

<b>Buy</b> EUR 8,70	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b>	<b>Beschreibung:</b> Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik	
	DCF:	8,72	<b>ESG Score (MSCI basiert): 3,0</b>		
Kurs	EUR 6,24	FCF-Value Potential 24e:	11,30	Bilanz Score: 4,0	
<b>Upside</b>	<b>39,4 %</b>	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Markt Liquidität Score:</b> 0,0	
		Marktkapitalisierung:	56,8	<b>Aktionäre:</b>	
		Aktienanzahl (Mio.):	9,1	Freefloat	62,6 %
		EV:	71,3	Trier Asset Mgmt	22,4 %
		Freefloat MC:	35,6	Alois Widmann	15,0 %
		Ø Trad. Vol. (30T):	24,74 Tsd.		
				<b>Kennzahlen (WRe):</b>	2022e
				Beta:	1,3
				KBV:	0,9 x
				EK-Quote:	57 %
				Net Fin. Debt / EBITDA:	1,0 x
				Net Debt / EBITDA:	1,3 x

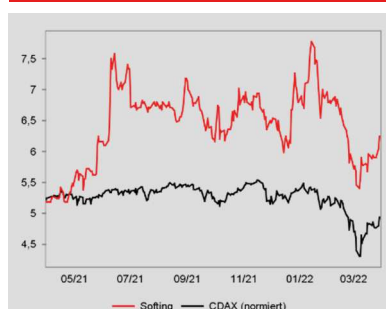
## Softing beginnt das Jahr mit starker Auftragsdynamik

Berichtete Kennzahlen Q4/2021:					Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 21	Q4 21e	Q4 20	yoy	21	21e	20	yoy	
<b>Auftragseingang</b>	<b>30,2</b>	27,6	19,2	57 %	<b>104,8</b>	102,2	72,8	44 %	Die hohe Nachfrage, die sich im Anstieg des Auftragseingangs um 44% widerspiegelt, konnte aufgrund von Einschränkungen durch Komponentenengpässe nicht vollständig in Umsatzwachstum (+9,1% ggü. Vj.) umgewandelt werden.
<b>Auftragsbestand</b>	<b>33,6</b>	30,8	15,0	124 %	<b>33,6</b>	30,8	15,0	124 %	Die Engpässe belasteten auch die Materialkosten, die von 45,3% des Umsatzes im Jahr 2020 auf 46,1% stiegen.
<b>Umsatz</b>	<b>24,4</b>	26,1	21,9	12 %	<b>84,7</b>	86,4	77,6	9 %	Trotz dieser Herausforderungen führte die OPEX-Skalierbarkeit zu einem Anstieg der bereinigten EBIT-Marge von 2,0% auf 3,5%.
<b>EBIT adj.</b>	<b>0,8</b>	1,3	1,2	-33 %	<b>3,0</b>	3,5	1,6	92 %	
<b>Marge</b>	<b>3,3 %</b>	4,9 %	5,5 %		<b>3,5 %</b>	4,0 %	2,0 %		

Softing hat endgültige Ergebnisse für 2021 veröffentlicht, die in etwa mit unseren Schätzungen und der Prognose des Unternehmens übereinstimmen. Der Umsatz stieg um 9,1% auf EUR 84,7 Mio. (Guidance EUR 85-89 Mio., WRe EUR 86,4 Mio.). Trotz des starken Auftragseingangs von EUR 105 Mio. (+44% ggü. Vj.) konnte Softing aufgrund von Komponentenengpässen die hohe Nachfrage nur bedingt in Umsatzwachstum umwandeln, insbesondere im größten Segment Industrial (Umsatz EUR 61 Mio., +6,6%). Das EBIT, bereinigt um PPA-Effekte sowie die Aktivierung und Abschreibung von F&E-Kosten, verdoppelte sich nahezu von EUR 1,6 Mio. im Vorjahr auf EUR 3,0 Mio., getrieben von Skaleneffekten durch den Anstieg des Umsatzvolumens, und erreichte das obere Ende des Zielkorridors von EUR 2,0-3,0 Mio. Vor dem Hintergrund dieser bemerkenswerten Verbesserungen wird das Management der Hauptversammlung eine Dividende von EUR 0,10 (2021 EUR 0,04) vorschlagen.

