

<b>Buy</b>  <b>EUR 47,00</b> (EUR 55,00)  Kurs <b>EUR 23,00</b> <b>Upside 104,3 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 46,75	<b>Warburg Risiko Score:</b> <b>2,5</b> Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>Beschreibung:</b> Nischenplayer in der Displaytechnik.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 81,1 Aktienanzahl (Mio.): 3,5 EV: 62,4 Freefloat MC: 25,0 Ø Trad. Vol. (30T): 13,14 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 30,80 % Arrow Electronics 69,20 %	<b>Kennzahlen (WRE):</b> 2025e Beta: 1,5 KBV: 0,5 x EK-Quote: 73 %

## Herausfordernde Bedingungen belasten das erste Quartal

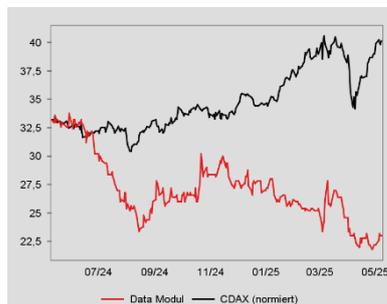
<b>Berichtete Kennzahlen Q1/2025:</b> Figures in EUR m	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eine schleppende Konjunktur in Deutschland sowie eine schwache industrielle Nachfrage vor dem Hintergrund geopolitischer Unsicherheiten belasteten das erste Quartal.</li> <li>▪ Rückläufige Umsätze führten zu schwachen Ergebnissen.</li> </ul>																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q1/25</th> <th>Q1/25e</th> <th>Q1/24</th> <th>yoy</th> <th>2025e</th> <th>2024</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Sales</b></td> <td>54.4</td> <td>58.0</td> <td>63.5</td> <td>-14.4%</td> <td>220.0</td> <td>226.2</td> <td>-2.7%</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT margin</b></td> <td>-1.9</td> <td>0.5</td> <td>4.1</td> <td>-</td> <td>2.2</td> <td>9.3</td> <td>-76.4%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>-3.6%</td> <td>0.9%</td> <td>6.5%</td> <td></td> <td>1.0%</td> <td>4.1%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Q1/25	Q1/25e	Q1/24	yoy	2025e	2024	yoy	<b>Sales</b>	54.4	58.0	63.5	-14.4%	220.0	226.2	-2.7%	<b>EBIT margin</b>	-1.9	0.5	4.1	-	2.2	9.3	-76.4%		-3.6%	0.9%	6.5%		1.0%	4.1%		
	Q1/25	Q1/25e	Q1/24	yoy	2025e	2024	yoy																										
<b>Sales</b>	54.4	58.0	63.5	-14.4%	220.0	226.2	-2.7%																										
<b>EBIT margin</b>	-1.9	0.5	4.1	-	2.2	9.3	-76.4%																										
	-3.6%	0.9%	6.5%		1.0%	4.1%																											

Das wirtschaftliche Umfeld in Deutschland war im ersten Quartal 2025 weiterhin von einer gedämpften wirtschaftlichen Dynamik geprägt. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wurde durch eine anhaltend schwache industrielle Nachfrage und geopolitische Unsicherheiten belastet. Das verarbeitende Gewerbe, das in Deutschland eine Schlüsselrolle spielt, sah sich mit Investitionszurückhaltung, hohen Energiekosten und rückläufigen Aufträgen aus dem Ausland konfrontiert. Produktionsrückgänge in wichtigen Branchen wie dem Maschinenbau und der Automobilindustrie spiegelten diese Entwicklung wider.

Das Unternehmen reagierte auf die beschriebene Entwicklung mit Kostensenkungsmaßnahmen. Durch die konsequente Umsetzung des Strategieprogramms ist es gut auf die schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vorbereitet. Obwohl im ersten Quartal ein negatives Ergebnis nicht verhindert werden konnte, erscheint dies bei einer leichten Erholung des Umsatzes für das Gesamtjahr realistisch. Das erste Quartal wurde durch Produkteinführungskosten (EUR 0,8 Mio.) und Restrukturierungskosten (EUR 1,0 Mio.) als Sondereffekte belastet.

