

<b>Buy</b> EUR 6,50	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Warburg Risiko Score:</b>	<b>1,6</b>	<b>Beschreibung:</b>
	DCF:	6,50	Bilanz Score:	3,3	Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik
Kurs	EUR 3,06	FCF-Value Potential 27e:	6,30	Markt Liquidität Score:	0,0
<b>Upside</b>	<b>112,4 %</b>	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b>	<b>Kennzahlen (WRE):</b>
		Marktkapitalisierung:	27,9	Freefloat	2025e
		Aktienanzahl (Mio.):	9,1	Trier Asset Mgmt	Beta:
		EV:	49,0	Alois Widmann	1,3
		Freefloat MC:	17,4		KBV:
		Ø Trad. Vol. (30T):	5,03 Tsd.		0,6 x
					EK-Quote:
					46 %
					Net Fin. Debt / EBITDA:
					1,8 x
					Net Debt / EBITDA:
					2,1 x

## Zunehmende Unsicherheit führt zu zurückhaltenden Investitionsausgaben

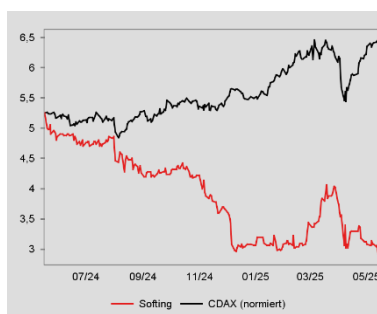
Berichtete Kennzahlen Q1/2025:								Kommentar zu den Kennzahlen:							
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q1 25	Q1 25e	Q1 24	yoy	25e	24	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Umsatzrückgang wurde durch den Bereich Industrial getrieben, der eine größere Investitionszurückhaltung erfährt.</li> <li>Das starke Wachstum in Automotive konnte dies nur teilweise kompensieren.</li> <li>Rückgang des bereinigten EBIT vor allem aufgrund geringerer Kapazitätsauslastung und eines schwächeren Produktmixes bei Industrial sowie Anlaufkosten bei Automotive.</li> <li>Anpassungen bei PPA und Änderungen bei aktivierten Eigenleistungen wurden vorgenommen.</li> </ul>							
Umsatz	22,3	23,1	24,2	-8 %	93,7	95,1	-1 %								
EBIT adj.	-0,4	-0,3	0,6	n.a.	3,4	2,9	19 %								
Marge	-1,8 %	-1,1 %	2,6 %		3,7 %	3,0 %									
EBIT	-1,3	-0,8	0,5	n.a.	0,9	0,5	90 %								
Marge	-6,0 %	-3,3 %	2,1 %		1,0 %	0,5 %									

Die von Softing veröffentlichten Q1-Zahlen entsprachen in etwa unseren Erwartungen. Der Umsatz ging um 7,8% ggü. Vj. auf EUR 22,3 Mio. zurück. Dies ist zum Teil auf die höhere Vergleichsbasis zurückzuführen, da die Q1-Zahlen des Vorjahres von Nachholeffekten nach der Chip-Knappheit profitierten. Dieser positive Effekt wirkte sich vor allem auf das Industriegeschäft aus, das durch die aktuellen politischen und makroökonomischen Unsicherheiten und die daraus resultierende Investitionszurückhaltung am stärksten belastet wurde. Der Umsatz des Segments ging um 28% ggü. Vj. auf EUR 11,6 Mio. zurück, was in etwa dem Branchentrend entsprach, aber leicht unter unseren Erwartungen lag. Das Segment Automotive hingegen übertraf unsere Schätzungen und wuchs trotz des schwierigen Marktumfelds um fast 50% auf EUR 9,5 Mio. IT Networks verzeichnete ebenfalls einen leichten Anstieg des Umsatzes von EUR 1,8 Mio. im Vorjahr auf EUR 1,9 Mio.

Das bereinigte EBIT verringerte sich von EUR 0,6 Mio. im Vorjahr auf EUR -0,4 Mio., was unserer Erwartung (EUR -0,3 Mio.) entspricht. Der Rückgang ist hauptsächlich auf eine geringere Kapazitätsauslastung und einen schwächeren Produktmix im Bereich Industrial sowie auf Anlaufkosten für ein größeres Projekt im Bereich Automotive zurückzuführen. Das ausgewiesene EBIT lag mit EUR -1,3 Mio. unter unseren Schätzungen. Grund hierfür sind eine geringfügig niedrigere Kapitalisierung sowie höhere Abschreibungen auf Forschung und Entwicklung als erwartet.

