

Buy EUR 39,00 (EUR 41,00) Kurs EUR 23,00 Upside 69,6 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 39,06 FCF-Value Potential 25e: 20,91 Peer Group: 0,00	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: 687,2 Aktienanzahl (Mio.): 29,9 EV: 718,1 Freefloat MC: 261,1 Ø Trad. Vol. (30T): 399,66 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 38,00 % Norbert Basler 53,00 % Eigene Aktien 5,00 % Dr. Ley (CEO) 4,00 % Invesco 6,00 %	Kennzahlen (WRe): 2023e Beta: 1,1 KBV: 4,6 x EK-Quote: 58 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,7 x Net Debt / EBITDA: 0,8 x

Nachfrage aus Halbleiter- und Elektronikindustrie bleibt in H1 schwach

Berichtete Kennzahlen Q4/2022:									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 22	Q4 22e	Q4 21	yoy	22	22e	21	yoy	
Umsatz	67,0	67,0	50,2	34 %	272,2	272,2	214,7	27 %	
EBT	4,0	4,0	3,4	18 %	28,3	28,3	28,0	1 %	
Marge	6,0 %	6,0 %	6,8 %		10,4 %	10,4 %	13,0 %		
EPS	0,07	0,07	0,07	0 %	0,71	0,72	0,69	3 %	

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Finanzbericht bestätigt vorläufige Zahlen
- Trotz Engpässen übertraf der Umsatz aufgrund der hohen Nachfrage das obere Ende des Ziels
- Auftragsdynamik verlangsamte sich im Jahresverlauf und ging um 23% ggü. Vj. auf EUR 248 Mio. zurück
- Produktmix in Q4 durch SAP-S4/HANA-Update am Hauptproduktionsstandort und dadurch höheren Anteil des Distributionsgeschäfts belastet

Basler veröffentlichte seinen Finanzbericht für 2022, der die vorläufigen Zahlen bestätigte, und gab einen eher schwachen Ausblick für 2023. Der Umsatz stieg um 27% auf EUR 272,2 Mio. und übertraf damit das obere Ende der Guidance (EUR 262-270 Mio.). Die EBT-Marge lag mit 10,4% am unteren Ende der Zielspanne von 10-12%. Der Auftragseingang ging deutlich um 23% auf EUR 248,4 Mio. zurück und führte zu einem Auftragsbestand von EUR 102,5 Mio. (2021 EUR 140,9 Mio.).

In den ersten drei Monaten des Jahres 2023 blieb die Auftragsdynamik jedoch gering, insbesondere aus Asien und den USA. Basler erwartet daher einen Umsatzrückgang auf EUR 235-265 Mio., was unter unserer Prognose (WRe EUR 278 Mio.) und dem Konsens (EUR 283 Mio.) liegt. Darüber hinaus rechnet das Management mit einem Rückgang der EBT-Marge auf 5-8%, was deutlich unter unserer Schätzung liegt (WRe 11,1%). Die niedrige Zielmarge resultiert aus dem geringeren Umsatz in Kombination mit dem jüngsten organischen und anorganischen Personalaufbau (VZÄ +25% ggü. Vj.) und steigenden Löhnen. Basler wird in Q2 Kostensenkungsmaßnahmen ergreifen, um die Auswirkungen des geringeren Umsatzvolumens abzumildern.

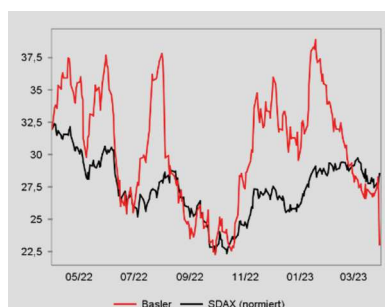
Die derzeitige Flaute ist hauptsächlich auf den zyklisch bedingten vorübergehenden Rückgang der Nachfrage aus der Halbleiter- und Elektronikindustrie zurückzuführen, die normalerweise in H1 besonders stark ist. Die Nachfrage aus Europa, insbesondere aus der Automobil- und allgemeinen Industrie, bleibt stark, ist aber saisonal bedingt in der zweiten Jahreshälfte stärker ausgeprägt. Wir gehen davon aus, dass dies zu einer Beschleunigung des Wachstums in H2 beitragen wird. Darüber hinaus erwarten wir, dass sich die Nachfrage aus der Halbleiter- und Elektronikindustrie gegen Ende des Jahres zu erholen beginnt, sodass Basler auf den Wachstumspfad zurückkehren kann. Mit dieser Erholung sollten die mittelfristigen Ziele für 2025 (Umsatz EUR 400 Mio. inkl. kleinerer Akquisitionen, EBT-Marge 12%), wie sie von Basler bestätigt wurden, weiterhin erreichbar sein.

