

<b>Buy</b> <b>EUR 8,00</b>  Kurs EUR 5,35 <b>Upside 49,5 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 8,11 FCF-Value Potential 26e: 7,90	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 3,8 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>Beschreibung:</b> Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 48,7 Aktienanzahl (Mio.): 9,1 EV: 68,9 Freefloat MC: 30,5 Ø Trad. Vol. (30T): 16,16 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 62,60 % Trier Asset Mgmt 22,40 % Alois Widmann 15,00 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2024e Beta: 1,3 KBV: 0,9 x EK-Quote: 49 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,2 x Net Debt / EBITDA: 1,4 x

## Automotive zeigt starkes Wachstum in Q1 und noch bessere Perspektiven

Berichtete Kennzahlen Q1/2024:								Kommentar zu den Kennzahlen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q1 24	Q1 24e	Q1 23	yoy	24e	23	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsatzrückgang getrieben durch Industrial (-28% ggü. Vj.), nach einem außergewöhnlich starken Q1 23.</li> <li>Automotive wuchs schneller als erwartet um 44% auf EUR 6,5 Mio.</li> <li>Der ungewöhnlich starke Produktmix bei Industrial im vergangenen Jahr erklärt den Rückgang des EBIT ggü. Vj.</li> <li>Die Profitabilität in den beiden anderen Segmenten stieg im Vergleich zum Vorjahresquartal.</li> </ul>			
<b>Umsatz</b>	<b>24,2</b>	23,1	28,5	-15 %	<b>109,7</b>	112,6	-3 %				
<b>EBIT adj.</b>	<b>0,6</b>	-0,2	2,5	-76 %	<b>6,2</b>	5,6	11 %				
<b>Marge</b>	<b>2,5 %</b>	-1,0 %	8,8 %		<b>5,7 %</b>	5,0 %					
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	-0,3	2,0	-74 %	<b>4,0</b>	-2,7	n.a.				
<b>Marge</b>	<b>2,1 %</b>	-1,4 %	6,9 %		<b>3,7 %</b>	-2,4 %					

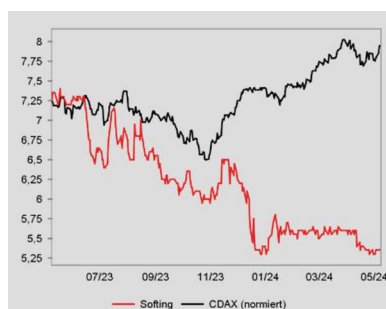
Softing hat Q1-Ergebnisse veröffentlicht, die über unseren Erwartungen lagen. Während wir im Segment Industrial (Umsatz EUR 16,1 Mio., 28% ggü. Vj.) einen Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr, das von einem Nachholeffekt und einem starken Produktmix profitiert hatte, erwartet hatten, übertraf der Zuwachs im Segment Automotive um 44% auf EUR 6,5 Mio. unsere Schätzungen. Dies ist besonders bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass die großen Rahmenverträge, die das Unternehmen im vergangenen Jahr erhalten hat, noch nicht zum Umsatz des Segments beigetragen haben. IT Networks blieb mit einem Umsatz von EUR 1,8 Mio. im Vergleich zum Vorjahr stabil, trotz Verzögerungen bei einigen Kundenprojekten. Auf Konzernebene konnte das starke Wachstum im Bereich Automotive den erwarteten Umsatzrückgang im Bereich Industrial nicht vollständig kompensieren, aber der konsolidierte Umsatz von EUR 24,2 Mio. (-15% ggü. Vj.) lag immer noch über unserer Schätzung von EUR 23,1 Mio.

Der Rückgang des bereinigten EBIT von EUR 2,5 Mio. im Vorjahr auf EUR 0,6 Mio. ist erneut auf das Segment Industrial zurückzuführen, das nur noch EUR 0,4 Mio. beitrug, nach EUR 4,2 Mio. in Q1 23. Margenverbesserungen in den beiden anderen Segmenten konnten den Rückgang der Profitabilität im größten Segment nicht vollständig ausgleichen. Das ausgewiesene EBIT, bereinigt um PPA-Effekte und Veränderungen der aktivierten F&E-Kosten, sank von EUR 2,0 Mio. auf EUR 0,5 Mio.

