Softing

(CDAX, Technology, SYT GR)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 7,10	(EUR 7,30)
Kurs	EUR 6,26
Upside	13,4 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	7,10
FCF-Value Potential 25e:	7,90

Warburg ESG Risiko Score:	2,3
ESG Score (MSCI basiert):	3,0
Bilanz Score:	4,0
Markt Liquidität Score:	0,0

Beschreibung:
Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	57,0
Aktienanzahl (Mio.):	9,1
EV:	83,1
Freefloat MC:	35,7
Ø Trad. Vol. (30T):	12,86 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	62,60 %
Trier Asset Mgmt	22,40 %
Alois Widmann	15,00 %

Kennzahlen (WRe):	2023e
Beta:	1,3
KBV:	0,9 x
EK-Quote:	51 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	2,2 x
Net Debt / EBITDA:	2,5 x

Rekordhoher Auftragseingang bietet solide Visibilität für weiteres Wachstum

Berichtete Kennzahlen Q4/2022:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 22	Q4 22e	Q4 21	yoy	22	22e	21	yoy
Umsatz	**28,4**	26,7	24,4	16 %	**98,3**	96,7	84,7	16 %
EBIT adj.	**1,2**	1,9	0,8	50 %	**3,3**	4,0	3,0	9 %
Marge	*4,2 %*	*7,2 %*	*3,3 %*		*3,3 %*	*4,1 %*	*3,5 %*	
EPS	**0,04**	0,19	-0,04	n.a.	**-0,15**	0,00	-0,03	n.a.

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Aufgrund von Lieferengpässen konnten der hohe Auftragseingang (EUR 156 Mio.) und Auftragsbestand (EUR 90 Mio.) nicht vollständig in Umsatzwachstum umgewandelt werden.
- Der Umsatz wurde hauptsächlich von den Segmenten Industrial (+18%) und Automotive (+21%) getragen.
- Gestiegene Material- und Beschaffungskosten belasteten die Profitabilität

Softing hat die Ergebnisse für 2022 veröffentlicht und eine Prognose für das laufende Jahr gegeben. Der Auftragseingang stieg um 48,6% auf EUR 155,8 Mio. und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Trotz der hohen Nachfrage in allen Segmenten wurde das Umsatzwachstum durch direkte und indirekte Auswirkungen der Verknappung belastet. Der Umsatz wuchs jedoch um 16,1% auf EUR 98,3 Mio. und übertraf damit sowohl das Ziel des Unternehmens (EUR 90 Mio.) als auch unsere Schätzung (EUR 96,7 Mio.). Getragen wurde der Umsatz von den Segmenten Industrial (EUR 71,3 Mio., +17,9%) und Automotive (EUR 19,0 Mio., +20,8%), während das Segment IT Networks (EUR 6,2 Mio., -13,3%) von Engpässen betroffen war und gegenüber dem Vorjahr zurückging.

Die Engpässe erhöhten auch die Material- und Beschaffungskosten, die aufgrund langjähriger Lieferverträge nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden konnten. Infolgedessen stieg das bereinigte EBIT um lediglich 9,1% auf EUR 3,3 Mio. und lag damit unter der Guidance (EUR 4,0-4,8 Mio.) und unserer Schätzung (EUR 4,0 Mio.). Das berichtete EBIT verbesserte sich von EUR -0,5 Mio. auf 0,8 Mio.

Für das laufende Jahr strebt Softing einen Umsatz von EUR 110-115 Mio. und ein bereinigtes EBIT von EUR 3,0-3,5 Mio. an. Das Umsatzziel liegt über unserer Prognose, scheint aber angesichts der hohen Nachfrage, die sich im Auftragseingang widerspiegelt, durchaus erreichbar. Das EBIT lag deutlich unter unseren Erwartungen, vor allem aufgrund der höheren Kosteninflation, die zumindest kurzfristig nicht an die Kunden weitergegeben werden kann. Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst.