Wir haben unsere Schätzungen an das obere Ende der Zielspanne angepasst, da wir davon ausgehen, dass die Nachfrage aus Europa das Wachstum in H2 beschleunigt, und wir haben unsere Umsatzprognose für 2024 nur leicht gesenkt, um die erwartete Erholung im Halbleiter- und Elektronikbereich zu berücksichtigen. Auf Basis unseres aktualisierten Modells reduzieren wir das Kursziel auf EUR 39 und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -
Umsatz	278,1	-5,0 %	343,6	-7,0 %	n.a.	n.m.
EBT	31,0	-36,1 %	44,3	-18,5 %	n.a.	n.m.
EPS	0,75	-36,0 %	1,07	-18,7 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Wachstumsprognose entsprechend den kurz- und langfristigen Zielen angepasst
- Margenschätzungen reduziert, um Kosteninflation und steigende Löhne zu berücksichtigen



Rel. Performance vs SDAX:

1 Monat:	-17,6 %
6 Monate:	-26,1 %
Jahresverlauf:	-32,1 %
Letzte 12 Monate:	-21,2 %

Unternehmenstermine:

04.05.23	Q1
26.05.23	HV
10.08.23	Q2
08.11.23	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	13,0 %	162,0	170,5	214,7	272,2	264,2	319,7	392,5
Veränd. Umsatz yoy		8,0 %	5,2 %	26,0 %	26,8 %	-2,9 %	21,0 %	22,8 %
Rohrertragsmarge		50,9 %	52,0 %	52,4 %	48,9 %	50,9 %	51,5 %	51,8 %
EBITDA	18,4 %	30,0	34,6	44,5	45,8	40,7	60,2	75,9
Marge		18,5 %	20,3 %	20,7 %	16,8 %	15,4 %	18,8 %	19,3 %
EBIT	20,5 %	17,0	20,1	28,4	28,9	20,6	36,9	50,6
Marge		10,5 %	11,8 %	13,2 %	10,6 %	7,8 %	11,6 %	12,9 %
EBT		16,9	20,4	28,0	28,3	19,8	36,1	49,8
Marge		10,4 %	12,0 %	13,0 %	10,4 %	7,5 %	11,3 %	12,7 %
Nettoergebnis	18,9 %	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9
EPS	19,1 %	0,43	0,50	0,69	0,71	0,48	0,87	1,20
DPS	37,0 %	0,09	0,19	0,21	0,14	0,14	0,26	0,36
Dividendenrendite		0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,4 %	0,6 %	1,1 %	1,3 %
FCFPS		-0,32	0,46	0,32	-0,59	0,91	0,64	0,79
FCF / Marktkap.		-2,1 %	2,6 %	0,8 %	-1,8 %	4,0 %	8,3 %	8,8 %
EV / Umsatz		3,0 x	3,2 x	5,5 x	3,7 x	2,7 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA		16,1 x	15,6 x	26,5 x	22,3 x	17,7 x	4,1 x	3,5 x
EV / EBIT		28,4 x	26,9 x	41,7 x	35,2 x	34,9 x	6,7 x	5,3 x
KGv		36,4 x	36,1 x	57,2 x	45,6 x	47,9 x	26,4 x	22,5 x
FCF Potential Yield		4,3 %	4,6 %	2,5 %	3,1 %	3,8 %	16,4 %	18,7 %
ROE		14,4 %	13,9 %	17,0 %	15,8 %	9,8 %	16,2 %	19,1 %
ROCE (NOPAT)		12,7 %	12,8 %	17,3 %	13,5 %	7,9 %	14,4 %	18,7 %
Guidance:		Umsatz: EUR 235-265 Mio.; EBT-Marge 5-8%						

