

Buy EUR 36,00 (EUR 39,00) Kurs EUR 19,40 Upside 85,6 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 36,00 FCF-Value Potential 25e: 34,00	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: 117,6 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 155,7 Freefloat MC: 99,9 Ø Trad. Vol. (30T): 46,40 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 84,96 % Peter Möhrle Holding 15,04 % Teslin / Gerlin 5,80 % Allianz Global 3,60 % Lazard 3,30 %	Kennzahlen (WRE): 2022/23e Beta: 1,3 KBV: 1,1 x EK-Quote: 59 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,1 x Net Debt / EBITDA: 2,4 x

Q2-Ergebnisse unter den Erwartungen; Leichte Verbesserung in H2 erwartet

Berichtete Kennzahlen Q2/2022/23:										Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	Q2 22/23	Q2 22/23e	Q2 21/22	yoy	6M 22/23	6M 22/23e	6M 21/22	yoy						
Umsatz	25,9	28,9	32,8	-21 %	53,5	56,5	66,2	-19 %						
EBIT	1,4	3,2	3,1	-56 %	3,7	5,5	7,7	-51 %						
Marge	5,4 %	11,0 %	9,6 %		7,0 %	9,8 %	11,6 %							

- Q2 2022-Zahlen beinhalten Raesch (in Q1 verkauft).
- Der Umsatz lag in Q2 mit EUR 26 Mio. unter den Erwartungen. Die Hälfte des Rückgangs im Vergleich zum Vorjahr ist auf die Entkonsolidierung von Raesch zurückzuführen. Der Rest resultiert hauptsächlich aus Problemen in der Lieferkette und einem Rückgang der Umsätze im Bereich Luftentkeimung.
- Die EBIT-Verfehlung ist auf den niedrigen Umsatz zurückzuführen.

Umsatz und EBIT von Hönle lagen in Q2 unter den Erwartungen.

Während für Q2 ein sequenzieller Umsatzanstieg erwartet wurde, verzeichnete Hönle einen Rückgang von -6% gegenüber dem Vorquartal. Dies ist hauptsächlich auf **anhaltende Lieferkettenprobleme im Segment Geräte & Anlagen** zurückzuführen, das in Q2 einen relativ geringen Umsatzbeitrag von nur EUR 14 Mio. leistete (gegenüber EUR 16 Mio. in Q1 und EUR 17 Mio. in Q2 2022). **Der niedrige Umsatz führte in Q2 zu einer EBIT-Marge von nur 5,4%.**

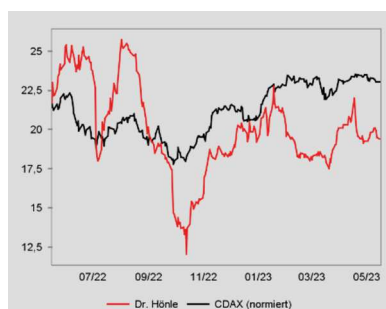
Mit einer sich allmählich verbessernden Lieferkette erwarten wir, dass Hönle in Q3/4 einen höheren Umsatz erzielen wird. Wir reduzieren jedoch die ursprünglichen Erwartungen, da wir nicht davon ausgehen, dass Hönle den Rückstand im weiteren Jahresverlauf vollständig aufholen kann. Für das GJ wird nun ein Umsatzrückgang von -11% ggü. Vj. erwartet. Dies ist im Wesentlichen auf die Entkonsolidierung von Raesch (in Q1 veräußert) und deutlich geringere Beiträge aus dem Bereich Luftentkeimung zurückzuführen, der hinter den Erwartungen zurückblieb. Einschließlich der Abfindungszahlung von EUR 0,8 Mio. für Herrn Haimerl (die das Q3-Ergebnis belasten wird), **dürfte das GJ-EBIT rund EUR 10 Mio. erreichen.**

