

Buy EUR 40,00 (EUR 43,00) Kurs EUR 18,32 Upside 118,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 40,00 FCF-Value Potential 24e: 35,00	Warburg ESG Risiko Score: 2,7 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 1,0	Beschreibung: Führender Anbieter von Spezialklebstoffen, UV- + IR-Strahlungssystemen, Quarzglasprodukten
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 111,1 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 164,1 Freefloat MC: 96,4 Ø Trad. Vol. (30T): 89,33 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 86,80 % Prof. Hönle 3,30 % Peter Möhrle Holding 11,10 % Teslin / Gerlin 5,80 % Dr. Vits 3,70 %	Kennzahlen (WRe): 2021/22e Beta: 1,3 KBV: 1,0 x EK-Quote: 55 % Net Fin. Debt / EBITDA: 4,0 x Net Debt / EBITDA: 4,8 x

Schließung von Raesch ist ein willkommener Schritt

Hönle hat die **Einleitung von Restrukturierungsmaßnahmen und die Stilllegung des Geschäftsbetriebs der defizitären Tochtergesellschaft Raesch Germany** angekündigt. Während Raesch bereits in den letzten Jahren meist um eine zufriedenstellende Profitabilität/Rendite kämpfte, werden steigende Kosten für Energie und andere Rohstoffe eine Rückkehr zur Profitabilität kurz- bis mittelfristig verhindern.

Die **Umsetzung der Restrukturierungsmaßnahmen wird zu einer Kostenbelastung von EUR 12,5 Mio. führen**, die im letzten GJ 2021/22 (Ende am 30. September) verbucht wurde. **Der größte Teil dieses Betrags ist jedoch auf die Abschreibung von Vermögenswerten zurückzuführen.** Nur ein kleiner Teil (WRe EUR 1-2 Mio.) dürfte zahlungswirksam sein. Der Verkauf der verbleibenden Vermögenswerte wird voraussichtlich zu einem Mittelzufluss im mittleren bis hohen einstelligen Millionenbereich führen, der die zahlungswirksamen Kosten mehr als ausgleichen wird.

Die ursprüngliche Absicht, das Geschäft mit der Übernahme von Raesch im Jahr 2012 in angrenzende Verbrauchsmaterialmärkte zu diversifizieren, hat sich nicht erfüllt. In den vergangenen zehn Jahren hat Raesch nur sehr selten ein positives operatives Ergebnis erzielt und Verluste von ca. EUR -10 Mio. angehäuft. Die FCF-Belastung war aufgrund des anlagenintensiven Geschäftsmodells sogar noch höher. **Im letzten GJ dürfte Raesch aufgrund der hohen Energiepreise das operative Ergebnis mit mehr als EUR -3 Mio. belastet haben**, was die Konzern-EBIT-Margen um -3 PP verwässerte (bereinigt ~7% inkl. Raesch; ~10% exkl. Raesch). Die Schließung dieser Tochtergesellschaft wird daher bereits im laufenden GJ zu einer deutlichen Steigerung der Profitabilität führen.

Inklusive der Einmaleffekte erwartet Hönle nun ein EBIT von EUR -3 bis -4 Mio. im GJ 2021/22. Damit liegt die operative Entwicklung am unteren Ende der bisherigen Guidance, was den Erwartungen entspricht.

Die Schätzungen für 2022 und darüber hinaus wurden gesenkt, um die Einstellung der Geschäftstätigkeit bei Raesch Germany zu berücksichtigen. Zudem wurden die Prognosen für den Konzernumsatz aufgrund der sich abschwächenden wirtschaftlichen Bedingungen gesenkt. Ohne Berücksichtigung von Raesch wird für Hönle nun eine etwa gleichbleibende Umsatzentwicklung erwartet. Neue Projekte sowie ein Aufholen bei den Auslieferungen im Zuge der nachlassenden Komponentenknappheit sollten eine potenziell schwächere Nachfrage im Systemgeschäft ausgleichen. **Die EBIT-Marge soll im nächsten Jahr wieder knapp über 12% liegen und sich bis 2024 durch einen höheren Umsatz und die Umsetzung von Produktpreiserhöhungen auf >15% erholen.**