Analyst/-in

Robert-Jan van der Horst

rvanderhorst@warburg-research.com

+49 40 309537-290

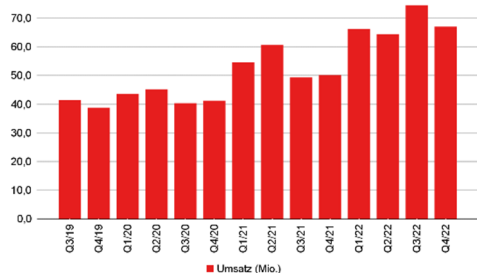
COMMENT

Veröffentlicht 31.03.2023 08:15

1

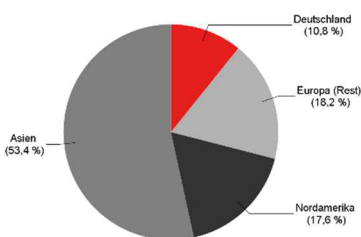
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



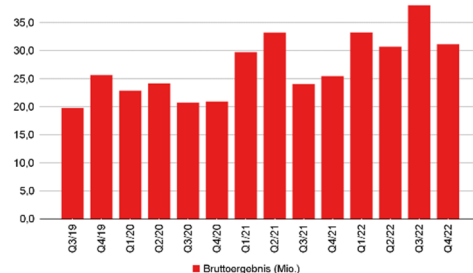
Quelle: Basler

Umsatz nach Regionen
2022; in %



Quelle: Basler

Entwicklung Rohertrag
in Mio. EUR



Quelle: Basler

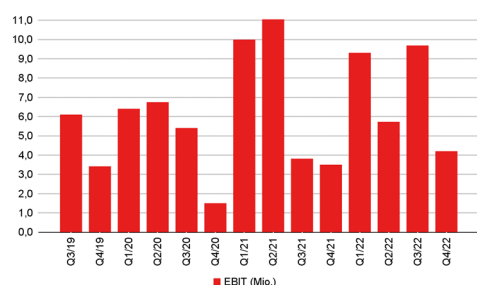
Unternehmenshintergrund

- Basler ist ein Vollsortimenter 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%. Knapp 80% des Vertriebs erfolgt direkt.

Wettbewerbsqualität

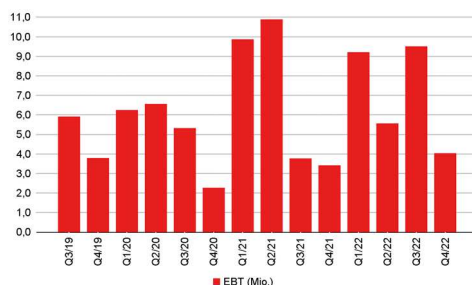
- Nach Stückzahlen der weltweit größte Anbieter auf dem fragmentierten und sich konsolidierenden Digitalkameramarkt für B2B-Anwendungen.
- Hohes Know-how in der Vision Technology: Basler hat einen der größten Entwicklerpools in der Branche und differenziert sich durch Kamerasoftware-Kompetenzen, die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