Rückkehr zum Wachstum im GJ 2024: Trotz der etwas enttäuschenden operativen Entwicklung im laufenden GJ halten wir an der Erwartung fest, dass Hönle im nächsten GJ zu einem deutlichen Wachstum zurückkehren kann. Dies dürfte durch größere Projekte in den Segmenten Geräte & Anlagen (Druck) und Klebstoffe (Photovoltaik/E-Mobilität) sowie durch organisches Wachstum in den meisten Anwendungsbereichen (auch im Bereich Glas & Strahler) getrieben werden. Mit diesem Wachstum soll Hönle im Jahr 2024 wieder eine EBIT-Marge von 12-13% erreichen und sich danach einem Niveau von 15% nähern. Letzteres soll durch ein proportional stärkeres Wachstum des margenstärkeren Klebstoffgeschäfts in Verbindung mit Effizienz-/Kostenverbesserungen im Unternehmen erreicht werden, die voraussichtlich durch den neuen Interims-CEO Dr. Richter eingeleitet werden.

Mit den niedrigeren Schätzungen wird das **Kursziel auf EUR 36 gesenkt**, was immer noch ein Aufwärtspotenzial von knapp über 80% bietet. Eine Rückkehr zum Wachstum (insbesondere im Segment Klebstoffe) und zu höheren Margen wird als wichtigster Kurstreiber gesehen. Die **Kaufempfehlung** wird beibehalten.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:				
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	2022/23e (alt)	+ / -	2023/24e (alt)	+ / -	2024/25e (alt)	+ / -					
Umsatz	118,4	-4,7 %	129,8	-2,1 %	n.a.	n.m.					
EBIT	14,1	-29,1 %	20,0	-20,1 %	n.a.	n.m.					

- Wir gehen nicht davon aus, dass Hönle den Rückstand in H2 vollständig aufholen kann.
- Eine Abfindungszahlung von EUR 0,77 Mio. an Herrn Haimerl belastet in H2 die Profitabilität.



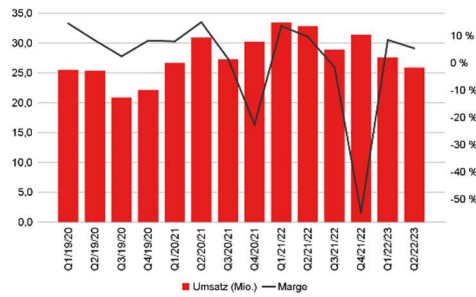
Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	-4,3 %
6 Monate:	-4,7 %
Jahresverlauf:	-10,7 %
Letzte 12 Monate:	-18,8 %

Unternehmenstermine:
07.08.23 Q3

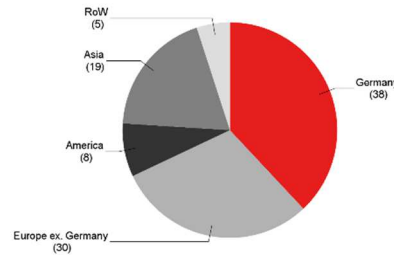
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (21/22-24/25e)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Umsatz	2,4 %	107,7	93,9	115,2	126,5	112,8	127,0	135,9
Veränd. Umsatz yoy		-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	9,9 %	-10,8 %	12,5 %	7,0 %
Rohertragsmarge		67,6 %	64,5 %	60,2 %	49,2 %	62,2 %	63,9 %	64,5 %
EBITDA	81,7 %	20,3	14,7	13,8	4,5	16,2	23,0	26,7
EBIT	-	17,0	8,1	0,3	-10,0	10,0	16,0	19,6
EBIT adj.		17,0	8,1	7,8	8,3	10,8	16,0	19,6
Marge		15,8 %	8,6 %	6,8 %	6,5 %	9,6 %	12,6 %	14,4 %
Nettoergebnis	-	12,5	5,8	-4,9	-13,3	6,0	10,3	12,9
EPS	-	2,27	1,01	-0,81	-2,19	0,99	1,69	2,12
EPS adj.	36,7 %	2,27	1,01	0,45	0,83	0,99	1,69	2,12
DPS	-	0,80	0,50	0,20	0,00	0,25	0,50	0,70
Dividendenrendite		1,5 %	1,1 %	0,4 %	n.a.	1,3 %	2,6 %	3,5 %
FCFPS		-0,44	-4,00	-2,67	-1,95	2,34	2,46	2,07
FCF / MarktKap.		-0,8 %	-9,0 %	-5,3 %	-6,4 %	12,1 %	12,7 %	10,4 %
EV / Umsatz		2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,9 x	1,4 x	1,1 x	1,0 x
EV / EBITDA		15,1 x	18,6 x	25,6 x	53,9 x	9,6 x	6,2 x	5,1 x
EV / EBIT		18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	15,5 x	8,9 x	6,9 x
KGV		23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	19,6 x	11,5 x	9,4 x
KGV ber.		23,8 x	43,8 x	111,1 x	36,5 x	19,6 x	11,5 x	9,4 x
FCF Potential Yield		4,4 %	3,6 %	4,1 %	4,7 %	6,8 %	11,1 %	13,5 %
Nettoverschuldung		9,8	20,9	50,1	56,3	38,1	24,7	15,2
ROCE (NOPAT)		13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	4,5 %	7,7 %	9,6 %
Guidance:		2023: Umsatz EUR 110 - 120m; EBIT EUR 10-13 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



