

Buy EUR 48,00 (EUR 42,50) Kurs EUR 33,90 Upside 41,6 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 48,09 FCF-Value Potential: 51,02	Warburg ESG Risiko Score: 2,7 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 1,0	Beschreibung: Init bietet Hard- und Softwarelösungen für den öffentlichen Personenverkehr weltweit
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 337,5 Aktienanzahl (Mio.): 10,0 EV: 363,8 Freefloat MC: 174,9 Ø Trad. Vol. (30T): 254,47 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 51,81 % Eheleute Dr. G. Greschner 42,58 % Restlicher Vorstand 4,71 % Mitarbeiteraktien 0,53 % Eigene Aktien 0,37 %	Kennzahlen (WRe): 2024e Beta: 1,2 KBV: 2,7 x EK-Quote: 47 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,4 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x

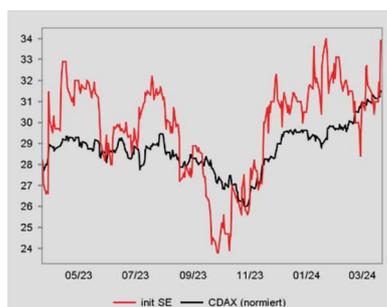
Visibilität des profitablen Wachstums nimmt zu

Berichtete Kennzahlen Q4/2023:										Kommentar zu den Kennzahlen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 23	Q4 23e	Q4 22	yoy	23	23e	22	yoy		<ul style="list-style-type: none"> Wachstum und Profitabilität in Q4 durch starkes Nachliefer- und Servicegeschäft GJ-Umsatz erreicht die Mitte des Zielkorridors von EUR 200-220 Mio. EBIT-Marge aufgrund von Kosteninflation um 1 PP gesunken, aber immer noch innerhalb der Guidance von EUR 20-25 Mio. und über unserer Schätzung 			
Umsatz	67,8	63,7	60,1	13 %	210,8	206,7	191,3	10 %					
EBIT	13,9	12,9	10,8	29 %	21,0	20,0	21,0	0 %					
Marge	20,5 %	20,3 %	18,0 %		10,0 %	9,7 %	11,0 %						
EPS	1,02	0,81	0,96	6 %	1,53	1,32	1,66	-8 %					

Init veröffentlichte solide Zahlen für 2023, die im Rahmen der Unternehmensprognose lagen und unsere Schätzungen leicht übertrafen. Trotz eines schwächeren Ausschreibungsmarktes nach der Pandemie konnte das Unternehmen seinen Umsatz um 10% auf EUR 211 Mio. steigern und lag damit in der Mitte der Guidance (EUR 200-220 Mio.) und über unserer Schätzung von EUR 207 Mio. Wachstumstreiber waren die Umsetzung des Houston-Projekts und eine solide Nachfragerückgang bei Bestandskunden, insbesondere in Deutschland, wo der Umsatz um 33% ggü. Vj. stieg. Das EBIT von EUR 21 Mio. lag in der unteren Hälfte des Zielkorridors von EUR 20-25 Mio., aber leicht über unserer Schätzung von EUR 20 Mio. Die EBIT-Marge sank um 1 PP auf 10% trotz eines soliden Nachliefer- und Servicegeschäfts, dessen Umsatzanteil aufgrund der Kosteninflation von 57% auf 60% stieg. Da das Geschäft Q4-lastig war, waren die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen vorübergehend um EUR 17 Mio. höher als im Vorjahr, was den operativen Cashflow von EUR 24 Mio. im Vorjahr auf EUR 8 Mio. deutlich reduzierte.