Trotz des erwarteten schwächeren Jahresbeginns gehen wir davon aus, dass sich die Situation in H2 verbessern wird und die bestätigte Guidance erreicht werden kann. Der Auftragseingang blieb mit EUR 19,5 Mio. unter dem Umsatz, stieg aber um 18% ggü. Vj. und die Dynamik hat sich im April leicht verbessert. Darüber hinaus wurde ein größerer Auftrag mit einem Volumen von EUR 4 Mio., der ursprünglich in Q1 erwartet wurde, verschoben, sollte aber in Q2 erteilt werden. Während die Investitionszurückhaltung vor allem in den USA voraussichtlich anhalten wird, haben sich die Vorräte der Kunden wieder normalisiert. Somit sollte sich eine Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten schneller in Aufträgen für Softing niederschlagen.

Obwohl das Umfeld weiterhin herausfordernd ist und die unvorhersehbare US-Zollpolitik die Investitionen innerhalb und außerhalb der USA belastet, entsprach die Entwicklung in Q1 den Erwartungen und Automotive übertraf sogar unsere Schätzungen. Die Auftragsdynamik ist zwar nach wie vor gering, verbessert sich jedoch und sollte in Kombination mit der üblichen H2-lastigen Saisonalität in den kommenden Quartalen zu sequenziellen Verbesserungen führen. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Schätzungen, unser Kursziel von EUR 6,50 und unsere Kaufempfehlung für Softing.

	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
	Umsatz	4,6 %	84,7	98,3	112,6	95,1	93,7	101,8	108,7
Veränd. Umsatz yoy			9,1 %	16,1 %	14,5 %	-15,6 %	-1,4 %	8,6 %	6,8 %
Rohtragsmarge			58,2 %	54,9 %	59,0 %	66,5 %	66,7 %	66,1 %	65,9 %
EBITDA	18,0 %		9,1	9,7	13,9	9,5	10,2	11,7	15,6
Marge			10,7 %	9,9 %	12,4 %	10,0 %	10,9 %	11,5 %	14,3 %
EBIT	126,8 %		-0,5	0,8	-2,7	0,5	0,9	2,3	5,8
Marge			-0,6 %	0,8 %	-2,4 %	0,5 %	1,0 %	2,3 %	5,3 %
EBIT adj.	40,4 %		3,0	3,3	5,6	2,9	3,4	4,4	8,0
Nettoergebnis	-		-0,3	-1,4	-5,8	-1,8	-0,2	0,8	3,2
EPS			-0,03	-0,15	-0,65	-0,20	-0,02	0,08	0,33
DPS	0,0 %		0,10	0,10	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Dividendenrendite			1,6 %	1,7 %	2,0 %	2,7 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %
FCFPS			0,42	-0,40	-0,04	0,08	0,70	0,00	0,22
FCF / MarktKap.			6,9 %	-6,7 %	-0,6 %	1,7 %	22,8 %	-0,1 %	7,2 %
EV / Umsatz			0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA			7,7 x	7,7 x	5,9 x	7,1 x	5,0 x	4,7 x	3,6 x
EV / EBIT adj.			23,2 x	23,0 x	14,6 x	23,2 x	15,0 x	12,4 x	7,0 x
EV / EBIT			n.a.	98,7 x	n.a.	135,0 x	54,6 x	23,7 x	9,6 x
KGV			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,3 x	9,3 x
FCF Potential Yield			6,2 %	6,1 %	6,7 %	7,8 %	5,5 %	7,1 %	12,1 %
Nettoverschuldung			14,0	21,5	24,8	23,6	21,1	24,5	25,6
ROCE (NOPAT)			0,1 %	2,0 %	n.a.	1,1 %	0,9 %	2,3 %	5,6 %
Guidance:	Umsatz 90-95 Mio. Euro, adj. EBIT 3-4 Mio. Euro, EBIT 0,5-1,5 Mio. Euro								