EBIT Entwicklung
in Mio. EUR



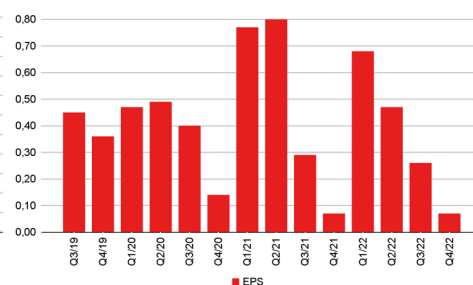
Quelle: Basler

EBT Entwicklung
in Mio. EUR



Quelle: Basler

EPS Entwicklung
in EUR



Quelle: Basler

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	264,2	319,7	392,5	452,6	520,3	596,4	681,8	777,2	883,6	1.001,9	1.133,1	1.278,2	1.441,8	2,5 %
Umsatzwachstum	-2,9 %	21,0 %	22,8 %	15,3 %	15,0 %	14,6 %	14,3 %	14,0 %	13,7 %	13,4 %	13,1 %	12,8 %	12,8 %	
EBIT	20,6	36,9	50,6	57,5	65,6	74,6	85,2	97,1	110,4	125,2	145,0	159,8	180,2	12,5 %
EBIT-Marge	7,8 %	11,6 %	12,9 %	12,7 %	12,6 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,8 %	12,5 %	12,5 %	
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 %	129,8
NOPAT	14,8	26,6	36,4	41,4	47,2	53,7	61,4	69,9	79,5	90,2	104,4	115,0	129,8	
Abschreibungen	20,1	23,3	25,3	30,8	33,8	38,8	44,3	50,5	57,4	65,1	73,6	83,1	93,7	6,5 %
Abschreibungsquote	7,6 %	7,3 %	6,4 %	6,8 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	27,8
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-16,3	3,2	9,2	9,6	10,6	12,9	14,5	16,2	18,1	20,1	22,3	24,7	27,8	93,7
- Investitionen	24,0	27,5	28,8	31,7	35,9	40,6	45,0	50,5	57,4	65,1	73,6	83,1	93,7	
Investitionsquote	9,1 %	8,6 %	7,3 %	7,0 %	6,9 %	6,8 %	6,6 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	0,0
- Sonstiges	1,0	1,0	1,0	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)	26,2	18,2	22,8	31,1	34,8	39,3	46,6	54,2	62,0	70,6	82,8	91,1	102,8	127
Barwert FCF	24,9	16,0	18,5	23,4	24,3	25,3	27,8	29,9	31,6	33,4	36,2	36,9	38,5	
Anteil der Barwerte	4,86 %			25,14 %										69,99 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	8,00 %	Finanzielle Stabilität	0,90
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	1,20
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	0,90
WACC	8,06 %	Beta	1,06

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	367		
Terminal Value	856		
Zinstr. Verbindlichkeiten	79		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	26	Aktienzahl (Mio.)	29,9
Eigenkapitalwert	1.167	Wert je Aktie (EUR)	39,06

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,26	9,1 %	29,00	29,68	30,42	31,21	32,07	32,99	34,00	1,26	9,1 %	26,73	28,22	29,72	31,21	32,71	34,20	35,70
1,16	8,6 %	32,06	32,90	33,81	34,79	35,86	37,02	38,29	1,16	8,6 %	29,84	31,49	33,14	34,79	36,44	38,09	39,74
1,11	8,3 %	33,79	34,72	35,73	36,83	38,03	39,34	40,77	1,11	8,3 %	31,62	33,36	35,09	36,83	38,57	40,30	42,04
1,06	8,1 %	35,66	36,70	37,83	39,06	40,41	41,89	43,53	1,06	8,1 %	33,57	35,40	37,23	39,06	40,89	42,73	44,56
1,01	7,8 %	37,70	38,86	40,13	41,52	43,04	44,73	46,60	1,01	7,8 %	35,71	37,65	39,58	41,52	43,46	45,39	47,33
0,96	7,6 %	39,93	41,23	42,66	44,23	45,97	47,89	50,04	0,96	7,6 %	38,07	40,13	42,18	44,23	46,28	48,34	50,39
0,86	7,1 %	45,05	46,72	48,56	50,60	52,88	55,43	58,33	0,86	7,1 %	43,63	45,95	48,28	50,60	52,92	55,25	57,57

- Die Finanzverbindlichkeiten betreffen auch das Finanzierungsleasing für das Firmengebäude
- Das Beta berücksichtigt die Überzeugende Historie, die hohe Eigenkapitalquote und die Zyklizität des Geschäfts
- Das strukturelle Wachstum des Vision-Technology Marktes bildet die Basis für Baslers Umsatzsteigerungen.
- Zahlungen für die Akquisitionen von DATVISION und IOVIS sind in der Zeile "Sonstiges" berücksichtigt

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9	
+ Abschreibung + Amortisation	12,9	14,5	16,2	16,8	20,1	23,3	25,3	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	
- Erhaltungsinvestitionen	5,0	4,4	7,5	7,5	7,9	9,6	11,8	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	20,9	24,9	29,8	31,3	27,2	40,5	50,2	
FCF Potential Yield (on market EV)	4,3 %	4,6 %	2,5 %	3,1 %	3,8 %	16,4 %	18,7 %	
WACC	8,06 %	8,06 %	8,06 %	8,06 %	8,06 %	8,06 %	8,06 %	
= Enterprise Value (EV)	482,9	540,1	1.181,7	1.019,3	718,1	247,5	267,9	
= Fair Enterprise Value	259,5	308,9	369,8	387,9	337,6	502,8	622,6	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	50,4	50,4	50,4	50,4	28,9	15,6	-4,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- 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	207,1	256,5	317,4	335,5	306,7	485,3	624,7	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,8	30,0	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	6,94	8,55	10,61	11,23	10,26	16,24	20,91	
Premium (-) / Discount (+) in %					-55,4 %	-29,4 %	-22,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
WACC	11,06 %	4,58	5,78	7,27	7,71	7,20	11,68	15,26
	10,06 %	5,21	6,53	8,16	8,65	8,02	12,90	16,76
	9,06 %	5,97	7,45	9,26	9,80	9,02	14,38	18,61
	8,06 %	6,94	8,55	10,61	11,23	10,26	16,24	20,91
	7,06 %	8,16	10,05	12,38	13,07	11,86	18,62	23,86
	6,06 %	9,80	12,00	14,71	15,51	13,99	21,79	27,78
5,06 %	12,08	14,71	17,96	18,93	16,96	26,22	33,26	