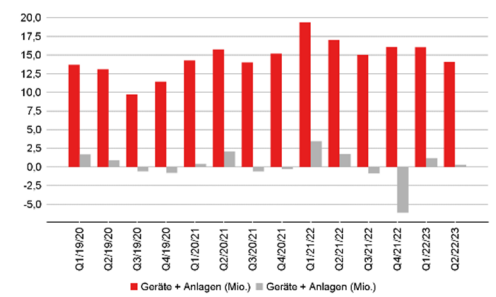
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2022; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Anlagen + Systeme
Umsatz und EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

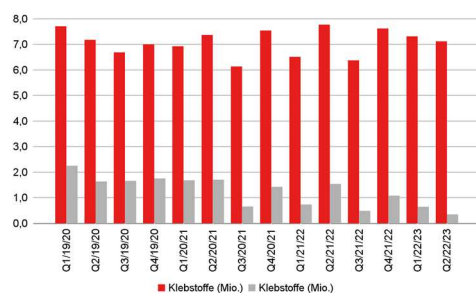
Unternehmenshintergrund

- 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-/Lacktrocknung, 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

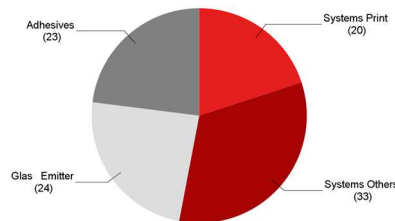
- Die Wettbewerbsstruktur ist durch eine Vielzahl von kleineren häufig vor allem regional tätigen Anbietern und nur einer handvoll von größeren Unternehmen gekennzeichnet.
- Die ähnlich großen Wettbewerber bedienen in der Regel nur einen Teil der Marktsegmente, das Ergebnis ist eine vergleichsweise moderate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