Analyst/-in

Robert-Jan van der Horst

rvanderhorst@warburg-research.com

+49 40 309537-290

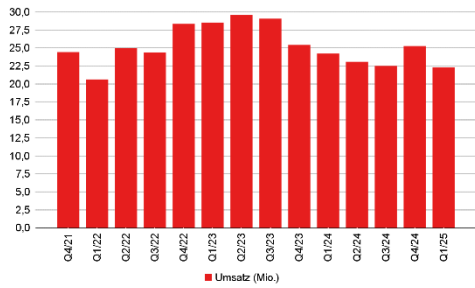
COMMENT

Veröffentlicht 16.05.2025 08:15

1

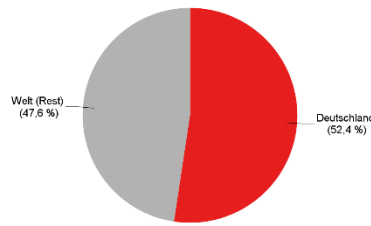
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



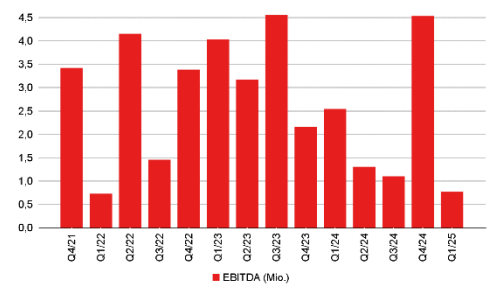
Quelle: Company

**Umsatz nach Regionen**  
2024; in %



Quelle: Company

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Company

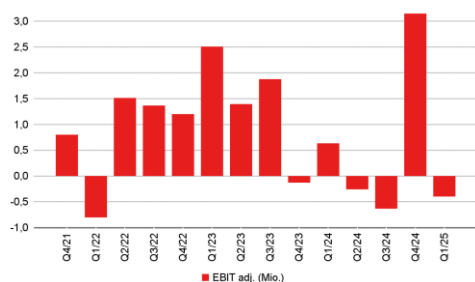
## Unternehmenshintergrund

- 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

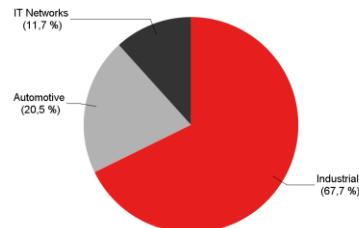
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen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



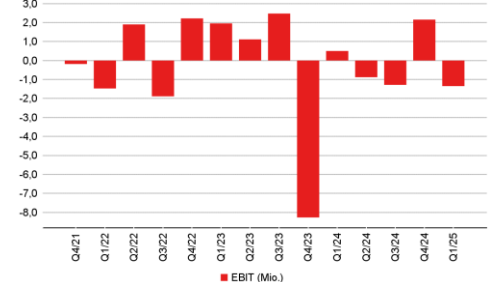
Quelle: Company

**Umsatz nach Segmenten**  
2024; in %



Quelle: Company

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Company

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Umsatz	93,7	101,8	108,7	115,8	122,9	130,1	137,4	144,7	152,0	159,2	166,4	173,6	177,1	
Umsatzwachstum	-1,4 %	8,6 %	6,8 %	6,5 %	6,2 %	5,9 %	5,6 %	5,3 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %	4,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	0,9	2,3	5,8	6,7	7,4	8,5	8,9	9,4	9,9	10,3	10,8	11,3	11,5	
EBIT-Marge	1,0 %	2,3 %	5,3 %	5,8 %	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	0,7	1,6	4,1	4,7	5,2	5,9	6,3	6,6	6,9	7,2	7,6	7,9	8,1	
Abschreibungen	9,3	9,4	9,8	9,8	9,3	9,2	9,6	10,0	10,2	10,3	10,3	10,8	11,0	
Abschreibungsquote	9,9 %	9,2 %	9,0 %	8,5 %	7,6 %	7,1 %	7,0 %	6,9 %	6,7 %	6,5 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	
Veränd. Rückstellungen	1,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-5,7	1,1	1,6	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	4,2	
- Investitionen	7,8	7,8	7,8	8,1	8,0	8,1	8,5	9,0	9,4	9,9	10,3	10,8	11,0	
Investitionsquote	8,3 %	7,7 %	7,2 %	7,0 %	6,5 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	
- Sonstiges	1,6	1,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	7,5	0,5	2,8	5,6	5,5	6,0	6,3	6,5	6,6	6,7	6,5	6,8	3,9	8
Barwert FCF	7,1	0,5	2,2	4,2	3,8	3,9	3,7	3,6	3,4	3,1	2,8	2,8	1,5	48
Anteil der Barwerte	10,86 %			36,32 %										52,82 %