Fazit: Der Schritt kam angesichts der sich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht ganz unerwartet. Es ist sehr zu begrüßen, dass Hönle das Kapitel Raesch Germany nun endgültig schließen wird. Operative Synergien waren für die Gruppe noch nie von Bedeutung und die Schließung von Raesch sollte dem Unternehmen helfen, zu seiner früheren starken Profitabilität zurückzukehren. Die mit der Umstrukturierung verbundene Liquiditätsbelastung dürfte sich in Grenzen halten. Das Kursziel wird aufgrund niedrigerer kurzfristiger Schätzungen auf EUR 40 gesenkt. Die Kaufempfehlung bleibt unverändert.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	2021/22e (alt)	+ / -	2022/23e (alt)	+ / -	2023/24e (alt)	+ / -	
Umsatz	127,7	0,0 %	143,2	-17,1 %	153,1	-15,0 %	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einstellung des Geschäftsbetriebs bei Raesch dürfte zu einem Umsatzrückgang von ~EUR 12-13 Mio. führen. Es wird erwartet, dass Hönle Raesch Malta, das profitabel ist, behält. ▪ Konzernumsatz und -ergebnis aufgrund schwächerer wirtschaftlicher Rahmenbedingungen reduziert
EBIT	9,5	n.m.	18,7	-24,0 %	24,1	-16,8 %	

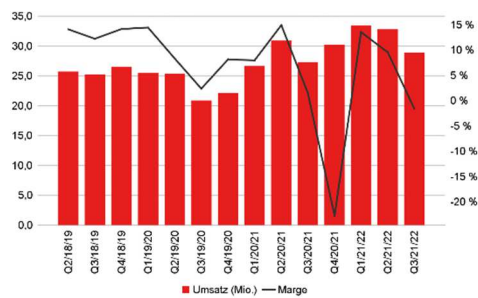


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	24,5 %
6 Monate:	-22,8 %
Jahresverlauf:	-30,8 %
Letzte 12 Monate:	-32,5 %

Unternehmenstermine:	

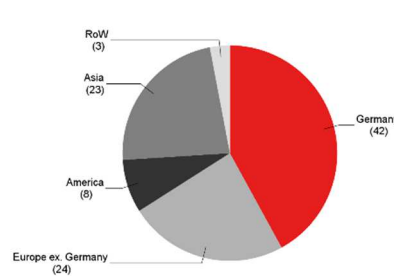
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (20/21-23/24e)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Umsatz	4,1 %	126,5	107,7	93,9	115,2	127,7	118,7	130,1
Veränd. Umsatz yoy		24,1 %	-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	10,9 %	-7,0 %	9,6 %
Rohertragsmarge		67,5 %	67,6 %	64,5 %	60,2 %	54,8 %	62,7 %	63,9 %
EBITDA	26,0 %	33,8	20,3	14,7	13,8	11,0	21,3	27,6
EBIT	310,8 %	30,7	17,0	8,1	0,3	-3,5	14,2	20,0
EBIT adj.		30,7	17,0	8,1	7,8	8,4	14,2	20,0
Marge		24,3 %	15,8 %	8,6 %	6,8 %	6,6 %	12,0 %	15,4 %
Nettoergebnis	-	21,7	12,5	5,8	-4,9	-3,7	9,0	13,2
EPS	-	3,94	2,27	1,01	-0,81	-0,61	1,48	2,17
EPS adj.	68,9 %	3,94	2,27	1,01	0,45	1,36	1,48	2,17
DPS	51,8 %	0,80	0,80	0,50	0,20	0,20	0,50	0,70
Dividendenrendite		1,2 %	1,5 %	1,1 %	0,4 %	1,1 %	2,7 %	3,8 %
FCFPS		2,53	-0,44	-4,00	-2,67	-0,67	3,11	3,27
FCF / MarktKap.		3,9 %	-0,8 %	-9,0 %	-5,3 %	-3,7 %	17,0 %	17,9 %
EV / Umsatz		2,8 x	2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,3 x	1,2 x	1,0 x
EV / EBITDA		10,5 x	15,1 x	18,6 x	25,6 x	14,9 x	6,7 x	4,6 x
EV / EBIT		11,6 x	18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	10,0 x	6,3 x
KGV		16,3 x	23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	12,4 x	8,4 x
KGV ber.		16,3 x	23,8 x	43,8 x	111,1 x	13,5 x	12,4 x	8,4 x
FCF Potential Yield		6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	6,0 %	10,2 %	15,2 %
Nettoverschuldung		1,0	9,8	20,9	50,1	53,1	31,4	14,7
ROCE (NOPAT)		26,1 %	13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	6,6 %	10,0 %
Guidance:		2021/22: Umsatz: EUR 125 - 130m; EBIT EUR -3 - -4m (inkl. one-offs iHv EUR -12m)						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



