Basler

(SDAX, Technology, BSL GR)

WARBURG RESEARCH

Buy

EUR 170,00 (EUR 164,00)

Kurs	EUR 103,00
Upside	65,0 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	170,32
FCF-Value Potential 24e:	65,29

Warburg ESG Risiko Score:	**2,7**
ESG Score (MSCI basiert):	3,0
Bilanz Score:	4,0
Markt Liquidität Score:	1,0

Beschreibung:

B2B-Digitalkameras für z.B. die Produktion, die Medizin, Verkehr oder Retail

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	1.024,0
Aktienanzahl (Mio.):	9,9
EV:	1.038,5
Freefloat MC:	399,4
Ø Trad. Vol. (30T):	725,15 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	39,0 %
Norbert Basler	52,0 %
Eigene Aktien	5,0 %
Dr. Ley (CEO)	4,0 %

Kennzahlen (WRe):	2022e
Beta:	1,1
KBV:	7,0 x
EK-Quote:	64 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	0,2 x
Net Debt / EBITDA:	0,3 x

Vorsichtiger Ausblick, da Engpässe weiterhin die Visibilität beeinträchtigen

Berichtete Kennzahlen Q4/2021:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	**Q4 21**	Q4 21e	Q4 20	yoy	**21**	21e	20	yoy
Umsatz	**50,2**	50,1	41,3	22 %	**214,7**	214,7	170,5	26 %
EBT	**3,4**	3,5	2,3	51 %	**28,0**	28,0	20,4	37 %
Marge	*6,8 %*	*6,9 %*	*5,5 %*		*13,0 %*	*13,1 %*	*12,0 %*	
EPS	**0,21**	0,22	0,14	50 %	**2,08**	2,08	1,51	38 %

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Nachfrage blieb in Q4 mit einem Auftragseingang von EUR 84,9 Mio. (+59% ggü. Vj., Book-to-Bill-Ratio 1,7) hoch
- Q4-Umsatzwachstum von 21,5% stärker durch Engpässe begrenzt
- Hohe Beschaffungskosten konnten nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden, was zu einem Rückgang der EBT-Marge von 18,0% in H1 auf 7,2% in H2 führte

Basler hat den Bericht für das Gesamtjahr 2021 veröffentlicht, der im Einklang mit den vorläufigen Ergebnissen steht, und einen Ausblick für das laufende Jahr gegeben. Der Umsatz stieg um 26% auf EUR 214,7 Mio. und erreichte die Mitte der Guidance von EUR 210-220 Mio. Die EBT-Marge stieg von 12,0% auf 13,0% und lag damit am unteren Ende des Zielkorridors von 13-15%. Trotz der hohen Nachfrage, die sich im Rekordauftragseingang von EUR 322,5 Mio. (+78% ggü. Vj.) widerspiegelt, wurde das Umsatzwachstum im letzten Quartal durch Engpässe und die Cyber-Attacke im November begrenzt.

Da verknappungsbedingte Preiserhöhungen nicht weitergegeben wurden, sank die EBT-Marge deutlich von 18,0% in H1 auf 7,2% in H2. Obwohl die Preise inzwischen angepasst wurden, unterliegt ein erheblicher Teil des Auftragsbestands von EUR 140,9 Mio. (2020 EUR 32,4 Mio.) noch dem alten Preismodell, was die Profitabilität im ersten Halbjahr belasten wird. Basler erwartet daher für 2022 einen Umsatz von EUR 235-265 Mio. und eine EBT-Marge von 9-12%, was wir auch unter Berücksichtigung der oben genannten Faktoren für zu konservativ halten. Die Akquisitionen von DATVISION und IOVIS dürften den Konzernumsatz um ca. EUR 15 Mio. erhöhen, was ein organisches Wachstum von nur 2% am unteren Ende impliziert. Angesichts des Rekordauftragseingangs und der anhaltend hohen Nachfrage sollte das obere Ende des Spektrums, das ein organisches Wachstum von 15% impliziert, in Reichweite sein, wenn sich die Engpässe in H2 entspannen. Wir halten daher an unserer Schätzung von EUR 270,5 Mio. für das Gesamtjahr fest. Hinsichtlich der Profitabilität haben wir die Materialkosten in unserer Prognose erhöht, um die ungünstige Preisstruktur des Auftragsbestands widerzuspiegeln, erwarten aber eine Erholung der Bruttomarge in H2 und schätzen eine EBT-Marge von 12,4% für das Gesamtjahr.