Trotz des über den Erwartungen liegenden ersten Quartals bleibt das wirtschaftliche Umfeld herausfordernd, was sich auch im Auftragseingang von nur EUR 16,5 Mio. (Book-to-Bill-Verhältnis 0,7) widerspiegelt. Während die Nachfrage aus Europa weiterhin robust ist, belastet die zurückhaltende Investitionsbereitschaft vor allem in Nordamerika die Nachfrage im Segment Industrial.

Der Auftragsbestand von EUR 37,2 Mio. bietet jedoch immer noch eine gewisse Visibilität für das kommende Quartal, und Automotive sollte von neuen Aufträgen und den großen Rahmenverträgen profitieren. IT Networks sollte sich verbessern, insbesondere im saisonal stärkeren zweiten Halbjahr, nachdem Lieferunterbrechungen die Leistung des Segments im letzten Jahr beeinträchtigten.

Vor diesem Hintergrund bestätigt Softing seine Prognose, die einen Umsatz von EUR 105-113 Mio. bei einem EBIT von EUR 3,2 bis 4,6 Mio. und einem bereinigten EBIT von EUR 5,0 bis 7,0 Mio. vorsieht. Wir halten diese Ziele für gut erreichbar und belassen unsere Schätzungen etwa in der Mitte der jeweiligen Bandbreite. Wir bestätigen unser Kursziel von EUR 8,00 und unsere Kaufempfehlung für Softing.

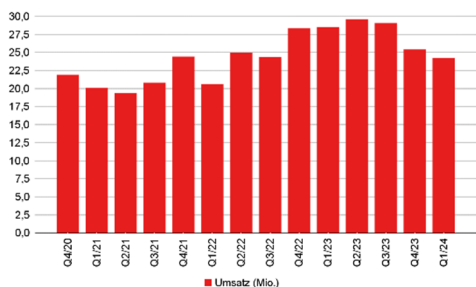


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-4,3 %
6 Monate:	-29,2 %
Jahresverlauf:	-8,2 %
Letzte 12 Monate:	-35,7 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
08.05.24	HV
14.08.24	Q2
15.11.24	Q3

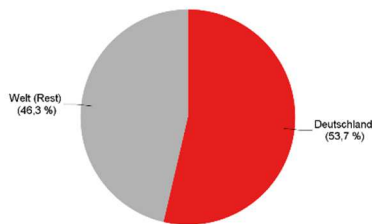
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	3,0 %	77,6	84,7	98,3	112,6	109,7	116,9	122,9
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		-14,8 %	9,1 %	16,1 %	14,5 %	-2,6 %	6,6 %	5,1 %
<b>Rohertragsmarge</b>		59,5 %	58,2 %	54,9 %	59,0 %	58,5 %	58,6 %	58,3 %
<b>EBITDA</b>	5,8 %	7,8	9,1	9,7	13,9	14,4	15,6	16,5
<b>Marge</b>		10,0 %	10,7 %	9,9 %	12,4 %	13,2 %	13,3 %	13,4 %
<b>EBIT</b>	-	-3,9	-0,5	0,8	-2,7	4,0	5,4	6,5
<b>Marge</b>		-5,1 %	-0,6 %	0,8 %	-2,4 %	3,7 %	4,6 %	5,3 %
<b>EBIT adj.</b>	12,2 %	1,6	3,0	3,3	5,6	6,2	7,0	8,0
<b>Nettoergebnis</b>	-	-4,7	-0,3	-1,4	-5,8	2,2	3,1	3,9
<b>EPS</b>	-	-0,52	-0,03	-0,15	-0,65	0,25	0,34	0,43
<b>DPS</b>	0,0 %	0,04	0,10	0,10	0,13	0,13	0,13	0,13
<b>Dividendenrendite</b>		0,7 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
<b>FCFPS</b>		-0,38	0,42	-0,40	-0,04	1,05	0,33	0,45
<b>FCF / MarktKap.</b>		-6,5 %	6,9 %	-6,7 %	-0,6 %	19,4 %	6,2 %	8,4 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
<b>EV / EBITDA</b>		9,0 x	7,7 x	7,7 x	5,9 x	4,8 x	4,4 x	4,1 x
<b>EV / EBIT adj.</b>		44,8 x	23,2 x	23,0 x	14,6 x	11,0 x	9,9 x	8,5 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	98,7 x	n.a.	17,0 x	12,8 x	10,5 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,4 x	15,7 x	12,4 x
<b>FCF Potential Yield</b>		4,8 %	6,2 %	6,1 %	6,7 %	9,2 %	10,0 %	10,9 %
<b>Nettoverschuldung</b>		17,5	14,0	21,5	24,8	20,1	20,3	19,4
<b>ROCE (NOPAT)</b>		n.a.	0,1 %	2,0 %	n.a.	3,6 %	4,9 %	5,9 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz 105-113 Mio. Euro, adj. EBIT 5,0-7,0 Mio. Euro, EBIT 3,2-4,6 Mio. Euro						