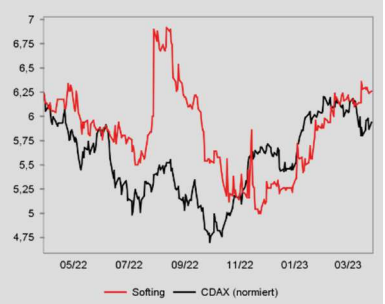
Trotz der geringeren Profitabilität deuten die Zahlen auf eine hohe Nachfrage und solide Wachstumsaussichten für Softing hin. Insbesondere die starke Entwicklung von GlobalmatiX, das aufgrund eines höheren Anteils an margenschwachen Hardwareumsätzen und höherer Marketingkosten noch nicht zum Ergebnis beiträgt, sollte den Grundstein für hochprofitable wiederkehrende Lizenzumsätze in der Zukunft legen. Wir haben unser Kursziel leicht auf EUR 7,10 gesenkt, bestätigen aber unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -
Umsatz	106,9	7,2 %	114,7	5,2 %	n.a.	n.m.
EBIT	5,1	-74,7 %	8,1	-33,3 %	n.a.	n.m.
EBIT adj.	7,2	-52,8 %	9,9	-24,2 %	n.a.	n.m.
EPS	0,37	-81,1 %	0,60	-35,0 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Aufgrund der hohen Nachfrage, die sich im Rekordauftragseingang widerspiegelt, haben wir unsere Wachstumsprognose erhöht.
- Die Schätzungen für die Profitabilität wurden gesenkt, um die Kosteninflation zu berücksichtigen.



Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	3,0 %
6 Monate:	-11,3 %
Jahresverlauf:	9,7 %
Letzte 12 Monate:	5,8 %

Unternehmenstermine:

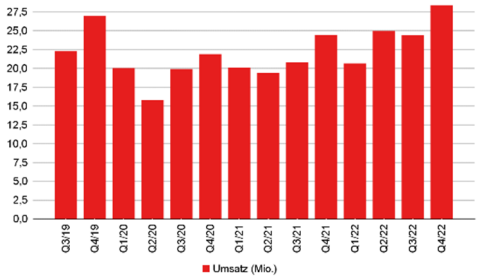
03.05.23	Q1
04.05.23	HV
14.08.23	Q2
14.11.23	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	8,8 %	91,1	77,6	84,7	98,3	114,6	120,6	126,5
Veränd. Umsatz yoy		8,6 %	-14,8 %	9,1 %	16,1 %	16,6 %	5,2 %	4,9 %
Rohertragsmarge		*62,9 %*	*59,5 %*	*58,2 %*	*54,9 %*	*54,3 %*	*56,3 %*	*57,4 %*
EBITDA	21,9 %	12,1	7,8	9,1	9,7	10,5	14,7	17,6
Marge		*13,3 %*	*10,0 %*	*10,7 %*	*9,9 %*	*9,2 %*	*12,2 %*	*13,9 %*
EBIT	121,1 %	4,3	-3,9	-0,5	0,8	1,3	5,4	8,2
Marge		*4,7 %*	*-5,1 %*	*-0,6 %*	*0,8 %*	*1,1 %*	*4,5 %*	*6,5 %*
EBIT adj.	45,8 %	3,9	1,6	3,0	3,3	3,4	7,5	10,1
Nettoergebnis	-	2,8	-4,7	-0,3	-1,4	0,7	3,5	5,5
EPS	-	0,31	-0,52	-0,03	-0,15	0,07	0,39	0,61
DPS	0,0 %	0,04	0,04	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Dividendenrendite		0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
FCFPS		0,04	-0,38	0,42	-0,40	-0,03	0,33	0,54
FCF / Marktkap.		0,5 %	-6,5 %	6,9 %	-6,7 %	-0,5 %	5,1 %	8,5 %
EV / Umsatz		0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA		6,3 x	9,0 x	7,7 x	7,7 x	7,9 x	5,7 x	4,6 x
EV / EBIT adj.		19,4 x	44,8 x	23,2 x	23,0 x	24,5 x	11,1 x	8,0 x
EV / EBIT		17,6 x	n.a.	n.a.	98,7 x	64,5 x	15,4 x	9,8 x
KGV		24,8 x	n.a.	n.a.	n.a.	89,4 x	16,1 x	10,2 x
FCF Potential Yield		5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,1 %	4,0 %	7,3 %	9,8 %
Nettoverschuldung		6,0	17,5	14,0	21,5	26,1	26,1	24,1
ROCE (NOPAT)		4,0 %	n.a.	0,1 %	2,0 %	1,0 %	4,2 %	6,4 %
Guidance:	Umsatz 110-115 Mio. Euro, adj. EBIT 3,0-3,5 Mio. Euro, EBIT 1,0-1,5 Mio. Euro							

Analyst/-in
Robert-Jan van der Horst
rvanderhorst@warburg-research.com
+49 40 309537-290