- Annahmen zum Beta und den WACC sind konsistent zu unserem DCF Modell
- Der CAPEX-Bedarf für Maschinen und Fertigungsanlagen ist gering.

Wertermittlung	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	4,5 x	4,7 x	9,2 x	6,8 x	4,6 x	1,3 x	1,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,32	1,62	2,09	1,57	1,68	6,52	9,33
EV / Umsatz	3,0 x	3,2 x	5,5 x	3,7 x	2,7 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA	16,1 x	15,6 x	26,5 x	22,3 x	17,7 x	4,1 x	3,5 x
EV / EBIT	28,4 x	26,9 x	41,7 x	35,2 x	34,9 x	6,7 x	5,3 x
EV / EBIT adj.*	28,4 x	26,9 x	41,7 x	35,2 x	34,9 x	6,7 x	5,3 x
Kurs / FCF	n.a.	39,2 x	122,9 x	n.a.	25,3 x	35,8 x	34,0 x
KGv	36,4 x	36,1 x	57,2 x	45,6 x	47,9 x	26,4 x	22,5 x
KGv ber.*	36,4 x	36,8 x	57,2 x	45,6 x	47,9 x	26,4 x	22,5 x
Dividendenrendite	0,6 %	1,1 %	0,5 %	0,4 %	0,6 %	1,1 %	1,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,3 %	4,6 %	2,5 %	3,1 %	3,8 %	16,4 %	18,7 %
*Adjustiert um:	-						

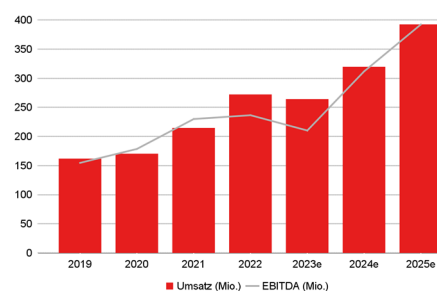
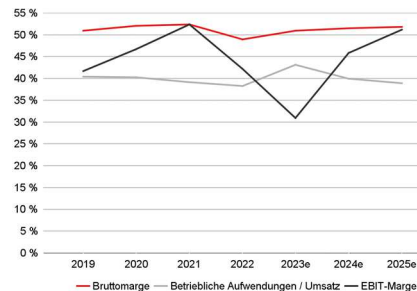
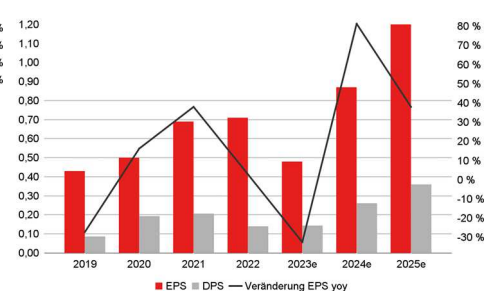
GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	162,0	170,5	214,7	272,2	264,2	319,7	392,5
Veränd. Umsatz yoy	8,0 %	5,2 %	26,0 %	26,8 %	-2,9 %	21,0 %	22,8 %
Herstellungskosten	79,5	81,7	102,2	139,0	129,7	155,1	189,2
Bruttoergebnis	82,4	88,7	112,5	133,2	134,5	164,6	203,3
<i>Bruttomarge</i>	<i>50,9 %</i>	<i>52,0 %</i>	<i>52,4 %</i>	<i>48,9 %</i>	<i>50,9 %</i>	<i>51,5 %</i>	<i>51,8 %</i>
Forschung und Entwicklung	17,9	21,7	29,9	31,4	34,2	41,5	50,8
Vertriebskosten	31,5	30,6	34,9	47,9	52,4	57,4	67,3
Verwaltungskosten	15,8	17,4	20,4	26,7	27,4	28,5	34,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,0	0,2	0,3	0,5	1,2	1,4	1,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,1	1,3	2,3	1,3	1,1	1,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	30,0	34,6	44,5	45,8	40,7	60,2	75,9
<i>Marge</i>	<i>18,5 %</i>	<i>20,3 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>15,4 %</i>	<i>18,8 %</i>	<i>19,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,0	6,3	6,3	5,5	6,5	7,2	7,8
EBITA	25,0	28,3	38,2	40,2	34,2	53,0	68,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,0	8,2	9,8	11,3	13,6	16,1	17,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	17,0	20,1	28,4	28,9	20,6	36,9	50,6
<i>Marge</i>	<i>10,5 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>12,9 %</i>
EBIT adj.	17,0	20,1	28,4	28,9	20,6	36,9	50,6
Zinserträge	1,0	1,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
EBT	16,9	20,4	28,0	28,3	19,8	36,1	49,8
<i>Marge</i>	<i>10,4 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>12,7 %</i>
Steuern gesamt	4,0	5,3	7,2	7,0	5,5	10,1	13,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9
<i>Marge</i>	<i>7,9 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>9,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,8	30,0	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
EPS	0,43	0,50	0,69	0,71	0,48	0,87	1,20
EPS adj.	0,43	0,49	0,69	0,71	0,48	0,87	1,20