Für 2022 rechnet Softing mit einem Umsatz von mindestens EUR 90 Mio. und einem bereinigten EBIT von EUR 4,0-4,8 Mio. Wir halten dies für konservativ, wenn man den soliden Auftragsbestand von EUR 33,6 Mio. (+124% ggü. Vj.), den im Januar angekündigten Auftrag von Globalmatix für die Installation seiner Telematiklösung in 5.000 Fahrzeugen (WRe Volumen EUR 3 Mio.) und den jüngsten Auftrag für die DTS-Softwarelösung (Diagnostic Tool Set) von einem deutschen Premium-Automobilhersteller mit einem Volumen von EUR 12 Mio. berücksichtigt. Wir haben unsere Wachstumsprognose gesenkt, um die zunehmenden globalen Unsicherheiten widerzuspiegeln, bleiben aber leicht über dem Ziel von Softing. (Fortsetzung auf der nächsten Seite)

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	100,0	-5,2 %	109,2	-3,7 %	n.a.	n.m.	Wir haben unsere Umsatzschätzungen gesenkt, um die zunehmenden wirtschaftlichen Unsicherheiten widerzuspiegeln, bleiben aber über der konservativen Guidance.
<b>EBIT</b>	5,4	-59,2 %	7,0	-26,3 %	n.a.	n.m.	Das bereinigte EBIT wurde für 2022 um EUR 2,7 Mio. und für 2023 um EUR 1,4 Mio. gesenkt, hauptsächlich aufgrund geringerer Absatzmengen und höherer Materialkosten infolge der aktuellen Engpässe.
<b>EBIT adj.</b>	7,6	-35,5 %	8,6	-16,0 %	n.a.	n.m.	
<b>EPS</b>	0,39	-64,1 %	0,51	-27,5 %	n.a.	n.m.	



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	6,3 %
6 Monate:	6,4 %
Jahresverlauf:	-0,2 %
Letzte 12 Monate:	23,3 %

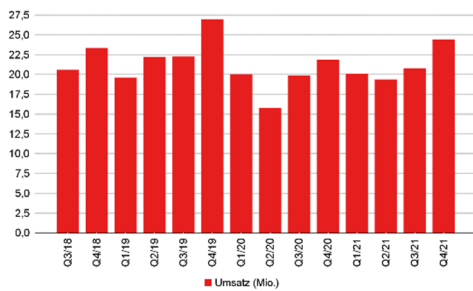
Unternehmenstermine:	
03.05.22	Q1
06.05.22	HV
12.08.22	Q2
15.11.22	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	10,6 %	83,9	91,1	77,6	84,7	94,8	105,2	114,7
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		6,6 %	8,6 %	-14,8 %	9,1 %	11,9 %	11,0 %	9,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		61,8 %	62,9 %	59,5 %	58,2 %	59,5 %	59,9 %	59,8 %
<b>EBITDA</b>	22,6 %	9,0	12,1	7,8	9,1	11,5	14,0	16,7
<b>Marge</b>		10,7 %	13,3 %	10,0 %	10,7 %	12,1 %	13,3 %	14,6 %
<b>EBIT</b>	-	4,1	4,3	-3,9	-0,5	2,2	5,1	7,8
<b>Marge</b>		4,9 %	4,7 %	-5,1 %	-0,6 %	2,3 %	4,9 %	6,8 %
<b>EBIT adj.</b>	47,4 %	3,5	3,9	1,6	3,0	4,9	7,2	9,6
<b>Nettoergebnis</b>	-	3,3	2,8	-4,7	-0,3	1,3	3,4	5,2
<b>EPS</b>	-	0,38	0,31	-0,52	-0,03	0,14	0,37	0,58
<b>DPS</b>	0,0 %	0,13	0,04	0,04	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Dividendenrendite</b>		1,5 %	0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
<b>FCFPS</b>		0,19	0,04	-0,38	0,42	0,26	0,28	0,49
<b>FCF / MarktKap.</b>		2,3 %	0,5 %	-6,5 %	6,9 %	4,1 %	4,4 %	7,7 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
<b>EV / EBITDA</b>		8,9 x	6,3 x	9,0 x	7,7 x	6,2 x	5,1 x	4,2 x
<b>EV / EBIT adj.</b>		22,8 x	19,4 x	44,8 x	23,2 x	14,5 x	9,9 x	7,3 x
<b>EV / EBIT</b>		19,7 x	17,6 x	n.a.	n.a.	32,4 x	13,9 x	9,0 x
<b>KGV</b>		22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	44,6 x	16,9 x	10,8 x
<b>FCF Potential Yield</b>		2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,9 %	9,2 %	12,0 %
<b>Nettoverschuldung</b>		5,2	6,0	17,5	14,0	14,5	14,9	13,4
<b>ROCE (NOPAT)</b>		4,5 %	4,0 %	n.a.	0,1 %	2,0 %	4,5 %	6,8 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz >100 Mio. Euro, adj. EBIT 4,0-4,8 Mio. Euro						