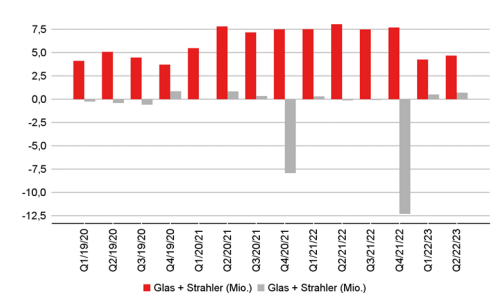
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2022; 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
	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/33e	33/34e	34/35e	
Umsatz	112,8	127,0	135,9	144,0	152,7	161,8	169,9	178,4	187,4	194,8	202,6	210,7	214,4	
Umsatzwachstum	-10,8 %	12,5 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	1,8 %	1,8 %
EBIT	10,0	16,0	19,6	23,0	24,4	25,9	27,2	28,5	30,0	31,2	32,4	33,7	34,3	
EBIT-Marge	8,9 %	12,6 %	14,4 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	
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	7,1	11,3	13,9	16,2	17,2	18,3	19,2	20,1	21,1	22,0	22,9	23,8	24,2	
Abschreibungen	6,2	7,1	7,1	8,6	8,8	7,0	7,3	7,5	7,7	7,8	7,7	7,7	7,5	
Abschreibungsquote	5,5 %	5,6 %	5,2 %	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	-8,1	-1,4	3,1	2,3	1,4	1,4	2,6	2,7	2,9	2,4	2,5	2,6	1,2	
- Investitionen	5,3	5,3	5,8	5,9	6,0	6,1	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	9,3	8,7	
Investitionsquote	4,7 %	4,2 %	4,3 %	4,1 %	3,9 %	3,8 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	4,4 %	4,0 %	
- 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)	16,1	15,5	13,1	17,7	18,6	17,7	17,8	18,5	19,2	20,4	20,8	19,6	21,8	21
Barwert FCF	16,3	14,3	11,2	13,9	13,5	11,8	10,9	10,5	10,1	9,8	9,3	8,1	8,3	124
Anteil der Barwerte	15,75 %			37,89 %										46,36 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	22,50 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,6 %	Liquidität (Aktie)	1,35
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,35
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
WACC	8,26 %	Beta	1,30

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034/35e	144		
Terminal Value	124		
Zinstr. Verbindlichkeiten	59		
Pensionsrückstellungen	4		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	1		
Liquide Mittel	13	Aktienzahl (Mio.)	6,1
Eigenkapitalwert	218	Wert je Aktie (EUR)	35,92

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	9,3 %	28,86	29,31	29,79	30,30	30,85	31,44	32,07	1,53	9,3 %	26,26	27,61	28,96	30,30	31,65	33,00	34,34
1,42	8,8 %	31,17	31,71	32,29	32,91	33,57	34,29	35,07	1,42	8,8 %	28,58	30,02	31,46	32,91	34,35	35,80	37,24
1,36	8,5 %	32,44	33,04	33,67	34,36	35,09	35,89	36,75	1,36	8,5 %	29,87	31,36	32,86	34,36	35,85	37,35	38,85
1,30	8,3 %	33,80	34,46	35,16	35,92	36,74	37,62	38,58	1,30	8,3 %	31,25	32,81	34,36	35,92	37,47	39,03	40,58
1,24	8,0 %	35,26	35,99	36,76	37,60	38,51	39,50	40,58	1,24	8,0 %	32,75	34,37	35,99	37,60	39,22	40,84	42,46
1,18	7,8 %	36,83	37,63	38,50	39,43	40,45	41,56	42,77	1,18	7,8 %	34,38	36,06	37,75	39,43	41,12	42,80	44,49
1,07	7,3 %	40,36	41,34	42,42	43,59	44,87	46,28	47,84	1,07	7,3 %	38,07	39,91	41,75	43,59	45,43	47,27	49,11

- 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.	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	5,7	-4,9	-13,1	6,2	10,5	13,1	
+ Abschreibung + Amortisation	3,3	6,6	13,5	14,5	6,2	7,1	7,1	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	
- Erhaltungsinvestitionen	2,1	2,1	2,5	2,6	3,0	3,0	3,0	
+ Sonstiges	-0,4	-0,4	7,5	11,1	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	13,4	10,0	14,5	11,3	10,7	15,7	18,4	
FCF Potential Yield (on market EV)	4,4 %	3,6 %	4,1 %	4,7 %	6,8 %	11,1 %	13,5 %	
WACC	8,26 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %	8,26 %	
= Enterprise Value (EV)	307,3	273,1	353,1	239,9	155,7	142,3	136,1	
= Fair Enterprise Value	159,0	118,5	172,9	134,4	129,0	187,2	218,3	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	52,3	52,3	52,3	52,3	34,1	20,7	11,2	
- Pensionsverbindlichkeiten	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
- 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	102,6	62,2	116,6	78,1	90,9	162,5	203,1	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	18,62	10,92	19,23	12,88	14,99	26,81	33,50	
Premium (-) / Discount (+) in %					-22,7 %	38,2 %	67,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,26 %	10,04	5,12	11,73	7,05	9,32	18,69	24,03
	10,26 %	11,89	6,50	13,75	8,62	10,85	20,88	26,58
	9,26 %	14,15	8,18	16,20	10,52	12,70	23,53	29,68
WACC	8,26 %	18,62	10,92	19,23	12,88	14,99	26,81	33,50
	7,26 %	20,47	12,90	23,08	15,87	17,92	30,98	38,36
	6,26 %	25,12	16,36	28,13	19,79	21,79	36,45	44,74
	5,26 %	31,47	21,10	35,05	25,17	27,12	43,94	53,47