*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz: EUR 235-265 Mio.; EBT-Marge 5-8%**Kennzahlen**

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	40,4 %	40,3 %	39,2 %	38,3 %	43,1 %	39,9 %	38,9 %
Operating Leverage	-3,9 x	3,4 x	1,6 x	0,1 x	9,8 x	3,8 x	1,6 x
EBITDA / Interest expenses	28,3 x	45,0 x	75,4 x	43,8 x	40,7 x	60,2 x	75,9 x
Steuerquote (EBT)	23,9 %	26,0 %	25,8 %	24,6 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	20,1 %	38,4 %	29,8 %	19,6 %	30,2 %	30,0 %	30,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	200.944	210.964	248.528	242.173	233.805	284.938	338.946

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

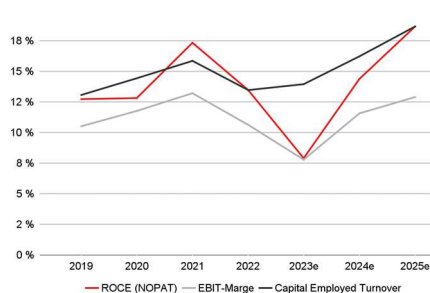
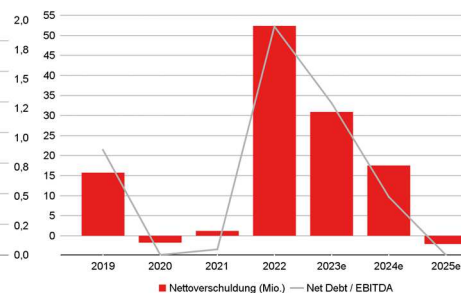
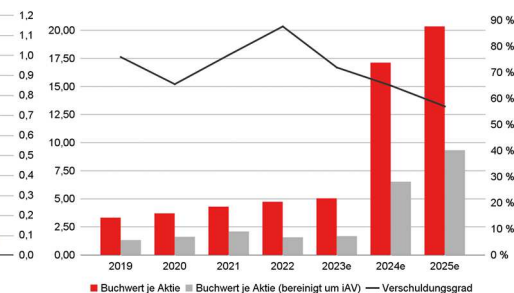
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	62,0	64,8	66,0	94,5	100,4	106,0	110,2
davon übrige imm. VG	3,0	3,7	6,5	13,8	16,0	18,4	20,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	27,5	27,5	27,5	46,1	46,1	46,1	46,1
Sachanlagen	30,6	29,3	28,7	29,4	27,4	25,9	25,2
Finanzanlagen	4,6	2,2	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	97,2	96,3	94,7	125,3	129,2	133,4	136,8
Vorräte	20,9	20,0	37,1	50,3	40,6	43,2	51,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,4	19,5	33,3	41,2	33,3	36,8	43,0
Liquide Mittel	35,2	47,9	54,8	28,7	35,7	49,1	68,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8,5	6,5	7,3	20,0	20,0	20,0	20,0
Umlaufvermögen	84,0	93,8	132,5	140,2	129,6	149,1	182,7
Bilanzsumme (Aktiva)	181,2	190,1	227,3	265,5	258,8	282,5	319,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	10,0	29,8	29,8	29,8	29,8
Kapitalrücklage	22,4	22,6	26,8	7,2	7,2	7,2	7,2
Gewinnrücklagen	74,8	87,1	94,2	107,2	121,4	147,5	183,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-4,2	-4,8	-2,4	-2,8	-7,9	-13,2	-16,9
Buchwert	103,0	114,9	128,7	141,5	150,5	171,3	203,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	103,0	114,9	128,7	141,5	150,5	171,3	203,5
Rückstellungen gesamt	8,2	9,4	16,0	14,6	14,6	14,6	14,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,9	1,1	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	50,0	45,1	54,4	79,1	64,7	64,7	64,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,3	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,6	11,1	18,8	19,4	18,1	21,0	25,8
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4	9,7	9,4	10,9	10,9	10,9	10,9
Verbindlichkeiten	78,2	75,2	98,6	124,0	108,3	111,2	116,0
Bilanzsumme (Passiva)	181,2	190,1	227,3	265,5	258,8	282,5	319,5

Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,7 x	3,0 x	2,7 x	2,7 x	3,2 x	3,8 x	4,2 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,5 x	1,7 x	1,4 x	1,5 x	1,7 x	1,9 x
ROA	13,2 %	15,7 %	21,9 %	17,0 %	11,0 %	19,5 %	26,2 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,7 %	12,8 %	17,3 %	13,5 %	7,9 %	14,4 %	18,7 %
ROE	14,4 %	13,9 %	17,0 %	15,8 %	9,8 %	16,2 %	19,1 %
Adj. ROE	14,4 %	13,4 %	17,0 %	15,8 %	9,8 %	16,2 %	19,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	15,7	-1,7	1,2	52,4	30,9	17,5	-2,1
Nettofinanzverschuldung	14,9	-2,8	-0,4	50,4	28,9	15,6	-4,0
Net Gearing	15,3 %	-1,5 %	0,9 %	37,0 %	20,5 %	10,2 %	-1,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	49,6 %	n.a.	n.a.	110,2 %	71,2 %	25,9 %	n.a.
Buchwert je Aktie	3,3	3,7	4,3	4,7	5,0	17,1	20,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,3	1,6	2,1	1,6	1,7	6,5	9,3

ROCE Development**Netto Verschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

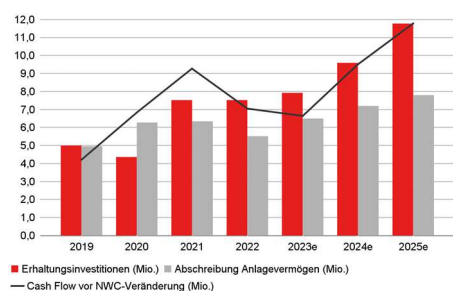
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,9	15,1	20,8	21,4	14,2	26,0	35,9
Abschreibung Anlagevermögen	5,0	6,3	6,3	5,5	6,5	7,2	7,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,0	8,2	9,8	11,3	13,6	16,1	17,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	1,1	6,6	-1,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,7	5,1	5,1	0,0	0,5	0,5	0,5
Cash Flow vor NWC-Veränderung	22,1	35,9	48,6	36,9	34,8	49,8	61,7
Veränderung Vorräte	0,1	0,9	-17,1	-13,2	9,7	-2,6	-7,8
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,1	-0,1	-13,8	-7,9	7,9	-3,5	-6,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	3,2	0,5	7,8	0,6	-1,3	2,9	4,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,5	0,1	-0,1	-4,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	2,7	1,5	-23,2	-24,5	16,3	-3,2	-9,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	24,7	37,3	25,3	12,4	51,1	46,6	52,5
Investitionen in iAV	-29,3	-20,6	-11,8	-20,8	-19,5	-21,7	-21,7
Investitionen in Sachanlagen	-5,1	-2,7	-3,9	-8,6	-4,5	-5,8	-7,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-14,5	-1,0	-1,0	-1,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-34,2	-23,3	-15,3	-44,2	-24,9	-28,4	-29,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,8	2,3	10,4	18,0	-14,4	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,1	-2,6	-5,8	-6,2	-4,2	-4,3	-2,6
Erwerb eigener Aktien	20,8	-0,2	-3,9	-2,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,0	-0,8	0,1	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	13,0	-1,3	-3,1	5,7	-19,2	-4,9	-3,2
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	3,5	12,7	7,0	-26,1	7,0	13,4	19,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	35,3	47,9	54,8	28,7	35,7	49,1	68,7

