

<b>Buy</b> <b>EUR 164,00</b> (EUR 170,00)  Kurs <b>EUR 114,60</b> <b>Upside 43,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 163,71 FCF-Value Potential 23e: 67,41	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,7</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> B2B-Digitalkameras für z.B. die Produktion, die Medizin, Verkehr oder Retail
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.139,4 Aktienanzahl (Mio.): 9,9 EV: 1.127,3 Freefloat MC: 444,4 Ø Trad. Vol. (30T): 688,89 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 39,0 % Norbert Basler 52,0 % Eigene Aktien 5,0 % Dr. Ley (CEO) 4,0 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 1,1 KBV: 8,5 x EK-Quote: 65 %

## Umsatz soll sich in den nächsten fünf Jahren fast verdoppeln

in EUR m	Q4/21p	Q4/21e	Q4/20	yoy	2021p	2021e	2020	yoy
Sales	50.1	56.0	41.3	21.5%	214.7	220.6	170.5	25.9%
EBITDA	7.4	12.5	6.3	16.6%	44.5	49.6	34.6	28.8%
margin	14.7%	22.2%	15.3%		20.7%	22.5%	20.3%	
EBT	3.5	8.0	2.3	53.2%	28.0	32.5	20.4	37.2%
margin	6.9%	14.2%	5.5%		13.1%	14.7%	12.0%	
Order entries	84.9	83.2	53.3	59.3%	322.5	320.8	181.6	77.6%
Book-to-bill	1.7	1.5	1.3		1.5	1.5	1.1	

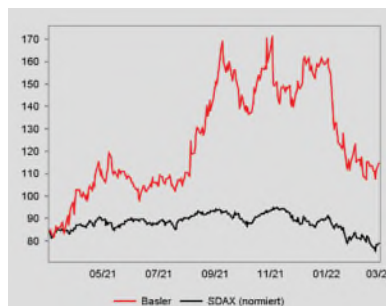
- Die Nachfrage blieb in Q4 mit einem Auftragseingang von EUR 84,9 Mio. (+59% ggü. Vj.) hoch.
- Das Umsatzwachstum in Q4 von 21,5% wurde durch Engpässe stärker eingeschränkt als von uns erwartet.
- Hohe Beschaffungskosten konnten nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden, was zu einem Rückgang der EBT-Marge im Quartalsvergleich führte.

Basler veröffentlichte vorläufige Ergebnisse, die unter unseren Schätzungen lagen, aber voll und ganz der Guidance entsprachen. Der Umsatz von EUR 214,7 Mio. (+26% ggü. Vj.) erreichte die Mitte des Zielkorridors von EUR 210-220 Mio. (WRe EUR 220,6 Mio.). Die EBT-Marge stieg von 12% auf 13% (WRe 14,7%) und lag damit im Rahmen der Guidance von 13-15%. Trotz der hohen Nachfrage, die sich im rekordhohen Auftragseingang von EUR 322,5 Mio. (+78% ggü. Vj.) und einem Auftragsbestand von EUR 140,9 Mio. widerspiegelt, wurde das Umsatzwachstum im letzten Quartal durch Engpässe und den Cyber-Angriff im November letzten Jahres begrenzt.

Wir gehen davon aus, dass sich die angespannte Versorgungslage in der zweiten Jahreshälfte entspannt und sich das Wachstum im Laufe dieses Jahres von Quartal zu Quartal beschleunigt. Die durch die Engpässe entstandenen höheren Beschaffungskosten konnten nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden. Nach einer außerordentlich hohen EBIT-Marge von 18,0% in H1 2021 ging sie in Q3 auf 7,6% und in Q4 noch weiter auf 6,9% zurück. Wir erwarten, dass sich die Profitabilität im Laufe des Jahres erholt und in Q2 wieder eine zweistellige Marge erreicht wird. Die Guidance für 2022 wird zusammen mit den Gesamtjahreszahlen am 30.03.2022 veröffentlicht.