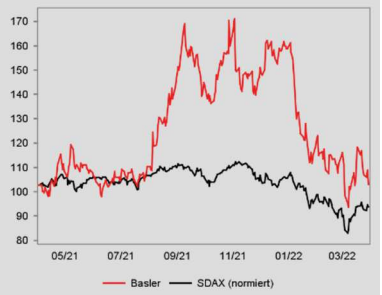
Trotz temporärer Preiseffekte gewinnt Basler weiterhin Marktanteile und verfügt über ein erhebliches Cross-Selling-Potenzial in der Transformation zum Vollsortimenter. Wir gehen daher davon aus, dass das Unternehmen sein mittelfristiges Umsatzziel von EUR 400 Mio. bis 2025 erreichen wird und halten den aktuellen Aktienkurs für eine attraktive Investitionsgelegenheit. Wir erhöhen unser Kursziel aufgrund eines Roll-over-Effekts leicht und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -
Umsatz	270,5	0,0 %	313,4	0,0 %	n.a.	n.m.
EBT	37,1	-9,5 %	43,8	-1,1 %	n.a.	n.m.
EPS	2,67	-9,0 %	3,15	-0,6 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Materialkostenschätzung erhöht, um die ungünstige Preisstruktur des rekordhohen Auftragsbestandes zu berücksichtigen
- EBT-Marge 2022 von 13,7% auf 12,4% gesenkt



Rel. Performance vs SDAX:

1 Monat:	-10,8 %
6 Monate:	-16,9 %
Jahresverlauf:	-23,8 %
Letzte 12 Monate:	12,0 %

Unternehmenstermine:

04.05.22	Q1
23.05.22	HV
03.08.22	Q2
08.11.22	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	19,5 %	150,0	162,0	170,5	214,7	270,5	313,4	366,2
Veränd. Umsatz yoy		-0,1 %	8,0 %	5,2 %	26,0 %	26,0 %	15,9 %	16,8 %
Rohertragsmarge		*53,3 %*	*50,9 %*	*52,0 %*	*52,4 %*	*51,2 %*	*51,5 %*	*51,3 %*
EBITDA	16,5 %	36,0	30,0	34,6	44,5	51,6	62,0	70,5
Marge		*24,0 %*	*18,5 %*	*20,3 %*	*20,7 %*	*19,1 %*	*19,8 %*	*19,2 %*
EBIT	22,8 %	24,8	17,0	20,1	28,4	34,4	44,1	52,6
Marge		*16,6 %*	*10,5 %*	*11,8 %*	*13,2 %*	*12,7 %*	*14,1 %*	*14,4 %*
EBT		24,5	16,9	20,4	28,0	33,6	43,3	51,8
Marge		16,3 %	10,4 %	12,0 %	13,0 %	12,4 %	13,8 %	14,1 %
Nettoergebnis	21,5 %	17,0	12,9	15,1	20,8	24,2	31,2	37,3
EPS	21,6 %	1,76	1,29	1,51	2,08	2,43	3,13	3,74
DPS	21,9 %	0,53	0,26	0,58	0,62	0,73	0,94	1,12
Dividendenrendite		0,9 %	0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
FCFPS		0,93	-0,97	1,38	0,96	1,68	2,07	2,20
FCF / Marktkap.		1,6 %	-2,1 %	2,6 %	0,8 %	1,6 %	2,0 %	2,1 %
EV / Umsatz		3,8 x	3,0 x	3,2 x	5,5 x	3,9 x	3,3 x	2,8 x
EV / EBITDA		15,7 x	16,1 x	15,6 x	26,6 x	20,2 x	16,7 x	14,5 x
EV / EBIT		22,8 x	28,4 x	26,9 x	41,7 x	30,4 x	23,4 x	19,4 x
KGV		32,7 x	36,4 x	35,8 x	57,0 x	42,4 x	32,9 x	27,5 x
FCF Potential Yield		4,1 %	2,3 %	4,0 %	2,5 %	3,3 %	3,9 %	4,4 %
ROE		24,1 %	14,4 %	13,9 %	17,0 %	17,6 %	19,7 %	20,3 %
ROCE (NOPAT)		23,8 %	12,7 %	12,8 %	17,3 %	17,0 %	19,0 %	21,0 %
Guidance:	Umsatz: EUR 235-265 Mio.; EBT-Marge 9-12%							

Analyst/-in

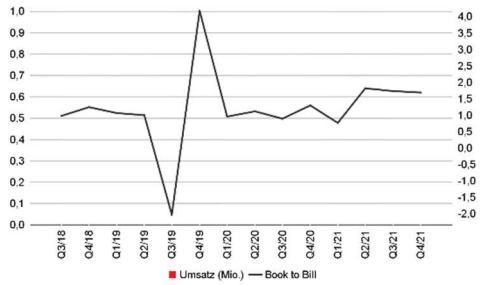
Robert-Jan van der Horst

rvanderhorst@warburg-research.com

+49 40 309537-290

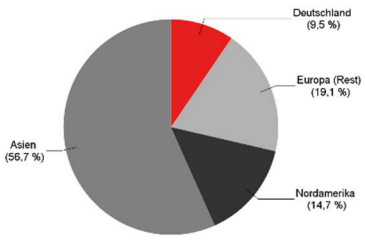
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