Wir gehen bei Data Modul von einer langfristigen Entwicklung mit normalen Margen aus. Die Aktie wird bei einem Kursziel von EUR 47 (55) weiterhin mit Kaufen bewertet.

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eine schwächere Umsatzbasis führt zu verringerten Erwartungen für 2025 und die folgenden Jahre.</li> </ul>																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2025e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2026e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2027e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>230,0</td> <td>-4,3 %</td> <td>241,5</td> <td>-4,3 %</td> <td>260,8</td> <td>-4,3 %</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>5,8</td> <td>-61,7 %</td> <td>9,7</td> <td>-28,3 %</td> <td>15,6</td> <td>-28,3 %</td> </tr> <tr> <td><b>EPS</b></td> <td>0,87</td> <td>-80,5 %</td> <td>1,63</td> <td>-33,1 %</td> <td>2,80</td> <td>-31,1 %</td> </tr> </tbody> </table>		2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	<b>Umsatz</b>	230,0	-4,3 %	241,5	-4,3 %	260,8	-4,3 %	<b>EBIT</b>	5,8	-61,7 %	9,7	-28,3 %	15,6	-28,3 %	<b>EPS</b>	0,87	-80,5 %	1,63	-33,1 %	2,80	-31,1 %	
	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -																							
<b>Umsatz</b>	230,0	-4,3 %	241,5	-4,3 %	260,8	-4,3 %																							
<b>EBIT</b>	5,8	-61,7 %	9,7	-28,3 %	15,6	-28,3 %																							
<b>EPS</b>	0,87	-80,5 %	1,63	-33,1 %	2,80	-31,1 %																							

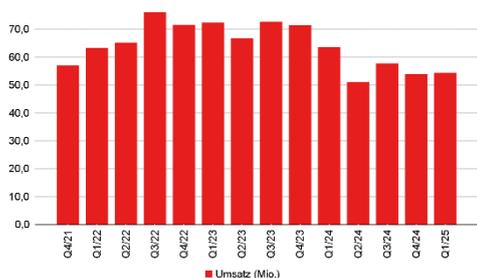


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-16,6 %
6 Monate:	-38,4 %
Jahresverlauf:	-31,1 %
Letzte 12 Monate:	-53,6 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
08.08.25	Q2
07.11.25	Q3

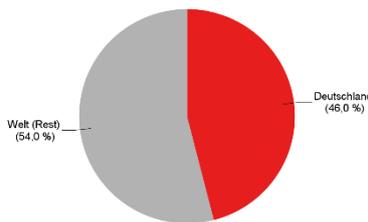
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	3,3 %	194,8	276,1	283,2	226,2	220,0	231,0	249,5
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		1,3 %	41,7 %	2,6 %	-20,1 %	-2,7 %	5,0 %	8,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		21,8 %	23,1 %	21,0 %	18,8 %	17,0 %	17,5 %	19,0 %
<b>EBITDA</b>	-3,2 %	18,6	33,0	28,4	21,2	10,2	14,9	19,2
<b>Marge</b>		9,5 %	11,9 %	10,0 %	9,4 %	4,6 %	6,5 %	7,7 %
<b>EBIT</b>	6,4 %	12,7	27,2	22,3	9,3	2,2	6,9	11,2
<b>Marge</b>		6,5 %	9,8 %	7,9 %	4,1 %	1,0 %	3,0 %	4,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	6,9 %	7,9	18,4	14,5	5,6	0,6	3,9	6,8
<b>EPS</b>	6,9 %	2,24	5,21	4,11	1,58	0,17	1,09	1,93
<b>EPS adj.</b>	6,9 %	2,24	5,21	4,11	1,58	0,17	1,09	1,93
<b>DPS</b>	0,0 %	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
<b>Dividendenrendite</b>		0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
<b>FCFPS</b>		-5,31	-1,76	4,22	5,13	-0,04	-0,25	-0,37
<b>FCF / MarktKap.</b>		-9,8 %	-3,1 %	7,7 %	15,9 %	-0,2 %	-1,1 %	-1,6 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,0 x	0,7 x	0,7 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
<b>EV / EBITDA</b>		10,1 x	6,2 x	6,7 x	4,5 x	6,1 x	4,3 x	3,4 x
<b>EV / EBIT</b>		14,8 x	7,5 x	8,5 x	10,2 x	28,3 x	9,2 x	5,8 x
<b>KGV</b>		24,3 x	10,8 x	13,4 x	20,5 x	135,3 x	21,1 x	11,9 x
<b>KGV ber.</b>		24,3 x	10,8 x	13,4 x	20,5 x	135,3 x	21,1 x	11,9 x
<b>FCF Potential Yield</b>		4,5 %	7,0 %	8,1 %	17,0 %	6,3 %	11,3 %	15,5 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-3,7	5,5	-5,2	-19,3	-18,7	-17,4	-15,7
<b>ROCE (NOPAT)</b>		9,3 %	15,0 %	11,2 %	4,8 %	1,2 %	3,5 %	5,5 %
<b>Guidance:</b>		Leicht negative Entwicklung wesentlicher Kennzahlen						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