- Margenanstieg führt zu steigender Wertindikation

Wertermittlung

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
KBV	3,3 x	2,2 x	2,7 x	1,7 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,47	15,72	14,30	13,80	14,50	15,99	17,65
EV / Umsatz	2,9 x	2,9 x	3,1 x	1,9 x	1,4 x	1,1 x	1,0 x
EV / EBITDA	15,1 x	18,6 x	25,6 x	53,9 x	9,6 x	6,2 x	5,1 x
EV / EBIT	18,0 x	33,7 x	n.a.	n.a.	15,5 x	8,9 x	6,9 x
EV / EBIT adj.*	18,0 x	33,7 x	45,2 x	29,0 x	14,4 x	8,9 x	6,9 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,3 x	7,9 x	9,6 x
KGV	23,8 x	43,8 x	n.a.	n.a.	19,6 x	11,5 x	9,4 x
KGV ber.*	23,8 x	43,8 x	111,1 x	36,5 x	19,6 x	11,5 x	9,4 x
Dividendenrendite	1,5 %	1,1 %	0,4 %	n.a.	1,3 %	2,6 %	3,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,4 %	3,6 %	4,1 %	4,7 %	6,8 %	11,1 %	13,5 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Adj. FCFPS	1,73	-0,66	-0,19	0,53	4,82	4,94	4,54

GuV

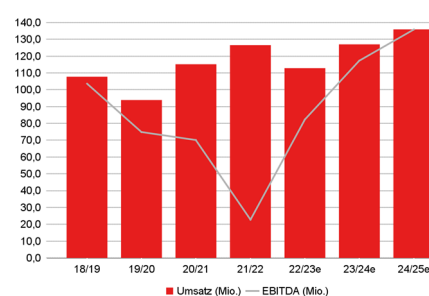
In EUR Mio.	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Umsatz	107,7	93,9	115,2	126,5	112,8	127,0	135,9
Veränd. Umsatz yoy	-14,8 %	-12,9 %	22,7 %	9,9 %	-10,8 %	12,5 %	7,0 %
Bestandsveränderungen	1,9	-0,6	3,1	8,3	0,7	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1
Gesamterlöse	109,7	93,3	118,3	135,2	113,6	127,1	135,9
Materialaufwand	36,9	32,7	48,9	72,9	43,4	45,8	48,2
Rohertrag	72,8	60,5	69,3	62,3	70,2	81,2	87,7
Rohertragsmarge	67,6 %	64,5 %	60,2 %	49,2 %	62,2 %	63,9 %	64,5 %
Personalaufwendungen	35,8	33,2	39,7	43,0	40,6	43,2	45,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	1,2	1,6	3,9	2,0	1,5	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,2	13,8	17,5	18,7	15,4	16,5	17,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	20,3	14,7	13,8	4,5	16,2	23,0	26,7
Marge	18,9 %	15,7 %	12,0 %	3,5 %	14,3 %	18,1 %	19,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8	6,0	9,0	13,7	5,6	6,5	6,5
EBITA	17,6	8,7	4,8	-9,3	10,6	16,5	20,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	17,0	8,1	0,3	-10,0	10,0	16,0	19,6
Marge	15,8 %	8,6 %	0,3 %	-7,9 %	8,9 %	12,6 %	14,4 %
EBIT adj.	17,0	8,1	7,8	8,3	10,8	16,0	19,6
Zinserträge	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,5	1,1	1,5	1,5	1,2	1,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
EBT	16,9	7,9	-0,7	-11,4	8,7	14,7	18,4
Marge	15,7 %	8,5 %	-0,6 %	-9,0 %	7,7 %	11,6 %	13,6 %
Steuern gesamt	4,5	2,2	4,3	1,7	2,5	4,3	5,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,4	5,7	-4,9	-13,1	6,2	10,5	13,1
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	5,7	-4,9	-13,1	6,2	10,5	13,1
Minderheitenanteile	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Nettoergebnis	12,5	5,8	-4,9	-13,3	6,0	10,3	12,9
Marge	11,6 %	6,2 %	-4,2 %	-10,5 %	5,3 %	8,1 %	9,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
EPS	2,27	1,01	-0,81	-2,19	0,99	1,69	2,12
EPS verwässert	2,27	0,95	-0,81	-2,19	0,99	1,69	2,12