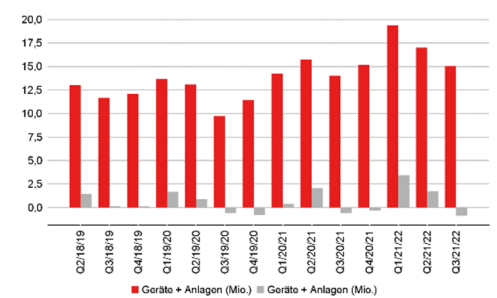
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2021; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Anlagen + Systeme
Umsatz und EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

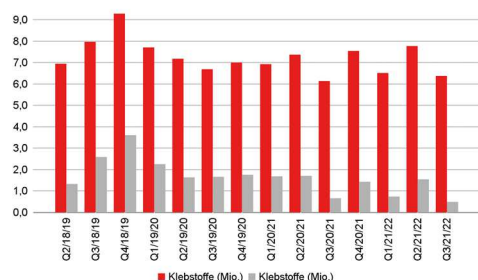
Unternehmenshintergrund

- Mit einem Umsatz von gut EUR 130 Mio. ist Dr. Hönle in den Bereich UV-/IR-Systeme, Spezialklebstoffe und Quarzglasprodukte sowie Strahler tätig. Das Unternehmen beschäftigt > 600 Mitarbeiter.
- Die Geschäftstätigkeit wurde tlw. durch Akquisitionen deutlich ausgebaut und neben dem Kerngeschäft angrenzende Bereiche wie (UV-)Klebstoffe oder Quarzglas gestärkt.
- UV-Technologie wird in einer breiten Zahl von industriellen Anwendungen eingesetzt. Die bedeutendsten Einsatzgebiete sind heute Farb-/Lackrocknung, Klebstoffe und Beschichtungsanwendungen.
- Mittlerweile wird ein gutes Drittel der Erlöse mit Spezialklebstoffen erzielt, die vor allem in der Elektronikindustrie zum Einsatz kommen.
- Die Kundenstruktur ist größtenteils fragmentiert, mit Ausnahme weniger größerer Kunden. Auf die 5 größten Kunden entfallen ca. 20% der Erlöse.

Wettbewerbsqualität

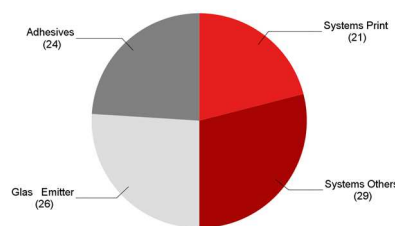
- Die Wettbewerbsstruktur ist durch eine Vielzahl von kleineren häufig vor allem regional tätigen Anbietern und nur einer handvoll von größeren Unternehmen gekennzeichnet.
- Die ähnlich großen Wettbewerber bedienen in der Regel nur einen Teil der Marktsegmente, das Ergebnis ist eine vergleichsweise moderate Wettbewerbsintensität innerhalb der einzelnen Segmente.
- Eine wesentliche Markteintrittsbarriere stellen bestehende Kundenbeziehungen dar. UV-Komponenten machen selten mehr als 5-10% der Materialkosten aus, mit der Folge einer geringen Motivation zum Wechsel des Lieferanten.
- Mit einer hohen vertikalen Integration generiert Dr. Hönle einen großen Teil der Wertschöpfung im Unternehmen.
- Dies ermöglicht dem Unternehmen die Erzielung hoher Margen und hoher Cash Flows. Die gute Wettbewerbsqualität drückt sich in einem ROCE von > 15% aus.