Im Hinblick auf die Profitabilität haben wir unsere Schätzung für die Materialkosten erhöht, da sich die Engpässe zumindest in H1 auf die Preise auswirken dürften. In Kombination mit dem niedrigeren Umsatz ergibt sich daraus ein geschätztes bereinigtes EBIT von EUR 4,9 Mio. für 2022.

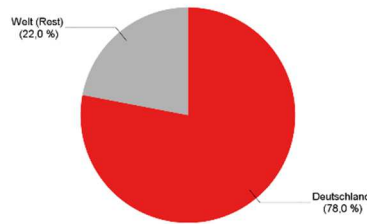
Trotz der aktuellen Herausforderungen durch die Komponentenknappheit und den Rückgang der weltweiten wirtschaftlichen und politischen Stabilität untermauert die hohe Nachfrage nach Softing-Produkten die soliden mittelfristigen Wachstumsaussichten. Daher bestätigen wir auch bei einem konservativeren kurzfristigen Ausblick unser Kursziel und unsere Kaufempfehlung.

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



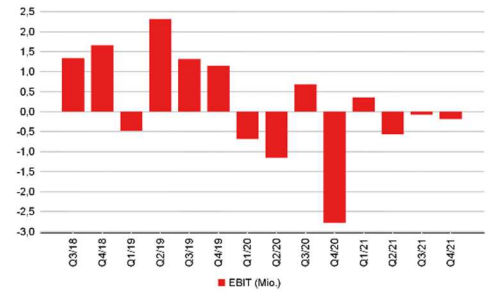
Quelle: Company

**Umsatz nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Company

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Company

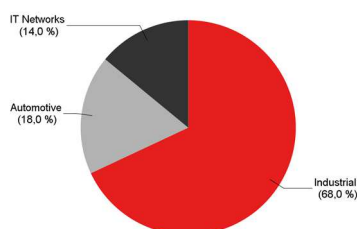
## Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst drei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- IT Networks: Diagnosegeräte, die in der industriellen Automatisierung und zur Diagnose von Kupfer- und Glasfasernetzen in Rechenzentren und Büroeinrichtungen eingesetzt werden.
- Automotive Electronics: Die Lösungen ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW/LKW in der Entwicklungsphase/Produktion/bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Datenauswertung zu erkennen.
- Die Lösungen im Segment Automotive kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, daher ergeben sich auch keine Rückruf-Risiken für die Gesellschaft.