*Adjustiert um:

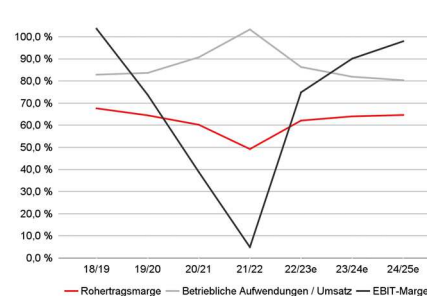
Guidance: 2023: Umsatz EUR 110 - 120m; EBIT EUR 10-13 Mio.

Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	82,9 %	83,7 %	90,7 %	103,3 %	86,3 %	81,9 %	80,4 %
Operating Leverage	3,0 x	4,1 x	-4,3 x	n.a.	n.a.	4,7 x	3,3 x
EBITDA / Interest expenses	125,6 x	32,2 x	12,3 x	2,9 x	11,0 x	18,9 x	22,0 x
Steuerquote (EBT)	26,5 %	28,2 %	-635,7 %	-14,4 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	35,5 %	49,9 %	n.m.	0,0 %	24,5 %	29,0 %	32,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	173.785	160.472	175.297	192.880	191.263	198.430	205.886

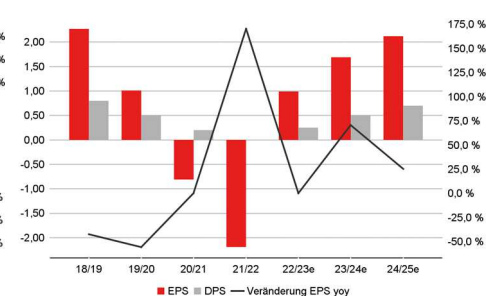
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