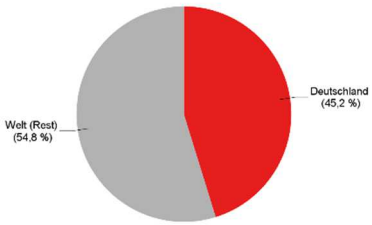
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



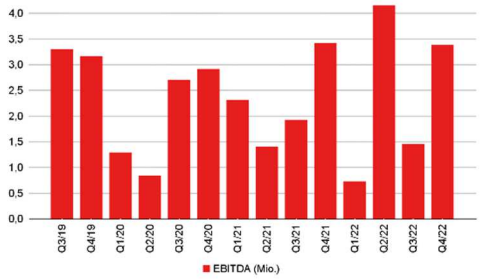
Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2022; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Company

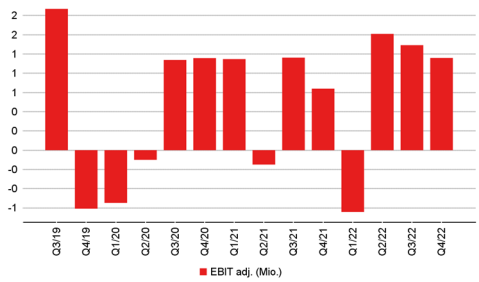
Unternehmenshintergrund

- 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

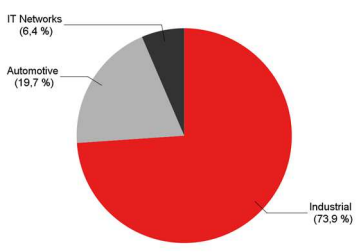
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen 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.

Entwicklung adj. EBIT
in Mio. EUR



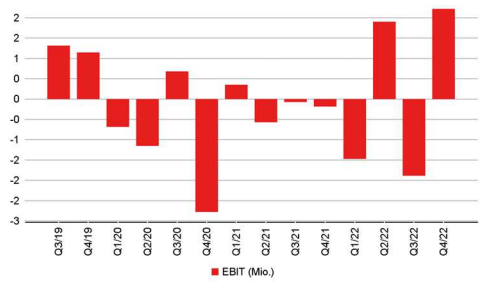
Quelle: Company

Umsatz nach Segmenten
2022; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Company

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	114,6	120,6	126,5	132,5	138,4	144,2	150,1	155,8	161,5	167,0	172,5	177,9	181,5	
Umsatzwachstum	*16,6 %*	*5,2 %*	*4,9 %*	*4,7 %*	*4,5 %*	*4,2 %*	*4,0 %*	*3,8 %*	*3,6 %*	*3,5 %*	*3,3 %*	*3,1 %*	*2,0 %*	*2,0 %*
EBIT	1,3	5,4	8,2	8,6	9,0	9,4	9,8	10,1	10,5	10,9	11,2	11,6	11,8	
EBIT-Marge	*1,1 %*	*4,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
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	0,9	3,8	5,8	6,0	6,3	6,6	6,8	7,1	7,3	7,6	7,8	8,1	8,3	
Abschreibungen	9,2	9,3	9,4	9,1	9,4	9,7	9,9	10,1	10,3	10,7	11,0	11,4	11,6	
Abschreibungsquote	*8,0 %*	*7,7 %*	*7,4 %*	*6,9 %*	*6,8 %*	*6,7 %*	*6,6 %*	*6,5 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	
Veränd. Rückstellungen	1,4	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	2,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	0,7	
- Investitionen	7,2	7,5	7,8	8,5	8,9	9,2	9,6	10,0	10,3	10,7	11,0	11,4	11,6	
Investitionsquote	*6,3 %*	*6,2 %*	*6,2 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	*6,4 %*	
- Sonstiges	1,5	1,6	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)	0,0	3,2	5,1	6,1	6,3	6,2	6,1	6,2	6,4	6,6	6,9	7,2	7,6	8
Barwert FCF	0,0	2,8	4,1	4,6	4,4	4,0	3,6	3,4	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	46
Anteil der Barwerte	**7,84 %**							**39,88 %**						**52,28 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	20,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %
Marktrendite	8,25 %
Risikofreie Rendite	2,75 %
WACC	**8,25 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,40
Liquidität (Aktie)	1,30
Zyklizität	1,10
Transparenz	1,30
Sonstiges	1,30
Beta	**1,28**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	42
Terminal Value	46
Zinstr. Verbindlichkeiten	27
Pensionsrückstellungen	1
Hybridkapital	0
Minderheiten	1
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	5
Eigenkapitalwert	**64**