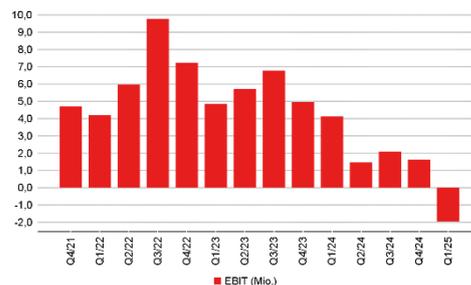
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2024; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

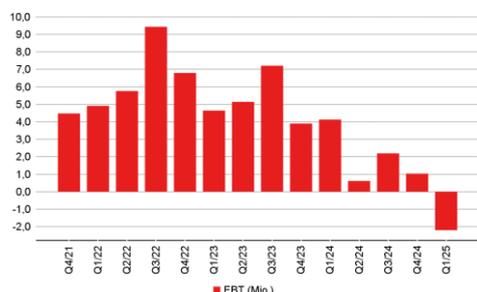
## Unternehmenshintergrund

- Data Modul ist ein Display-Integrator mit einer langen Erfahrung auf dem Markt (50 Jahre).
- Data Modul ist weltweit präsent und liefert Display- und Embedded-Lösungen für OEMs.
- Mit seinen eigenen Produkten bildet Data Modul eine wertschöpfende Schnittstelle zwischen Panel-Herstellern und Kunden. Handelsprodukte runden das Angebot ab.
- Märkte, die von Megatrends wie industrielle HMI, Smart Retail, Medizin und E-Mobilität dominiert werden, gewinnen zunehmend an Bedeutung.

## Wettbewerbsqualität

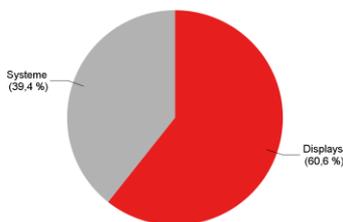
- Europas größter Displaydistributor und Bonding-Spezialist.
- Fokus auf Nischenmärkte, die aufgrund ihrer geringen Größe/Individualität für die großen Displayhersteller unattraktiv sind. Dies führt zu einem vergleichsweise geringen Wettbewerbsdruck.
- Hohe Kundenbindung durch Design-In in die Produkte der Abnehmer und Softwarekompetenz.
- Die globale Aufstellung von Data Modul (Produktion/Logistik in Europa, Asien, USA) ermöglicht ein im Wettbewerb führendes Sourcing.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