## Wettbewerbsqualität

- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- Durch Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen, wird eine kurze Time to Market erreicht.
- Die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing ist DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

**Umsatz nach Segmenten**  
2021; in %



Quelle: Company

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	94,8	105,2	114,7	120,3	125,9	131,4	137,0	142,4	147,8	153,2	158,4	163,5	166,8	
Umsatzwachstum	11,9 %	11,0 %	9,0 %	4,9 %	4,7 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %	3,8 %	3,6 %	3,4 %	3,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	2,2	5,1	7,8	7,7	8,1	8,4	8,8	9,1	9,5	9,8	10,1	10,5	10,7	
EBIT-Marge	2,3 %	4,9 %	6,8 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	
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	1,5	3,6	5,5	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	6,6	6,9	7,1	7,3	7,5	
Abschreibungen	9,3	8,9	8,9	8,2	8,6	8,9	9,2	9,5	9,9	10,3	10,6	11,0	11,2	
Abschreibungsquote	9,8 %	8,5 %	7,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	2,2	2,1	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,6	
- Investitionen	6,0	6,0	6,0	8,1	8,4	8,8	9,2	9,5	9,9	10,3	10,6	11,0	11,2	
Investitionsquote	6,4 %	5,7 %	5,3 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	
- Sonstiges	1,4	1,5	1,6	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)	2,6	2,8	4,6	4,1	4,8	5,1	5,2	5,4	5,7	5,9	6,2	6,4	6,9	7
Barwert FCF	2,4	2,4	3,8	3,2	3,4	3,4	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	55
Anteil der Barwerte	9,18 %			32,80 %										58,01 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	1,40
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>7,25 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,28</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	40		
Terminal Value	55		
Zinstr. Verbindlichkeiten	21		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	9,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>79</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,72</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	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
1,51	8,3 %	6,43	6,58	6,74	6,91	7,10	7,31	7,53	1,51	8,3 %	4,57	5,35	6,13	6,91	7,69	8,47	9,25
1,39	7,8 %	7,13	7,32	7,52	7,73	7,97	8,23	8,52	1,39	7,8 %	5,19	6,04	6,88	7,73	8,58	9,43	10,28
1,34	7,5 %	7,53	7,73	7,96	8,20	8,47	8,76	9,09	1,34	7,5 %	5,53	6,42	7,31	8,20	9,09	9,98	10,87
1,28	7,3 %	7,96	8,19	8,44	8,72	9,02	9,35	9,73	1,28	7,3 %	5,92	6,85	7,78	8,72	9,65	10,58	11,51
1,22	7,0 %	8,42	8,68	8,97	9,28	9,63	10,01	10,44	1,22	7,0 %	6,34	7,32	8,30	9,28	10,26	11,24	12,22
1,17	6,8 %	8,94	9,23	9,55	9,91	10,30	10,74	11,24	1,17	6,8 %	6,80	7,84	8,87	9,91	10,94	11,98	13,01
1,05	6,3 %	10,12	10,49	10,91	11,38	11,91	12,51	13,19	1,05	6,3 %	7,90	9,06	10,22	11,38	12,54	13,70	14,86

- Die zyklische Komponente der Geschäftstätigkeit und die geringe Liquidität in der Aktie erhöhen die Kapitalkosten.
- Abschreibung von Nutzungsrechten nach IFRS 16 werden in der Zeile "Sonstiges" bereinigt

## 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	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,3	2,9	-4,6	-0,1	1,3	3,4	5,2	
+ Abschreibung + Amortisation	4,9	7,8	11,7	9,5	9,3	8,9	8,9	
- Zinsergebnis (netto)	0,5	-0,1	-1,5	0,8	-0,4	-0,4	-0,4	
- Erhaltungsinvestitionen	5,8	6,4	5,2	4,4	4,5	4,5	4,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>1,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,9 %	9,2 %	12,0 %	
WACC	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>80,5</b>	<b>75,9</b>	<b>69,9</b>	<b>69,5</b>	<b>71,3</b>	<b>71,7</b>	<b>70,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>26,9</b>	<b>61,3</b>	<b>46,5</b>	<b>59,1</b>	<b>67,9</b>	<b>90,8</b>	<b>116,5</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	11,4	11,4	11,4	11,4	12,0	12,4	10,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>12,9</b>	<b>47,3</b>	<b>32,5</b>	<b>45,1</b>	<b>53,4</b>	<b>75,9</b>	<b>103,1</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,8	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,47</b>	<b>5,20</b>	<b>3,58</b>	<b>5,00</b>	<b>5,93</b>	<b>8,42</b>	<b>11,44</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-5,0 %	34,9 %	83,4 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,25 %	0,55	3,23	2,08	3,06	3,69	5,42	7,58
	9,25 %	0,78	3,74	2,47	3,55	4,26	6,18	8,56
	8,25 %	1,06	4,38	2,95	4,17	4,96	7,13	9,78
WACC	<b>7,25 %</b>	<b>1,47</b>	<b>5,20</b>	<b>3,58</b>	<b>5,00</b>	<b>5,93</b>	<b>8,42</b>	<b>11,44</b>
	6,25 %	1,89	6,27	4,38	5,99	7,06	9,93	13,38
	5,25 %	2,54	7,76	5,51	7,42	8,71	12,13	16,20
	4,25 %	3,50	9,94	7,17	9,53	11,13	15,37	20,36

