

<b>Buy</b> <b>EUR 39,00</b> (EUR 40,00)  Kurs <b>EUR 19,02</b> <b>Upside 105,0 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 39,00 FCF-Value Potential 24e: 34,50	<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> Anbieter von Spezialklebstoffen, UV- + IR-Strahlungssystemen, Quarzglasprodukten
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 115,3 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 165,9 Freefloat MC: 100,1 Ø Trad. Vol. (30T): 93,11 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 86,80 % Prof. Hönle 3,30 % Peter Möhrle Holding 11,10 % Teslin / Gerlin 5,80 % Dr. Vits 3,70 %	<b>Kennzahlen (WR):</b> 2021/22e Beta: 1,3 KBV: 1,1 x EK-Quote: 54 % Net Fin. Debt / EBITDA: 9,3 x Net Debt / EBITDA: 11,2 x

## Zusätzliche Vorratsanpassungen werden Ergebnisse des letzten GJ belasten

Geschätzte Kennzahlen Q4/2021/22:							Kommentar zu den Kennzahlen:						
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	Q4 21/22e	Q4 20/21	yoy	21/22e	20/21	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Veröffentlichung der vorläufigen Ergebnisse für Q4 und GJ 2021/22 ist nun für den 21. Dezember vorgesehen</li> <li>Einmaleffekte in Höhe von ca. EUR -20 Mio. (von denen nur EUR 1,5 Mio. zahlungswirksam sein sollten) werden Q4 beeinflussen</li> <li>Die operative EBIT-Marge dürfte 5-6% erreicht haben, einschließlich eines deutlich negativen Beitrags von Raesch auf operativer Ebene infolge der hohen Energiepreise in den Sommermonaten</li> </ul>						
Umsatz	31,9	30,2	6 %	127,1	115,2	10 %							
EBIT	-18,3	-6,9	n.a.	-11,0	0,3	n.a.							
Marge	-57,2 %	-22,7 %		-8,7 %	0,3 %								
EBIT adj.	1,8	0,6	173 %	8,4	7,8	8 %							
Marge	5,6 %	2,1 %		6,6 %	6,8 %								

Hönle kündigte an, eine zusätzliche Wertberichtigung auf Vorräte in Höhe von EUR 6,5 Mio. vorzunehmen, die das Ergebnis des letzten GJ belasten wird. Im Laufe des Jahres 2021 erhoffte man sich einen starken Anstieg der Nachfrage nach UVC-basierten Luftreinigungssystemen, die hochwirksam gegen SARS-CoV und andere Krankheitserreger sind, insbesondere da staatliche Fördermittel für die Nachrüstung von Bildungseinrichtungen bereitgestellt wurden. Doch die Nachfrage nach diesen Lösungen blieb hinter den Erwartungen zurück.

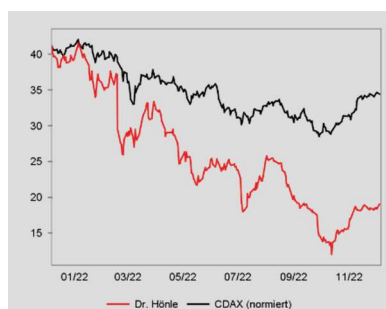
Um diesen potenziell großen Markt beliefern zu können, produzierte Hönle eine erhebliche Anzahl dieser Geräte vor, was zu Vorräten in Höhe von rund EUR 10 Mio. führte. Die Umsatzbeiträge dieser Systeme beliehen sich im letzten GJ lediglich auf einen mittleren einstelligen Millionenbetrag. Vor diesem Hintergrund hat Hönle nun beschlossen, ca. 60% seines Vorratsbestands an UV-basierten Luftreinigungsgeräten abzuwerten.

Hönle erwartet daher für das GJ 2021/22 ein EBIT von EUR -9,5 Mio. bis EUR -11 Mio. Darin enthalten sind Einmaleffekte in Höhe von rund EUR -19,5 Mio., davon EUR -13,5 Mio. für die Schließung von Raesch (zahlungswirksam ~EUR 1,5 Mio.), EUR -6,5 Mio. für Vorratsabwertungen, EUR -1,3 Mio. für einen Wechsel im Vorstand und EUR +1,8 Mio. aus einem Immobilienbuchgewinn. Das operative EBIT bleibt unverändert und wird weiterhin in einer Bandbreite von EUR 9-11 Mio. gesehen, deren unteres Ende sich in den WR-Schätzungen widerspiegelt.