Für das laufende Jahr erwartet das Unternehmen einen Umsatz in der Größenordnung von EUR 240-260 Mio. (WRe EUR 247 Mio.) und ein EBIT von EUR 24-28 Mio. (WRe EUR 29,1 Mio.). Die beschleunigte Wachstumsrate von 14-23% wird durch den soliden Auftragsbestand von EUR 175 Mio., die solide Nachfrage von Bestandskunden und die für das laufende Jahr geplanten wichtigen Meilensteine des Houston-Projekts unterstützt. Die beiden größten Aufträge der Unternehmensgeschichte, die init kürzlich in Atlanta (USD 119 Mio.) und London (GBP 80 Mio.) erhalten hat, werden in Q1 2024 verbucht werden und zwischen 2025 und 2028 zum Umsatz beitragen. Beide Aufträge wurden mit einem 10-Jahres-Wartungsvertrag abgeschlossen, dessen Gesamtvolumen mit dem des ursprünglichen Auftrags vergleichbar ist. Diese Aufträge erhöhen die Visibilität für profitables Wachstum weit über das laufende Jahr hinaus. Darüber hinaus konnte sich init bei diesen Ausschreibungen gegen seine Hauptkonkurrenten Cubic (Atlanta) und Trapeze (London) durchsetzen, was seine starke Marktposition unterstreicht und unsere Erwartung untermauert, dass das Unternehmen von der aktuellen Markterholung deutlich profitieren wird. Wir haben unsere Schätzungen für das laufende Jahr an die Guidance angepasst und unsere mittelfristige Prognose erhöht. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem aktualisierten Kursziel von EUR 48.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzprognose für 2024 erhöht, um die hohe Visibilität des soliden Auftragsbestands widerzuspiegeln Margenschätzung für 2024 aufgrund von Kosteninflation und geringerer Bruttomarge aus erwarteten Projektmeilensteinen reduziert Anhebung des Ausblicks für 2025 ff. zur Berücksichtigung der beiden Rekordaufträge 			
Umsatz	246,8	3,0 %	289,2	2,2 %	n.a.	n.m.				
EBIT	29,1	-8,3 %	37,0	1,4 %	n.a.	n.m.				
EPS	1,88	-7,4 %	2,43	2,1 %	n.a.	n.m.				

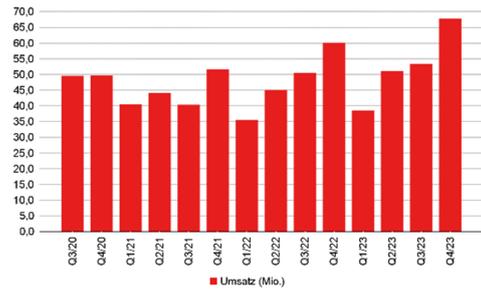


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	5,9 %
6 Monate:	25,1 %
Jahresverlauf:	4,8 %
Letzte 12 Monate:	6,0 %

Unternehmenstermine:	
15.05.24	Q1
06.06.24	HV
13.08.24	Q2
13.11.24	Q3

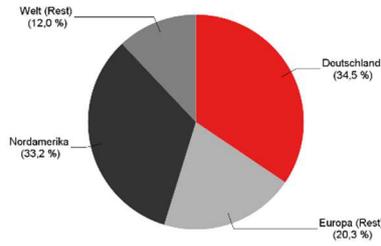
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	18,5 %	180,7	176,7	191,3	210,8	254,3	295,4	351,1
Veränd. Umsatz yoy		15,5 %	-2,2 %	8,3 %	10,2 %	20,6 %	16,2 %	18,9 %
Rohertragsmarge		34,4 %	35,5 %	40,0 %	38,1 %	36,7 %	37,5 %	36,6 %
EBITDA	25,5 %	28,9	27,4	31,2	32,3	39,2	51,4	63,8
Marge		16,0 %	15,5 %	16,3 %	15,3 %	15,4 %	17,4 %	18,2 %
EBIT	31,4 %	19,6	17,6	21,0	21,0	26,7	37,5	47,7
Marge		10,9 %	9,9 %	11,0 %	10,0 %	10,5 %	12,7 %	13,6 %
Nettoergebnis	27,7 %	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6
EPS	27,8 %	1,50	1,25	1,66	1,53	1,74	2,48	3,19
EPS adj.	27,8 %	1,50	1,25	1,66	1,53	1,74	2,48	3,19
DPS	12,6 %	0,55	0,55	0,70	0,70	0,75	0,85	1,00
Dividendenrendite		2,0 %	1,4 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,5 %	2,9 %
FCFPS		1,74	1,24	1,45	-0,46	1,29	1,69	2,15
FCF / MarktKap.		6,3 %	3,1 %	5,7 %	-1,6 %	3,8 %	5,0 %	6,3 %
EV / Umsatz		1,7 x	2,3 x	1,4 x	1,5 x	1,4 x	1,2 x	1,0 x
EV / EBITDA		10,5 x	14,9 x	8,4 x	9,8 x	9,3 x	7,0 x	5,5 x
EV / EBIT		15,4 x	23,2 x	12,4 x	15,0 x	13,6 x	9,6 x	7,3 x
KGV		18,5 x	31,6 x	15,5 x	18,9 x	19,5 x	13,7 x	10,6 x
KGV ber.		18,5 x	31,6 x	15,5 x	18,9 x	19,5 x	13,7 x	10,6 x
FCF Potential Yield		7,3 %	5,0 %	9,3 %	7,9 %	7,6 %	10,1 %	12,7 %
Nettoverschuldung		25,0	13,2	5,3	25,6	24,6	20,1	12,1
ROCE (NOPAT)		14,5 %	11,4 %	14,4 %	12,3 %	12,5 %	16,8 %	20,0 %
Guidance:		Umsatz 240-260 Mio. Euro, EBIT 24-28 Mio. Euro						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