In Anbetracht der hohen Nachfrage und des starken Auftragsbestands sollte Basler in der Lage sein, das Umsatzziel für 2023 von mehr als EUR 250 Mio. bereits in diesem Jahr zu erreichen. Vor diesem Hintergrund hat Basler einen neuen mittelfristigen Ausblick gegeben und strebt bis 2025 einen Umsatz von EUR 400 Mio. an (CAGR 20-25 13,3%) bei einer durchschnittlichen EBT-Marge über den Zyklus von 12% und einer Cash Conversion Rate (FCF/EAT) von ca. 70% (exkl. M&A-Effekte). Skaleneffekte, die eine höhere Profitabilität ermöglichen würden, werden genutzt, um das Umsatzwachstum zu beschleunigen und ein langfristiges durchschnittliches jährliches Wachstum von 15% zu erreichen. Angesichts der hohen Nachfrage, des erheblichen Cross-Selling-Potenzials und der guten Aussichten in Bereichen wie Medizin und Life Science, Logistik und Verkehr halten wir dieses Ziel für konservativ. Wir haben unsere Schätzungen angepasst und unser Kursziel leicht auf EUR 164 gesenkt. Aufgrund des hohen Auftragsbestands und der attraktiven kurz- und mittelfristigen Perspektiven erwarten wir jedoch, dass sich die Aktie schnell von dem Rückschlag erholen wird, der durch das allgemein schwache Sentiment gegenüber Technologiewerten verursacht wird, und halten die Aktie für eine attraktive Investitionsmöglichkeit. Unsere Kaufempfehlung wird bestätigt.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	220,6	-2,7 %	277,1	-2,4 %	317,9	-1,4 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zahlen für 2021 entsprechend den vorläufigen Zahlen angepasst</li> <li>Profitabilitätsschätzungen reduziert, um höhere Beschaffungskosten zu berücksichtigen</li> </ul>
<b>EBT</b>	32,5	-13,7 %	41,3	-10,1 %	48,4	-9,5 %	
<b>EPS</b>	2,37	-12,2 %	2,97	-10,1 %	3,49	-9,7 %	



**Rel. Performance vs SDAX:**

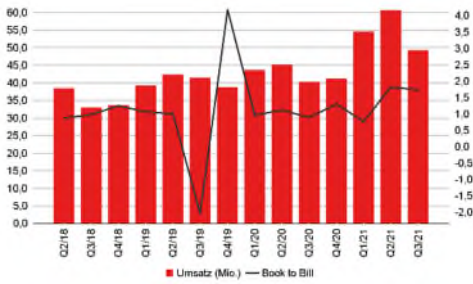
1 Monat:	0,1 %
6 Monate:	-7,0 %
Jahresverlauf:	-15,9 %
Letzte 12 Monate:	41,9 %

**Unternehmenstermine:**

30.03.22	FY 2021
04.05.22	Q1
23.05.22	HV
03.08.22	Q2

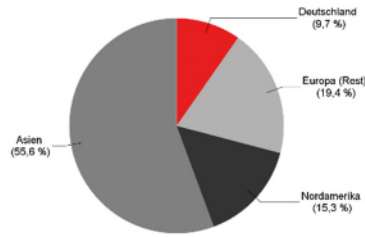
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	22,5 %	150,2	150,0	162,0	170,5	214,7	270,5	313,4
Veränd. Umsatz yoy		54,0 %	-0,1 %	8,0 %	5,2 %	25,9 %	26,0 %	15,9 %
<b>Rohtragsmarge</b>		49,6 %	53,3 %	50,9 %	52,0 %	51,9 %	51,5 %	51,5 %
<b>EBITDA</b>	21,7 %	39,7	36,0	30,0	34,6	44,5	55,1	62,3
Marge		26,4 %	24,0 %	18,5 %	20,3 %	20,7 %	20,4 %	19,9 %
<b>EBIT</b>	30,5 %	30,5	24,8	17,0	20,1	28,3	37,9	44,6
Marge		20,3 %	16,6 %	10,5 %	11,8 %	13,2 %	14,0 %	14,2 %
<b>Nettoergebnis</b>	27,8 %	21,6	17,0	12,9	15,1	20,8	26,7	31,5
<b>EPS</b>	27,8 %	2,25	1,76	1,29	1,51	2,08	2,67	3,15
<b>DPS</b>	17,7 %	0,67	0,53	0,26	0,58	0,62	0,80	0,95
Dividendenrendite		1,6 %	0,9 %	0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,7 %	0,8 %
<b>FCFPS</b>		2,46	0,93	-0,97	1,38	1,00	1,43	2,09
<b>FCF / Marktkap.</b>		5,8 %	1,6 %	-2,1 %	2,6 %	0,9 %	1,2 %	1,8 %
<b>EV / Umsatz</b>		2,7 x	3,8 x	3,0 x	3,2 x	5,3 x	4,2 x	3,6 x
<b>EV / EBITDA</b>		10,2 x	15,7 x	16,1 x	15,6 x	25,6 x	20,6 x	18,0 x
<b>EV / EBIT</b>		13,2 x	22,8 x	28,4 x	26,9 x	40,3 x	29,9 x	25,1 x
<b>KGV</b>		18,8 x	32,7 x	36,4 x	35,8 x	55,1 x	42,9 x	36,4 x
<b>KGV ber.</b>		18,8 x	32,7 x	36,4 x	37,0 x	55,1 x	42,9 x	36,4 x
<b>FCF Potential Yield</b>		7,2 %	4,1 %	2,3 %	4,8 %	3,0 %	3,6 %	4,1 %
<b>ROE</b>		37,4 %	24,1 %	14,4 %	13,9 %	16,7 %	18,4 %	18,9 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		38,4 %	23,8 %	12,7 %	12,8 %	17,3 %	20,0 %	21,6 %
<b>Guidance:</b>		2021 Umsatz: EUR 210-220 Mio.; EBT-Marge 13-15%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