Aktienzahl (Mio.)	9,1
Wert je Aktie (EUR)	**7,10**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,51	9,3 %	5,28	5,40	5,52	5,65	5,79	5,94	6,10
1,39	8,8 %	5,88	6,02	6,16	6,32	6,49	6,67	6,87
1,34	8,5 %	6,21	6,36	6,52	6,70	6,88	7,09	7,31
1,28	8,3 %	6,56	6,73	6,91	**7,10**	7,31	7,54	7,79
1,22	8,0 %	6,94	7,12	7,32	7,54	7,78	8,03	8,32
1,17	7,8 %	7,34	7,55	7,78	8,02	8,28	8,57	8,89
1,05	7,3 %	8,27	8,52	8,81	9,11	9,45	9,83	10,24

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,51	9,3 %	3,41	4,16	4,90	5,65	6,40	7,14	7,89
1,39	8,8 %	3,91	4,72	5,52	6,32	7,12	7,92	8,73
1,34	8,5 %	4,19	5,03	5,86	6,70	7,53	8,36	9,20
1,28	8,3 %	4,50	5,37	6,23	**7,10**	7,97	8,84	9,70
1,22	8,0 %	4,83	5,73	6,64	7,54	8,44	9,35	10,25
1,17	7,8 %	5,19	6,13	7,07	8,02	8,96	9,91	10,85
1,05	7,3 %	6,01	7,04	8,08	9,11	10,15	11,19	12,22

- 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 "Sontiges" 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.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,9	-4,6	-0,1	-1,2	0,7	3,5	5,5
+ Abschreibung + Amortisation	7,8	11,7	9,5	9,0	9,2	9,3	9,4
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-1,5	0,8	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4
- Erhaltungsinvestitionen	6,4	5,2	4,4	4,6	5,4	5,6	5,9
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5
= Free Cash Flow Potential	**4,4**	**3,4**	**4,3**	**4,6**	**3,3**	**6,1**	**7,9**
FCF Potential Yield (on market EV)	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,1 %	4,0 %	7,3 %	9,8 %
WACC	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %
= Enterprise Value (EV)	**75,9**	**69,9**	**69,5**	**75,2**	**83,1**	**83,1**	**81,0**
= Fair Enterprise Value	**53,9**	**40,8**	**51,9**	**55,3**	**40,1**	**73,4**	**96,0**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	20,4	20,4	20,4	20,4	23,6	23,6	21,6
- Pensionsverbindlichkeiten	1,1	1,1	1,1	1,1	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
= Faire Marktkapitalisierung	**32,4**	**19,3**	**30,4**	**33,8**	**14,0**	**47,4**	**71,9**
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	**3,55**	**2,13**	**3,37**	**3,75**	**1,55**	**5,25**	**7,97**
Premium (-) / Discount (+) in %					-75,2 %	-16,1 %	27,8 %
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
11,25 %	1,98	0,93	1,82	2,09	0,36	3,05	5,08
10,25 %	2,40	1,25	2,23	2,53	0,68	3,63	5,84
9,25 %	2,91	1,64	2,73	3,06	1,06	4,33	6,75
WACC **8,25 %**	**3,55**	**2,13**	**3,37**	**3,75**	**1,55**	**5,25**	**7,97**
7,25 %	4,37	2,74	4,13	4,55	2,14	6,31	9,35
6,25 %	5,45	3,56	5,17	5,65	2,94	7,78	11,27
5,25 %	6,93	4,69	6,60	7,18	4,05	9,81	13,92

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- FCF-Value-CAGR 2019-2025e: 14%

Wertermittlung

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	1,0 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,76	0,63	0,78	0,60	0,87	1,10	1,52
EV / Umsatz	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	6,3 x	9,0 x	7,7 x	7,7 x	7,9 x	5,7 x	4,6 x
EV / EBIT	17,6 x	n.a.	n.a.	98,7 x	64,5 x	15,4 x	9,8 x
EV / EBIT adj.*	19,4 x	44,8 x	23,2 x	23,0 x	24,5 x	11,1 x	8,0 x
Kurs / FCF	213,1 x	n.a.	14,5 x	n.a.	n.a.	19,2 x	11,7 x
KGV	24,8 x	n.a.	n.a.	n.a.	89,4 x	16,1 x	10,2 x
KGV ber.*	24,8 x	n.a.	n.a.	n.a.	89,4 x	16,1 x	10,2 x
Dividendenrendite	0,5 %	0,7 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
FCF Potential Yield (on market EV)	5,9 %	4,8 %	6,2 %	6,1 %	4,0 %	7,3 %	9,8 %

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

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	104,8	102,9	0,0	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	1,2	1,0	0,0	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	33,6	38,2	0,0	n.a.	n.a.

GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	**91,1**	**77,6**	**84,7**	**98,3**	**114,6**	**120,6**	**126,5**
Veränd. Umsatz yoy	8,6 %	-14,8 %	9,1 %	16,1 %	16,6 %	5,2 %	4,9 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	5,5	3,7	3,7	3,9	4,2	4,1	4,2
Gesamterlöse	**96,6**	**81,3**	**88,3**	**102,3**	**118,8**	**124,7**	**130,7**
Materialaufwand	39,3	35,1	39,1	48,3	56,6	56,8	58,1
Rohertrag	**57,3**	**46,1**	**49,3**	**53,9**	**62,2**	**67,9**	**72,6**
Rohertragsmarge	*62,9 %*	*59,5 %*	*58,2 %*	*54,9 %*	*54,3 %*	*56,3 %*	*57,4 %*
Personalaufwendungen	35,4	31,7	33,6	36,0	41,4	42,6	44,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,7	2,8	3,7	2,1	2,0	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,5	8,4	9,4	11,9	12,4	12,6	12,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**12,1**	**7,8**	**9,1**	**9,7**	**10,5**	**14,7**	**17,6**
Marge	*13,3 %*	*10,0 %*	*10,7 %*	*9,9 %*	*9,2 %*	*12,2 %*	*13,9 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,6	2,2	2,2	1,7	2,3	2,4	2,5
EBITA	**9,5**	**5,6**	**6,8**	**8,1**	**8,2**	**12,3**	**15,1**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,2	9,5	6,3	7,2	6,9	6,9	6,9
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	**4,3**	**-3,9**	**-0,5**	**0,8**	**1,3**	**5,4**	**8,2**
Marge	*4,7 %*	*-5,1 %*	*-0,6 %*	*0,8 %*	*1,1 %*	*4,5 %*	*6,5 %*
EBIT adj.	**3,9**	**1,6**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**7,5**	**10,1**
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,3	-1,2	1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**4,2**	**-5,4**	**0,3**	**-0,6**	**0,9**	**5,0**	**7,9**
Marge	*4,7 %*	*-7,0 %*	*0,3 %*	*-0,6 %*	*0,8 %*	*4,2 %*	*6,2 %*
Steuern gesamt	1,3	-0,8	0,4	0,6	0,3	1,5	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**2,9**	**-4,6**	**-0,1**	**-1,2**	**0,7**	**3,5**	**5,5**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**2,9**	**-4,6**	**-0,1**	**-1,2**	**0,7**	**3,5**	**5,5**
Minderheitenanteile	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**2,8**	**-4,7**	**-0,3**	**-1,4**	**0,7**	**3,5**	**5,5**
Marge	*3,1 %*	*-6,1 %*	*-0,3 %*	*-1,4 %*	*0,6 %*	*2,9 %*	*4,4 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
EPS	**0,31**	**-0,52**	**-0,03**	**-0,15**	**0,07**	**0,39**	**0,61**
EPS adj.	0,31	-0,52	-0,03	-0,15	0,07	0,39	0,61

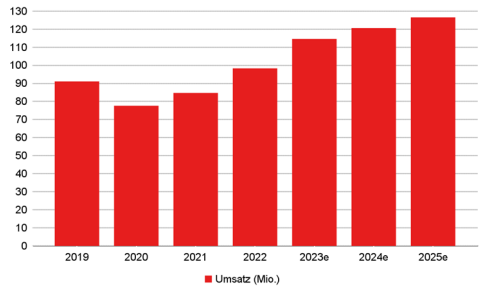
*Adjustiert um: Adj. Größen bereinigt um PPAs und Veränderungen der aktivierten Eigenleistungen

Guidance: Umsatz 110-115 Mio. Euro, adj. EBIT 3,0-3,5 Mio. Euro, EBIT 1,0-1,5 Mio. Euro