Entwicklung Umsatz  
in Mio. EUR



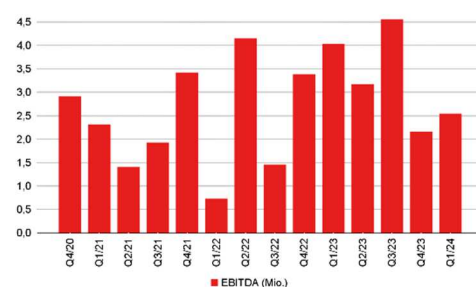
Quelle: Company

Umsatz nach Regionen  
2023; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBITDA  
in Mio. EUR



Quelle: Company

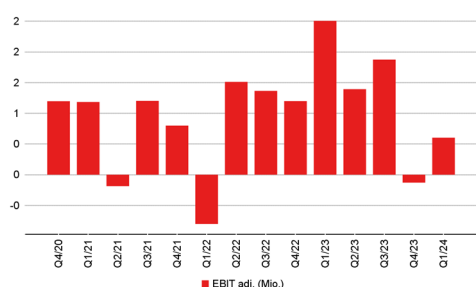
## Unternehmenshintergrund

- 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

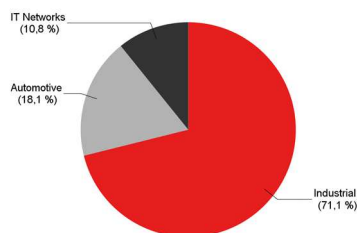
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen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



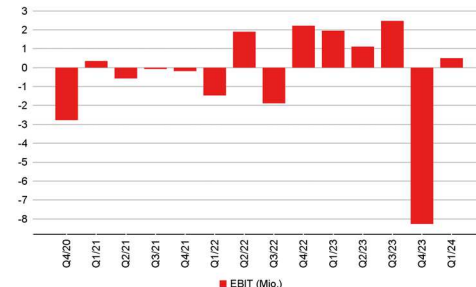
Quelle: Company

Umsatz nach Segmenten  
2023; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBIT  
in Mio. EUR