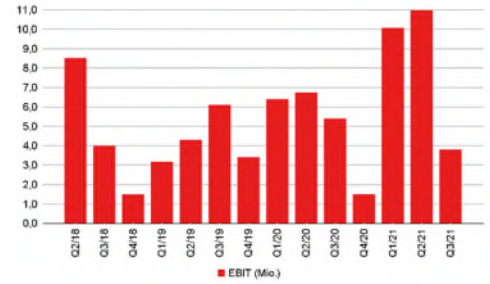
Quelle: Basler

**Umsatz nach Regionen**  
2020; in %



Quelle: Basler

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Basler

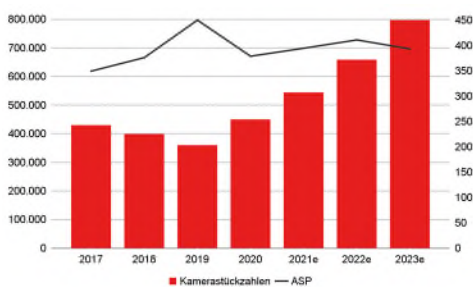
## Unternehmenshintergrund

- 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

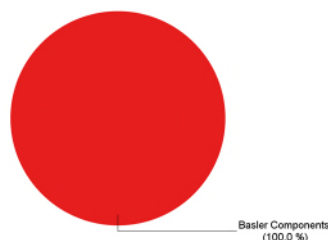
- Nach Stückzahlen der weltweit größte Anbieter auf dem fragmentierten und sich konsolidierenden Digitalkameramarkt für B2B-Anwendungen.
- Hohes Know-how in der Vision Technology: Basler hat einen der größten Entwicklerpools in der Branche und differenziert sich durch Kamerasoftware-Kompetenzen, die 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**



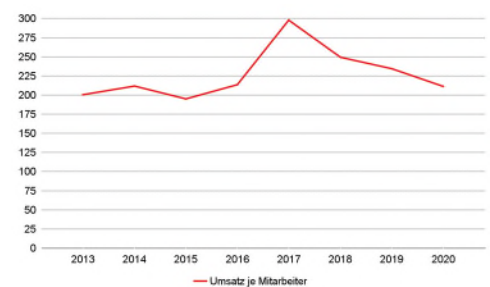
Quelle: Basler

**Umsatz nach Segmenten**  
2020; in %



Quelle: Basler

**Umsatz je Mitarbeiter**  
in EUR Tsd.



Quelle: Basler

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	
Umsatz	214,7	270,5	313,4	366,2	425,4	492,5	568,2	653,4	748,9	855,6	974,5	1.106,5	1.256,3	
Umsatzwachstum	25,9 %	26,0 %	15,9 %	16,8 %	16,2 %	15,8 %	15,4 %	15,0 %	14,6 %	14,2 %	13,9 %	13,5 %	13,5 %	2,5 %
EBIT	28,3	37,9	44,6	53,5	60,8	69,0	79,6	91,5	104,8	119,8	136,4	154,9	175,9	
EBIT-Marge	13,2 %	14,0 %	14,2 %	14,6 %	14,3 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	
Steuerquote (EBT)	25,7 %	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	21,0	27,3	32,1	38,5	43,8	49,6	57,3	65,9	75,5	86,2	98,2	111,5	126,6	
Abschreibungen	16,2	17,2	17,7	22,0	26,4	31,0	36,4	42,5	48,7	55,6	63,3	71,9	81,7	
Abschreibungsquote	7,5 %	6,4 %	5,6 %	6,0 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,8	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	12,6	7,9	5,0	8,4	9,2	9,8	12,5	14,1	15,8	17,6	19,6	21,8	24,7	
- Investitionen	21,2	22,6	24,2	25,6	29,5	33,8	38,6	43,9	49,9	56,4	63,6	71,5	75,4	
Investitionsquote	9,9 %	8,3 %	7,7 %	7,0 %	6,9 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,7 %	6,6 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	
- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	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)	4,3	14,0	20,6	26,8	31,8	37,5	43,0	50,9	59,1	68,5	79,1	91,0	109,1	125
Barwert FCF	4,4	13,6	18,6	22,6	25,1	27,6	29,5	32,6	35,4	38,3	41,3	44,4	49,7	1.246
Anteil der Barwerte	2,25 %			21,28 %										76,47 %