▪ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

▪ FCF-Value-CAGR 2018-2024e: 41%

Wertermittlung							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	1,1 x	1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,92	0,76	0,63	0,78	1,18	1,38	1,75
EV / Umsatz	1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	8,9 x	6,3 x	9,0 x	7,7 x	6,2 x	5,1 x	4,2 x
EV / EBIT	19,7 x	17,6 x	n.a.	n.a.	32,4 x	13,9 x	9,0 x
EV / EBIT adj.*	22,8 x	19,4 x	44,8 x	23,2 x	14,5 x	9,9 x	7,3 x
Kurs / FCF	44,1 x	213,1 x	n.a.	14,5 x	24,3 x	22,3 x	12,8 x
KGV	22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	44,6 x	16,9 x	10,8 x
KGV ber.*	22,6 x	24,8 x	n.a.	n.a.	44,6 x	16,9 x	10,8 x
Dividendenrendite	1,5 %	0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
FCF Potential Yield (on market EV)	2,4 %	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,9 %	9,2 %	12,0 %

\*Adjustiert um: Adj. Größen bereinigt um PPAs und Veränderungen der aktivierten Eigenleistungen

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	72,8	104,8	n.a.	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	0,9	1,2	n.a.	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	15,0	33,6	n.a.	n.a.	n.a.

## GuV

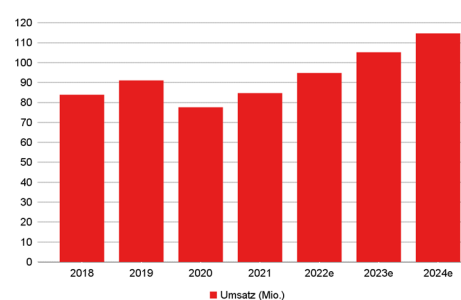
In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>83,9</b>	<b>91,1</b>	<b>77,6</b>	<b>84,7</b>	<b>94,8</b>	<b>105,2</b>	<b>114,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	6,6 %	8,6 %	-14,8 %	9,1 %	11,9 %	11,0 %	9,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	4,4	5,5	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5
<b>Gesamterlöse</b>	<b>88,3</b>	<b>96,6</b>	<b>81,3</b>	<b>88,3</b>	<b>98,4</b>	<b>108,7</b>	<b>118,2</b>
Materialaufwand	36,5	39,3	35,1	39,1	42,0	45,7	49,6
<b>Rohrertrag</b>	<b>51,8</b>	<b>57,3</b>	<b>46,1</b>	<b>49,3</b>	<b>56,4</b>	<b>63,0</b>	<b>68,5</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>61,8 %</i>	<i>62,9 %</i>	<i>59,5 %</i>	<i>58,2 %</i>	<i>59,5 %</i>	<i>59,9 %</i>	<i>59,8 %</i>
Personalaufwendungen	33,4	35,4	31,7	33,6	35,2	38,7	40,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,8	1,7	2,8	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,8	10,5	8,4	9,4	10,7	11,3	12,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,0</b>	<b>12,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>11,5</b>	<b>14,0</b>	<b>16,7</b>
<i>Marge</i>	<i>10,7 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>14,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	2,6	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9
<b>EBITA</b>	<b>8,3</b>	<b>9,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,8</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>	<b>13,8</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	5,2	9,5	6,3	6,8	6,2	6,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>5,1</b>	<b>7,8</b>
<i>Marge</i>	<i>4,9 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>-5,1 %</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>6,8 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,3	-1,2	1,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,5</b>
<i>Marge</i>	<i>5,5 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>-7,0 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>6,5 %</i>
Steuern gesamt	1,3	1,3	-0,8	0,4	0,6	1,4	2,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</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>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>
<i>Marge</i>	<i>4,0 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>-6,1 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>4,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,8	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0
<b>EPS</b>	<b>0,38</b>	<b>0,31</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,14</b>	<b>0,37</b>	<b>0,58</b>
EPS adj.	0,38	0,31	-0,52	-0,03	0,14	0,37	0,58