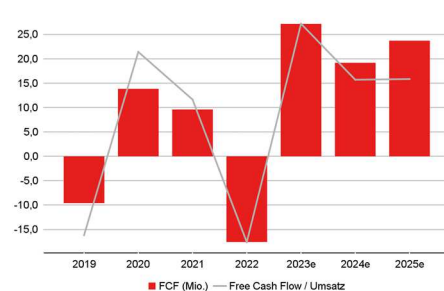
Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitalfluss							
FCF	-9,6	13,8	9,6	-17,6	27,2	19,2	23,7
Free Cash Flow / Umsatz	-5,9 %	8,1 %	4,5 %	-6,5 %	10,3 %	6,0 %	6,0 %
Free Cash Flow Potential	20,9	24,9	29,8	31,3	27,2	40,5	50,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-74,6 %	91,6 %	46,3 %	-82,3 %	190,7 %	73,7 %	66,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,9 %	2,7 %	0,4 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,4 %	1,6 %	1,2 %	1,6 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	21,2 %	13,7 %	7,3 %	10,8 %	9,1 %	8,6 %	7,3 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	2,6 %	3,5 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
CAPEX / Abschreibungen	265,4 %	160,6 %	97,2 %	174,8 %	119,4 %	117,8 %	113,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,0 %	17,1 %	18,6 %	22,7 %	24,2 %	18,0 %	16,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	183,1 %	175,9 %	176,9 %	212,1 %	184,0 %	175,2 %	166,7 %
Vorratumschlag	3,8 x	4,1 x	2,8 x	2,8 x	3,2 x	3,6 x	3,7 x
Receivables collection period (Tage)	44	42	57	55	46	42	40
Payables payment period (Tage)	49	49	67	51	51	49	50
Cash conversion cycle (Tage)	91	82	122	136	109	94	89

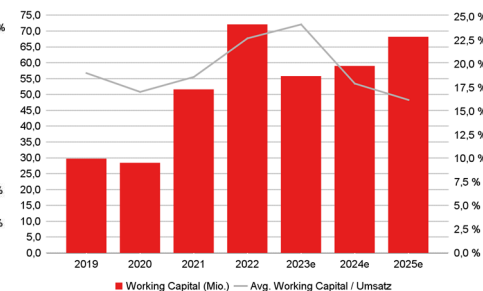
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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 Wettbewerbsslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

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

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Basler	3, 4, 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

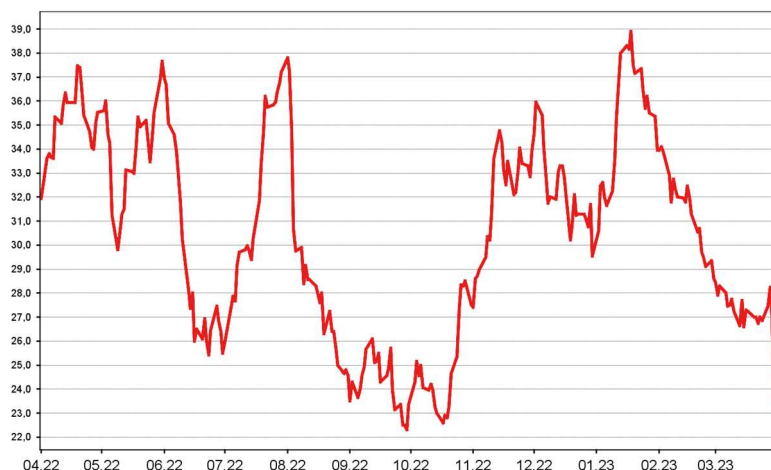
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	159	74
Halten	46	21
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	215	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	44	86
Halten	6	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	51	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BASLER] AM [31.03.2023]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

Jan-Philip Schmidt +49 40 3282-2682
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Sales Trading sschulz@mmwarburg.com

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

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

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

Bloomberg RESP MMWA GO

FactSet www.factset.com

Refinitiv www.refinitiv.com

Capital IQ 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