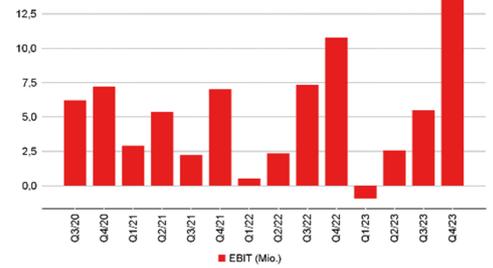
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2023; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

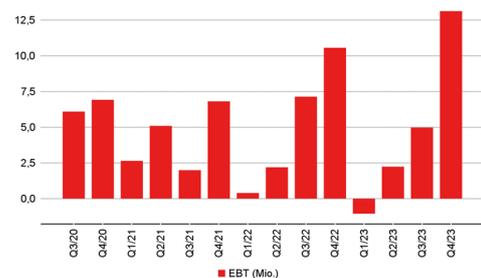
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

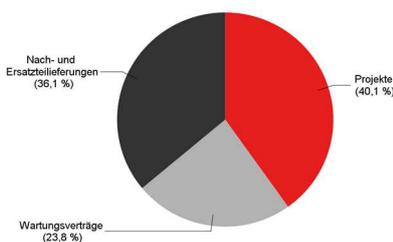
- Das Umsatzwachstum wird von langfristigen und strukturellen Trends getrieben wie smarte Mobilitätskonzepte, Urbanisierung und wachsendes Umweltbewusstsein.
- Fokussiertes Geschäftsmodell mit skalierbaren Plattformlösungen und geringem Kapitalbedarf.
- Belastbare Kundenbeziehungen zu über 700 Verkehrsbetrieben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

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



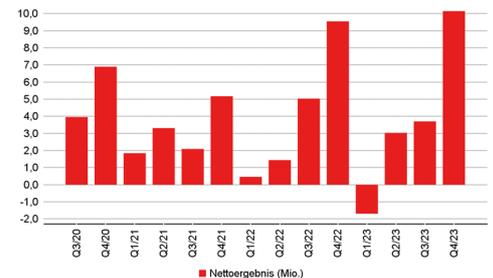
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2023