Entwicklung Klebstoffe
Umsatz und EBIT in Mio. EUR



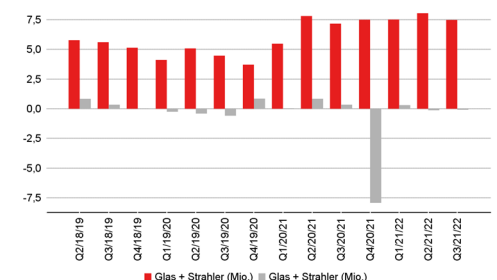
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Glas + Strahler
Umsatz und EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/33e	33/34e	
Umsatz	127,7	118,7	130,1	139,2	147,5	156,4	164,2	172,4	181,0	188,3	195,8	203,6	207,2	
Umsatzwachstum	10,9 %	-7,0 %	9,6 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	1,8 %	1,8 %
EBIT	-3,5	14,2	20,0	23,0	24,3	25,8	27,1	28,4	29,9	31,1	32,3	33,6	34,2	
EBIT-Marge	-2,8 %	12,0 %	15,4 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	29,5 %	
NOPAT	-2,5	10,1	14,2	16,2	17,2	18,2	19,1	20,1	21,1	21,9	22,8	23,7	24,1	
Abschreibungen	14,6	7,1	7,6	8,4	8,5	6,7	7,1	7,2	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	
Abschreibungsquote	11,4 %	6,0 %	5,8 %	6,0 %	5,8 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	
Veränd. Rückstellungen	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	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,6	-8,9	-2,9	3,2	1,4	1,4	2,5	2,6	2,8	2,3	2,4	2,5	1,1	
- Investitionen	10,3	5,3	5,3	5,2	5,5	5,6	5,9	6,2	6,5	6,8	7,0	9,1	8,5	
Investitionsquote	8,1 %	4,5 %	4,1 %	3,8 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	4,5 %	4,1 %	
- Sonstiges	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,9	21,7	20,4	17,1	18,8	17,9	17,7	18,5	19,2	20,3	20,8	19,5	21,7	22
Barwert FCF	-3,1	21,5	18,6	14,4	14,6	12,8	11,7	11,3	10,8	10,6	9,9	8,6	8,9	135
Anteil der Barwerte	12,95 %			39,74 %										47,31 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,5 %	Liquidität (Aktie)	1,35
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,35
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
WACC	8,41 %	Beta	1,30

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033/34e	151		
Terminal Value	135		
Zinstr. Verbindlichkeiten	54		
Pensionsrückstellungen	9		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	3		
Liquide Mittel	16	Aktienzahl (Mio.)	6,1
Eigenkapitalwert	242	Wert je Aktie (EUR)	39,85

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,53	9,4 %	32,43	32,92	33,44	33,99	34,58	35,21	35,89	1,53	9,4 %	29,88	31,25	32,62	33,99	35,36	36,73	38,10
1,41	8,9 %	34,84	35,43	36,05	36,71	37,43	38,20	39,02	1,41	8,9 %	32,33	33,79	35,25	36,71	38,17	39,63	41,10
1,36	8,7 %	36,17	36,81	37,49	38,23	39,01	39,86	40,78	1,36	8,7 %	33,69	35,20	36,71	38,23	39,74	41,25	42,76
1,30	8,4 %	37,59	38,29	39,04	39,85	40,72	41,66	42,68	1,30	8,4 %	35,16	36,72	38,29	39,85	41,41	42,98	44,54
1,24	8,2 %	39,11	39,88	40,71	41,60	42,57	43,61	44,75	1,24	8,2 %	36,73	38,36	39,98	41,60	43,22	44,85	46,47
1,19	7,9 %	40,74	41,59	42,51	43,50	44,57	45,74	47,02	1,19	7,9 %	38,44	40,12	41,81	43,50	45,18	46,87	48,55
1,07	7,4 %	44,38	45,43	46,56	47,79	49,13	50,61	52,24	1,07	7,4 %	42,30	44,13	45,96	47,79	49,62	51,45	53,28

- Umsatzwachstum und Mixverbesserungen treiben Rückkehr zu höherer Profitabilität
- Überproportionales Wachstum im Klebstoff-Geschäft birgt weitere Potenziale
- Nachhaltige EBIT-Marge von 18% unterstellt