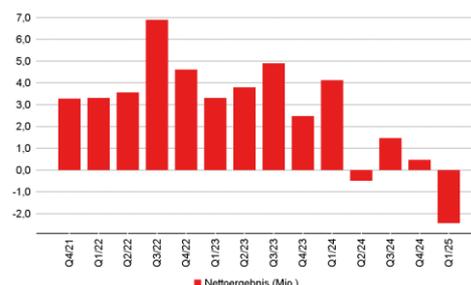
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2024; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell														Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Umsatz	221,7	232,8	251,4	269,0	287,8	305,1	320,3	336,4	353,2	370,8	389,4	408,8	421,1	
Umsatzwachstum	-2,0 %	5,0 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %
EBIT	2,2	6,9	11,2	13,4	14,4	18,3	19,2	23,5	24,7	26,0	27,3	36,8	37,9	
EBIT-Marge	1,0 %	3,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	31,0 %	31,0 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	
NOPAT	1,5	4,8	7,7	9,2	9,9	12,5	13,2	16,1	16,9	17,8	18,7	25,2	26,0	
Abschreibungen	8,0	8,0	8,0	5,4	5,8	6,1	6,4	6,7	7,1	7,4	7,8	8,2	8,4	
Abschreibungsquote	3,6 %	3,4 %	3,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,4	5,4	8,8	8,4	9,0	8,2	-17,5	-0,3	-0,7	-1,1	-1,5	-1,9	-4,7	
- Investitionen	8,0	8,0	8,0	5,4	5,8	6,1	6,4	6,7	7,1	7,4	7,8	8,2	8,4	
Investitionsquote	3,6 %	3,4 %	3,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,1	-0,6	-1,1	1,1	1,0	4,4	30,7	16,5	17,7	18,9	20,2	27,2	30,8	24
Barwert FCF	0,1	-0,5	-0,8	0,7	0,6	2,5	15,9	7,7	7,5	7,2	7,0	8,5	8,7	80
Anteil der Barwerte	-0,83 %			45,69 %										55,14 %

Modell-Parameter				Wertermittlung (Mio.)			
Herleitung WACC:		Herleitung Beta:		Barwerte bis 2037e	65		
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50	Terminal Value	80		
FK-Zins (nach Steuern)	1,7 %	Liquidität (Aktie)	1,50	Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,50	Pensionsrückstellungen	1		
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,50	Hybridkapital	0		
		Sonstiges	1,50	Minderheiten	0		
				Marktwert v. Beteiligungen	0		
<b>WACC</b>	<b>10,54 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,50</b>	Liquide Mittel	20	Aktienzahl (Mio.)	3,5
				<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>165</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>46,75</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)																	
Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,69	11,5 %	39,39	39,81	40,25	40,72	41,21	41,72	42,27	1,69	11,5 %	31,45	34,54	37,63	40,72	43,81	46,89	49,98
1,60	11,0 %	42,00	42,49	43,01	43,55	44,13	44,74	45,39	1,60	11,0 %	33,74	37,01	40,28	43,55	46,82	50,09	53,36
1,55	10,8 %	43,41	43,94	44,51	45,10	45,73	46,40	47,11	1,55	10,8 %	34,99	38,36	41,73	45,10	48,47	51,84	55,21
1,50	10,5 %	44,91	45,49	46,10	46,75	47,43	48,16	48,94	1,50	10,5 %	36,32	39,80	43,27	46,75	50,22	53,69	57,17
1,45	10,3 %	46,49	47,12	47,79	48,50	49,25	50,04	50,90	1,45	10,3 %	37,74	41,33	44,91	48,50	52,08	55,67	59,25
1,40	10,0 %	48,18	48,86	49,59	50,36	51,18	52,06	53,00	1,40	10,0 %	39,25	42,96	46,66	50,36	54,07	57,77	61,47
1,31	9,5 %	51,88	52,70	53,57	54,49	55,48	56,55	57,69	1,31	9,5 %	42,60	46,56	50,53	54,49	58,46	62,42	66,39

▪ Umsatzwachstum aufgrund einer kontinuierlichen Ausweitung der Einsatzgebiete der Displaytechnik erwartet.