Quelle: Company

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	
Umsatz	109,7	116,9	122,9	128,8	134,7	140,5	146,3	152,0	157,7	163,2	168,7	174,1	177,5	
Umsatzwachstum	-2,6 %	6,6 %	5,1 %	4,8 %	4,6 %	4,3 %	4,1 %	3,9 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %	3,2 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	4,0	5,4	6,5	7,1	8,1	9,1	9,5	9,9	10,2	10,6	11,0	11,3	11,5	
EBIT-Marge	3,7 %	4,6 %	5,3 %	5,5 %	6,0 %	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	2,8	3,8	4,5	5,0	5,7	6,4	6,7	6,9	7,2	7,4	7,7	7,9	8,1	
Abschreibungen	10,4	10,2	10,0	9,4	9,7	10,0	10,2	10,5	10,6	10,6	10,5	10,8	11,0	
Abschreibungsquote	9,5 %	8,7 %	8,1 %	7,3 %	7,2 %	7,1 %	7,0 %	6,9 %	6,7 %	6,5 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	
Veränd. Rückstellungen	1,6	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	-4,2	1,0	0,5	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	4,2	
- Investitionen	7,5	7,8	7,8	8,0	8,3	8,7	9,1	9,4	9,8	10,1	10,5	10,8	11,0	
Investitionsquote	6,8 %	6,7 %	6,3 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	
- Sonstiges	1,6	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)	9,9	3,6	4,6	5,1	6,1	6,8	7,0	7,1	7,1	7,1	6,9	7,1	3,9	8
Barwert FCF	9,6	3,2	3,8	3,9	4,3	4,4	4,2	4,0	3,7	3,4	3,0	2,9	1,5	48
Anteil der Barwerte	16,53 %			35,23 %										48,23 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	22,00 %	Finanzielle Stabilität	1,40
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	1,30
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>8,10 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,28</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2036e	52		
Terminal Value	48		
Zinstr. Verbindlichkeiten	28		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	3	Aktienzahl (Mio.)	9,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>73</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,11</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,51	9,1 %	6,20	6,32	6,45	6,59	6,74	6,90	7,07	1,51	9,1 %	4,34	5,09	5,84	6,59	7,34	8,08	8,83
1,40	8,6 %	6,82	6,96	7,12	7,29	7,47	7,67	7,89	1,40	8,6 %	4,87	5,68	6,48	7,29	8,10	8,90	9,71
1,34	8,3 %	7,16	7,32	7,50	7,68	7,89	8,11	8,35	1,34	8,3 %	5,17	6,01	6,85	7,68	8,52	9,36	10,20
1,28	8,1 %	7,53	7,71	7,90	8,11	8,34	8,59	8,86	1,28	8,1 %	5,49	6,36	7,24	8,11	8,99	9,86	10,73
1,22	7,8 %	7,92	8,12	8,34	8,57	8,83	9,11	9,42	1,22	7,8 %	5,84	6,75	7,66	8,57	9,49	10,40	11,31
1,16	7,6 %	8,35	8,58	8,82	9,08	9,37	9,68	10,03	1,16	7,6 %	6,22	7,17	8,13	9,08	10,03	10,99	11,94
1,05	7,1 %	9,32	9,60	9,91	10,24	10,61	11,02	11,48	1,05	7,1 %	7,10	8,15	9,19	10,24	11,29	12,34	13,39

- 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.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4,6	-0,1	-1,2	-5,7	2,3	3,2	4,0	
+ Abschreibung + Amortisation	11,7	9,5	9,0	16,6	10,4	10,2	10,0	
- Zinsergebnis (netto)	-1,5	0,8	-1,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	
- Erhaltungsinvestitionen	5,2	4,4	4,6	5,9	5,6	5,9	5,9	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	4,8 %	6,2 %	6,1 %	6,7 %	9,2 %	10,0 %	10,9 %	
WACC	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>69,9</b>	<b>69,5</b>	<b>75,2</b>	<b>82,5</b>	<b>68,9</b>	<b>69,0</b>	<b>68,1</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>41,6</b>	<b>52,9</b>	<b>56,3</b>	<b>68,0</b>	<b>78,0</b>	<b>84,8</b>	<b>91,7</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	23,9	23,9	23,9	23,9	17,6	17,8	16,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,9	0,9	0,9	0,9	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>16,8</b>	<b>28,1</b>	<b>31,5</b>	<b>43,2</b>	<b>57,9</b>	<b>64,5</b>	<b>72,3</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,85</b>	<b>3,12</b>	<b>3,50</b>	<b>4,80</b>	<b>6,42</b>	<b>7,16</b>	<b>8,02</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					20,0 %	33,8 %	49,9 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,10 %	0,61	1,52	1,79	2,73	4,04	4,57	5,22
	10,10 %	0,94	1,94	2,24	3,27	4,66	5,24	5,95
	9,10 %	1,34	2,45	2,78	3,93	5,42	6,06	6,83
WACC	<b>8,10 %</b>	<b>1,85</b>	<b>3,12</b>	<b>3,50</b>	<b>4,80</b>	<b>6,42</b>	<b>7,16</b>	<b>8,02</b>
	7,10 %	2,49	3,91	4,34	5,80	7,56	8,40	9,36
	6,10 %	3,35	4,99	5,49	7,20	9,17	10,14	11,25
	5,10 %	4,54	6,51	7,11	9,15	11,40	12,57	13,87

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- FCF-Value-CAGR 2020-2026e: 28%