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.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,7	12,4	5,7	-4,9	-3,5	9,2	13,4	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	3,3	6,6	13,5	14,6	7,1	7,6	
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2	
- Erhaltungsinvestitionen	2,0	2,1	2,1	2,5	2,6	3,0	3,0	
+ Sonstiges	-0,6	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	22,6	13,4	10,0	7,0	9,9	14,5	19,1	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	6,0 %	10,2 %	15,2 %	
WACC	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	
= Enterprise Value (EV)	354,7	307,3	273,1	353,1	164,1	142,5	125,7	
= Fair Enterprise Value	268,3	159,4	119,1	83,7	117,3	172,6	227,6	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	41,5	41,5	41,5	41,5	44,5	22,8	6,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	218,2	109,4	69,0	33,6	64,2	141,1	212,9	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	39,59	19,84	12,12	5,55	10,59	23,28	35,12	
Premium (-) / Discount (+) in %					-42,2 %	27,1 %	91,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,41 %	24,37	11,13	6,22	1,92	5,50	15,80	25,25
	10,41 %	27,50	12,99	7,61	2,90	6,87	17,81	27,91
	9,41 %	31,30	15,25	9,30	4,08	8,53	20,26	31,13
WACC	8,41 %	39,59	19,84	12,12	5,55	10,59	23,28	35,12
	7,41 %	41,98	21,59	14,04	7,41	13,20	27,12	40,19
	6,41 %	49,81	26,25	17,52	9,86	16,62	32,16	46,84
	5,41 %	60,55	32,63	22,28	13,21	21,31	39,07	55,94

- Margenanstieg führt zu steigender Wertindikation

Wertermittlung

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
KBV	4,1 x	3,3 x	2,2 x	2,7 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	11,90	12,47	15,72	14,30	13,92	14,91	16,63
EV / Umsatz	2,8 x	2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,3 x	1,2 x	1,0 x
EV / EBITDA	10,5 x	15,1 x	18,6 x	25,6 x	14,9 x	6,7 x	4,6 x
EV / EBIT	11,6 x	18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	10,0 x	6,3 x
EV / EBIT adj.*	11,6 x	18,0 x	33,7 x	45,2 x	19,5 x	10,0 x	6,3 x
Kurs / FCF	25,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,9 x	5,6 x
KGV	16,3 x	23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	12,4 x	8,4 x
KGV ber.*	16,3 x	23,8 x	43,8 x	111,1 x	13,5 x	12,4 x	8,4 x
Dividendenrendite	1,2 %	1,5 %	1,1 %	0,4 %	1,1 %	2,7 %	3,8 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	6,0 %	10,2 %	15,2 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Adj. FCFPS	2,53	1,73	-0,66	-0,19	1,80	5,58	5,74