Hönle hat die Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen auf den 21. Dezember (vorher 08.12.) verschoben, vermutlich aufgrund der Reihe von Sonder-effekten kurz vor der Berichterstattung. Das Unternehmen teilte jedoch bereits mit, dass Umsatz und operatives EBIT im Rahmen der Erwartungen liegen.

Das Kursziel wird geringfügig auf EUR 39 angepasst. Die Kaufempfehlung und die Erwartung einer deutlichen Ergebniserholung ab dem laufenden GJ bleiben unverändert.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:						
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	2021/22e (alt)	+ / -	2022/23e (alt)	+ / -	2023/24e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine Änderung der Schätzungen für die operative Entwicklung</li> <li>Hönle sollte ab dem laufenden GJ zu zweistelligen EBIT-Margen zurückkehren</li> </ul>						
Umsatz	127,7	-0,5 %	118,7	0,0 %	130,1	0,0 %							
EBIT	-3,5	n.m.	14,2	0,0 %	20,0	0,0 %							
EBIT adj.	8,4	0,0 %	14,2	0,0 %	20,0	0,0 %							



**Rel. Performance vs CDAX:**

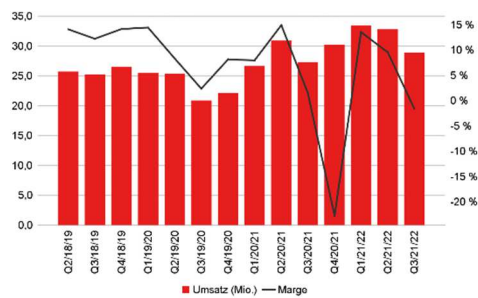
1 Monat:	0,7 %
6 Monate:	-17,8 %
Jahresverlauf:	-35,1 %
Letzte 12 Monate:	-38,3 %

**Unternehmenstermine:**

08.12.22	Prel. FY 2021/22
30.01.23	FY 2021/22

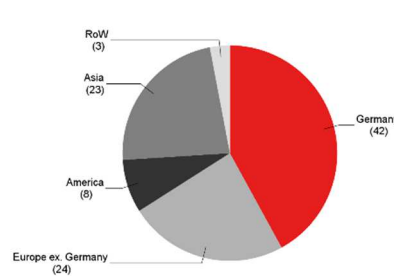
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (20/21-23/24e)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Umsatz	4,1 %	126,5	107,7	93,9	115,2	127,1	118,7	130,1
Veränd. Umsatz yoy		24,1 %	-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	10,3 %	-6,6 %	9,6 %
Rohertragsmarge		67,5 %	67,6 %	64,5 %	60,2 %	49,7 %	62,7 %	63,9 %
EBITDA	26,0 %	33,8	20,3	14,7	13,8	4,5	21,3	27,6
EBIT	310,8 %	30,7	17,0	8,1	0,3	-11,0	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	-9,0	9,0	13,2
EPS	-	3,94	2,27	1,01	-0,81	-1,49	1,48	2,17
EPS adj.	68,9 %	3,94	2,27	1,01	0,45	1,72	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 %	2,6 %	3,7 %
FCFPS		2,53	-0,44	-4,00	-2,67	-0,27	1,99	3,27
FCF / MarktKap.		3,9 %	-0,8 %	-9,0 %	-5,3 %	-1,4 %	10,4 %	17,2 %
EV / Umsatz		2,8 x	2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA		10,5 x	15,1 x	18,6 x	25,6 x	36,6 x	7,1 x	4,9 x
EV / EBIT		11,6 x	18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	10,6 x	6,7 x
KGV		16,3 x	23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	12,9 x	8,8 x
KGV ber.		16,3 x	23,8 x	43,8 x	111,1 x	11,1 x	12,9 x	8,8 x
FCF Potential Yield		6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	7,9 %	9,6 %	14,3 %
Nettoverschuldung		1,0	9,8	20,9	50,1	50,6	35,8	19,0
ROCE (NOPAT)		26,1 %	13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	6,8 %	10,1 %
Guidance:		2022: Umsatz EUR 125 - 130m; EBIT EUR -9,5 - -11m (inkl. one-offs EUR -19,5m)						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