Wertermittlung							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	0,8 x	0,9 x	0,9 x	1,1 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,63	0,78	0,60	0,68	1,21	1,44	1,71
EV / Umsatz	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
EV / EBITDA	9,0 x	7,7 x	7,7 x	5,9 x	4,8 x	4,4 x	4,1 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	98,7 x	n.a.	17,0 x	12,8 x	10,5 x
EV / EBIT adj.*	44,8 x	23,2 x	23,0 x	14,6 x	11,0 x	9,9 x	8,5 x
Kurs / FCF	n.a.	14,5 x	n.a.	n.a.	5,1 x	16,0 x	11,8 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,4 x	15,7 x	12,4 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,4 x	15,7 x	12,4 x
Dividendenrendite	0,7 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,8 %	6,2 %	6,1 %	6,7 %	9,2 %	10,0 %	10,9 %

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

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	102,9	0,0	0,0	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	1,0	0,0	0,0	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	38,2	0,0	0,0	n.a.	n.a.

## GuV

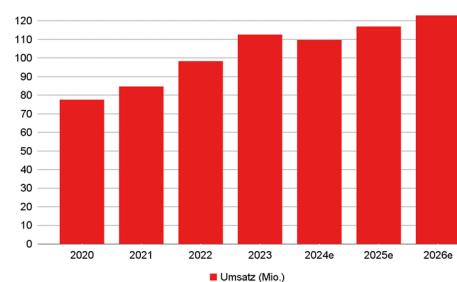
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>77,6</b>	<b>84,7</b>	<b>98,3</b>	<b>112,6</b>	<b>109,7</b>	<b>116,9</b>	<b>122,9</b>
Veränd. Umsatz yoy	-14,8 %	9,1 %	16,1 %	14,5 %	-2,6 %	6,6 %	5,1 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	3,7	3,7	3,9	5,7	4,8	5,0	4,7
<b>Gesamterlöse</b>	<b>81,3</b>	<b>88,3</b>	<b>102,3</b>	<b>118,3</b>	<b>114,5</b>	<b>121,9</b>	<b>127,6</b>
Materialaufwand	35,1	39,1	48,3	51,9	50,4	53,4	55,9
<b>Rohrertrag</b>	<b>46,1</b>	<b>49,3</b>	<b>53,9</b>	<b>66,4</b>	<b>64,1</b>	<b>68,5</b>	<b>71,7</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>59,5 %</i>	<i>58,2 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>59,0 %</i>	<i>58,5 %</i>	<i>58,6 %</i>	<i>58,3 %</i>
Personalaufwendungen	31,7	33,6	36,0	40,1	38,7	41,1	42,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	2,8	3,7	1,7	1,6	1,4	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,4	9,4	11,9	14,1	12,6	13,2	13,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,4</b>	<b>15,6</b>	<b>16,5</b>
<i>Marge</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>12,4 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>13,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,2	2,2	1,7	2,5	2,4	2,5	2,6
<b>EBITA</b>	<b>5,6</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>11,4</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>13,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,5	6,3	7,2	8,0	8,0	7,7	7,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	1,0	0,1	6,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>
<i>Marge</i>	<i>-5,1 %</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>5,3 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6
Sonstiges Finanzergebnis	-1,2	1,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>
<i>Marge</i>	<i>-7,0 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>-2,9 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>4,6 %</i>
Steuern gesamt	-0,8	0,4	0,6	2,5	1,0	1,4	1,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</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>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>
Minderheitenanteile	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>
<i>Marge</i>	<i>-6,1 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-5,2 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,1	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
<b>EPS</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,65</b>	<b>0,25</b>	<b>0,34</b>	<b>0,43</b>
EPS adj.	-0,52	-0,03	-0,15	-0,65	0,25	0,34	0,43

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

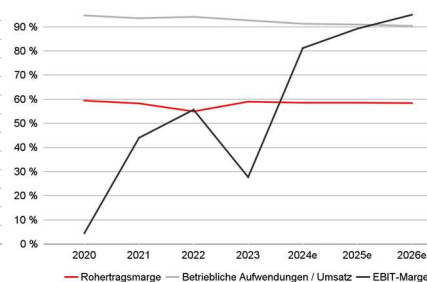
**Guidance: Umsatz 105-113 Mio. Euro, adj. EBIT 5,0-7,0 Mio. Euro, EBIT 3,2-4,6 Mio. Euro**

## Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,7 %	93,6 %	94,1 %	92,7 %	91,2 %	90,9 %	90,4 %
Operating Leverage	n.a.	-9,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	5,1 x	3,9 x
EBITDA / Interest expenses	29,8 x	36,0 x	34,5 x	27,6 x	26,3 x	26,0 x	27,5 x
Steuerquote (EBT)	15,5 %	123,9 %	-109,4 %	-75,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	50,0 %	36,4 %	29,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	195.458	218.273	248.889	281.488	258.118	275.153	289.186

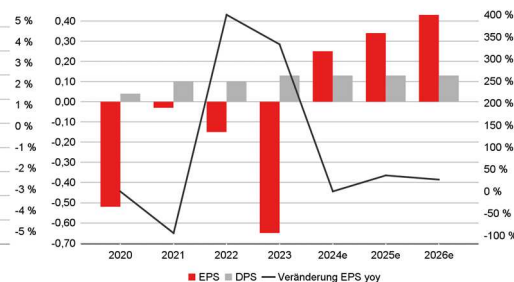
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance  
in %

Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

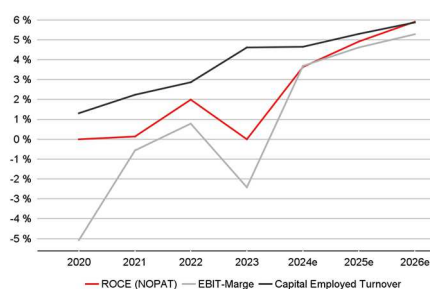
## Bilanz

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	56,8	55,8	55,6	47,4	44,9	42,9	41,2
davon übrige imm. VG	20,7	20,2	18,7	36,4	34,1	31,8	29,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,5	17,1	17,4	11,0	11,0	11,0	11,0
Sachanlagen	5,5	4,8	7,6	8,1	9,3	10,5	11,6
Finanzanlagen	1,5	1,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	9,0	9,0	9,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>63,8</b>	<b>62,1</b>	<b>63,6</b>	<b>56,0</b>	<b>63,7</b>	<b>62,9</b>	<b>62,3</b>
Vorräte	13,7	13,4	19,0	23,7	19,9	20,2	19,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,3	14,1	16,8	12,3	13,5	15,4	16,8
Liquide Mittel	10,2	9,6	6,8	4,9	11,1	11,0	11,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,2	4,2	4,3	6,3	6,3	6,3	6,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,4</b>	<b>41,3</b>	<b>46,8</b>	<b>47,1</b>	<b>50,8</b>	<b>52,8</b>	<b>54,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>105,2</b>	<b>103,4</b>	<b>110,4</b>	<b>103,1</b>	<b>114,5</b>	<b>115,7</b>	<b>117,0</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	22,9	23,2	21,3	13,9	16,1	19,2	23,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-3,5	-6,5
Buchwert	62,6	62,9	61,0	53,6	55,9	56,0	56,7
Anteile Dritter	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Eigenkapital</b>	<b>63,0</b>	<b>63,5</b>	<b>61,8</b>	<b>54,3</b>	<b>56,6</b>	<b>56,7</b>	<b>57,4</b>
Rückstellungen gesamt	3,2	2,8	1,2	1,0	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,1	2,6	1,1	0,9	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	24,6	21,0	27,2	28,8	28,8	28,8	28,8
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,7	3,5	5,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,0	7,2	9,3	6,8	8,4	9,6	10,1
Sonstige Verbindlichkeiten	8,4	8,8	11,0	12,3	15,3	15,3	15,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>42,2</b>	<b>39,8</b>	<b>48,6</b>	<b>48,8</b>	<b>57,8</b>	<b>59,0</b>	<b>59,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>105,2</b>	<b>103,4</b>	<b>110,4</b>	<b>103,1</b>	<b>114,5</b>	<b>115,7</b>	<b>117,0</b>