## 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 2037e	43		
Terminal Value	48		
Zinstr. Verbindlichkeiten	31		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	9,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>64</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,50</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,51	9,1 %	4,79	4,89	5,01	5,14	5,27	5,41	5,57	1,51	9,1 %	3,20	3,84	4,49	5,14	5,78	6,43	7,07
1,40	8,6 %	5,34	5,47	5,61	5,76	5,93	6,11	6,30	1,40	8,6 %	3,67	4,37	5,07	5,76	6,46	7,16	7,86
1,34	8,3 %	5,64	5,79	5,95	6,12	6,30	6,50	6,72	1,34	8,3 %	3,94	4,66	5,39	6,12	6,84	7,57	8,30
1,28	8,1 %	5,97	6,13	6,31	6,50	6,70	6,93	7,17	1,28	8,1 %	4,22	4,98	5,74	6,50	7,26	8,01	8,77
1,22	7,8 %	6,33	6,51	6,70	6,91	7,14	7,39	7,67	1,22	7,8 %	4,54	5,33	6,12	6,91	7,71	8,50	9,29
1,16	7,6 %	6,71	6,91	7,13	7,37	7,63	7,91	8,22	1,16	7,6 %	4,88	5,71	6,54	7,37	8,20	9,03	9,85
1,05	7,1 %	7,58	7,83	8,11	8,41	8,74	9,11	9,52	1,05	7,1 %	5,66	6,58	7,49	8,41	9,32	10,24	11,15

- 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.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-0,1	-1,2	-5,7	-1,6	0,1	1,1	3,5	
+ Abschreibung + Amortisation	9,5	9,0	16,6	9,0	9,3	9,4	9,8	
- Zinsergebnis (netto)	0,8	-1,3	-0,5	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	
- Erhaltungsinvestitionen	4,4	4,6	5,9	3,6	5,9	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>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>6,7</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,2 %	6,1 %	6,7 %	7,8 %	5,5 %	7,1 %	12,1 %	
WACC	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	8,10 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>69,5</b>	<b>75,2</b>	<b>82,5</b>	<b>67,1</b>	<b>51,5</b>	<b>54,9</b>	<b>55,9</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>52,9</b>	<b>56,3</b>	<b>68,0</b>	<b>64,9</b>	<b>35,2</b>	<b>48,3</b>	<b>83,3</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	22,3	22,3	22,3	22,3	18,6	22,0	23,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,3	1,3	1,3	1,3	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>29,3</b>	<b>32,8</b>	<b>44,5</b>	<b>41,3</b>	<b>14,0</b>	<b>23,8</b>	<b>57,8</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,0	9,0	9,0	9,2	9,9	9,9	9,9	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,25</b>	<b>3,63</b>	<b>4,93</b>	<b>4,50</b>	<b>1,42</b>	<b>2,40</b>	<b>5,82</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-53,7 %	-21,6 %	90,2 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,10 %	1,65	1,93	2,86	2,61	0,50	1,18	3,87
	10,10 %	2,07	2,37	3,40	3,13	0,78	1,57	4,53
	9,10 %	2,58	2,92	4,06	3,76	1,12	2,03	5,34
WACC	<b>8,10 %</b>	<b>3,25</b>	<b>3,63</b>	<b>4,93</b>	<b>4,50</b>	<b>1,42</b>	<b>2,40</b>	<b>5,82</b>
	7,10 %	4,04	4,47	5,94	5,54	2,09	3,36	7,63
	6,10 %	5,13	5,63	7,33	6,88	2,81	4,36	9,35
	5,10 %	6,64	7,24	9,28	8,74	3,82	5,74	11,73