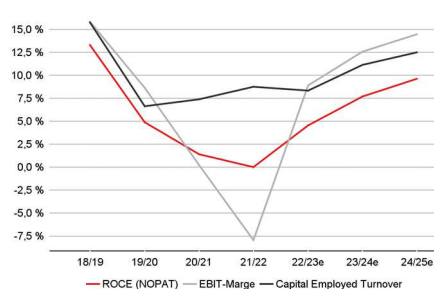
Bilanz

In EUR Mio.	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	21,2	21,0	24,0	23,3	23,0	22,7	22,5
davon übrige imm. VG	2,4	2,2	2,9	2,1	1,9	1,6	1,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,8	18,8	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Sachanlagen	42,2	76,8	87,8	79,6	75,0	73,5	72,5
Finanzanlagen	1,2	1,1	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	64,6	99,0	112,9	103,9	99,0	97,2	96,0
Vorräte	35,9	35,2	46,7	46,4	38,9	36,3	38,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,0	14,3	17,1	19,7	17,9	20,2	21,6
Liquide Mittel	14,6	34,2	12,1	7,1	14,1	27,5	37,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	12,1	13,6	14,1	18,4	17,2	15,7	14,2
Umlaufvermögen	79,5	97,2	90,0	91,6	88,1	99,7	111,6
Bilanzsumme (Aktiva)	144,1	196,2	202,9	195,5	187,1	197,0	207,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,5	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitalrücklage	16,6	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Gewinnrücklagen	67,9	68,3	62,7	58,8	64,8	73,6	83,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,0	-2,0
Buchwert	90,0	116,3	110,7	106,9	110,9	119,6	129,5
Anteile Dritter	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Eigenkapital	90,1	116,7	111,1	107,2	111,2	120,0	129,8
Rückstellungen gesamt	8,8	9,5	9,3	4,7	4,7	4,7	4,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8,3	8,8	8,6	4,0	4,0	4,0	4,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	16,2	46,3	53,5	59,4	48,2	48,2	48,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,7	3,5	3,9	26,4	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,9	6,5	9,4	10,3	9,2	10,3	11,1
Sonstige Verbindlichkeiten	21,2	17,3	19,5	13,8	13,8	13,8	13,8
Verbindlichkeiten	54,0	79,5	91,8	88,2	75,9	77,0	77,8
Bilanzsumme (Passiva)	144,1	196,2	202,9	195,5	187,1	197,0	207,6

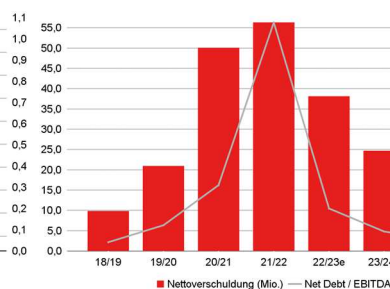
Kennzahlen

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,3 x	0,8 x	0,8 x	1,0 x	0,9 x	1,1 x	1,1 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	0,7 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x
ROA	19,3 %	5,8 %	-4,3 %	-12,8 %	6,1 %	10,6 %	13,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,3 %	4,9 %	1,4 %	n.a.	4,5 %	7,7 %	9,6 %
ROE	14,1 %	5,6 %	-4,3 %	-12,2 %	5,5 %	8,9 %	10,3 %
Adj. ROE	14,1 %	5,6 %	2,4 %	4,6 %	5,5 %	8,9 %	10,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	9,8	20,9	50,1	56,3	38,1	24,7	15,2
Nettofinanzverschuldung	1,6	12,1	41,5	52,3	34,1	20,7	11,2
Net Gearing	10,9 %	17,9 %	45,1 %	52,5 %	34,3 %	20,6 %	11,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	7,8 %	82,4 %	300,7 %	1174,5 %	210,7 %	89,9 %	41,9 %
Buchwert je Aktie	16,3	19,2	18,3	17,6	18,3	19,7	21,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,5	15,7	14,3	13,8	14,5	16,0	17,7

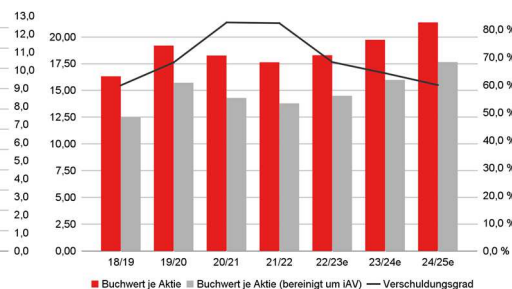
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