Wertermittlung	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	1,7 x	1,5 x	1,3 x	0,8 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	25,06	29,68	32,60	34,79	35,16	36,41	38,51
EV / Umsatz	1,0 x	0,7 x	0,7 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
EV / EBITDA	10,1 x	6,2 x	6,7 x	4,5 x	6,1 x	4,3 x	3,4 x
EV / EBIT	14,8 x	7,5 x	8,5 x	10,2 x	28,3 x	9,2 x	5,8 x
EV / EBIT adj.*	14,8 x	7,5 x	8,5 x	10,2 x	28,3 x	9,2 x	5,8 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	13,1 x	6,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	24,3 x	10,8 x	13,4 x	20,5 x	135,3 x	21,1 x	11,9 x
KGV ber.*	24,3 x	10,8 x	13,4 x	20,5 x	135,3 x	21,1 x	11,9 x
Dividendenrendite	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,5 %	7,0 %	8,1 %	17,0 %	6,3 %	11,3 %	15,5 %
*Adjustiert um:	-						

GuV							
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>194,8</b>	<b>276,1</b>	<b>283,2</b>	<b>226,2</b>	<b>220,0</b>	<b>231,0</b>	<b>249,5</b>
Veränd. Umsatz yoy	1,3 %	41,7 %	2,6 %	-20,1 %	-2,7 %	5,0 %	8,0 %
Herstellungskosten	152,4	212,2	223,7	183,7	182,6	190,6	202,1
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>42,4</b>	<b>63,8</b>	<b>59,6</b>	<b>42,5</b>	<b>37,4</b>	<b>40,4</b>	<b>47,4</b>
Bruttomarge	21,8 %	23,1 %	21,0 %	18,8 %	17,0 %	17,5 %	19,0 %
Forschung und Entwicklung	5,7	6,7	7,2	6,1	6,6	6,9	7,5
Vertriebskosten	25,0	30,1	30,2	29,2	28,6	26,6	28,7
Verwaltungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,1	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>18,6</b>	<b>33,0</b>	<b>28,4</b>	<b>21,2</b>	<b>10,2</b>	<b>14,9</b>	<b>19,2</b>
Marge	9,5 %	11,9 %	10,0 %	9,4 %	4,6 %	6,5 %	7,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2	0,8	5,5	6,9	3,0	3,0	3,0
<b>EBITA</b>	<b>17,4</b>	<b>32,2</b>	<b>23,0</b>	<b>14,3</b>	<b>7,2</b>	<b>11,9</b>	<b>16,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,7	5,0	0,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>12,7</b>	<b>27,2</b>	<b>22,3</b>	<b>9,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,9</b>	<b>11,2</b>
Marge	6,5 %	9,8 %	7,9 %	4,1 %	1,0 %	3,0 %	4,5 %
<b>EBIT adj.</b>	<b>12,7</b>	<b>27,2</b>	<b>22,3</b>	<b>9,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,9</b>	<b>11,2</b>
Zinserträge	0,0	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,4	0,9	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>11,3</b>	<b>26,9</b>	<b>20,9</b>	<b>8,0</b>	<b>0,9</b>	<b>5,6</b>	<b>9,9</b>
Marge	5,8 %	9,7 %	7,4 %	3,5 %	0,4 %	2,4 %	4,0 %
Steuern gesamt	3,4	8,5	6,4	2,4	0,3	1,7	3,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,9</b>	<b>18,4</b>	<b>14,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>7,9</b>	<b>18,4</b>	<b>14,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>7,9</b>	<b>18,4</b>	<b>14,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>
Marge	4,1 %	6,7 %	5,1 %	2,5 %	0,3 %	1,7 %	2,7 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>EPS</b>	<b>2,24</b>	<b>5,21</b>	<b>4,11</b>	<b>1,58</b>	<b>0,17</b>	<b>1,09</b>	<b>1,93</b>
EPS adj.	2,24	5,21	4,11	1,58	0,17	1,09	1,93