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
<b>WACC</b>	<b>7,07 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,06</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	383		
Terminal Value	1.246		
Zinstr. Verbindlichkeiten	45		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	45	Aktienzahl (Mio.)	9,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>1.628</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>163,71</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	<b>2,50 %</b>	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	<b>+0,0 pp</b>	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,25</b>	8,1 %	117,40	120,75	124,39	128,36	132,70	137,47	142,74	<b>1,25</b>	8,1 %	112,81	117,99	123,18	128,36	133,54	138,73	143,91
<b>1,16</b>	7,6 %	130,42	134,61	139,19	144,22	149,77	155,93	162,81	<b>1,16</b>	7,6 %	126,87	132,65	138,44	144,22	150,00	155,78	161,56
<b>1,11</b>	7,3 %	137,86	142,56	147,73	153,44	159,76	166,82	174,75	<b>1,11</b>	7,3 %	135,05	141,18	147,31	153,44	159,56	165,69	171,82
<b>1,06</b>	7,1 %	146,04	151,35	157,21	<b>163,71</b>	170,96	179,10	188,31	<b>1,06</b>	7,1 %	144,16	150,68	157,19	<b>163,71</b>	170,22	176,73	183,25
<b>1,01</b>	6,8 %	155,06	161,08	167,76	175,21	183,58	193,04	203,83	<b>1,01</b>	6,8 %	154,37	161,32	168,26	175,21	182,16	189,10	196,05
<b>0,96</b>	6,6 %	165,07	171,93	179,59	188,18	197,90	208,98	221,73	<b>0,96</b>	6,6 %	165,88	173,31	180,75	188,18	195,61	203,04	210,48
<b>0,87</b>	6,1 %	188,71	197,79	208,05	219,74	233,20	248,86	267,29	<b>0,87</b>	6,1 %	193,90	202,51	211,13	219,74	228,36	236,97	245,59

- 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.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,6	17,0	12,9	15,1	20,8	26,7	31,5	
+ Abschreibung + Amortisation	9,2	11,1	12,9	14,5	16,2	17,2	17,7	
- Zinsergebnis (netto)	-0,7	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,8	-0,8	
- Erhaltungsinvestitionen	2,8	2,9	5,0	0,0	3,2	4,1	4,7	
+ Sonstiges	0,3	-2,1	-10,0	-3,3	0,3	0,3	0,3	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>29,0</b>	<b>23,4</b>	<b>10,9</b>	<b>26,0</b>	<b>34,4</b>	<b>41,0</b>	<b>45,6</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	7,2 %	4,1 %	2,3 %	4,8 %	3,0 %	3,6 %	4,1 %	
WACC	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	7,07 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>402,6</b>	<b>564,9</b>	<b>482,6</b>	<b>539,5</b>	<b>1.141,4</b>	<b>1.133,9</b>	<b>1.121,5</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>410,3</b>	<b>331,3</b>	<b>154,5</b>	<b>367,3</b>	<b>486,6</b>	<b>579,6</b>	<b>645,7</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-6,5	-14,0	-26,4	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,1	1,1	1,1	1,1	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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>412,0</b>	<b>333,0</b>	<b>156,2</b>	<b>369,1</b>	<b>491,2</b>	<b>591,7</b>	<b>670,2</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,6	9,6	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>42,80</b>	<b>34,54</b>	<b>15,71</b>	<b>36,89</b>	<b>49,12</b>	<b>59,17</b>	<b>67,02</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-57,1 %	-48,4 %	-41,5 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,07 %	29,14	23,57	11,08	26,11	34,82	42,15	48,06
	9,07 %	32,34	26,15	12,28	28,97	38,61	46,66	53,09
	8,07 %	36,33	29,37	13,78	32,54	43,34	52,29	59,36
WACC	<b>7,07 %</b>	<b>42,80</b>	<b>34,54</b>	<b>15,71</b>	<b>36,89</b>	<b>49,12</b>	<b>59,17</b>	<b>67,02</b>
	6,07 %	48,24	38,99	18,27	43,21	57,47	69,12	78,11
	5,07 %	57,73	46,65	21,84	51,70	68,72	82,52	93,04
	4,07 %	71,87	58,07	27,17	64,37	85,50	102,50	115,30