\*Adjustiert um: Adj. Größen bereinigt um PPAs und Veränderungen der aktivierten Eigenleistungen

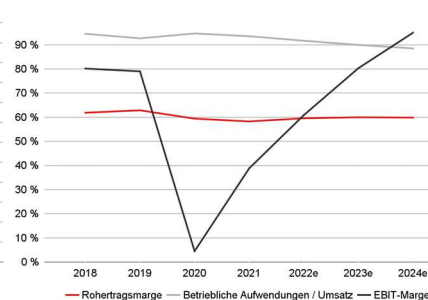
**Guidance: Umsatz >100 Mio. Euro, adj. EBIT 4,0-4,8 Mio. Euro**

## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,5 %	92,8 %	94,7 %	93,6 %	91,7 %	90,0 %	88,5 %
Operating Leverage	11,2 x	0,6 x	n.a.	-9,6 x	n.a.	12,2 x	5,8 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	44,4 x	29,8 x	36,0 x	57,5 x	70,2 x	83,6 x
Steuerquote (EBT)	27,7 %	31,0 %	15,5 %	123,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	34,2 %	12,4 %	n.m.	n.m.	69,5 %	26,9 %	17,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	207.649	225.416	195.458	218.273	240.000	247.529	269.788

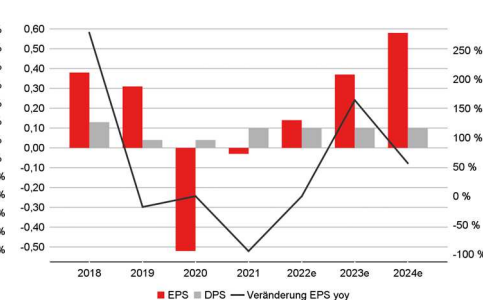
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance  
in %

Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

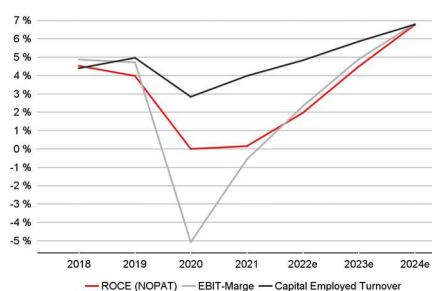
## Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	59,9	62,4	56,8	55,8	53,9	52,5	51,3
davon übrige imm. VG	26,5	27,7	20,7	20,2	18,5	17,0	15,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,0	18,1	17,5	17,1	17,1	17,1	17,1
Sachanlagen	2,3	3,2	5,5	4,8	4,9	4,9	4,8
Finanzanlagen	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	2,8	0,0	0,0	9,0	9,0	9,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>62,2</b>	<b>69,9</b>	<b>63,8</b>	<b>62,1</b>	<b>69,2</b>	<b>67,9</b>	<b>66,6</b>
Vorräte	10,6	12,6	13,7	13,4	13,2	14,6	15,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,7	15,4	14,3	14,1	15,3	17,0	18,5
Liquide Mittel	9,7	14,9	10,2	9,6	11,6	11,2	12,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,7	4,0	3,2	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>37,6</b>	<b>46,9</b>	<b>41,4</b>	<b>41,3</b>	<b>44,2</b>	<b>47,0</b>	<b>51,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>99,8</b>	<b>116,8</b>	<b>105,2</b>	<b>103,4</b>	<b>113,5</b>	<b>114,8</b>	<b>117,8</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Kapitalrücklage	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Gewinnrücklagen	28,0	29,1	22,9	23,2	24,5	27,8	33,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	-3,0	-6,0
Buchwert	68,3	69,3	62,6	62,9	64,6	65,1	67,3
Anteile Dritter	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Eigenkapital</b>	<b>68,4</b>	<b>69,6</b>	<b>63,0</b>	<b>63,5</b>	<b>65,2</b>	<b>65,7</b>	<b>67,9</b>
Rückstellungen gesamt	3,7	4,4	3,2	2,8	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,1	3,1	3,1	2,6	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	12,8	17,8	24,6	21,0	23,5	23,5	23,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	10,7	1,6	4,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1	6,5	6,0	7,2	7,5	8,4	9,1
Sonstige Verbindlichkeiten	8,8	18,4	8,4	8,8	11,8	11,8	11,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>31,4</b>	<b>47,2</b>	<b>42,2</b>	<b>39,8</b>	<b>48,3</b>	<b>49,2</b>	<b>49,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>99,8</b>	<b>116,8</b>	<b>105,2</b>	<b>103,4</b>	<b>113,5</b>	<b>114,8</b>	<b>117,8</b>