Kennzahlen

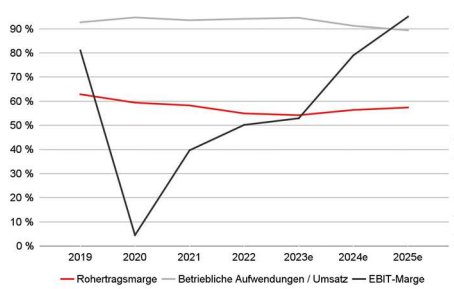
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,8 %	94,7 %	93,6 %	94,1 %	94,5 %	91,2 %	89,4 %
Operating Leverage	0,6 x	n.a.	-9,6 x	n.a.	4,2 x	61,0 x	10,8 x
EBITDA / Interest expenses	44,4 x	29,8 x	36,0 x	34,5 x	52,4 x	73,5 x	88,2 x
Steuerquote (EBT)	31,0 %	15,5 %	123,9 %	-109,4 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	12,4 %	n.m.	n.m.	n.m.	137,4 %	25,5 %	16,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	225.416	195.458	218.273	248.889	269.647	283.765	297.669

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



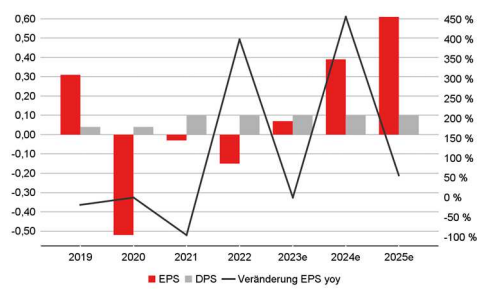
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

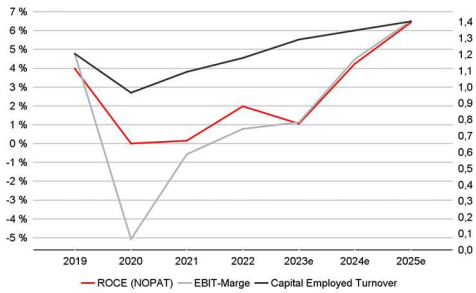
Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	62,4	56,8	55,8	55,6	54,0	52,6	51,4
davon übrige imm. VG	27,7	20,7	20,2	18,7	16,9	14,9	12,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,1	17,5	17,1	17,4	17,4	17,4	17,4
Sachanlagen	3,2	5,5	4,8	7,6	8,7	9,9	11,1
Finanzanlagen	1,5	1,5	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	2,8	0,0	0,0	0,0	9,0	9,0	9,0
Anlagevermögen	**69,9**	**63,8**	**62,1**	**63,6**	**72,1**	**71,9**	**71,9**
Vorräte	12,6	13,7	13,4	19,0	20,5	20,8	21,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,4	14,3	14,1	16,8	18,8	19,5	20,4
Liquide Mittel	14,9	10,2	9,6	6,8	6,3	6,4	8,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,0	3,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3
Umlaufvermögen	**46,9**	**41,4**	**41,3**	**46,8**	**49,9**	**51,0**	**54,1**
Bilanzsumme (Aktiva)	**116,8**	**105,2**	**103,4**	**110,4**	**122,0**	**122,9**	**126,0**
Passiva							
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	29,1	22,9	23,2	21,3	21,9	25,5	31,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-3,1	-6,0
Buchwert	69,3	62,6	62,9	61,0	61,8	62,6	65,2
Anteile Dritter	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Eigenkapital	**69,6**	**63,0**	**63,5**	**61,8**	**62,7**	**63,4**	**66,0**
Rückstellungen gesamt	4,4	3,2	2,8	1,2	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,1	3,1	2,6	1,1	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	17,8	24,6	21,0	27,2	29,9	29,9	29,9
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,6	4,7	3,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,5	6,0	7,2	9,3	10,0	10,2	10,7
Sonstige Verbindlichkeiten	18,4	8,4	8,8	11,0	14,0	14,0	14,0
Verbindlichkeiten	**47,2**	**42,2**	**39,8**	**48,6**	**59,3**	**59,5**	**60,0**
Bilanzsumme (Passiva)	**116,8**	**105,2**	**103,4**	**110,4**	**122,0**	**122,9**	**126,0**