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	
Umsatz	254,3	295,4	351,1	400,3	448,3	497,6	547,4	596,6	644,3	689,5	723,9	745,6	764,3	
Umsatzwachstum	20,6 %	16,2 %	18,9 %	14,0 %	12,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	26,7	37,5	47,7	52,0	56,0	59,7	62,9	65,6	67,7	68,9	72,4	74,6	76,4	
EBIT-Marge	10,5 %	12,7 %	13,6 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	18,7	26,3	33,4	36,4	39,2	41,8	44,1	45,9	47,4	48,3	50,7	52,2	53,5	
Abschreibungen	12,5	13,9	16,2	12,8	14,3	15,9	16,4	17,9	19,3	20,7	21,7	22,4	22,9	
Abschreibungsquote	4,9 %	4,7 %	4,6 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	0,8	0,5	0,4	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	5,0	9,2	15,6	12,6	12,2	12,1	11,7	11,1	13,4	12,6	9,7	6,1	5,2	
- Investitionen	13,2	13,8	12,1	13,6	14,3	14,9	16,4	17,9	19,3	20,7	21,7	22,4	22,9	
Investitionsquote	5,2 %	4,7 %	3,5 %	3,4 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
- Sonstiges	4,7	4,7	4,7	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)	8,5	12,6	17,3	24,2	28,2	31,9	33,5	36,0	35,1	36,7	41,8	46,6	48,7	50
Barwert FCF	8,0	11,0	13,9	17,9	19,2	20,0	19,4	19,2	17,2	16,6	17,4	17,9	17,2	291
Anteil der Barwerte	6,51 %			35,97 %										57,52 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	9,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,30
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	0,90
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	8,56 %	Beta	1,16

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2036e	215		
Terminal Value	291		
Zinstr. Verbindlichkeiten	45		
Pensionsrückstellungen	8		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	27	Aktienzahl (Mio.)	10,0
Eigenkapitalwert	479	Wert je Aktie (EUR)	48,09

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,36	9,6 %	37,70	38,37	39,08	39,85	40,67	41,55	42,50	1,36	9,6 %	32,38	34,87	37,36	39,85	42,33	44,82	47,31
1,26	9,1 %	41,03	41,84	42,71	43,64	44,65	45,75	46,93	1,26	9,1 %	35,55	38,25	40,95	43,64	46,34	49,04	51,74
1,21	8,8 %	42,88	43,77	44,74	45,78	46,90	48,12	49,46	1,21	8,8 %	37,32	40,14	42,96	45,78	48,59	51,41	54,23
1,16	8,6 %	44,87	45,86	46,93	48,09	49,35	50,72	52,22	1,16	8,6 %	39,25	42,20	45,14	48,09	51,04	53,98	56,93
1,11	8,3 %	47,02	48,12	49,31	50,61	52,02	53,57	55,26	1,11	8,3 %	41,35	44,44	47,52	50,61	53,70	56,78	59,87
1,06	8,1 %	49,35	50,57	51,91	53,36	54,95	56,70	58,63	1,06	8,1 %	43,65	46,88	50,12	53,36	56,60	59,84	63,08
0,96	7,6 %	54,62	56,16	57,85	59,70	61,75	64,02	66,55	0,96	7,6 %	48,93	52,52	56,11	59,70	63,29	66,88	70,47

- CarMediaLab, TQA und SQM konnten in den letzten Jahren kein relevantes Minderheiten-Ergebnis generieren können
- Zur Bewertung der Minderheiten Anteile haben wir deren aktuellen Buchwert mit unserem Ziel-P/B von 4.0x multipliziert
- Adjustierungen um den IFRS 16 Effekt finden sich in der "Sonstiges" Zeile
- Abschreibungen auf Nutzungsrechte wurden in der Übergangsphase nicht berücksichtigt

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6	
+ Abschreibung + Amortisation	9,2	9,8	10,2	11,2	12,5	13,9	16,2	
- Zinsergebnis (netto)	-0,9	-1,0	-0,7	-1,7	-2,1	-2,3	-2,5	
- Erhaltungsinvestitionen	2,9	2,8	3,1	3,4	4,1	4,7	5,6	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	22,2	20,5	24,4	24,8	27,7	36,1	44,7	
FCF Potential Yield (on market EV)	7,3 %	5,0 %	9,3 %	7,9 %	7,6 %	10,1 %	12,7 %	
WACC	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	8,56 %	
= Enterprise Value (EV)	302,5	408,3	261,5	314,8	362,9	358,4	350,4	
= Fair Enterprise Value	259,4	239,4	284,7	289,2	323,6	421,8	521,8	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	18,0	18,0	18,0	18,0	16,8	12,1	3,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	7,6	7,6	7,6	7,6	7,8	8,0	8,2	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	232,1	212,1	257,4	261,9	297,4	400,0	508,0	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	23,31	21,30	25,93	26,39	29,96	40,30	51,19	
Premium (-) / Discount (+) in %					-11,6 %	18,9 %	51,0 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,56 %	16,55	15,06	18,43	18,76	21,43	29,18	37,42
	10,56 %	18,38	16,75	20,43	20,80	23,71	32,15	41,10
	9,56 %	20,59	18,79	22,86	23,26	26,46	35,74	45,54
WACC	8,56 %	23,31	21,30	25,93	26,39	29,96	40,30	51,19
	7,56 %	26,76	24,48	29,63	30,14	34,16	45,78	57,95
	6,56 %	31,26	28,63	34,56	35,15	39,77	53,09	67,00
	5,56 %	37,37	34,27	41,27	41,97	47,40	63,03	79,29