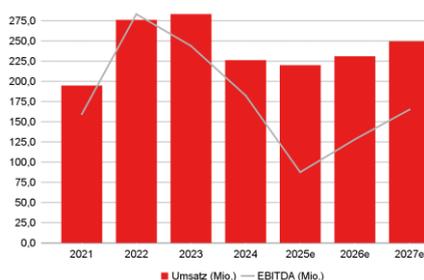
\*Adjustiert um:

Guidance: Leicht negative Entwicklung wesentlicher Kennzahlen

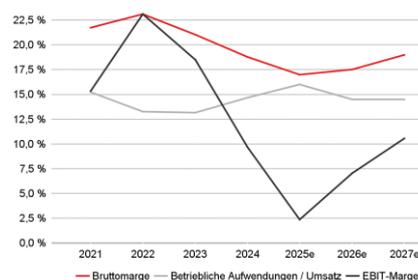
Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	15,2 %	13,3 %	13,2 %	14,7 %	16,0 %	14,5 %	14,5 %
Operating Leverage	5,5 x	2,7 x	-6,9 x	2,9 x	27,8 x	43,0 x	7,7 x
EBITDA / Interest expenses	13,1 x	34,8 x	15,3 x	14,9 x	7,1 x	10,5 x	13,5 x
Steuerquote (EBT)	30,1 %	31,6 %	30,7 %	30,1 %	30,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	5,4 %	2,3 %	2,9 %	7,6 %	70,9 %	11,0 %	6,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	416.184	589.857	578.031	461.649	440.000	462.000	498.960

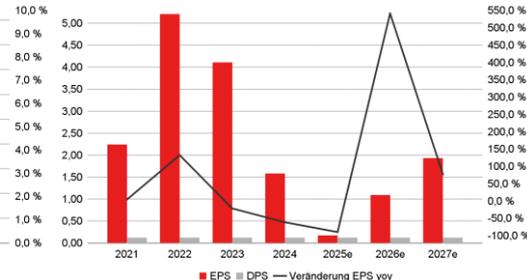
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

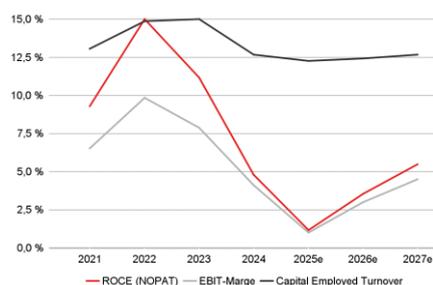
**Bilanz**

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	25,6	27,1	29,7	28,4	27,4	26,4	25,4
davon übrige imm. VG	23,1	24,7	27,0	26,0	25,0	24,0	23,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	17,7	17,7	22,9	21,1	22,1	23,1	24,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>43,2</b>	<b>44,8</b>	<b>52,6</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>
Vorräte	86,7	109,8	100,2	95,8	93,2	97,9	105,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,2	37,6	41,1	29,5	28,9	30,4	32,8
Liquide Mittel	20,2	15,7	14,3	20,4	19,8	18,5	16,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9,4	14,2	11,0	14,8	14,8	14,8	14,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>145,6</b>	<b>177,2</b>	<b>166,6</b>	<b>160,6</b>	<b>156,7</b>	<b>161,6</b>	<b>170,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>188,8</b>	<b>222,0</b>	<b>219,2</b>	<b>210,1</b>	<b>206,3</b>	<b>211,2</b>	<b>219,7</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Kapitalrücklage	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Gewinnrücklagen	78,5	96,2	109,0	115,1	115,4	118,9	125,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,7	0,9	1,0	1,3	1,3	1,2	1,1
Buchwert	113,9	131,8	144,6	151,1	151,4	154,8	161,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>113,9</b>	<b>131,8</b>	<b>144,6</b>	<b>151,1</b>	<b>151,4</b>	<b>154,8</b>	<b>161,2</b>
Rückstellungen gesamt	23,7	22,5	24,8	22,6	23,2	23,9	24,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,5	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	15,0	20,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	21,0	19,7	21,0	21,0	16,3	17,1	18,5
Sonstige Verbindlichkeiten	15,3	28,0	20,7	15,4	15,4	15,4	15,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>74,9</b>	<b>90,3</b>	<b>74,5</b>	<b>59,0</b>	<b>55,0</b>	<b>56,4</b>	<b>58,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>188,8</b>	<b>222,0</b>	<b>219,2</b>	<b>210,1</b>	<b>206,3</b>	<b>211,2</b>	<b>219,7</b>