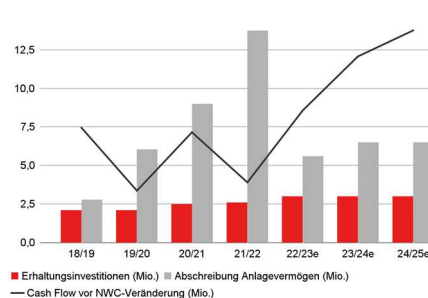
In EUR Mio.	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,5	5,8	-4,9	-13,3	6,0	10,3	12,9
Abschreibung Anlagevermögen	2,8	6,0	9,0	13,7	5,6	6,5	6,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-4,2	-7,5	2,1	5,0	1,2	1,5	1,5
Cash Flow vor NWC-Veränderung	11,6	5,2	11,2	6,1	13,4	18,8	21,4
Veränderung Vorräte	-2,4	0,6	-12,5	-11,6	7,5	2,6	-2,5
Veränderung Forderungen aus L+L	6,5	2,7	-1,3	-2,7	1,8	-2,3	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,1	-1,2	3,6	0,8	-1,1	1,1	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	5,2	2,2	-10,2	-13,5	6,1	1,4	-3,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	16,8	7,4	0,9	-7,4	19,5	20,2	18,3
Investitionen in iAV	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-19,1	-35,1	-16,9	-5,2	-5,0	-5,0	-5,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-0,2	-7,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,0	0,2	2,7	4,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-19,2	-30,4	-24,6	-1,7	-1,3	-5,3	-5,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	9,1	21,9	4,3	4,9	-11,2	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,4	-4,4	-3,0	-1,2	0,0	-1,5	-3,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	4,7	43,3	1,2	3,7	-11,2	-1,5	-3,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	2,4	20,3	-22,5	-5,4	7,0	13,4	9,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	14,5	34,7	11,7	7,1	14,1	27,5	37,0

Kennzahlen

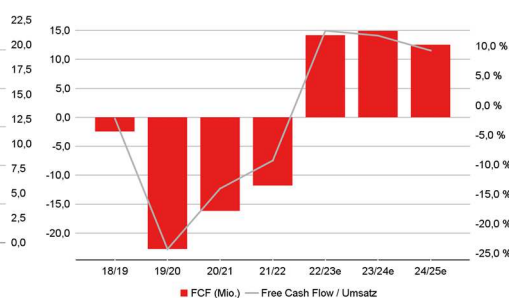
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Kapitalfluss							
FCF	-2,4	-22,8	-16,2	-11,8	14,2	14,9	12,5
Free Cash Flow / Umsatz	-2,3 %	-24,2 %	-14,0 %	-9,3 %	12,6 %	11,8 %	9,2 %
Free Cash Flow Potential	13,4	10,0	14,5	11,3	10,7	15,7	18,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-19,6 %	-393,9 %	331,2 %	88,9 %	236,9 %	145,5 %	97,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,4 %	1,5 %	2,2 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	17,9 %	37,7 %	14,8 %	4,2 %	4,7 %	4,2 %	4,3 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	2,2 %	2,2 %	2,1 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %
CAPEX / Abschreibungen	581,5 %	535,7 %	126,5 %	36,4 %	86,0 %	75,0 %	82,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	42,6 %	45,3 %	40,2 %	41,2 %	43,5 %	34,9 %	33,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	215,9 %	219,7 %	180,9 %	191,0 %	194,6 %	196,1 %	194,6 %
Vorratumschlag	1,0 x	0,9 x	1,0 x	1,6 x	1,1 x	1,3 x	1,2 x
Receivables collection period (Tage)	58	55	54	57	58	58	58
Payables payment period (Tage)	78	72	70	52	77	82	84
Cash conversion cycle (Tage)	321	358	309	224	285	244	248

Investitionen und Cash Flow

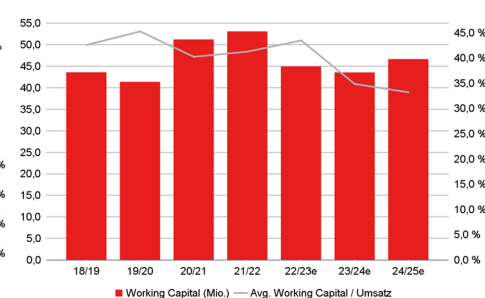
in Mio. EUR



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	160	75
Halten	43	20
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	213	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	88
Halten	5	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	52	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DR. HÖNLE] AM [16.05.2023]



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 Rüschemier +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

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@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

Hannes Müller +49 40 309537-255
Software, IT hmueller@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

Charlotte Wernicke +49 40 3282-2669
Roadshow/Marketing cwernicke@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

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

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

Jan-Philip Schmidt +49 40 3282-2682
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Sales Trading sschulz@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