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

Wertermittlung	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	3,1 x	3,8 x	2,2 x	2,4 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,97	7,36	8,44	8,27	8,47	9,43	11,28
EV / Umsatz	1,7 x	2,3 x	1,4 x	1,5 x	1,4 x	1,2 x	1,0 x
EV / EBITDA	10,5 x	14,9 x	8,4 x	9,8 x	9,3 x	7,0 x	5,5 x
EV / EBIT	15,4 x	23,2 x	12,4 x	15,0 x	13,6 x	9,6 x	7,3 x
EV / EBIT adj.*	15,4 x	23,2 x	12,4 x	15,0 x	13,6 x	9,6 x	7,3 x
Kurs / FCF	16,0 x	31,9 x	17,7 x	n.a.	26,2 x	20,0 x	15,8 x
KGV	18,5 x	31,6 x	15,5 x	18,9 x	19,5 x	13,7 x	10,6 x
KGV ber.*	18,5 x	31,6 x	15,5 x	18,9 x	19,5 x	13,7 x	10,6 x
Dividendenrendite	2,0 %	1,4 %	2,7 %	2,4 %	2,2 %	2,5 %	2,9 %
FCF Potential Yield (on market EV)	7,3 %	5,0 %	9,3 %	7,9 %	7,6 %	10,1 %	12,7 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

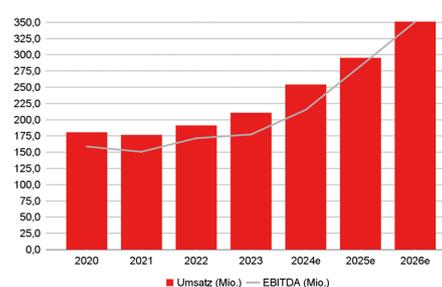
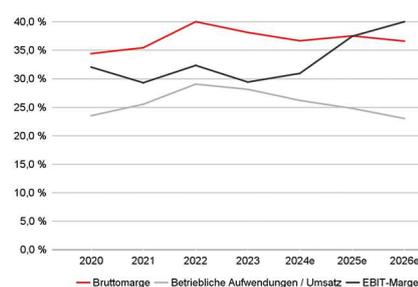
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	180,7	176,7	191,3	210,8	254,3	295,4	351,1
Veränd. Umsatz yoy	15,5 %	-2,2 %	8,3 %	10,2 %	20,6 %	16,2 %	18,9 %
Herstellungskosten	118,5	114,0	114,7	130,4	161,0	184,6	222,6
Bruttoergebnis	62,2	62,7	76,6	80,4	93,3	110,8	128,5
<i>Bruttomarge</i>	<i>34,4 %</i>	<i>35,5 %</i>	<i>40,0 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>36,7 %</i>	<i>37,5 %</i>	<i>36,6 %</i>
Forschung und Entwicklung	11,0	12,6	13,5	13,0	16,0	18,0	21,1
Vertriebskosten	18,0	19,7	24,1	26,1	29,8	32,8	35,5
Verwaltungskosten	16,8	17,4	20,4	23,4	24,4	26,3	28,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,3	0,4	1,6	0,4	0,8	0,9	1,1
Sonstige betriebliche Erträge	3,5	4,9	4,1	3,6	4,3	4,7	5,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	28,9	27,4	31,2	32,3	39,2	51,4	63,8
<i>Marge</i>	<i>16,0 %</i>	<i>15,5 %</i>	<i>16,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>15,4 %</i>	<i>17,4 %</i>	<i>18,2 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,1	7,7	7,8	8,3	8,6	9,2	10,9
EBITA	21,8	19,7	23,4	24,0	30,5	42,2	52,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	2,1	2,4	3,0	3,8	4,7	5,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	19,6	17,6	21,0	21,0	26,7	37,5	47,7
<i>Marge</i>	<i>10,9 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,6 %</i>
EBIT adj.	19,6	17,6	21,0	21,0	26,7	37,5	47,7
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	1,0	1,0	0,8	2,0	2,3	2,5	2,7
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	18,7	16,5	20,3	19,3	24,6	35,2	45,2
<i>Marge</i>	<i>10,4 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>11,9 %</i>	<i>12,9 %</i>
Steuern gesamt	3,8	4,1	3,8	4,1	7,4	10,6	13,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6
<i>Marge</i>	<i>8,3 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>9,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,0	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
EPS	1,50	1,25	1,66	1,53	1,74	2,48	3,19
EPS adj.	1,50	1,25	1,66	1,53	1,74	2,48	3,19