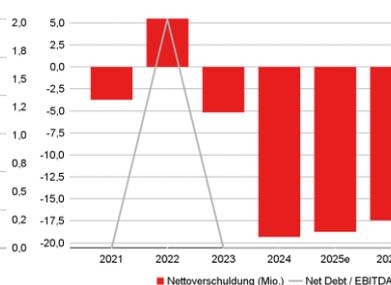
**Kennzahlen**

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,7 x	1,9 x	2,0 x	1,8 x	1,7 x	1,7 x	1,7 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	2,0 x	2,0 x	1,7 x	1,7 x	1,7 x	1,7 x
ROA	18,3 %	41,0 %	27,6 %	11,2 %	1,2 %	7,8 %	13,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	9,3 %	15,0 %	11,2 %	4,8 %	1,2 %	3,5 %	5,5 %
ROE	7,2 %	15,0 %	10,5 %	3,8 %	0,4 %	2,5 %	4,3 %
Adj. ROE	7,2 %	15,0 %	10,5 %	3,8 %	0,4 %	2,5 %	4,3 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-3,7	5,5	-5,2	-19,3	-18,7	-17,4	-15,7
Nettofinanzverschuldung	-5,2	4,3	-6,3	-20,4	-19,8	-18,5	-16,8
Net Gearing	-3,3 %	4,2 %	-3,6 %	-12,8 %	-12,4 %	-11,3 %	-9,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	13,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	32,3	37,4	41,0	42,9	42,9	43,9	45,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	25,1	29,7	32,6	34,8	35,2	36,4	38,5

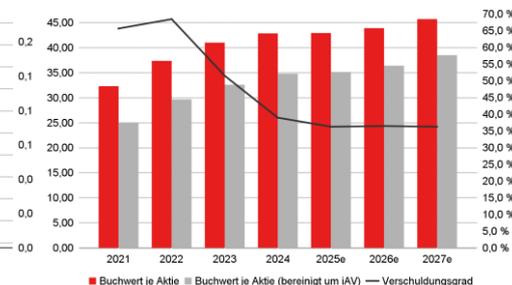
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

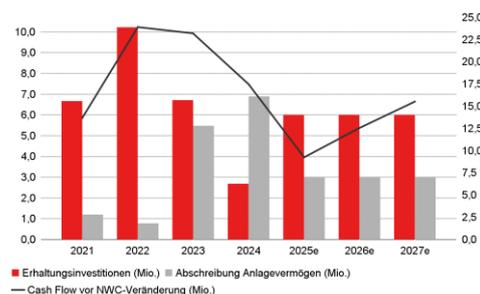
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	7,9	18,4	14,5	5,6	0,6	3,9	6,8
Abschreibung Anlagevermögen	1,2	0,8	5,5	6,9	3,0	3,0	3,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,7	5,0	0,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	2,6	0,0	0,6	0,7	0,7
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>13,7</b>	<b>23,9</b>	<b>23,2</b>	<b>17,5</b>	<b>9,2</b>	<b>12,5</b>	<b>15,5</b>
Veränderung Vorräte	-34,7	-23,1	9,6	4,4	2,6	-4,7	-7,8
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,0	-8,4	-3,5	11,5	0,6	-1,5	-2,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	9,2	-1,2	1,2	0,0	-4,7	0,8	1,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,2	6,0	-6,7	-11,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-29,4	-26,7	0,7	4,2	-1,4	-5,4	-8,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-15,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>23,8</b>	<b>21,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>
Investitionen in iAV	-3,0	-5,8	-3,0	-3,6	-4,0	-4,0	-4,0
Investitionen in Sachanlagen	-4,0	-5,0	-6,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-9,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	15,0	5,0	-12,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-2,4	-2,9	-3,9	-3,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>12,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-16,3</b>	<b>-11,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>20,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,3</b>	<b>20,4</b>	<b>19,8</b>	<b>18,5</b>	<b>16,8</b>