- Bereinigung des Einflusses aktivierter Eigenleistungen für F&E.
- Der CAPEX-Bedarf für Maschinen und Fertigungsanlagen ist gering.

Wertermittlung	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	6,2 x	7,4 x	4,5 x	4,7 x	8,5 x	7,4 x	6,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,22	3,57	4,10	5,00	6,31	7,71	9,34
EV / Umsatz	2,7 x	3,8 x	3,0 x	3,2 x	5,3 x	4,2 x	3,6 x
EV / EBITDA	10,2 x	15,7 x	16,1 x	15,6 x	25,6 x	20,6 x	18,0 x
EV / EBIT	13,2 x	22,8 x	28,4 x	26,9 x	40,3 x	29,9 x	25,1 x
EV / EBIT adj.*	13,2 x	22,8 x	28,4 x	26,9 x	40,3 x	29,9 x	25,1 x
Kurs / FCF	17,2 x	61,9 x	n.a.	39,1 x	120,4 x	84,4 x	57,7 x
KGV	18,8 x	32,7 x	36,4 x	35,8 x	55,1 x	42,9 x	36,4 x
KGV ber.*	18,8 x	32,7 x	36,4 x	37,0 x	55,1 x	42,9 x	36,4 x
Dividendenrendite	1,6 %	0,9 %	0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,7 %	0,8 %
FCF Potential Yield (on market EV)	7,2 %	4,1 %	2,3 %	4,8 %	3,0 %	3,6 %	4,1 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz je Mitarbeiter	298,02	249,59	234,34	211,23	211,23	211,23	211,23
Kamerastückzahlen	430.000	399.000	360.000	450.000	544.500	658.845	797.202
Book to Bill	1,0	1,0	1,0	1,1	1,5	1,0	1,0
ASP	349	376	450	379	394	411	393

GuV							
In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>150,2</b>	<b>150,0</b>	<b>162,0</b>	<b>170,5</b>	<b>214,7</b>	<b>270,5</b>	<b>313,4</b>
Veränd. Umsatz yoy	54,0 %	-0,1 %	8,0 %	5,2 %	25,9 %	26,0 %	15,9 %
Herstellungskosten	75,7	70,1	79,5	81,7	103,3	131,2	152,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>74,5</b>	<b>79,9</b>	<b>82,4</b>	<b>88,7</b>	<b>111,4</b>	<b>139,3</b>	<b>161,4</b>
Bruttomarge	49,6 %	53,3 %	50,9 %	52,0 %	51,9 %	51,5 %	51,5 %
Forschung und Entwicklung	10,8	18,8	17,9	21,7	29,4	36,3	41,5
Vertriebskosten	19,6	23,0	31,5	30,6	34,5	43,2	50,8
Verwaltungskosten	13,1	12,7	15,8	17,4	19,6	21,8	24,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,2	1,4	1,0	0,2	0,6	1,0	1,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,8	0,8	1,1	1,0	0,9	1,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>39,7</b>	<b>36,0</b>	<b>30,0</b>	<b>34,6</b>	<b>44,5</b>	<b>55,1</b>	<b>62,3</b>
Marge	26,4 %	24,0 %	18,5 %	20,3 %	20,7 %	20,4 %	19,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,6	3,2	5,0	6,3	5,0	5,2	5,4
<b>EBITA</b>	<b>36,1</b>	<b>32,8</b>	<b>25,0</b>	<b>28,3</b>	<b>39,5</b>	<b>49,9</b>	<b>56,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,6	7,9	8,0	8,2	11,2	12,0	12,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>30,5</b>	<b>24,8</b>	<b>17,0</b>	<b>20,1</b>	<b>28,3</b>	<b>37,9</b>	<b>44,6</b>
Marge	20,3 %	16,6 %	10,5 %	11,8 %	13,2 %	14,0 %	14,2 %
<b>EBIT adj.</b>	<b>30,5</b>	<b>24,8</b>	<b>17,0</b>	<b>20,1</b>	<b>28,3</b>	<b>37,9</b>	<b>44,6</b>
Zinserträge	0,3	0,2	1,0	1,1	0,3	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	1,0	0,5	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>29,8</b>	<b>24,5</b>	<b>16,9</b>	<b>20,4</b>	<b>28,0</b>	<b>37,1</b>	<b>43,8</b>
Marge	19,8 %	16,3 %	10,4 %	12,0 %	13,1 %	13,7 %	14,0 %
Steuern gesamt	8,2	7,5	4,0	5,3	7,2	10,4	12,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>21,6</b>	<b>17,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>26,7</b>	<b>31,5</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>21,6</b>	<b>17,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>26,7</b>	<b>31,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>21,6</b>	<b>17,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>26,7</b>	<b>31,5</b>
Marge	14,4 %	11,3 %	7,9 %	8,9 %	9,7 %	9,9 %	10,1 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	9,6	9,6	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0
<b>EPS</b>	<b>2,25</b>	<b>1,76</b>	<b>1,29</b>	<b>1,51</b>	<b>2,08</b>	<b>2,67</b>	<b>3,15</b>
EPS adj.	2,25	1,76	1,29	1,46	2,08	2,67	3,15