*Adjustiert um:

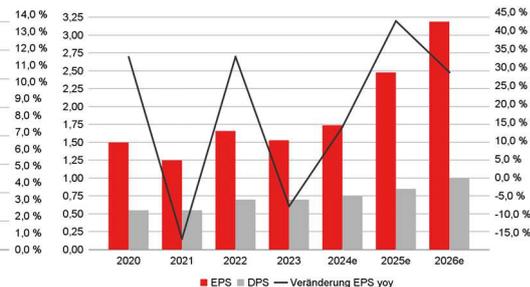
Guidance: Umsatz 240-260 Mio. Euro, EBIT 24-28 Mio. Euro

Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	23,5 %	25,5 %	29,0 %	28,2 %	26,2 %	24,8 %	23,0 %
Operating Leverage	1,4 x	4,8 x	2,4 x	0,0 x	1,3 x	2,5 x	1,4 x
EBITDA / Interest expenses	28,9 x	26,2 x	41,6 x	16,0 x	17,3 x	20,6 x	23,5 x
Steuerquote (EBT)	20,2 %	24,8 %	18,6 %	21,4 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	36,6 %	44,0 %	42,1 %	45,9 %	43,2 %	34,2 %	31,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	179.056	167.449	181.282	199.811	223.188	240.055	264.184

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

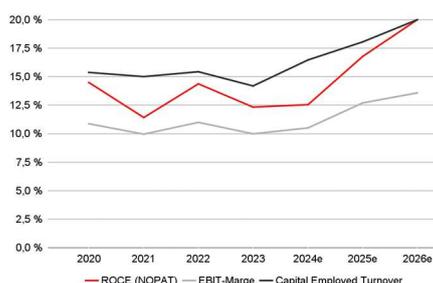
Bilanz

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,1	29,3	32,5	38,0	42,8	46,8	48,1
davon übrige imm. VG	18,6	16,8	17,3	15,8	20,6	24,6	25,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Sachanlagen	57,4	55,7	65,0	64,1	64,7	65,2	64,6
Finanzanlagen	2,0	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	3,1	3,3	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Anlagevermögen	93,5	90,4	103,2	107,8	113,2	117,8	118,4
Vorräte	32,6	34,3	42,1	49,3	50,9	53,7	61,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,7	32,0	35,2	43,5	47,4	54,2	64,4
Liquide Mittel	32,3	28,2	40,1	27,3	28,5	33,2	41,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	29,6	31,9	25,1	32,6	32,6	32,6	32,6
Umlaufvermögen	133,2	126,5	142,5	152,7	159,4	173,7	200,1
Bilanzsumme (Aktiva)	226,6	216,9	245,7	260,5	272,6	291,5	318,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	6,6	7,6	6,6	6,9	6,9	6,9	6,9
Gewinnrücklagen	80,3	87,3	98,4	106,2	116,5	133,7	156,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-6,7	-2,6	1,4	-2,9	-6,5	-10,1	-13,6
Buchwert	90,3	102,4	116,4	120,2	126,9	140,5	160,1
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Eigenkapital	90,5	102,6	116,6	120,6	127,3	140,9	160,5
Rückstellungen gesamt	25,8	21,8	16,3	13,4	13,6	13,8	14,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	11,8	10,8	7,3	7,6	7,8	8,0	8,2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	45,5	30,6	38,0	45,3	45,3	45,3	45,3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	17,5	14,1	18,5	19,7	19,7	19,7	19,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,5	6,9	9,7	12,0	12,5	12,9	15,4
Sonstige Verbindlichkeiten	57,2	55,0	65,1	69,3	73,9	78,6	83,3
Verbindlichkeiten	136,1	114,3	129,2	139,9	145,3	150,6	158,0
Bilanzsumme (Passiva)	226,6	216,9	245,7	260,5	272,6	291,5	318,5