Kennzahlen

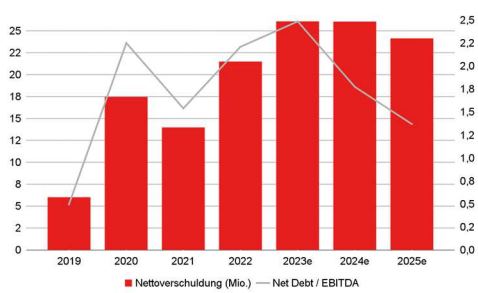
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,1 x	3,1 x	3,9 x	3,4 x	3,5 x	3,4 x	3,4 x
Capital Employed Turnover	1,2 x	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,4 x
ROA	4,0 %	-7,4 %	-0,4 %	-2,2 %	0,9 %	4,9 %	7,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	4,0 %	n.a.	0,1 %	2,0 %	1,0 %	4,2 %	6,4 %
ROE	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	-2,3 %	1,1 %	5,7 %	8,6 %
Adj. ROE	4,1 %	-7,2 %	-0,4 %	-2,3 %	1,1 %	5,7 %	8,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	6,0	17,5	14,0	21,5	26,1	26,1	24,1
Nettofinanzverschuldung	2,9	14,4	11,4	20,4	23,6	23,6	21,6
Net Gearing	8,6 %	27,7 %	22,0 %	34,8 %	41,6 %	41,1 %	36,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	24,2 %	185,7 %	125,4 %	209,4 %	224,8 %	160,3 %	122,7 %
Buchwert je Aktie	7,6	6,9	6,9	6,7	6,8	6,9	7,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,8	0,6	0,8	0,6	0,9	1,1	1,5

Entwicklung ROCE



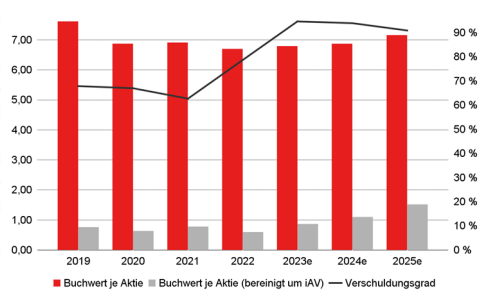
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

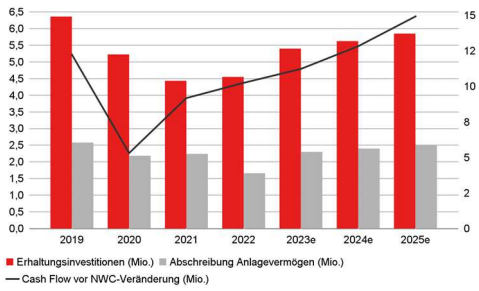
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,9	-4,6	-0,1	-1,2	0,7	3,5	5,5
Abschreibung Anlagevermögen	2,6	2,2	2,2	1,7	2,3	2,4	2,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,2	9,5	6,3	7,2	6,9	6,9	6,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	-0,1	-0,5	1,4	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,5	-1,8	-0,2	3,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**12,2**	**5,3**	**9,2**	**10,3**	**11,2**	**12,8**	**14,9**
Veränderung Vorräte	-2,0	-1,1	0,3	-5,6	-1,5	-0,3	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,7	1,2	0,4	-2,9	-2,0	-0,7	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	-0,5	1,2	2,0	0,7	0,2	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,9	-0,4	1,9	-6,4	-2,8	-0,8	-0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**10,4**	**4,9**	**11,1**	**3,8**	**8,4**	**12,0**	**14,2**
Investitionen in iAV	-7,4	-5,4	-4,8	-5,1	-5,3	-5,5	-5,7
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-1,5	-1,5	-4,9	-1,9	-2,0	-2,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-1,5	0,0	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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-8,5**	**-8,5**	**-5,9**	**-6,1**	**-7,2**	**-7,5**	**-7,8**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	6,5	1,1	-4,2	1,6	2,7	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,2	-0,4	-0,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	-0,5	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	-1,9	-1,4	-1,3	-1,4	-3,5	-3,6	-3,6
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**3,4**	**-1,1**	**-5,9**	**-0,7**	**-1,7**	**-4,5**	**-4,5**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**5,3**	**-4,7**	**-0,7**	**-3,0**	**-0,5**	**0,0**	**1,9**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**14,9**	**10,2**	**9,6**	**6,8**	**6,3**	**6,4**	**8,3**