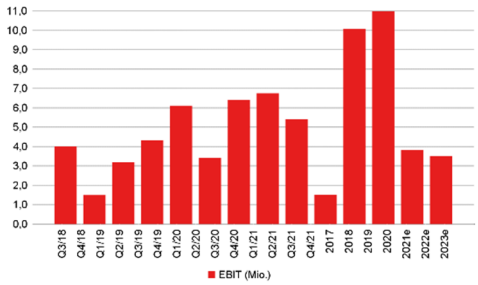
Quelle: Basler

Umsatz nach Regionen
2021; in %



Quelle: Basler

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Basler

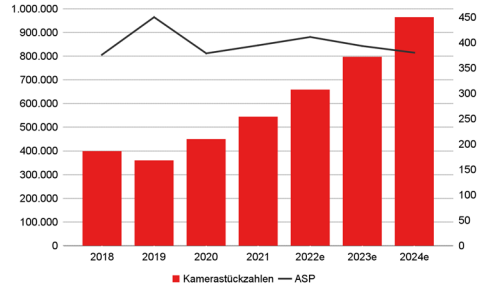
Unternehmenshintergrund

- Basler ist ein Anbieter von Digitalkameras für Anwendungen z.B. in der Produktion, der Medizin, Verkehrstechnik oder den Einzelhandel.
- Basler fokussiert sich auf den Mainstream und das Entry-Level-Marktsegment.
- Kunden sind überwiegend OEMs. Die Kundenbasis ist diversifiziert: kein Kunde hat einen Umsatzanteil von mehr als 10%. Über 60% des Vertriebs erfolgt direkt.

Wettbewerbsqualität

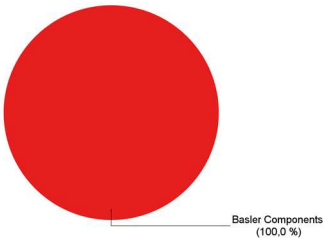
- Nach Stückzahlen der weltweit größte Anbieter auf dem fragmentierten und sich konsolidierenden Digitalkameramarkt für B2B-Anwendungen.
- Hohes Know-how in der Vision Technology: Basler hat einen der größten Entwicklerpools in der Branche und differenziert sich durch Kamerasoftware-Kompetenzen, die mehr als 50% der Wertschöpfung ausmachen.
- State of the Art-Produktportfolio: Basler gehört zu den First Movern bei Digitalkameras auf Basis des GigE Vision- sowie des USB3 Vision-Standards und bei der Integration neuester Sensortechnologie.
- Hohe Service- und Beratungsqualität durch den direkten Vertrieb und ein dichtes Netz von spezialisierten Distributoren.
- Basler ist auf den wichtigsten Märkten der Vision Technology in Süd-Ost-Asien, Europa und den USA präsent.

Kamerastückzahlen



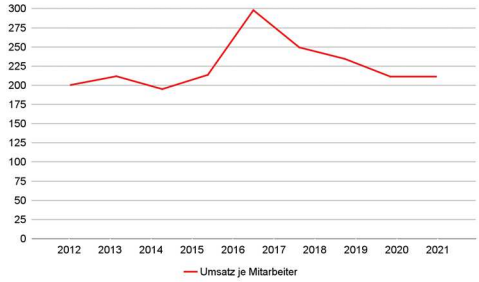
Quelle: Basler

Umsatz nach Segmenten
2021; in %



Quelle: Basler

Umsatz je Mitarbeiter
in EUR Tsd.