▪ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

▪ FCF-Value-CAGR 2021-2027e: 12%

Wertermittlung							
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	0,9 x	0,9 x	1,1 x	0,8 x	0,6 x	0,7 x	0,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,78	0,60	0,68	0,98	0,41	0,36	0,58
EV / Umsatz	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA	7,7 x	7,7 x	5,9 x	7,1 x	5,0 x	4,7 x	3,6 x
EV / EBIT	n.a.	98,7 x	n.a.	135,0 x	54,6 x	23,7 x	9,6 x
EV / EBIT adj.*	23,2 x	23,0 x	14,6 x	23,2 x	15,0 x	12,4 x	7,0 x
Kurs / FCF	14,5 x	n.a.	n.a.	60,1 x	4,4 x	n.a.	13,8 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,3 x	9,3 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,3 x	9,3 x
Dividendenrendite	1,6 %	1,7 %	2,0 %	2,7 %	4,2 %	4,2 %	4,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,2 %	6,1 %	6,7 %	7,8 %	5,5 %	7,1 %	12,1 %

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

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Auftragseingang	104,8	155,8	63,7	62,4	121,7	138,2	156,8
book-to-bill	1,2	1,6	0,6	0,7	1,3	1,4	1,4
Auftragsbestand	33,6	89,9	45,1	12,5	40,5	76,9	125,0

## GuV

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>84,7</b>	<b>98,3</b>	<b>112,6</b>	<b>95,1</b>	<b>93,7</b>	<b>101,8</b>	<b>108,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	9,1 %	16,1 %	14,5 %	-15,6 %	-1,4 %	8,6 %	6,8 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	3,7	3,9	5,7	3,9	3,7	4,2	4,3
<b>Gesamterlöse</b>	<b>88,3</b>	<b>102,3</b>	<b>118,3</b>	<b>98,9</b>	<b>97,4</b>	<b>106,0</b>	<b>113,0</b>
Materialaufwand	39,1	48,3	51,9	35,7	34,9	38,7	41,4
<b>Rohrertrag</b>	<b>49,3</b>	<b>53,9</b>	<b>66,4</b>	<b>63,2</b>	<b>62,5</b>	<b>67,3</b>	<b>71,6</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>58,2 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>59,0 %</i>	<i>66,5 %</i>	<i>66,7 %</i>	<i>66,1 %</i>	<i>65,9 %</i>
Personalaufwendungen	33,6	36,0	40,1	41,4	40,4	42,9	43,2
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	3,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,4	11,9	14,1	14,1	13,5	14,2	14,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>11,7</b>	<b>15,6</b>
<i>Marge</i>	<i>10,7 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>12,4 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>11,5 %</i>	<i>14,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,2	1,7	2,5	2,7	2,1	2,0	2,1
<b>EBITA</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>11,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>9,7</b>	<b>13,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	6,3	7,2	8,0	6,3	7,2	7,4	7,7
Goodwill-Abschreibung	1,0	0,1	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>5,8</b>
<i>Marge</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>5,3 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>8,0</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,3	0,5	0,9	0,6	0,6	0,6
Sonstiges Finanzergebnis	1,1	-1,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>5,0</b>
<i>Marge</i>	<i>0,3 %</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>-2,9 %</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>4,6 %</i>
Steuern gesamt	0,4	0,6	2,5	0,7	0,0	0,5	1,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</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>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>
Minderheitenanteile	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>
<i>Marge</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-5,2 %</i>	<i>-1,9 %</i>	<i>-0,2 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>3,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,0	9,0	9,0	9,2	9,9	9,9	9,9
<b>EPS</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,33</b>
EPS adj.	-0,03	-0,15	-0,65	-0,20	-0,02	0,08	0,33

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

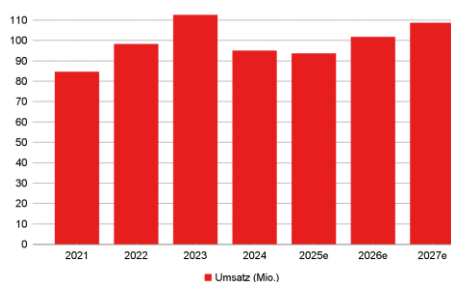
**Guidance: Umsatz 90-95 Mio. Euro, adj. EBIT 3-4 Mio. Euro, EBIT 0,5-1,5 Mio. Euro**

## Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,6 %	94,1 %	92,7 %	94,1 %	93,0 %	92,6 %	89,6 %
Operating Leverage	-9,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	-63,0 x	16,8 x	22,1 x
EBITDA / Interest expenses	36,0 x	34,5 x	27,6 x	11,0 x	17,1 x	19,5 x	26,0 x
Steuerquote (EBT)	123,9 %	-109,4 %	-75,9 %	-73,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1283,7 %	121,6 %	36,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	218.273	248.889	281.488	237.640	220.471	239.529	255.812

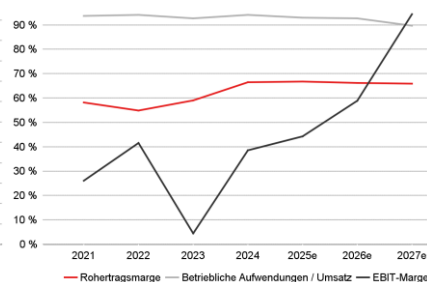
## Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

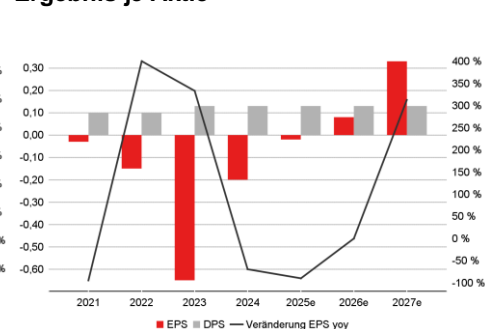


## Operative Performance

in %



## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

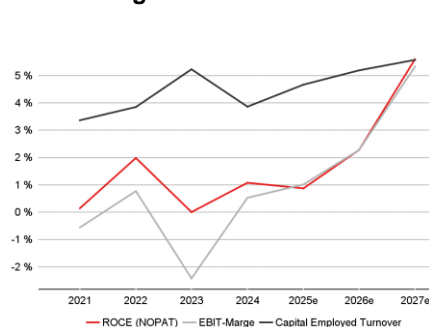
## Bilanz

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	55,8	55,6	47,4	46,2	44,7	43,0	41,0
davon übrige imm. VG	20,2	18,7	18,5	15,0	12,8	10,4	7,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,1	17,4	11,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Sachanlagen	4,8	7,6	8,1	2,7	4,3	6,0	7,7
Finanzanlagen	1,5	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	7,2	9,0	9,0	9,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>62,1</b>	<b>63,6</b>	<b>56,0</b>	<b>56,1</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>57,7</b>
Vorräte	13,4	19,0	23,7	26,7	16,2	16,4	17,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	16,8	12,3	13,2	12,3	13,9	14,9
Liquide Mittel	9,6	6,8	4,9	9,3	12,9	9,6	8,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,2	4,3	6,3	9,5	9,5	9,5	9,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,3</b>	<b>46,8</b>	<b>47,1</b>	<b>58,8</b>	<b>50,9</b>	<b>49,4</b>	<b>50,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>103,4</b>	<b>110,4</b>	<b>103,1</b>	<b>114,9</b>	<b>108,9</b>	<b>107,4</b>	<b>108,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9,1	9,1	9,1	9,9	9,9	9,9	9,9
Kapitalrücklage	31,1	31,1	31,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Gewinnrücklagen	23,2	21,3	13,9	12,0	11,8	12,6	15,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-7,1	-10,1	-13,1
Buchwert	62,9	61,0	53,6	56,0	48,7	46,5	46,8
Anteile Dritter	0,6	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Eigenkapital</b>	<b>63,5</b>	<b>61,8</b>	<b>54,3</b>	<b>56,9</b>	<b>49,6</b>	<b>47,4</b>	<b>47,7</b>
Rückstellungen gesamt	2,8	1,2	1,0	1,4	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,6	1,1	0,9	1,3	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	21,0	27,2	28,8	31,5	31,5	31,5	31,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	3,5	5,5	8,5	9,4	9,4	9,4	9,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,2	9,3	6,8	13,5	7,7	8,4	8,9
Sonstige Verbindlichkeiten	8,8	11,0	12,3	11,6	14,6	14,6	14,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,8</b>	<b>48,6</b>	<b>48,8</b>	<b>58,0</b>	<b>59,3</b>	<b>60,0</b>	<b>60,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>103,4</b>	<b>110,4</b>	<b>103,1</b>	<b>114,9</b>	<b>108,9</b>	<b>107,4</b>	<b>108,1</b>