Kennzahlen

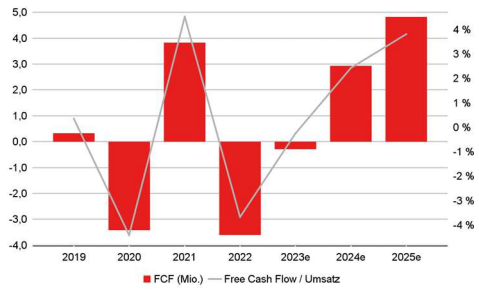
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitalfluss							
FCF	0,3	-3,4	3,8	-3,6	-0,3	2,9	4,8
Free Cash Flow / Umsatz	0,4 %	-4,4 %	4,5 %	-3,7 %	-0,3 %	2,4 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	4,4	3,4	4,3	4,6	3,3	6,1	7,9
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	11,7 %	72,2 %	-1501,6 %	258,2 %	-44,3 %	83,0 %	87,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,6 %	1,5 %	1,6 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,8 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,3 %	9,0 %	7,5 %	10,1 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %
Maint. Capex / Umsatz	7,0 %	6,7 %	5,2 %	4,6 %	4,7 %	4,7 %	4,6 %
CAPEX / Abschreibungen	108,5 %	59,6 %	66,1 %	111,1 %	78,3 %	80,6 %	83,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,3 %	24,6 %	21,3 %	19,5 %	20,0 %	20,5 %	20,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	237,5 %	238,7 %	194,7 %	180,9 %	188,0 %	191,2 %	190,7 %
Vorratsumschlag	3,1 x	2,6 x	2,9 x	2,5 x	2,8 x	2,7 x	2,8 x
Receivables collection period (Tage)	62	67	61	62	60	59	59
Payables payment period (Tage)	60	62	67	70	64	66	67
Cash conversion cycle (Tage)	94	119	86	98	95	95	93

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



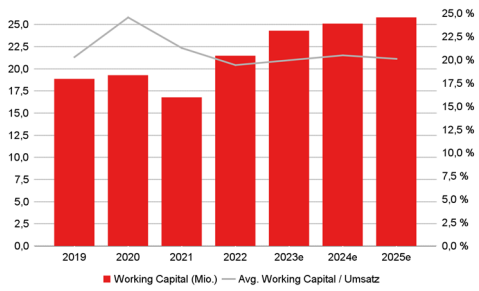
Quelle: Warburg Research

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. 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 vorangegangen 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	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.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

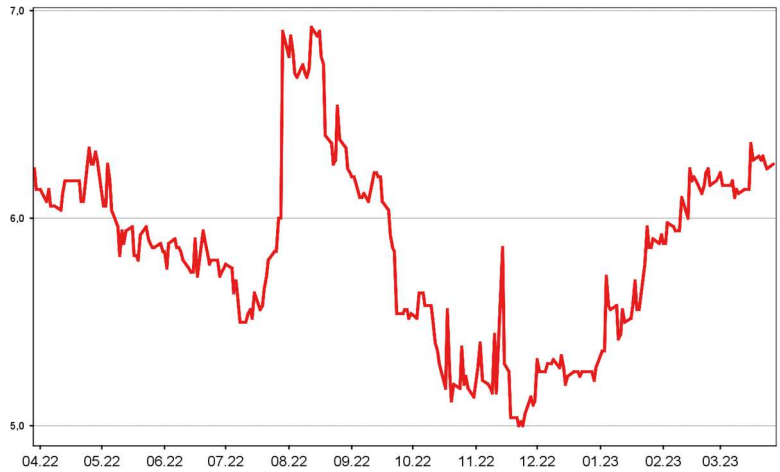
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	158	73
Halten	47	22
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	**215**	**100**

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	44	86
Halten	6	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	**51**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [28.03.2023]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com
Henner Rüschmeier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com
Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com
Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com
Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com
Dr. Christian Ehmann +49 40 309537-167
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com
Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com
Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com
Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com
Fabio Hölscher +49 40 309537-240
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com
Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com
Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com
Hannes Müller +49 40 309537-255
Software, IT hmueller@warburg-research.com
Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com
Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com
Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com
Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com
Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com
Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com
Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com
Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com
Klaus Schilling +49 69 5050-7400
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com
Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com
Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com
Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com
Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com
Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com
Christopher Seedorf +49 40 3282-2695
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com
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
Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com
Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com
Jan-Philip Schmidt +49 40 3282-2682
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com
Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Sales Trading sschulz@mmwarburg.com
Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Refinitiv	www.refinitiv.com
Bloomberg	RESP MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.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