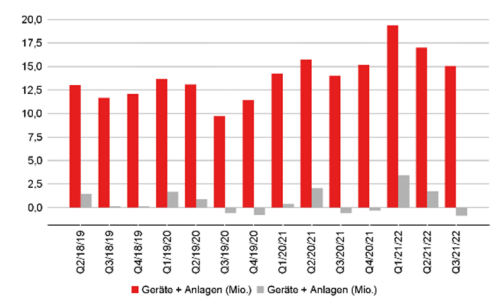
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Anlagen + Systeme**  
Umsatz und EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

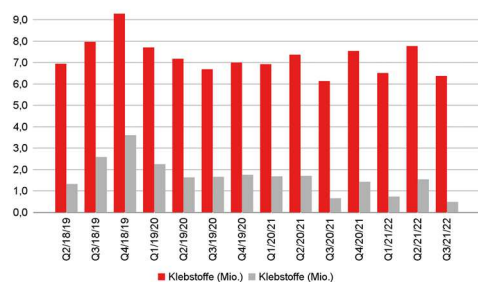
## Unternehmenshintergrund

- 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

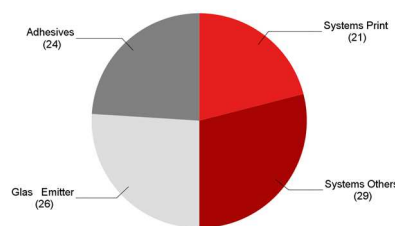
- Die Wettbewerbsstruktur ist durch eine Vielzahl von kleineren häufig vor allem regional tätigen Anbietern und nur einer handvoll von größeren Unternehmen gekennzeichnet.
- Die ähnlich großen Wettbewerber bedienen in der Regel nur einen Teil der Marktsegmente, das Ergebnis ist eine vergleichsweise moderate 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



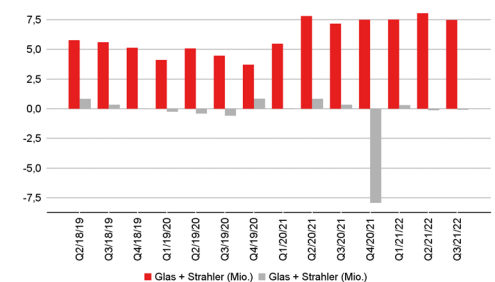
Quelle: Warburg Research

**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	127,1	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	10,3 %	-6,6 %	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	-11,0	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	-8,7 %	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	-7,8	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	15,6	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	12,2 %	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	-2,2	-2,1	-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	9,0	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 %	4,4 %	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)	-0,4	14,9	20,4	17,1	18,8	17,9	17,7	18,5	19,2	20,3	20,8	19,6	21,8	22
Barwert FCF	-0,4	14,7	18,6	14,4	14,6	12,8	11,7	11,2	10,8	10,5	9,9	8,6	8,8	135
Anteil der Barwerte	11,69 %			40,30 %										48,01 %

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
<b>WACC</b>	<b>8,41 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,30</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033/34e	146		
Terminal Value	135		
Zinstr. Verbindlichkeiten	54		
Pensionsrückstellungen	9		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	3		
Liquide Mittel	16	Aktienzahl (Mio.)	6,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>237</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>39,04</b>