## Kennzahlen

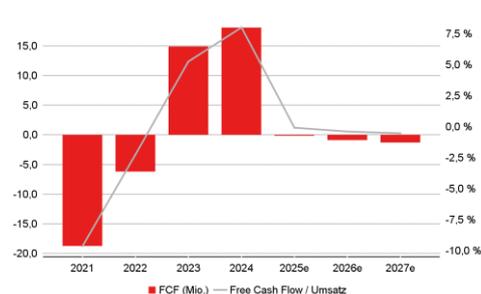
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-18,7	-6,2	14,9	18,1	-0,2	-0,9	-1,3
Free Cash Flow / Umsatz	-9,6 %	-2,2 %	5,3 %	8,0 %	-0,1 %	-0,4 %	-0,5 %
Free Cash Flow Potential	8,5	14,3	15,3	16,1	3,9	7,2	10,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-237,3 %	-33,7 %	102,8 %	324,3 %	-26,4 %	-22,9 %	-19,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	3,8 %	3,0 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	18,9 %	5,4 %	13,3 %	35,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,6 %	3,9 %	3,2 %	1,6 %	3,6 %	3,5 %	3,2 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	3,7 %	2,4 %	1,2 %	2,7 %	2,6 %	2,4 %
CAPEX / Abschreibungen	119,5 %	184,9 %	145,9 %	30,1 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	40,9 %	40,3 %	43,8 %	49,7 %	47,8 %	47,0 %	46,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	139,4 %	190,7 %	195,9 %	140,8 %	177,3 %	177,8 %	177,3 %
Vorratumschlag	1,8 x	1,9 x	2,2 x	1,9 x	2,0 x	1,9 x	1,9 x
Receivables collection period (Tage)	55	50	53	48	48	48	48
Payables payment period (Tage)	50	34	34	42	33	33	33
Cash conversion cycle (Tage)	212	205	182	196	202	203	205

## Investitionen und Cash Flow

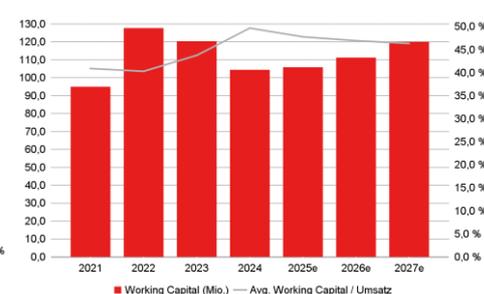
in Mio. EUR



## 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.

### 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)
Data Modul	3, 5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005498901.htm">https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005498901.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	141	71
Halten	47	24
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>199</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	36	72
Halten	10	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	3	6
<b>Gesamt</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DATA MODUL] AM [09.05.2025]**



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

**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**

**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

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

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

**Rudolf Alexander Michaelis** +49 40 3282-2649  
Germany rmichaelis@mmwarburg.com

**Roman Alexander Niklas** +49 69 5050-7412  
Switzerland, Poland, Italy rniklas@mmwarburg.com

**Sascha Propp** +49 40 3282-2656  
France spropp@mmwarburg.com

**Leyan Ilkbahar** +49 40 3282-2695  
Roadshow/Marketing liikbahar@mmwarburg.com

**Antonia Möller** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing amoeller@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

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

**Christian Salomon** +49 40 3282-2685  
Sales Trading csalomon@mmwarburg.com

**DESIGNATED SPONSORING**

**Sebastian Schulz** +49 40 3282-2631  
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Designated Sponsoring 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)

LSEG [www.lseg.com](http://www.lseg.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