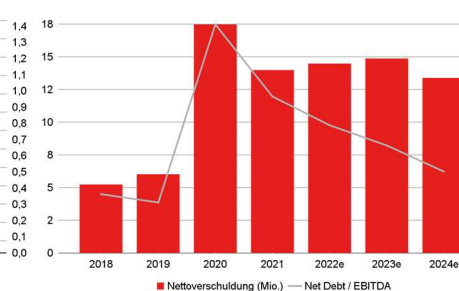
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	4,1 x	4,1 x	3,1 x	3,9 x	4,2 x	4,3 x	4,3 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	1,2 x	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
ROA	5,3 %	4,0 %	-7,4 %	-0,4 %	1,9 %	4,9 %	7,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	4,5 %	4,0 %	n.a.	0,1 %	2,0 %	4,5 %	6,8 %
ROE	5,5 %	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	2,0 %	5,2 %	7,9 %
Adj. ROE	5,5 %	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	2,0 %	5,2 %	7,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	5,2	6,0	17,5	14,0	14,5	14,9	13,4
Nettofinanzverschuldung	3,1	2,9	14,4	11,4	12,0	12,4	10,9
Net Gearing	7,6 %	8,6 %	27,7 %	22,0 %	22,2 %	22,6 %	19,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	34,2 %	24,2 %	185,7 %	125,4 %	104,1 %	88,0 %	65,1 %
Buchwert je Aktie	7,5	7,6	6,9	6,9	7,1	7,1	7,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,9	0,8	0,6	0,8	1,2	1,4	1,8

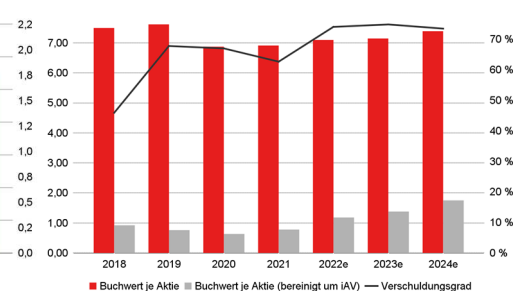
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