Quelle: Basler

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	270,5	313,4	366,2	425,4	492,5	568,2	653,4	748,9	855,6	974,5	1.106,5	1.252,6	1.418,0	
Umsatzwachstum	*26,0 %*	*15,9 %*	*16,8 %*	*16,2 %*	*15,8 %*	*15,4 %*	*15,0 %*	*14,6 %*	*14,2 %*	*13,9 %*	*13,5 %*	*13,2 %*	*13,2 %*	*2,5 %*
EBIT	34,4	44,1	52,6	60,8	69,9	79,6	91,5	104,8	119,8	136,4	154,9	175,4	198,5	
EBIT-Marge	*12,7 %*	*14,1 %*	*14,4 %*	*14,3 %*	*14,2 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	*14,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	
NOPAT	24,8	31,8	37,8	43,8	50,4	57,3	65,9	75,5	86,2	98,2	111,5	126,3	142,9	
Abschreibungen	17,2	17,9	17,9	25,5	30,5	35,8	41,8	48,7	55,6	63,3	71,9	81,4	92,2	
Abschreibungsquote	*6,4 %*	*5,7 %*	*4,9 %*	*6,0 %*	*6,2 %*	*6,3 %*	*6,4 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-2,7	5,0	9,0	9,4	10,4	11,0	14,1	15,8	17,6	19,6	21,8	24,1	27,3	
- Investitionen	22,6	24,2	25,0	29,8	34,1	39,0	44,4	50,4	57,0	64,2	72,2	80,9	85,1	
Investitionsquote	*8,3 %*	*7,7 %*	*6,8 %*	*7,0 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,8 %*	*6,7 %*	*6,7 %*	*6,6 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,0 %*	
- Sonstiges	23,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,6	19,5	20,8	29,4	36,7	43,5	49,7	58,5	67,8	78,3	90,2	103,4	123,6	141
Barwert FCF	-0,6	17,4	17,3	22,9	26,7	29,5	31,5	34,7	37,5	40,5	43,5	46,6	52,0	1.298
Anteil der Barwerte	2,01 %			21,53 %										76,46 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	0,90
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,20
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	0,90
WACC	**7,07 %**	**Beta**	**1,06**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	400		
Terminal Value	1.298		
Zinstr. Verbindlichkeiten	54		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	52	Aktienzahl (Mio.)	9,9
Eigenkapitalwert	**1.693**	**Wert je Aktie (EUR)**	**170,32**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	**2,50 %**	2,75 %	3,00 %	3,25 %
1,25	8,1 %	120,71	124,17	127,92	132,01	136,49	141,40	146,83
1,16	7,6 %	134,88	139,22	143,96	149,18	154,93	161,32	168,44
1,11	7,3 %	142,99	147,87	153,24	159,17	165,75	173,09	181,33
1,06	7,1 %	151,91	157,44	163,54	**170,32**	177,87	186,36	195,96
1,01	6,8 %	161,76	168,05	175,03	182,81	191,55	201,44	212,71
0,96	6,6 %	172,70	179,88	187,90	196,91	207,09	218,70	232,06
0,87	6,1 %	198,57	208,13	218,94	231,26	245,44	261,93	281,35

		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
1,25	8,1 %	115,88	121,26	126,64	132,01	137,39	142,77	148,14
1,16	7,6 %	131,10	137,13	143,15	149,18	155,20	161,23	167,25
1,11	7,3 %	139,96	146,37	152,77	159,17	165,58	171,98	178,38
1,06	7,1 %	149,85	156,67	163,49	**170,32**	177,14	183,96	190,79
1,01	6,8 %	160,93	168,22	175,52	182,81	190,11	197,40	204,69
0,96	6,6 %	173,44	181,26	189,08	196,91	204,73	212,56	220,38
0,87	6,1 %	203,92	213,04	222,15	231,26	240,38	249,49	258,60

- Die Finanzverbindlichkeiten betreffen auch das Finanzierungsleasing für das Firmengebäude
- Das Beta berücksichtigt die geringe Liquidität der Aktie.
- Das strukturelle Wachstum des Vision-Technology Marktes bildet die Basis für Baslers Umsatzsteigerungen.

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	17,0	12,9	15,1	20,8	24,2	31,2	37,3
+ Abschreibung + Amortisation	11,1	12,9	14,5	16,2	17,2	17,9	17,9
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	-0,1	0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8
- Erhaltungsinvestitionen	2,9	5,0	4,4	7,5	8,1	9,4	11,0
+ Sonstiges	-2,1	-10,0	-3,3	0,3	0,3	0,3	0,3
= Free Cash Flow Potential	**23,4**	**10,9**	**21,6**	**30,1**	**34,4**	**40,8**	**45,3**
FCF Potential Yield (on market EV)	4,1 %	2,3 %	4,0 %	2,5 %	3,3 %	3,9 %	4,4 %
WACC	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %
= Enterprise Value (EV)	**564,9**	**482,6**	**539,5**	**1.183,5**	**1.044,4**	**1.032,6**	**1.021,5**
= Fair Enterprise Value	**331,3**	**154,5**	**305,6**	**426,0**	**486,4**	**577,0**	**640,6**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	12,5	0,7	-10,4
- Pensionsverbindlichkeiten	1,6	1,6	1,6	1,6	1,9	1,9	1,9
- 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	**330,1**	**153,3**	**304,4**	**424,7**	**472,0**	**574,4**	**649,1**
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,6	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	**34,24**	**15,42**	**30,42**	**42,60**	**47,34**	**57,61**	**65,10**
Premium (-) / Discount (+) in %					-54,0 %	-44,1 %	-36,8 %