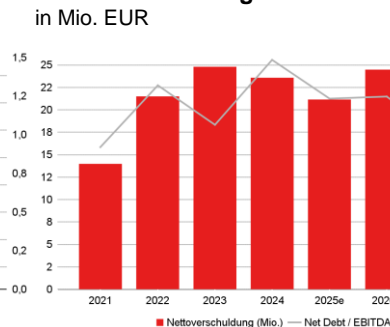
## Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,9 x	3,4 x	3,6 x	3,9 x	4,6 x	4,4 x	4,1 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	1,2 x	1,4 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x	1,5 x
ROA	-0,4 %	-2,2 %	-10,4 %	-3,2 %	-0,3 %	1,4 %	5,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	0,1 %	2,0 %	n.a.	1,1 %	0,9 %	2,3 %	5,6 %
ROE	-0,4 %	-2,3 %	-10,2 %	-3,3 %	-0,3 %	1,7 %	7,0 %
Adj. ROE	-0,4 %	-2,3 %	-10,2 %	-3,3 %	-0,3 %	1,7 %	7,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	14,0	21,5	24,8	23,6	21,1	24,5	25,6
Nettofinanzverschuldung	11,4	20,4	23,9	22,3	18,6	22,0	23,1
Net Gearing	22,0 %	34,8 %	45,7 %	41,5 %	42,6 %	51,6 %	53,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	125,4 %	209,4 %	171,8 %	234,8 %	182,1 %	187,6 %	147,9 %
Buchwert je Aktie	6,9	6,7	5,9	5,6	4,9	4,7	4,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,8	0,6	0,7	1,0	0,4	0,4	0,6

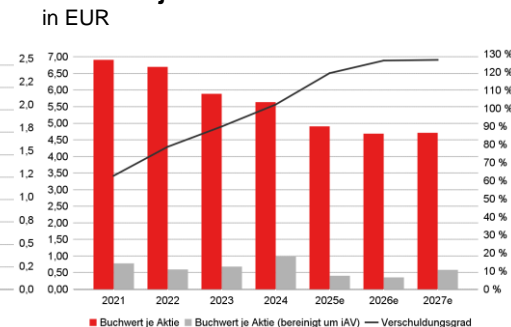
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

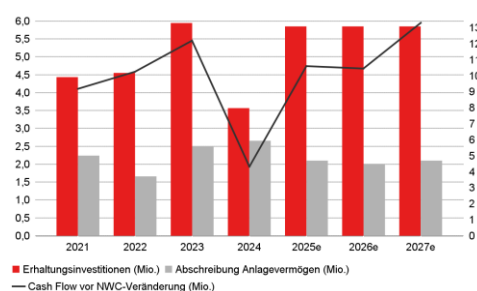
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,1	-1,2	-5,7	-1,6	0,1	1,1	3,5
Abschreibung Anlagevermögen	2,2	1,7	2,5	2,7	2,1	2,0	2,1
Amortisation Goodwill	1,0	0,1	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	6,3	7,2	8,0	6,3	7,2	7,4	7,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-0,5	-0,5	0,0	1,2	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,2	3,0	1,8	-3,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>4,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>13,3</b>
Veränderung Vorräte	0,3	-5,6	-4,7	-3,1	10,5	-0,2	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,4	-2,9	4,1	-1,0	0,9	-1,6	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,2	2,0	-2,5	6,7	-5,8	0,7	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)	1,9	-6,4	-3,1	2,7	5,7	-1,1	-1,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>11,1</b>	<b>3,8</b>	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>16,3</b>	<b>9,4</b>	<b>11,7</b>
Investitionen in iAV	-4,8	-5,1	-6,7	-3,9	-5,7	-5,7	-5,7
Investitionen in Sachanlagen	-1,5	-4,9	-2,1	-4,1	-2,1	-2,1	-2,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>-7,8</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,2	1,6	-0,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,4	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-3,6	-3,6	-3,7
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,1</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>9,6</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>9,6</b>	<b>8,5</b>