GuV

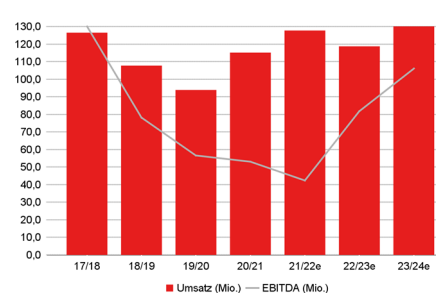
In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Umsatz	126,5	107,7	93,9	115,2	127,7	118,7	130,1
Veränd. Umsatz yoy	24,1 %	-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	10,9 %	-7,0 %	9,6 %
Bestandsveränderungen	1,5	1,9	-0,6	3,1	6,4	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1
Gesamterlöse	128,2	109,7	93,3	118,3	134,4	118,8	130,1
Materialaufwand	42,8	36,9	32,7	48,9	64,4	44,4	47,0
Rohertrag	85,4	72,8	60,5	69,3	70,0	74,4	83,2
Rohertragsmarge	67,5 %	67,6 %	64,5 %	60,2 %	54,8 %	62,7 %	63,9 %
Personalaufwendungen	36,0	35,8	33,2	39,7	43,0	38,5	40,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,5	1,2	1,6	3,4	0,9	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,5	18,2	13,8	17,5	19,4	15,6	16,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	33,8	20,3	14,7	13,8	11,0	21,3	27,6
Marge	26,8 %	18,9 %	15,7 %	12,0 %	8,6 %	17,9 %	21,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7	2,8	6,0	9,0	14,0	6,5	7,0
EBITA	31,2	17,6	8,7	4,8	-3,0	14,8	20,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	0,6	1,1	0,6	0,6	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
EBIT	30,7	17,0	8,1	0,3	-3,5	14,2	20,0
Marge	24,3 %	15,8 %	8,6 %	0,3 %	-2,8 %	12,0 %	15,4 %
EBIT adj.	30,7	17,0	8,1	7,8	8,4	14,2	20,0
Zinserträge	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	0,5	1,1	1,4	1,3	1,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	30,4	16,9	7,9	-0,7	-4,9	12,9	18,8
Marge	24,0 %	15,7 %	8,5 %	-0,6 %	-3,9 %	10,9 %	14,5 %
Steuern gesamt	8,7	4,5	2,2	4,3	-1,4	3,7	5,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	21,7	12,4	5,7	-4,9	-3,5	9,2	13,4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,7	12,4	5,7	-4,9	-3,5	9,2	13,4
Minderheitenanteile	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Nettoergebnis	21,7	12,5	5,8	-4,9	-3,7	9,0	13,2
Marge	17,2 %	11,6 %	6,2 %	-4,2 %	-2,9 %	7,6 %	10,1 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1
EPS	3,94	2,27	1,01	-0,81	-0,61	1,48	2,17
EPS verwässert	3,94	2,27	0,95	-0,81	-0,61	1,48	2,17

*Adjustiert um:

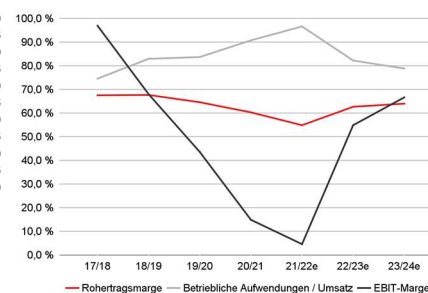
Guidance: 2021/22: Umsatz: EUR 125 - 130m; EBIT EUR -3 - -4m (inkl. one-offs iHv EUR -12m)

Kennzahlen

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	74,6 %	82,9 %	83,7 %	90,7 %	96,6 %	82,1 %	78,8 %
Operating Leverage	4,2 x	3,0 x	4,1 x	-4,3 x	n.a.	n.a.	4,3 x
EBITDA / Interest expenses	106,4 x	125,6 x	32,2 x	12,3 x	7,9 x	16,8 x	22,7 x
Steuerquote (EBT)	28,5 %	26,5 %	28,2 %	-635,7 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	20,3 %	35,5 %	49,9 %	n.m.	n.m.	33,0 %	31,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	204.019	173.785	160.472	175.297	182.464	162.637	170.023

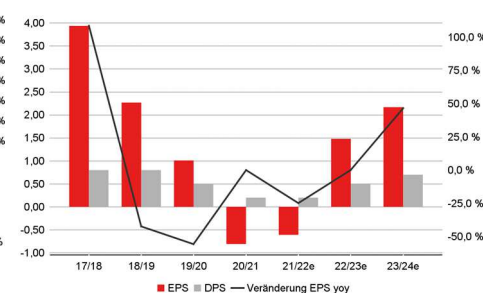
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