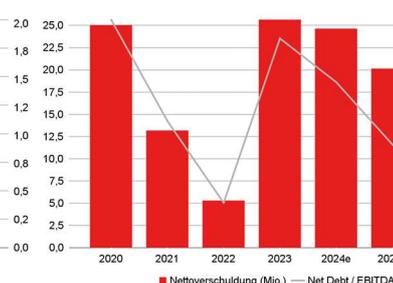
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,5 x	1,6 x	1,5 x	1,5 x	1,7 x	1,9 x	2,0 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,5 x	1,6 x	1,4 x	1,7 x	1,8 x	2,0 x
ROA	16,0 %	13,7 %	16,0 %	14,1 %	15,2 %	20,9 %	26,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	14,5 %	11,4 %	14,4 %	12,3 %	12,5 %	16,8 %	20,0 %
ROE	17,0 %	12,9 %	15,1 %	12,8 %	14,0 %	18,4 %	21,0 %
Adj. ROE	17,0 %	12,9 %	15,1 %	12,8 %	14,0 %	18,4 %	21,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	25,0	13,2	5,3	25,6	24,6	20,1	12,1
Nettofinanzverschuldung	13,3	2,4	-2,0	18,0	16,8	12,1	3,9
Net Gearing	27,7 %	12,8 %	4,5 %	21,3 %	19,4 %	14,3 %	7,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	45,9 %	8,6 %	n.a.	55,8 %	42,9 %	23,6 %	6,1 %
Buchwert je Aktie	9,1	10,3	11,7	12,1	12,8	14,1	16,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,0	7,4	8,4	8,3	8,5	9,4	11,3

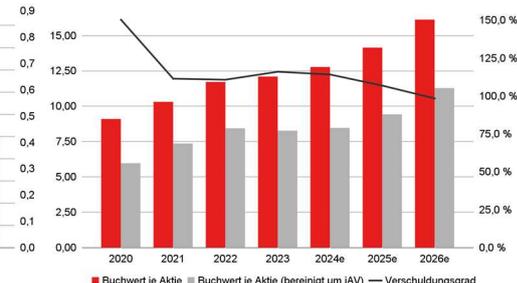
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