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
<b>1,53</b>	9,4 %	31,63	32,12	32,64	33,19	33,78	34,41	35,08	<b>1,53</b>	9,4 %	29,10	30,46	31,82	33,19	34,55	35,92	37,28
<b>1,41</b>	8,9 %	34,04	34,63	35,25	35,91	36,62	37,39	38,21	<b>1,41</b>	8,9 %	31,55	33,00	34,46	35,91	37,36	38,82	40,27
<b>1,36</b>	8,7 %	35,37	36,01	36,69	37,42	38,20	39,05	39,96	<b>1,36</b>	8,7 %	32,90	34,41	35,91	37,42	38,92	40,43	41,93
<b>1,30</b>	8,4 %	36,79	37,49	38,24	<b>39,04</b>	39,91	40,85	41,87	<b>1,30</b>	8,4 %	34,37	35,92	37,48	<b>39,04</b>	40,60	42,16	43,72
<b>1,24</b>	8,2 %	38,31	39,08	39,90	40,79	41,76	42,80	43,94	<b>1,24</b>	8,2 %	35,94	37,56	39,18	40,79	42,41	44,03	45,64
<b>1,19</b>	7,9 %	39,94	40,78	41,70	42,69	43,76	44,92	46,20	<b>1,19</b>	7,9 %	37,65	39,33	41,01	42,69	44,37	46,05	47,73
<b>1,07</b>	7,4 %	43,58	44,62	45,75	46,98	48,32	49,79	51,41	<b>1,07</b>	7,4 %	41,51	43,33	45,15	46,98	48,80	50,62	52,45

- Umsatzwachstum und Mixverbesserungen treiben Rückkehr zu höherer Profitabilität
- Überproportionales Wachstum im Klebstoff-Geschäft birgt weitere Potenziale
- Nachhaltige EBIT-Marge von 16,5% 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	-8,8	9,2	13,4	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	3,3	6,6	13,5	15,6	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	7,5	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>22,6</b>	<b>13,4</b>	<b>10,0</b>	<b>7,0</b>	<b>13,0</b>	<b>14,5</b>	<b>19,1</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	7,9 %	9,6 %	14,3 %	
WACC	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	8,41 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>354,7</b>	<b>307,3</b>	<b>273,1</b>	<b>353,1</b>	<b>165,9</b>	<b>151,1</b>	<b>134,3</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>268,3</b>	<b>159,4</b>	<b>119,1</b>	<b>83,7</b>	<b>155,0</b>	<b>172,6</b>	<b>227,6</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	41,5	41,5	41,5	41,5	42,0	27,2	10,4	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>218,2</b>	<b>109,4</b>	<b>69,0</b>	<b>33,6</b>	<b>104,4</b>	<b>136,8</b>	<b>208,6</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>39,59</b>	<b>19,84</b>	<b>12,12</b>	<b>5,55</b>	<b>17,22</b>	<b>22,57</b>	<b>34,41</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-9,5 %	18,6 %	80,9 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,41 %	24,37	11,13	6,22	1,92	10,50	15,08	24,54
	10,41 %	27,50	12,99	7,61	2,90	12,31	17,10	27,20
	9,41 %	31,30	15,25	9,30	4,08	14,50	19,54	30,42
WACC	<b>8,41 %</b>	<b>39,59</b>	<b>19,84</b>	<b>12,12</b>	<b>5,55</b>	<b>17,22</b>	<b>22,57</b>	<b>34,41</b>
	7,41 %	41,98	21,59	14,04	7,41	20,67	26,41	39,48
	6,41 %	49,81	26,25	17,52	9,86	25,20	31,45	46,12
	5,41 %	60,55	32,63	22,28	13,21	31,40	38,35	55,23

- 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	1,1 x	1,1 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	11,90	12,47	15,72	14,30	13,04	14,03	15,75
EV / Umsatz	2,8 x	2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA	10,5 x	15,1 x	18,6 x	25,6 x	36,6 x	7,1 x	4,9 x
EV / EBIT	11,6 x	18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	10,6 x	6,7 x
EV / EBIT adj.*	11,6 x	18,0 x	33,7 x	45,2 x	19,7 x	10,6 x	6,7 x
Kurs / FCF	25,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6 x	5,8 x
KGV	16,3 x	23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	12,9 x	8,8 x
KGV ber.*	16,3 x	23,8 x	43,8 x	111,1 x	11,1 x	12,9 x	8,8 x
Dividendenrendite	1,2 %	1,5 %	1,1 %	0,4 %	1,1 %	2,6 %	3,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,4 %	4,4 %	3,7 %	2,0 %	7,9 %	9,6 %	14,3 %
*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	2,21	4,46	5,74