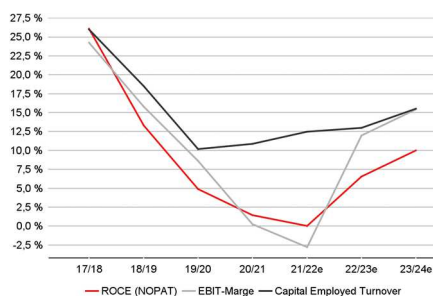
Bilanz

In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	21,5	21,2	21,0	24,0	23,7	23,5	23,2
davon übrige imm. VG	2,6	2,4	2,2	2,9	2,6	2,4	2,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,8	18,8	18,8	21,1	21,1	21,1	21,1
Sachanlagen	27,0	42,2	76,8	87,8	83,8	78,3	76,3
Finanzanlagen	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	49,7	64,6	99,0	112,9	108,6	102,9	100,6
Vorräte	33,3	35,9	35,2	46,7	49,2	40,9	37,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,0	17,0	14,3	17,1	20,3	18,9	20,7
Liquide Mittel	12,0	14,6	34,2	12,1	4,7	26,3	43,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7,5	12,1	13,6	14,1	14,1	12,9	11,4
Umlaufvermögen	75,8	79,5	97,2	90,0	88,3	99,0	112,4
Bilanzsumme (Aktiva)	125,5	144,1	196,2	202,9	196,9	201,9	213,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,5	5,5	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitalrücklage	16,6	16,6	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Gewinnrücklagen	65,0	67,9	68,3	62,7	57,8	65,5	75,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,3	0,3
Buchwert	87,1	90,0	116,3	110,7	108,1	113,9	124,0
Anteile Dritter	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Eigenkapital	87,2	90,1	116,7	111,1	108,5	114,3	124,4
Rückstellungen gesamt	6,6	8,8	9,5	9,3	9,3	9,3	9,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	6,0	8,3	8,8	8,6	8,6	8,6	8,6
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	7,1	16,2	46,3	53,5	49,1	49,1	49,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,3	1,7	3,5	3,9	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,8	7,9	6,5	9,4	10,5	9,7	10,7
Sonstige Verbindlichkeiten	17,8	21,2	17,3	19,5	19,5	19,5	19,5
Verbindlichkeiten	38,3	54,0	79,5	91,8	88,4	87,6	88,6
Bilanzsumme (Passiva)	125,5	144,1	196,2	202,9	196,9	201,9	213,0

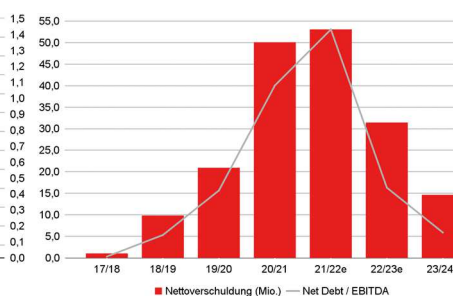
Kennzahlen

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,7 x	1,3 x	0,8 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x	1,1 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,1 x	0,7 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,9 x
ROA	43,8 %	19,3 %	5,8 %	-4,3 %	-3,4 %	8,7 %	13,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	26,1 %	13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	6,6 %	10,0 %
ROE	28,1 %	14,1 %	5,6 %	-4,3 %	-3,4 %	8,1 %	11,1 %
Adj. ROE	28,1 %	14,1 %	5,6 %	2,4 %	7,5 %	8,1 %	11,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	1,0	9,8	20,9	50,1	53,1	31,4	14,7
Nettofinanzverschuldung	-4,9	1,6	12,1	41,5	44,5	22,8	6,0
Net Gearing	1,2 %	10,9 %	17,9 %	45,1 %	48,9 %	27,5 %	11,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	7,8 %	82,4 %	300,7 %	403,2 %	107,4 %	21,9 %
Buchwert je Aktie	15,8	16,3	19,2	18,3	17,8	18,8	20,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	11,9	12,5	15,7	14,3	13,9	14,9	16,6

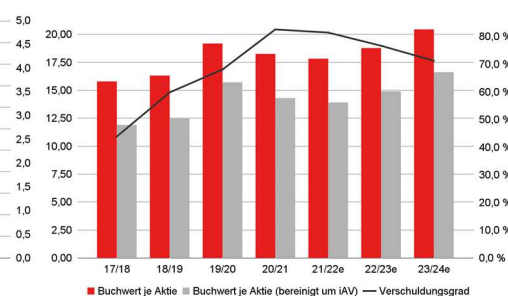
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