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	10,07 %	23,27	10,79	21,46	29,96	32,90	40,48	46,09
	9,07 %	25,85	11,99	23,84	33,27	36,69	44,98	51,08
	8,07 %	29,07	13,49	26,81	37,41	41,41	50,58	57,30
WACC	**7,07 %**	**34,24**	**15,42**	**30,42**	**42,60**	**47,34**	**57,61**	**65,10**
	6,07 %	38,70	17,98	35,68	49,78	55,54	67,34	75,91
	5,07 %	46,35	21,55	42,75	59,63	66,78	80,67	90,71
	4,07 %	57,78	26,87	53,28	74,31	83,56	100,57	112,80

- Bereinigung des Einflusses aktivierter Eigenleistungen für F&E.
- Der CAPEX-Bedarf für Maschinen und Fertigungsanlagen ist gering.
- Zahlungen für die Akquisitionen von DATVISION und IOVIS sind in der Zeile "Sontiges" berücksichtigt

Wertermittlung

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	7,4 x	4,5 x	4,7 x	9,2 x	7,0 x	6,1 x	5,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,57	4,10	5,00	6,28	5,64	7,21	9,24
EV / Umsatz	3,8 x	3,0 x	3,2 x	5,5 x	3,9 x	3,3 x	2,8 x
EV / EBITDA	15,7 x	16,1 x	15,6 x	26,6 x	20,2 x	16,7 x	14,5 x
EV / EBIT	22,8 x	28,4 x	26,9 x	41,7 x	30,4 x	23,4 x	19,4 x
EV / EBIT adj.*	22,8 x	28,4 x	26,9 x	41,7 x	30,4 x	23,4 x	19,4 x
Kurs / FCF	61,9 x	n.a.	39,1 x	123,1 x	61,2 x	49,8 x	46,8 x
KGV	32,7 x	36,4 x	35,8 x	57,0 x	42,4 x	32,9 x	27,5 x
KGV ber.*	32,7 x	36,4 x	37,0 x	57,0 x	42,4 x	32,9 x	27,5 x
Dividendenrendite	0,9 %	0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,1 %	2,3 %	4,0 %	2,5 %	3,3 %	3,9 %	4,4 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz je Mitarbeiter	249,59	234,34	211,23	211,23	211,23	211,23	211,23
Kamerastückzahlen	399.000	360.000	450.000	544.500	658.845	797.202	964.615
Book to Bill	1,0	1,0	1,1	1,5	1,0	1,0	1,0
ASP	376	450	379	394	411	393	380

GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	**150,0**	**162,0**	**170,5**	**214,7**	**270,5**	**313,4**	**366,2**
Veränd. Umsatz yoy	-0,1 %	8,0 %	5,2 %	26,0 %	26,0 %	15,9 %	16,8 %
Herstellungskosten	70,1	79,5	81,7	102,2	132,0	152,0	178,3
Bruttoergebnis	**79,9**	**82,4**	**88,7**	**112,5**	**138,5**	**161,4**	**187,9**
Bruttomarge	*53,3 %*	*50,9 %*	*52,0 %*	*52,4 %*	*51,2 %*	*51,5 %*	*51,3 %*
Forschung und Entwicklung	18,8	17,9	21,7	29,9	36,7	41,6	47,9
Vertriebskosten	23,0	31,5	30,6	34,9	44,1	50,8	60,1
Verwaltungskosten	12,7	15,8	17,4	20,4	23,2	24,7	26,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,4	1,0	0,2	0,3	1,0	1,2	1,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,8	1,1	1,3	0,9	1,0	1,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**36,0**	**30,0**	**34,6**	**44,5**	**51,6**	**62,0**	**70,5**
Marge	*24,0 %*	*18,5 %*	*20,3 %*	*20,7 %*	*19,1 %*	*19,8 %*	*19,2 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,2	5,0	6,3	6,3	5,2	5,6	5,0
EBITA	**32,8**	**25,0**	**28,3**	**38,2**	**46,4**	**56,4**	**65,5**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	7,9	8,0	8,2	9,8	12,0	12,3	12,9
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**24,8**	**17,0**	**20,1**	**28,4**	**34,4**	**44,1**	**52,6**
Marge	*16,6 %*	*10,5 %*	*11,8 %*	*13,2 %*	*12,7 %*	*14,1 %*	*14,4 %*
EBIT adj.	**24,8**	**17,0**	**20,1**	**28,4**	**34,4**	**44,1**	**52,6**
Zinserträge	0,2	1,0	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,5	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**24,5**	**16,9**	**20,4**	**28,0**	**33,6**	**43,3**	**51,8**
Marge	*16,3 %*	*10,4 %*	*12,0 %*	*13,0 %*	*12,4 %*	*13,8 %*	*14,1 %*
Steuern gesamt	7,5	4,0	5,3	7,2	9,4	12,1	14,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**17,0**	**12,9**	**15,1**	**20,8**	**24,2**	**31,2**	**37,3**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**17,0**	**12,9**	**15,1**	**20,8**	**24,2**	**31,2**	**37,3**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**17,0**	**12,9**	**15,1**	**20,8**	**24,2**	**31,2**	**37,3**
Marge	*11,3 %*	*7,9 %*	*8,9 %*	*9,7 %*	*8,9 %*	*9,9 %*	*10,2 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,6	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EPS	**1,76**	**1,29**	**1,51**	**2,08**	**2,43**	**3,13**	**3,74**
EPS adj.	1,76	1,29	1,46	2,08	2,43	3,13	3,74