GuV

In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>Umsatz</b>	<b>126,5</b>	<b>107,7</b>	<b>93,9</b>	<b>115,2</b>	<b>127,1</b>	<b>118,7</b>	<b>130,1</b>
Veränd. Umsatz yoy	24,1 %	-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	10,3 %	-6,6 %	9,6 %
Bestandsveränderungen	1,5	1,9	-0,6	3,1	6,4	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1
<b>Gesamterlöse</b>	<b>128,2</b>	<b>109,7</b>	<b>93,3</b>	<b>118,3</b>	<b>133,8</b>	<b>118,8</b>	<b>130,1</b>
Materialaufwand	42,8	36,9	32,7	48,9	70,6	44,4	47,0
<b>Rohertrag</b>	<b>85,4</b>	<b>72,8</b>	<b>60,5</b>	<b>69,3</b>	<b>63,2</b>	<b>74,4</b>	<b>83,2</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>67,5 %</b>	<b>67,6 %</b>	<b>64,5 %</b>	<b>60,2 %</b>	<b>49,7 %</b>	<b>62,7 %</b>	<b>63,9 %</b>
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	3,7	0,9	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,5	18,2	13,8	17,5	19,3	15,6	16,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>33,8</b>	<b>20,3</b>	<b>14,7</b>	<b>13,8</b>	<b>4,5</b>	<b>21,3</b>	<b>27,6</b>
<b>Marge</b>	<b>26,8 %</b>	<b>18,9 %</b>	<b>15,7 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>21,2 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7	2,8	6,0	9,0	15,0	6,5	7,0
<b>EBITA</b>	<b>31,2</b>	<b>17,6</b>	<b>8,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-10,5</b>	<b>14,8</b>	<b>20,6</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>30,7</b>	<b>17,0</b>	<b>8,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-11,0</b>	<b>14,2</b>	<b>20,0</b>
<b>Marge</b>	<b>24,3 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>-8,7 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>15,4 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>30,7</b>	<b>17,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>	<b>14,2</b>	<b>20,0</b>
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
<b>EBT</b>	<b>30,4</b>	<b>16,9</b>	<b>7,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-12,4</b>	<b>12,9</b>	<b>18,8</b>
<b>Marge</b>	<b>24,0 %</b>	<b>15,7 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>-0,6 %</b>	<b>-9,8 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>14,5 %</b>
Steuern gesamt	8,7	4,5	2,2	4,3	-3,6	3,7	5,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>21,7</b>	<b>12,4</b>	<b>5,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>13,4</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>21,7</b>	<b>12,4</b>	<b>5,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>13,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
<b>Nettoergebnis</b>	<b>21,7</b>	<b>12,5</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>13,2</b>
<b>Marge</b>	<b>17,2 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>-4,2 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>10,1 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1
<b>EPS</b>	<b>3,94</b>	<b>2,27</b>	<b>1,01</b>	<b>-0,81</b>	<b>-1,49</b>	<b>1,48</b>	<b>2,17</b>
EPS verwässert	3,94	2,27	0,95	-0,81	-1,49	1,48	2,17

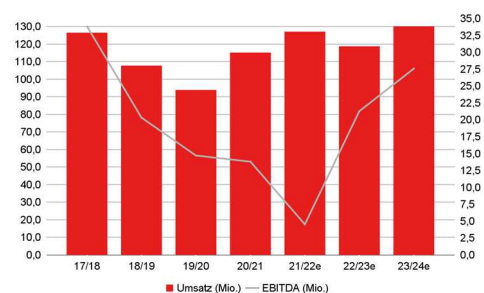
\*Adjustiert um:

Guidance: 2022: Umsatz EUR 125 - 130m; EBIT EUR -9,5 - -11m (inkl. one-offs EUR -19,5m)

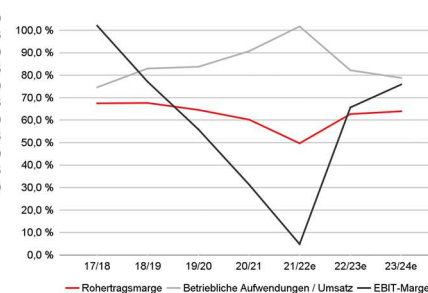
Kennzahlen

	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 %	101,7 %	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	3,2 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	181.536	162.637	170.023