## Kennzahlen

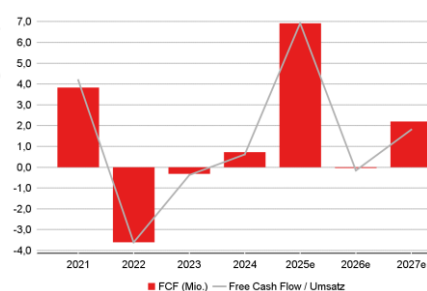
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	3,8	-3,6	-0,3	0,7	6,9	0,0	2,2
Free Cash Flow / Umsatz	4,5 %	-3,7 %	-0,3 %	0,8 %	7,4 %	0,0 %	2,0 %
Free Cash Flow Potential	4,3	4,6	5,5	5,3	2,9	3,9	6,7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-1501,6 %	258,2 %	5,5 %	-39,8 %	-4506,5 %	-4,8 %	67,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	0,6 %	2,1 %	2,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,1 %	1,2 %	1,8 %	2,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	7,5 %	10,1 %	7,8 %	8,4 %	8,3 %	7,7 %	7,2 %
Maint. Capex / Umsatz	5,2 %	4,6 %	5,3 %	3,8 %	6,2 %	5,7 %	5,4 %
CAPEX / Abschreibungen	66,1 %	111,1 %	52,5 %	89,0 %	83,9 %	83,0 %	79,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,3 %	19,5 %	19,9 %	23,6 %	20,1 %	16,2 %	16,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	194,7 %	180,9 %	181,8 %	98,4 %	159,7 %	165,5 %	167,4 %
Vorratumschlag	2,9 x	2,5 x	2,2 x	1,3 x	2,2 x	2,4 x	2,4 x
Receivables collection period (Tage)	61	62	40	51	48	50	50
Payables payment period (Tage)	67	70	48	138	81	79	78
Cash conversion cycle (Tage)	86	98	117	137	86	79	83

## Investitionen und Cash Flow

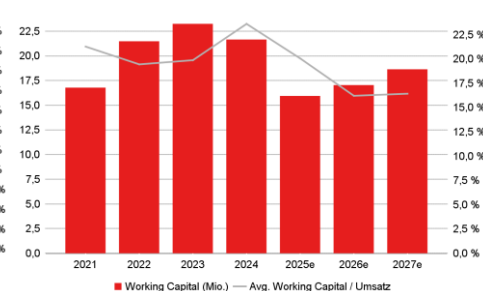
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## QUELLEN

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

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

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

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
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.

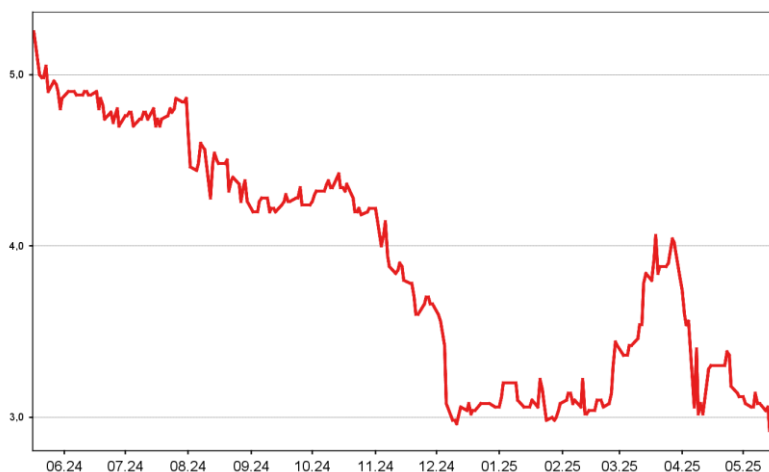
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	141	71
Halten	47	24
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>199</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	36	72
Halten	10	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	3	6
<b>Gesamt</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [16.05.2025]**


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

## EQUITIES

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

## RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Klaus Schilling** +49 69 5050-7400  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

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

## SALES TRADING

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

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

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

## DESIGNATED SPONSORING

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

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

## MACRO RESEARCH

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

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

## Our research can be found under:

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

LSEG [www.lseg.com](http://www.lseg.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

## For access please contact:

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com