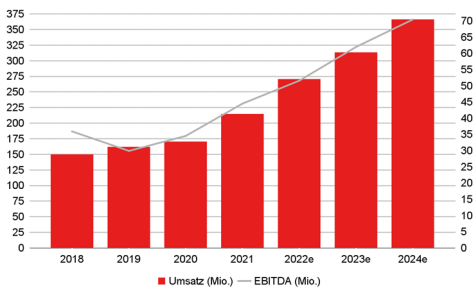
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz: EUR 235-265 Mio.; EBT-Marge 9-12%

Kennzahlen

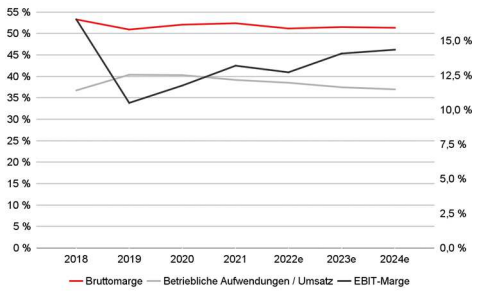
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	36,7 %	40,4 %	40,3 %	39,2 %	38,5 %	37,4 %	36,9 %
Operating Leverage	140,8 x	-3,9 x	3,4 x	1,6 x	0,8 x	1,8 x	1,1 x
EBITDA / Interest expenses	78,2 x	28,3 x	45,0 x	75,4 x	51,6 x	62,0 x	70,5 x
Steuerquote (EBT)	30,6 %	23,9 %	26,0 %	25,8 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	30,0 %	20,1 %	38,4 %	29,8 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	249.589	200.944	210.964	248.528	281.802	326.483	381.458

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



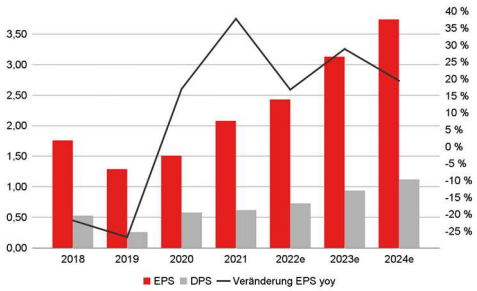
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

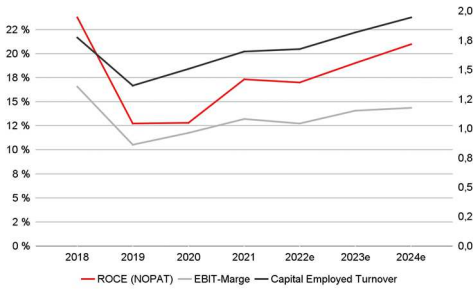
Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	40,8	62,0	64,8	66,0	90,5	97,7	104,3
davon übrige imm. VG	6,5	3,0	3,7	6,5	8,6	10,8	12,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,7	27,5	27,5	27,5	45,5	45,5	45,5
Sachanlagen	22,5	30,6	29,3	28,7	32,6	31,7	32,2
Finanzanlagen	1,7	4,6	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**65,1**	**97,2**	**96,3**	**94,7**	**123,1**	**129,4**	**136,5**
Vorräte	21,0	20,9	20,0	37,1	35,6	40,2	46,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,2	19,4	19,5	33,3	31,1	34,3	40,1
Liquide Mittel	31,8	35,2	47,9	54,8	32,6	44,5	55,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,8	8,5	6,5	7,3	7,3	7,3	7,3
Umlaufvermögen	**73,9**	**84,0**	**93,8**	**132,5**	**106,6**	**126,2**	**149,8**
Bilanzsumme (Aktiva)	**139,0**	**181,2**	**190,1**	**227,3**	**229,7**	**255,6**	**286,3**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	3,2	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	5,3	22,4	22,6	26,8	26,8	26,8	26,8
Gewinnrücklagen	66,5	74,8	87,1	94,2	118,4	149,6	186,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,5	-4,2	-4,8	-2,4	-8,3	-16,5	-26,9
Buchwert	75,5	103,0	114,9	128,7	147,0	169,9	196,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**75,5**	**103,0**	**114,9**	**128,7**	**147,0**	**169,9**	**196,7**
Rückstellungen gesamt	8,3	8,2	9,4	16,0	10,4	10,6	10,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	0,9	1,1	1,6	1,9	1,9	1,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	39,8	50,0	45,1	54,4	45,1	45,1	45,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,8	5,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,4	10,6	11,1	18,8	17,8	20,6	24,1
Sonstige Verbindlichkeiten	7,9	9,4	9,7	9,4	9,4	9,4	9,4
Verbindlichkeiten	**63,4**	**78,2**	**75,2**	**98,6**	**82,7**	**85,8**	**89,5**
Bilanzsumme (Passiva)	**139,0**	**181,2**	**190,1**	**227,3**	**229,7**	**255,6**	**286,3**