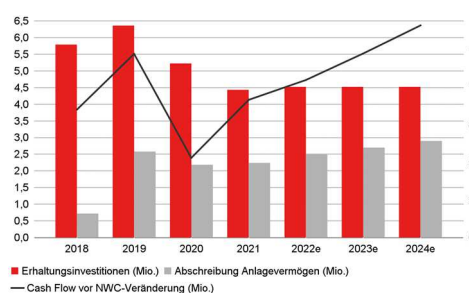


## Cash flow

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

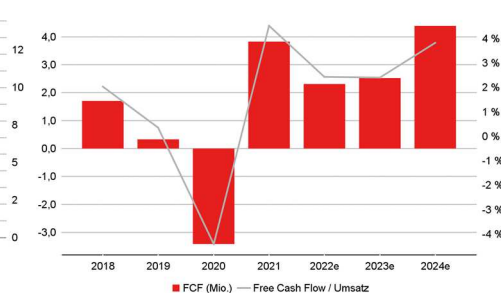
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	1,7	0,3	-3,4	3,8	2,3	2,5	4,4
Free Cash Flow / Umsatz	2,0 %	0,4 %	-4,4 %	4,5 %	2,4 %	2,4 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	1,9	4,4	3,4	4,3	4,9	6,6	8,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	51,4 %	11,7 %	72,2 %	-1501,6 %	178,1 %	75,2 %	84,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	-3,6 %	1,8 %	1,2 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	9,2 %	9,3 %	9,0 %	7,5 %	6,4 %	5,7 %	5,3 %
Maint. Capex / Umsatz	6,9 %	7,0 %	6,7 %	5,2 %	4,8 %	4,3 %	3,9 %
CAPEX / Abschreibungen	156,4 %	108,5 %	59,6 %	66,1 %	64,8 %	67,8 %	67,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,6 %	20,3 %	24,6 %	21,3 %	18,1 %	17,7 %	18,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	224,8 %	237,5 %	238,7 %	194,7 %	204,0 %	202,4 %	203,3 %
Vorratumschlag	3,5 x	3,1 x	2,6 x	2,9 x	3,2 x	3,1 x	3,1 x
Receivables collection period (Tage)	60	62	67	61	59	59	59
Payables payment period (Tage)	61	60	62	67	65	67	67
Cash conversion cycle (Tage)	104	94	119	86	78	81	83

Investitionen und Cash Flow  
in Mio. EUR

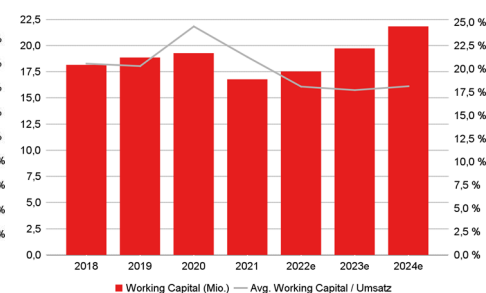
Quelle: Warburg Research

## Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

## Working Capital



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. 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)
Softing	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.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.

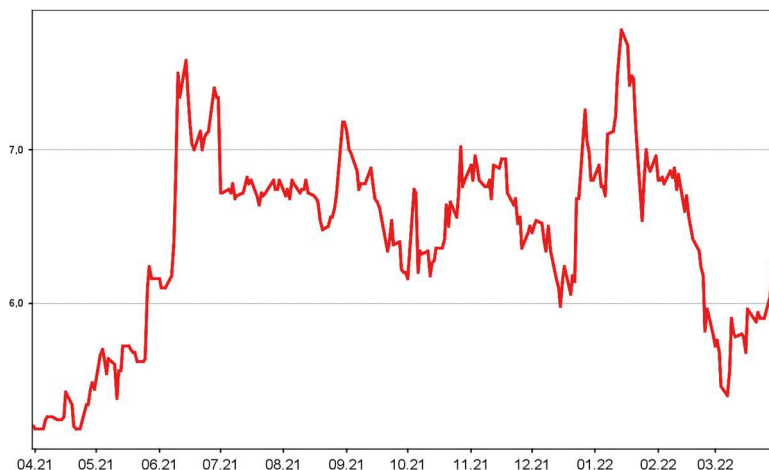
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	170	80
Halten	35	17
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>212</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	51	86
Halten	5	8
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [30.03.2022]**


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +49 40 309537-240  
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Marius Fuhrberg** +49 40 309537-185  
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

**Mustafa Hidir** +49 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

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

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

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@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 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

**Alexander Eschweiler** +49 40 3282-2669  
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

**Maximilian Martin** +49 69 5050-7413  
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

**Christopher Seedorf** +49 40 3282-2695  
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

**Sophie Hauer** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Elyaz Dust** +49 40 3282-2702  
Sales Trading edust@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

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

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

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

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

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