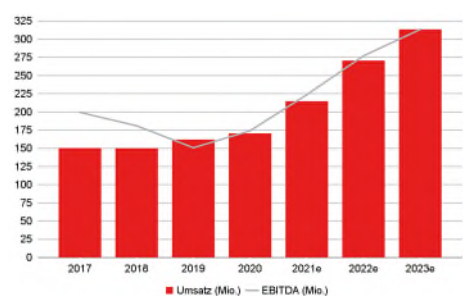
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2021 Umsatz: EUR 210-220 Mio.; EBT-Marge 13-15%**

**Kennzahlen**

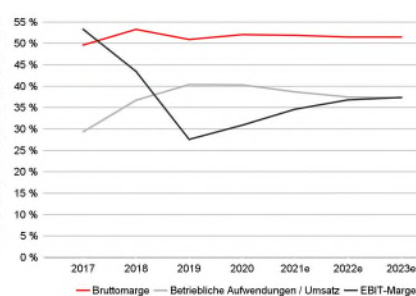
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	29,3 %	36,7 %	40,4 %	40,3 %	38,7 %	37,5 %	37,3 %
Operating Leverage	2,8 x	140,8 x	-3,9 x	3,4 x	1,6 x	1,3 x	1,1 x
EBITDA / Interest expenses	40,5 x	78,2 x	28,3 x	45,0 x	74,2 x	55,1 x	62,3 x
Steuerquote (EBT)	27,4 %	30,6 %	23,9 %	26,0 %	25,7 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	30,0 %	30,0 %	20,1 %	38,4 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	298.018	249.589	189.872	199.835	235.907	281.802	326.483

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



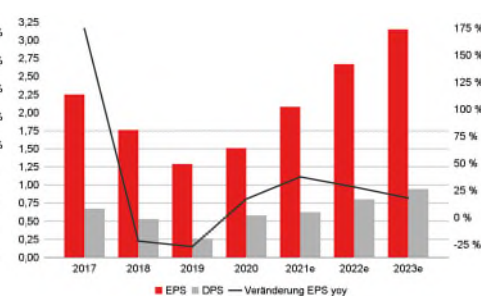
Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**  
in %



Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research



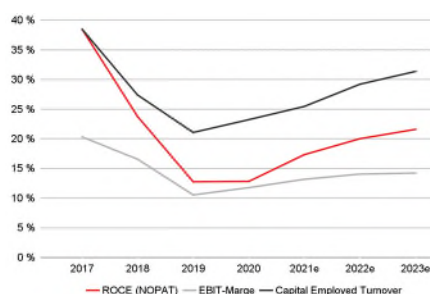
**Bilanz**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	24,6	40,8	62,0	64,8	71,6	78,1	85,3
davon übrige imm. VG	1,3	6,5	3,0	3,7	5,9	8,0	10,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	3,1	12,7	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5
Sachanlagen	21,3	22,5	30,6	29,3	27,5	26,4	25,7
Finanzanlagen	1,7	1,7	4,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>47,5</b>	<b>65,1</b>	<b>97,2</b>	<b>96,3</b>	<b>101,3</b>	<b>106,7</b>	<b>113,2</b>
Vorräte	20,8	21,0	20,9	20,0	32,0	35,6	40,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,1	18,2	19,4	19,5	25,9	31,1	34,3
Liquide Mittel	36,0	31,8	35,2	47,9	40,7	48,2	60,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,2	2,8	8,5	6,5	6,5	6,5	6,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>70,2</b>	<b>73,9</b>	<b>84,0</b>	<b>93,8</b>	<b>105,1</b>	<b>121,4</b>	<b>141,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>117,7</b>	<b>139,0</b>	<b>181,2</b>	<b>190,1</b>	<b>206,4</b>	<b>228,1</b>	<b>254,7</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	3,2	3,2	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kapitalrücklage	3,1	5,3	22,4	22,6	22,6	22,6	22,6
Gewinnrücklagen	59,0	66,5	74,8	87,1	107,9	134,6	166,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,3	0,5	-4,2	-4,8	-5,8	-12,0	-20,0
Buchwert	65,6	75,5	103,0	114,9	134,7	155,2	178,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>65,6</b>	<b>75,5</b>	<b>103,0</b>	<b>114,9</b>	<b>134,7</b>	<b>155,2</b>	<b>178,7</b>
Rückstellungen gesamt	7,2	8,3	8,2	9,4	10,8	11,1	11,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,4	1,2	0,9	1,1	1,9	1,9	1,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	29,3	39,8	50,0	45,1	34,2	34,2	34,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	1,8	5,3	4,1	4,1	4,1	4,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,1	7,4	10,6	11,1	15,9	17,8	20,6
Sonstige Verbindlichkeiten	5,5	7,9	9,4	9,7	10,7	9,7	9,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>52,1</b>	<b>63,4</b>	<b>78,2</b>	<b>75,2</b>	<b>71,7</b>	<b>72,8</b>	<b>76,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>117,7</b>	<b>139,0</b>	<b>181,2</b>	<b>190,1</b>	<b>206,4</b>	<b>228,1</b>	<b>254,7</b>

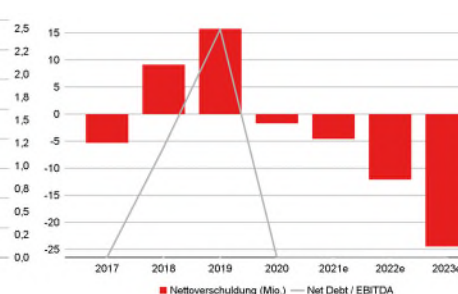
**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,5 x	2,8 x	2,7 x	3,0 x	3,1 x	3,6 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	2,5 x	1,8 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x	1,9 x	2,0 x
ROA	45,5 %	26,1 %	13,2 %	15,7 %	20,5 %	25,1 %	27,9 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	38,4 %	23,8 %	12,7 %	12,8 %	17,3 %	20,0 %	21,6 %
ROE	37,4 %	24,1 %	14,4 %	13,9 %	16,7 %	18,4 %	18,9 %
Adj. ROE	37,4 %	24,1 %	14,4 %	13,4 %	16,7 %	18,4 %	18,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-5,3	9,1	15,7	-1,7	-4,6	-12,1	-24,5
Nettofinanzverschuldung	-6,7	8,0	14,9	-2,8	-6,5	-14,0	-26,4
Net Gearing	-8,1 %	12,1 %	15,3 %	-1,5 %	-3,4 %	-7,8 %	-13,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	22,2 %	49,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	6,8	7,8	10,3	11,5	13,5	15,5	17,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,2	3,6	4,1	5,0	6,3	7,7	9,3