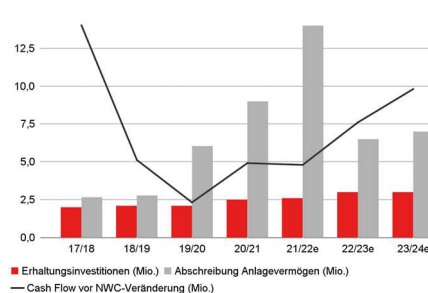
In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	21,7	12,5	5,8	-4,9	-3,7	9,0	13,2
Abschreibung Anlagevermögen	2,7	2,8	6,0	9,0	14,0	6,5	7,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	0,6	1,1	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	6,5	-4,2	-7,5	2,1	0,0	1,2	1,5
Cash Flow vor NWC-Veränderung	31,7	11,6	5,2	11,2	10,9	17,2	22,2
Veränderung Vorräte	-3,5	-2,4	0,6	-12,5	-2,5	8,3	3,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,1	6,5	2,7	-1,3	-3,2	1,4	-1,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,4	1,1	-1,2	3,6	1,1	-0,8	1,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-7,2	5,2	2,2	-10,2	-4,6	6,9	2,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24,5	16,8	7,4	0,9	6,2	24,1	25,1
Investitionen in iAV	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-10,1	-19,1	-35,1	-16,9	-10,0	-5,0	-5,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,8	0,0	-0,2	-7,7	-0,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,2	2,8	4,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-11,4	-19,2	-30,4	-24,6	-8,0	-1,3	-5,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,7	9,1	21,9	4,3	-4,4	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-3,3	-4,4	-4,4	-3,0	-1,2	-1,2	-3,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	25,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-6,0	4,7	43,3	1,2	-5,6	-1,2	-3,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	7,1	2,4	20,3	-22,5	-7,4	21,6	16,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	12,4	14,5	34,7	11,7	4,7	26,3	43,1

Kennzahlen

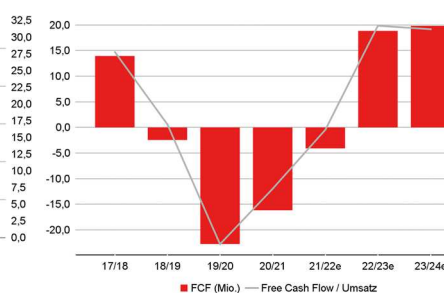
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Kapitalfluss							
FCF	14,0	-2,4	-22,8	-16,2	-4,1	18,8	19,8
Free Cash Flow / Umsatz	11,0 %	-2,3 %	-24,2 %	-14,0 %	-3,2 %	15,9 %	15,2 %
Free Cash Flow Potential	22,6	13,4	10,0	7,0	9,9	14,5	19,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	64,2 %	-19,6 %	-393,9 %	331,2 %	110,3 %	209,9 %	150,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	0,1 %	0,8 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,8 %	1,4 %	1,5 %	2,2 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	8,4 %	17,9 %	37,7 %	14,8 %	8,1 %	4,5 %	4,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,6 %	1,9 %	2,2 %	2,2 %	2,0 %	2,5 %	2,3 %
CAPEX / Abschreibungen	335,8 %	581,5 %	535,7 %	126,5 %	70,7 %	75,0 %	70,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	35,3 %	42,6 %	45,3 %	40,2 %	41,9 %	43,3 %	35,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	336,3 %	215,9 %	219,7 %	180,9 %	193,3 %	194,8 %	193,5 %
Vorratumschlag	1,3 x	1,0 x	0,9 x	1,0 x	1,3 x	1,1 x	1,3 x
Receivables collection period (Tage)	66	58	55	54	58	58	58
Payables payment period (Tage)	58	78	72	70	59	80	83
Cash conversion cycle (Tage)	281	321	358	309	260	289	240

Investitionen und Cash Flow

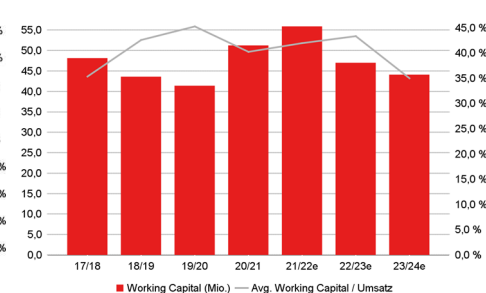
in Mio. EUR



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. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Dr. Hönle	3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005157101.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	163	75
Halten	43	20
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	216	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	46	82
Halten	7	13
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	4
Gesamt	56	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DR. HÖNLE] AM [08.11.2022]



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

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

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

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

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

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

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

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

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 69 5050-7400
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

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 40 3282-2695
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
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

Refinitiv www.refinitiv.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

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

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