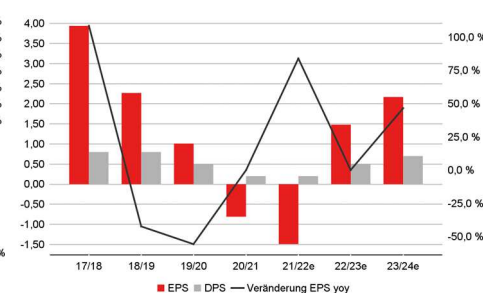
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

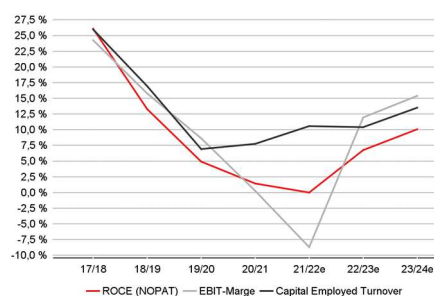
**Bilanz**

In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>Aktiva</b>							
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	82,8	77,3	75,3
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>49,7</b>	<b>64,6</b>	<b>99,0</b>	<b>112,9</b>	<b>107,6</b>	<b>101,9</b>	<b>99,6</b>
Vorräte	33,3	35,9	35,2	46,7	42,4	40,9	37,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,0	17,0	14,3	17,1	20,2	18,9	20,7
Liquide Mittel	12,0	14,6	34,2	12,1	7,1	22,0	38,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7,5	12,1	13,6	14,1	14,1	12,9	11,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>75,8</b>	<b>79,5</b>	<b>97,2</b>	<b>90,0</b>	<b>83,9</b>	<b>94,7</b>	<b>108,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>125,5</b>	<b>144,1</b>	<b>196,2</b>	<b>202,9</b>	<b>191,5</b>	<b>196,6</b>	<b>207,7</b>
<b>Passiva</b>							
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	52,4	60,2	70,3
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	102,8	108,5	118,7
Anteile Dritter	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>87,2</b>	<b>90,1</b>	<b>116,7</b>	<b>111,1</b>	<b>103,2</b>	<b>108,9</b>	<b>119,1</b>
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	10,4	9,7	10,7
Sonstige Verbindlichkeiten	17,8	21,2	17,3	19,5	19,5	19,5	19,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>38,3</b>	<b>54,0</b>	<b>79,5</b>	<b>91,8</b>	<b>88,3</b>	<b>87,6</b>	<b>88,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>125,5</b>	<b>144,1</b>	<b>196,2</b>	<b>202,9</b>	<b>191,5</b>	<b>196,6</b>	<b>207,7</b>

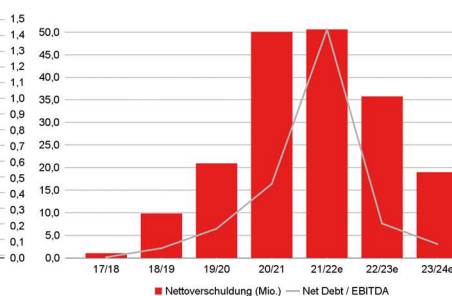
**Kennzahlen**

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,7 x	1,3 x	0,8 x	0,8 x	1,0 x	1,0 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 %	-8,4 %	8,8 %	13,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	26,1 %	13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	6,8 %	10,1 %
ROE	28,1 %	14,1 %	5,6 %	-4,3 %	-8,5 %	8,5 %	11,6 %
Adj. ROE	28,1 %	14,1 %	5,6 %	2,4 %	9,8 %	8,5 %	11,6 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	1,0	9,8	20,9	50,1	50,6	35,8	19,0
Nettofinanzverschuldung	-4,9	1,6	12,1	41,5	42,0	27,2	10,4
Net Gearing	1,2 %	10,9 %	17,9 %	45,1 %	49,0 %	32,8 %	15,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	7,8 %	82,4 %	300,7 %	927,5 %	127,8 %	37,6 %
Buchwert je Aktie	15,8	16,3	19,2	18,3	17,0	17,9	19,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	11,9	12,5	15,7	14,3	13,0	14,0	15,7