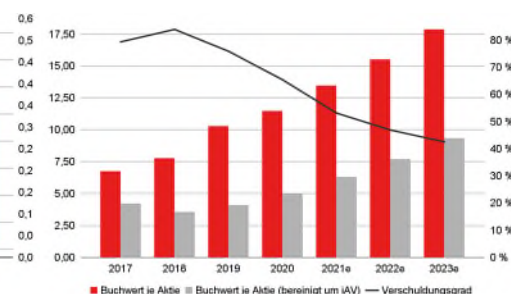
**ROCE Development**



**Netto Verschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	21,6	17,0	12,9	15,1	20,8	26,7	31,5
Abschreibung Anlagevermögen	3,6	3,2	5,0	6,3	5,0	5,2	5,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,6	7,9	8,0	8,2	11,2	12,0	12,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	-0,1	1,1	0,8	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,3	1,7	-3,7	5,1	4,5	0,5	0,5
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>33,1</b>	<b>29,9</b>	<b>22,1</b>	<b>35,9</b>	<b>42,3</b>	<b>44,4</b>	<b>49,7</b>
Veränderung Vorräte	-5,8	2,2	0,1	0,9	-12,0	-3,6	-4,6
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-6,4	-1,1	-0,1	-6,4	-5,2	-3,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,3	-4,5	3,2	0,5	5,8	0,9	2,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,3	5,8	0,5	0,1	1,4	0,3	0,3
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,3	-2,9	2,7	1,5	-11,1	-7,6	-4,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>31,8</b>	<b>27,0</b>	<b>24,7</b>	<b>37,3</b>	<b>31,2</b>	<b>36,8</b>	<b>45,1</b>
Investitionen in iAV	-4,0	-13,6	-29,3	-20,6	-18,0	-18,5	-19,5
Investitionen in Sachanlagen	-4,1	-4,5	-5,1	-2,7	-3,2	-4,1	-4,7
Zugänge aus Akquisitionen	-1,9	-7,7	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	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-9,8</b>	<b>-25,7</b>	<b>-34,2</b>	<b>-23,3</b>	<b>-21,1</b>	<b>-22,5</b>	<b>-24,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,3	4,8	-1,8	2,3	-10,8	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,4	-6,5	-5,1	-2,6	-5,8	-6,2	-8,0
Erwerb eigener Aktien	-0,7	-3,3	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,1	-0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>13,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-17,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-8,6</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>16,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>12,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>12,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	36,0	31,8	35,3	47,9	40,7	48,2	60,6

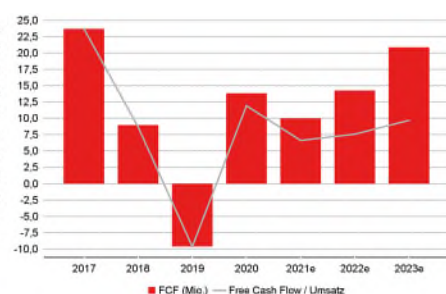
**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	23,7	9,0	-9,6	13,8	10,0	14,3	20,9
Free Cash Flow / Umsatz	15,8 %	6,0 %	-5,9 %	8,1 %	4,7 %	5,3 %	6,7 %
Free Cash Flow Potential	29,0	23,4	10,9	26,0	34,4	41,0	45,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	109,5 %	52,7 %	-74,6 %	91,6 %	48,0 %	53,4 %	66,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,0 %	0,5 %	2,9 %	2,7 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,7 %	1,3 %	2,4 %	1,6 %	1,5 %	2,9 %	2,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	5,4 %	12,0 %	21,2 %	13,7 %	9,9 %	8,3 %	7,7 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	1,9 %	3,1 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	88,3 %	161,8 %	265,4 %	160,6 %	131,0 %	131,2 %	136,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	13,5 %	17,9 %	19,0 %	17,1 %	16,2 %	16,6 %	16,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	109,5 %	246,9 %	183,1 %	175,9 %	162,9 %	174,7 %	166,5 %
Vorratumschlag	3,6 x	3,3 x	3,8 x	4,1 x	3,2 x	3,7 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	27	44	44	42	44	42	40
Payables payment period (Tage)	49	39	49	49	56	50	49
Cash conversion cycle (Tage)	79	115	91	82	97	91	87

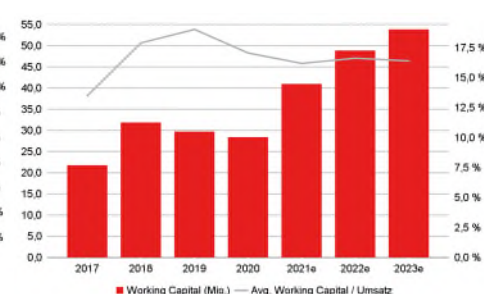
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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. 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 und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Basler	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005102008.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005102008.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	165	78
Halten	40	19
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>212</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	52	88
Halten	4	7
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BASLER] AM [01.03.2022]**



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

## EQUITIES

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

## RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SALES TRADING

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

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

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

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

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

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

## MACRO RESEARCH

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

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

### Our research can be found under:

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

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

### For access please contact:

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

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