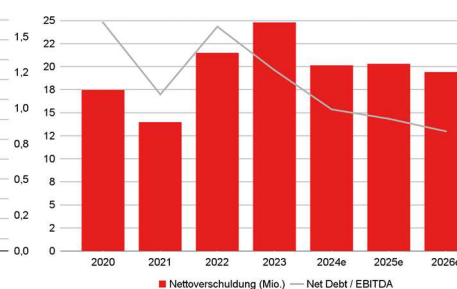
## Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,1 x	3,9 x	3,4 x	3,6 x	3,9 x	3,8 x	3,8 x
Capital Employed Turnover	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,4 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x
ROA	-7,4 %	-0,4 %	-2,2 %	-10,4 %	3,5 %	4,9 %	6,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	0,1 %	2,0 %	n.a.	3,6 %	4,9 %	5,9 %
ROE	-7,2 %	-0,4 %	-2,3 %	-10,2 %	4,1 %	5,5 %	6,9 %
Adj. ROE	-7,2 %	-0,4 %	-2,3 %	-10,2 %	4,1 %	5,5 %	6,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	17,5	14,0	21,5	24,8	20,1	20,3	19,4
Nettofinanzverschuldung	14,4	11,4	20,4	23,9	17,6	17,8	16,9
Net Gearing	27,7 %	22,0 %	34,8 %	45,7 %	35,6 %	35,8 %	33,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	185,7 %	125,4 %	209,4 %	171,8 %	122,1 %	114,1 %	102,6 %
Buchwert je Aktie	6,9	6,9	6,7	5,9	6,1	6,1	6,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,6	0,8	0,6	0,7	1,2	1,4	1,7

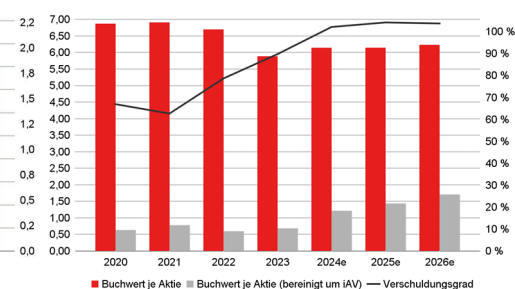
## Entwicklung ROCE



## Nettoverschuldung in Mio. EUR



## Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

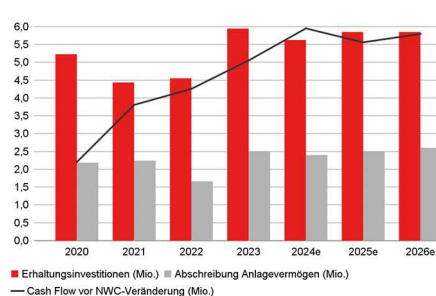
Quelle: Warburg Research

## Cash flow

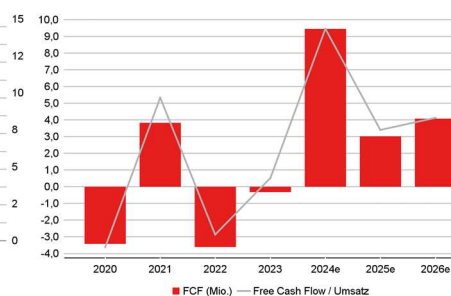
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4,6	-0,1	-1,2	-5,7	2,3	3,2	4,0
Abschreibung Anlagevermögen	2,2	2,2	1,7	2,5	2,4	2,5	2,6
Amortisation Goodwill	0,0	1,0	0,1	6,2	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,5	6,3	7,2	8,0	8,0	7,7	7,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	-0,5	-0,5	1,6	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,8	-0,2	3,0	1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>5,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>14,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>
Veränderung Vorräte	-1,1	0,3	-5,6	-4,7	3,8	-0,3	0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	1,2	0,4	-2,9	4,1	-1,2	-1,9	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,5	1,2	2,0	-2,5	1,7	1,2	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,4	1,9	-6,4	-3,1	4,2	-1,0	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>4,9</b>	<b>11,1</b>	<b>3,8</b>	<b>9,1</b>	<b>18,6</b>	<b>12,4</b>	<b>13,5</b>
Investitionen in iAV	-5,4	-4,8	-5,1	-6,7	-5,5	-5,7	-5,7
Investitionen in Sachanlagen	-1,5	-1,5	-4,9	-2,1	-2,0	-2,1	-2,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-1,5	0,0	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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-8,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,8</b>	<b>-7,8</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,1	-4,2	1,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,4	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Erwerb eigener Aktien	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,4	-1,3	-1,4	-1,5	-3,6	-3,6	-3,6
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-1,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,8</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>