Kennzahlen

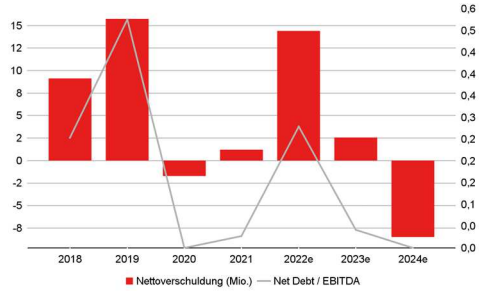
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,8 x	2,7 x	3,0 x	2,7 x	3,3 x	3,7 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	1,4 x	1,5 x	1,7 x	1,7 x	1,8 x	1,9 x
ROA	26,1 %	13,2 %	15,7 %	21,9 %	19,7 %	24,1 %	27,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	23,8 %	12,7 %	12,8 %	17,3 %	17,0 %	19,0 %	21,0 %
ROE	24,1 %	14,4 %	13,9 %	17,0 %	17,6 %	19,7 %	20,3 %
Adj. ROE	24,1 %	14,4 %	13,4 %	17,0 %	17,6 %	19,7 %	20,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	9,1	15,7	-1,7	1,2	14,4	2,6	-8,5
Nettofinanzverschuldung	8,0	14,9	-2,8	-0,4	12,5	0,7	-10,4
Net Gearing	12,1 %	15,3 %	-1,5 %	0,9 %	9,8 %	1,5 %	-4,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	22,2 %	49,6 %	n.a.	n.a.	24,2 %	1,1 %	n.a.
Buchwert je Aktie	7,8	10,3	11,5	12,9	14,7	17,0	19,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,6	4,1	5,0	6,3	5,6	7,2	9,2

ROCE Development



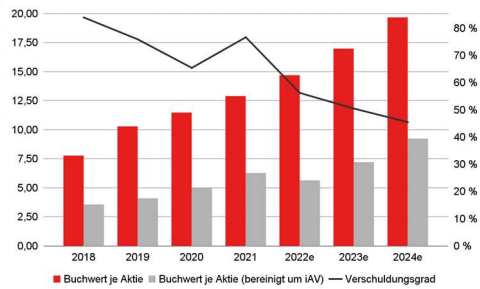
Quelle: Warburg Research

Netto Verschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

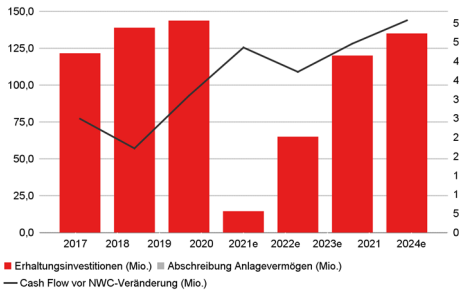
Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	17,0	12,9	15,1	20,8	24,2	31,2	37,3
Abschreibung Anlagevermögen	3,2	5,0	6,3	6,3	5,2	5,6	5,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	7,9	8,0	8,2	9,8	12,0	12,3	12,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	1,1	6,6	0,3	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	-3,7	5,1	5,1	0,5	0,5	0,5
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**29,9**	**22,1**	**35,9**	**48,6**	**42,2**	**49,6**	**55,7**
Veränderung Vorräte	2,2	0,1	0,9	-17,1	1,5	-4,6	-6,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-6,4	-1,1	-0,1	-13,8	2,2	-3,2	-5,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-4,5	3,2	0,5	7,8	-1,0	2,8	3,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	5,8	0,5	0,1	-0,1	-5,6	0,2	0,3
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,9	2,7	1,5	-23,2	-2,9	-4,8	-8,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**27,0**	**24,7**	**37,3**	**25,3**	**39,3**	**44,8**	**46,9**
Investitionen in iAV	-13,6	-29,3	-20,6	-11,8	-18,5	-19,5	-19,5
Investitionen in Sachanlagen	-4,5	-5,1	-2,7	-3,9	-4,1	-4,7	-5,5
Zugänge aus Akquisitionen	-7,7	0,0	0,0	0,0	-23,0	-1,0	-1,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-25,7**	**-34,2**	**-23,3**	**-15,3**	**-45,5**	**-25,1**	**-25,9**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,8	-1,8	2,3	10,4	-9,3	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-6,5	-5,1	-2,6	-5,8	-6,2	-7,3	-9,4
Erwerb eigener Aktien	-3,3	20,8	-0,2	-3,9	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,5	-1,0	-0,8	0,1	-0,6	-0,6	-0,6
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-5,5**	**13,0**	**-1,3**	**-3,1**	**-16,1**	**-7,9**	**-10,0**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**-4,2**	**3,5**	**12,7**	**7,0**	**-22,2**	**11,8**	**11,1**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	31,8	35,3	47,9	54,8	32,6	44,5	55,5