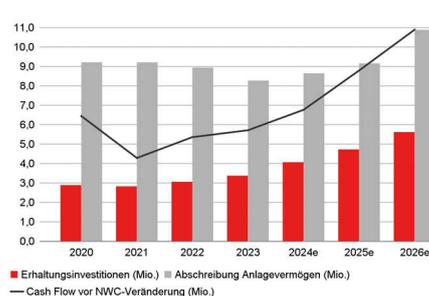
Cash flow

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	14,9	12,4	16,5	15,2	17,2	24,7	31,6
Abschreibung Anlagevermögen	9,2	9,2	8,9	8,3	8,6	9,2	10,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	2,1	2,4	3,0	3,8	4,7	5,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	2,7	-4,3	-5,7	-2,9	0,2	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	-0,7	1,4	1,6	-0,2	-0,2	-0,2
Cash Flow vor NWC-Veränderung	28,3	18,8	23,5	25,0	29,7	38,5	47,8
Veränderung Vorräte	-4,1	-0,7	-7,1	-7,8	-1,6	-2,8	-7,9
Veränderung Forderungen aus L+L	1,7	11,3	5,9	-16,6	-3,9	-6,8	-10,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	-9,7	2,6	3,0	0,5	0,4	2,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,0	-3,7	-0,6	4,3	1,3	1,3	1,3
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,9	-2,8	0,9	-17,1	-3,7	-7,9	-14,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24,4	16,0	24,4	8,0	26,0	30,6	33,5
Investitionen in iAV	-1,6	-1,6	-5,6	-8,4	-8,6	-8,8	-6,5
Investitionen in Sachanlagen	-5,5	-2,1	-16,6	-7,8	-9,3	-9,7	-10,3
Zugänge aus Akquisitionen	-7,8	0,0	-1,1	-1,1	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-14,6	-3,4	-10,5	-13,5	-13,2	-13,8	-12,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	7,4	-8,1	8,6	7,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,0	-5,5	-5,5	-6,9	-7,0	-7,4	-8,4
Erwerb eigener Aktien	-2,2	-0,7	-1,8	-2,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-3,9	-3,5	-3,5	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-2,8	-17,7	-2,2	-6,8	-11,6	-12,1	-13,1
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	7,0	-5,1	11,6	-12,3	1,2	4,7	8,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	-1,0	1,1	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	32,2	28,2	40,1	27,3	28,5	33,2	41,4

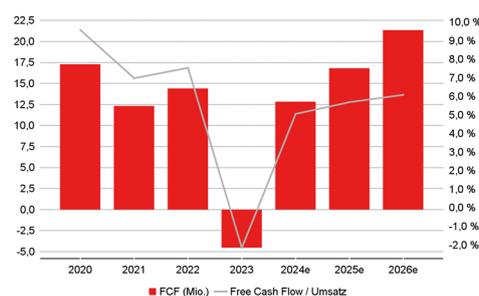
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitalfluss							
FCF	17,3	12,3	14,4	-4,5	12,8	16,8	21,3
Free Cash Flow / Umsatz	9,6 %	7,0 %	7,5 %	-2,1 %	5,0 %	5,7 %	6,1 %
Free Cash Flow Potential	22,2	20,5	24,4	24,8	27,7	36,1	44,7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	115,8 %	99,3 %	87,5 %	-29,8 %	74,4 %	68,2 %	67,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,6 %	2,7 %	2,2 %	4,8 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	4,0 %	2,1 %	11,6 %	7,7 %	7,0 %	6,3 %	4,8 %
Maint. Capex / Umsatz	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
CAPEX / Abschreibungen	77,3 %	37,4 %	217,8 %	144,8 %	143,3 %	133,2 %	104,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	34,3 %	33,8 %	32,3 %	34,2 %	31,5 %	29,5 %	28,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	512,5 %	462,2 %	361,4 %	363,6 %	379,2 %	420,2 %	418,2 %
Vorratumschlag	3,6 x	3,3 x	2,7 x	2,6 x	3,2 x	3,4 x	3,6 x
Receivables collection period (Tage)	78	66	67	75	68	67	67
Payables payment period (Tage)	23	22	31	33	28	26	25
Cash conversion cycle (Tage)	151	146	166	171	148	141	138

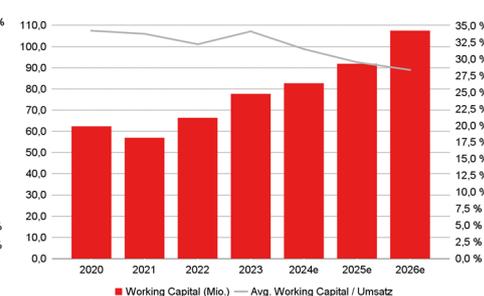
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
init SE	3, 5	https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005759807.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	149	71
Halten	46	22
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	210	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	50	85
Halten	6	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
Gesamt	59	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INIT SE] AM [22.03.2024]



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

Sander Brockow +49 40 309537-248
Industrials sbrockow@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

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

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

Roman Alexander Niklas +49 69 5050-7412
Switzerland rniklas@mmwarburg.com

Antonia Möller +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing amoeller@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 Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

Rico Müller +49 40 3282-2685
Sales Trading rmueller@mmwarburg.com

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

DESIGNATED SPONSORING

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Designated Sponsoring mmagiera@mmwarburg.com

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
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.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