## Kennzahlen

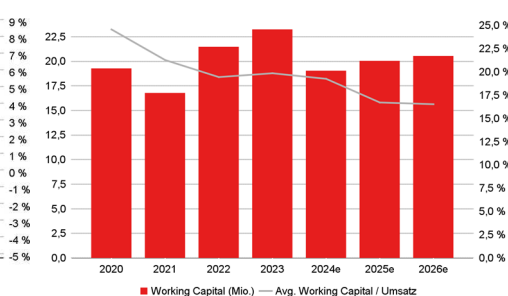
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-3,4	3,8	-3,6	-0,3	9,5	3,0	4,1
Free Cash Flow / Umsatz	-4,4 %	4,5 %	-3,7 %	-0,3 %	8,6 %	2,6 %	3,3 %
Free Cash Flow Potential	3,4	4,3	4,6	5,5	6,3	6,9	7,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	72,2 %	-1501,6 %	258,2 %	5,5 %	424,5 %	97,3 %	105,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,4 %	0,3 %	0,6 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,2 %	1,1 %	1,2 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	9,0 %	7,5 %	10,1 %	7,8 %	6,8 %	6,7 %	6,3 %
Maint. Capex / Umsatz	6,7 %	5,2 %	4,6 %	5,3 %	5,1 %	5,0 %	4,8 %
CAPEX / Abschreibungen	59,6 %	66,1 %	111,1 %	52,5 %	72,1 %	76,5 %	78,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,6 %	21,3 %	19,5 %	19,9 %	19,3 %	16,7 %	16,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	238,7 %	194,7 %	180,9 %	181,8 %	160,7 %	160,4 %	166,3 %
Vorratumschlag	2,6 x	2,9 x	2,5 x	2,2 x	2,5 x	2,6 x	2,8 x
Receivables collection period (Tage)	67	61	62	40	45	48	50
Payables payment period (Tage)	62	67	70	48	61	66	66
Cash conversion cycle (Tage)	119	86	98	117	85	80	74

Investitionen und Cash Flow  
in Mio. EUR

## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

---

## QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

### Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	3, 5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm">https://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.

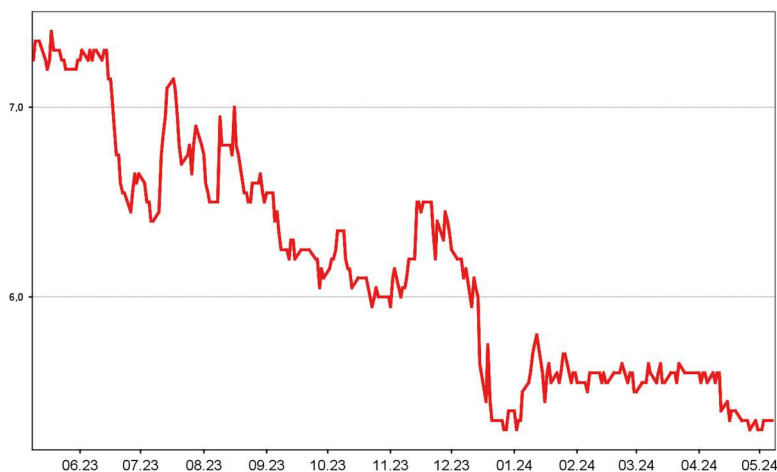
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	146	71
Halten	46	22
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>207</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	46	81
Halten	8	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
<b>Gesamt</b>	<b>57</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [08.05.2024]**


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

## EQUITIES

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

## RESEARCH

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

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

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

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

**Sander Brockow** +49 40 309537-248  
Industrials sbrockow@warburg-research.com

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

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

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

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

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

**Fabio Hölscher** +49 40 309537-240  
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

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

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

**Hannes Müller** +49 40 309537-255  
Software, IT hmueller@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Simon Stippig** +49 40 309537-265  
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Robert-Jan van der Horst** +49 40 309537-290  
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**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

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

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

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

**Charlotte Wernicke** +49 40 3282-2669  
Roadshow/Marketing cwernicke@mmwarburg.com

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

## SALES TRADING

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

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

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

## DESIGNATED SPONSORING

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

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

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Designated Sponsoring jtreptow@mmwarburg.com

## MACRO RESEARCH

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

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

## Our research can be found under:

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

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