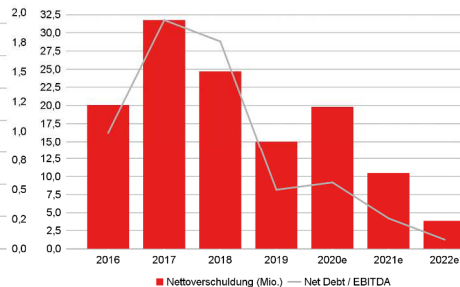
**Kennzahlen**

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,6 x	1,6 x	1,7 x	1,4 x	1,5 x	1,8 x	2,0 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	1,2 x	1,4 x	1,6 x	1,5 x	1,7 x	1,9 x
ROA	14,2 %	5,9 %	4,1 %	15,4 %	13,9 %	16,5 %	24,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	10,0 %	3,9 %	2,8 %	12,0 %	12,7 %	13,8 %	17,7 %
ROE	11,7 %	4,9 %	3,3 %	14,1 %	13,9 %	14,8 %	18,7 %
Adj. ROE	11,7 %	4,9 %	3,3 %	14,1 %	13,9 %	14,8 %	18,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	20,1	31,8	24,7	15,0	19,8	10,5	3,9
Nettofinanzverschuldung	11,4	22,4	15,2	3,9	7,5	-2,1	-8,9
Net Gearing	26,3 %	43,3 %	32,6 %	17,5 %	20,0 %	9,7 %	3,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	72,5 %	175,3 %	138,8 %	16,5 %	27,0 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	7,6	7,3	7,6	8,5	9,4	10,4	11,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,7	5,5	5,7	6,8	6,4	7,5	9,1

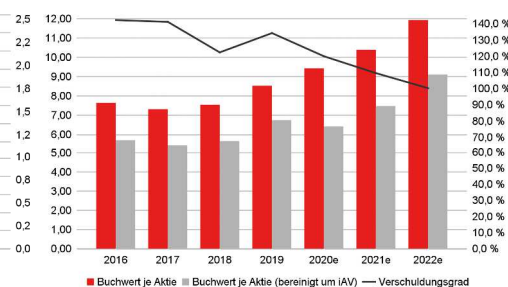
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



## Cash flow

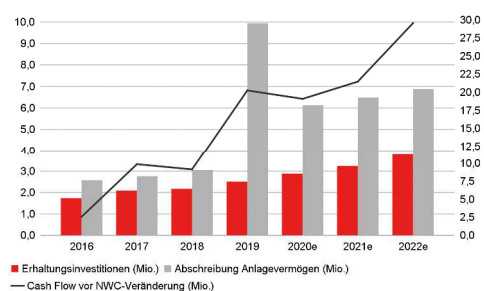
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	8,6	3,6	2,4	11,3	13,2	15,8	20,8
Abschreibung Anlagevermögen	2,6	2,8	3,1	9,9	6,1	6,5	6,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	1,4	1,5	1,4	1,6	1,7	1,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,4	-0,1	-0,6	2,4	1,2	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-9,8	2,1	2,7	-4,8	-3,0	-2,7	-0,2
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>2,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>20,2</b>	<b>19,1</b>	<b>21,5</b>	<b>29,5</b>
Veränderung Vorräte	-0,1	0,1	-1,5	0,4	-5,6	-1,5	-4,7
Veränderung Forderungen aus L+L	3,3	-2,7	10,8	-11,5	0,5	-0,8	-1,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	6,3	-2,8	-2,8	8,0	4,6	3,3	3,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,2	-2,5	-2,8	4,0	1,5	1,4	1,3
Veränderung Working Capital (gesamt)	10,6	-7,9	3,6	0,9	1,0	2,4	-1,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>13,2</b>	<b>2,1</b>	<b>12,8</b>	<b>21,1</b>	<b>20,1</b>	<b>23,9</b>	<b>27,9</b>
Investitionen in iAV	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,7	-0,8	-0,9
Investitionen in Sachanlagen	-7,2	-8,9	-2,4	-5,3	-6,3	-6,1	-6,2
Zugänge aus Akquisitionen	-7,4	0,0	-0,4	0,0	-7,8	0,0	-6,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,7	0,6	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-14,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-5,6</b>	<b>-14,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>-13,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	15,6	7,5	-6,1	-5,8	0,0	-0,8	-0,8
Dividende Vorjahr	-2,2	-2,2	-2,3	-1,3	-4,0	-5,0	-5,5
Erwerb eigener Aktien	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-2,4	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-2,8	-2,5	-2,5	-2,5
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>12,4</b>	<b>4,6</b>	<b>-9,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,8</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>10,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>5,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>8,7</b>	<b>6,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,3	-1,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	25,3	19,8	20,6	26,2	22,6	31,3	37,3