Kennzahlen

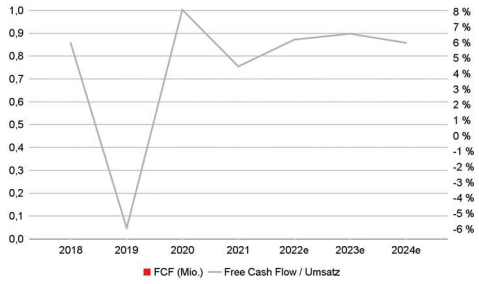
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitalfluss							
FCF	9,0	-9,6	13,8	9,6	16,8	20,6	21,9
Free Cash Flow / Umsatz	6,0 %	-5,9 %	8,1 %	4,5 %	6,2 %	6,6 %	6,0 %
Free Cash Flow Potential	23,4	10,9	21,6	30,1	34,4	40,8	45,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	52,7 %	-74,6 %	91,6 %	46,3 %	69,3 %	66,2 %	58,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	2,9 %	2,7 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,3 %	2,4 %	1,6 %	1,2 %	2,0 %	2,2 %	2,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	12,0 %	21,2 %	13,7 %	7,3 %	8,3 %	7,7 %	6,8 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	3,1 %	2,6 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
CAPEX / Abschreibungen	161,8 %	265,4 %	160,6 %	97,2 %	131,2 %	135,2 %	139,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,9 %	19,0 %	17,1 %	18,6 %	18,6 %	16,4 %	15,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	246,9 %	183,1 %	175,9 %	176,9 %	174,7 %	166,5 %	166,4 %
Vorratsumschlag	3,3 x	3,8 x	4,1 x	2,8 x	3,7 x	3,8 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	44	44	42	57	42	40	40
Payables payment period (Tage)	39	49	49	67	49	49	49
Cash conversion cycle (Tage)	115	91	82	122	91	87	87

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



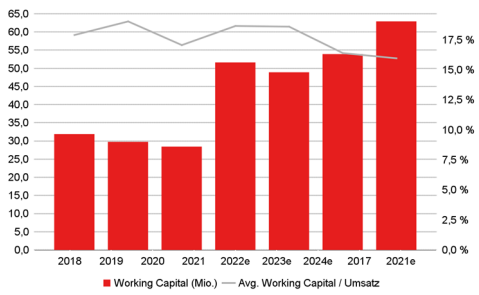
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums 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)
Basler	3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005102008.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

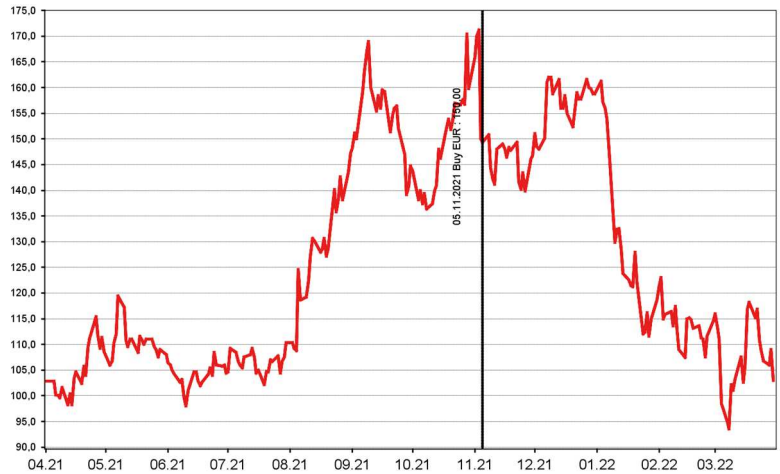
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	170	80
Halten	35	17
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	**212**	**100**

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	51	86
Halten	5	8
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	**59**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BASLER] AM [31.03.2022]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

Henner 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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

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

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

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

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

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	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