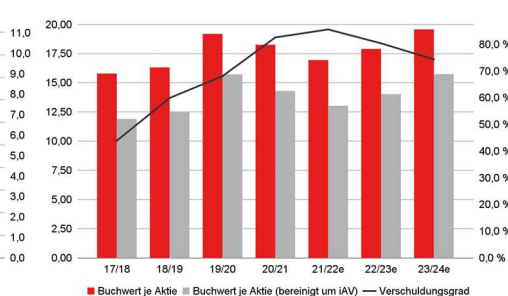
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

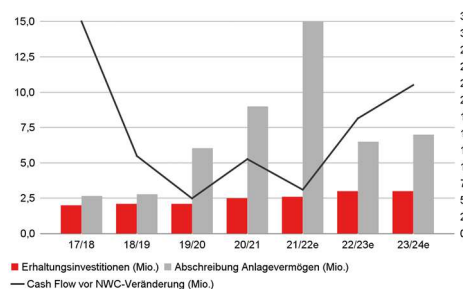
In EUR Mio.	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	21,7	12,5	5,8	-4,9	-9,0	9,0	13,2
Abschreibung Anlagevermögen	2,7	2,8	6,0	9,0	15,0	6,5	7,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	0,6	1,1	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
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>31,7</b>	<b>11,6</b>	<b>5,2</b>	<b>11,2</b>	<b>6,5</b>	<b>17,2</b>	<b>22,2</b>
Veränderung Vorräte	-3,5	-2,4	0,6	-12,5	4,3	1,5	3,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,1	6,5	2,7	-1,3	-3,1	1,3	-1,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,4	1,1	-1,2	3,6	1,0	-0,7	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	2,2	0,1	2,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>24,5</b>	<b>16,8</b>	<b>7,4</b>	<b>0,9</b>	<b>8,7</b>	<b>17,3</b>	<b>25,1</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-11,4</b>	<b>-19,2</b>	<b>-30,4</b>	<b>-24,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-5,3</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>43,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>7,1</b>	<b>2,4</b>	<b>20,3</b>	<b>-22,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>14,8</b>	<b>16,8</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>12,4</b>	<b>14,5</b>	<b>34,7</b>	<b>11,7</b>	<b>7,1</b>	<b>22,0</b>	<b>38,8</b>

## Kennzahlen

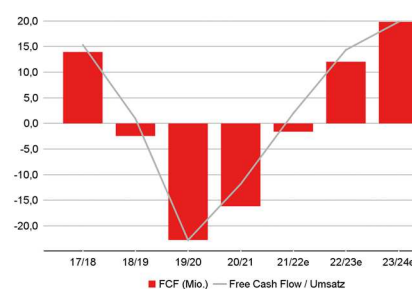
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	14,0	-2,4	-22,8	-16,2	-1,6	12,0	19,8
Free Cash Flow / Umsatz	11,0 %	-2,3 %	-24,2 %	-14,0 %	-1,3 %	10,1 %	15,2 %
Free Cash Flow Potential	22,6	13,4	10,0	7,0	13,0	14,5	19,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	64,2 %	-19,6 %	-393,9 %	331,2 %	17,9 %	134,1 %	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 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
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 %	66,2 %	75,0 %	70,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	35,3 %	42,6 %	45,3 %	40,2 %	39,5 %	40,5 %	35,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	336,3 %	215,9 %	219,7 %	180,9 %	194,2 %	194,8 %	193,5 %
Vorratumschlag	1,3 x	1,0 x	0,9 x	1,0 x	1,7 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	54	80	83
Cash conversion cycle (Tage)	281	321	358	309	207	289	240

## Investitionen und Cash Flow

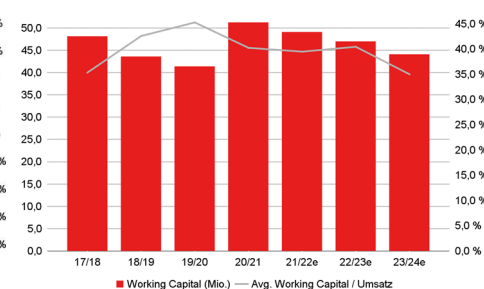
in Mio. EUR



## 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	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005157101.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005157101.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	162	76
Halten	43	20
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>214</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	45	83
Halten	7	13
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	1	2
<b>Gesamt</b>	<b>54</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DR. HÖNLE] AM [06.12.2022]**



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

Refinitiv [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://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