## Kennzahlen

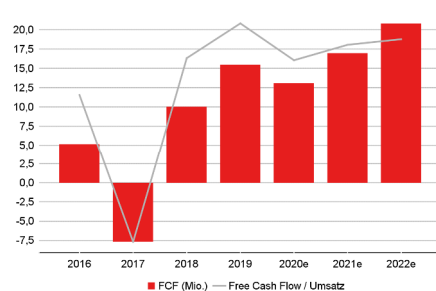
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	5,2	-7,7	10,0	15,5	13,1	17,0	20,8
Free Cash Flow / Umsatz	4,8 %	-5,9 %	7,4 %	9,9 %	7,3 %	8,4 %	8,8 %
Free Cash Flow Potential	11,4	6,5	5,7	17,0	19,0	21,7	26,7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	60,4 %	-210,0 %	411,8 %	136,6 %	105,0 %	116,6 %	100,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,2 %	0,8 %	0,3 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,0 %	2,2 %	2,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	7,5 %	7,5 %	2,0 %	3,6 %	3,9 %	3,4 %	3,0 %
Maint. Capex / Umsatz	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
CAPEX / Abschreibungen	199,6 %	231,8 %	60,4 %	78,4 %	90,7 %	84,0 %	81,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	32,3 %	32,0 %	33,6 %	33,5 %	34,3 %	30,3 %	26,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	155,7 %	312,5 %	277,4 %	502,6 %	332,0 %	268,9 %	230,3 %
Vorratumschlag	2,9 x	3,4 x	3,2 x	3,7 x	3,6 x	3,8 x	3,9 x
Receivables collection period (Tage)	87	96	70	100	86	78	69
Payables payment period (Tage)	79	46	38	30	39	44	46
Cash conversion cycle (Tage)	132	152	140	166	145	127	114

## Investitionen und Cash Flow

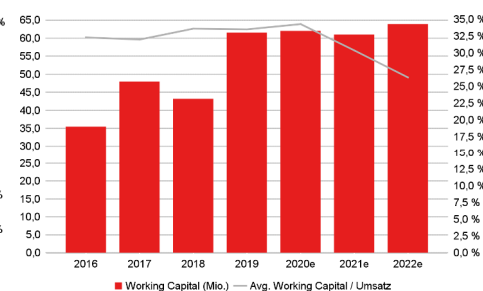
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

**QUELLEN**

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

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
init SE	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005759807.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/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	129	63
Halten	60	29
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>204</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 erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	37	80
Halten	6	13
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
<b>Gesamt</b>	<b>46</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [28.01.2021]



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

## EQUITIES

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

## RESEARCH

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

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

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +49 40 309537-240  
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

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

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

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

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

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

**Mustafa Hidir** +49 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

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

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

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

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

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

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

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

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

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

**Lea Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

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

**Alexander Eschweiler** +49 40 3282-2669  
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

**Maximilian Martin** +49 69 5050-7413  
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

**Christopher Seedorf** +49 69 5050-7414  
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

**Sophie Hauer** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

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

## SALES TRADING

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

**Elyaz Dust** +49 40 3282-2702  
Sales Trading edust@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Marcel Magiera** +49 40 3282-2662  
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

## MACRO RESEARCH

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

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

### Our research can be found under:

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](https://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](https://www.factset.com)

Thomson Reuters [www.thomsonreuters.com](https://www.thomsonreuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](https://www.capitaliq.com)

### For access please contact:

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

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