

<b>Buy</b> <b>EUR 25,00</b> (EUR 27,00)  Kurs <b>EUR 12,24</b> <b>Upside 104,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 25,04 FCF-Value Potential 26e: 14,24	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,8</b> ESG Score (MSCI basiert): 4,0 Bilanz Score: 2,8 Markt Liquidität Score: 1,5	<b>Beschreibung:</b> B2B-Digitalkameras für z.B. die Produktion, die Medizin, Verkehr oder Retail
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 376,2 Aktienanzahl (Mio.): 30,7 EV: 420,4 Freefloat MC: 143,0 Ø Trad. Vol. (30T): 313,10 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 38,00 % Norbert Basler 53,00 % Eigene Aktien 5,00 % Dr. Ley (CEO) 4,00 % Invesco 6,00 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2024e Beta: 1,2 KBV: 2,5 x EK-Quote: 56 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,8 x Net Debt / EBITDA: 1,8 x

**Vorsichtige Guidance in Erwartung eines schwachen Q1**

Berichtete Kennzahlen Q4/2023:										Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q4 23	Q4 23e	Q4 22	yoy	23	23e	22	yoy						
Umsatz	45,6	45,6	67,0	-32 %	203,1	203,1	272,2	-25 %						
EBT	-4,1	-4,1	4,0	n.a.	-20,2	-20,2	28,3	n.a.						
Marge	-9,0 %	-9,1 %	6,0 %		-9,9 %	-10,0 %	10,4 %							
EPS	0,12	0,12	0,07	71 %	-0,45	-0,46	0,71	n.a.						

- Der Umsatz erreichte die Mitte des Zielkorridors von EUR 200-205 Mio.
- Der Umsatzrückgang ist auf erhöhte Lagerbestände bei Kunden infolge der Chip-Knappheit und eine geringere Nachfrage zurückzuführen, insbesondere in der größten Region Asien, wo der Umsatz um 34% zurückging
- Das EBT enthält einmalige Restrukturierungskosten von EUR 12,2 Mio. und erreichte das untere Ende des Zielkorridors (EUR -18 Mio. bis -20 Mio.)

Basler hat Ergebnisse für 2023 veröffentlicht, die mit den vorläufigen Zahlen übereinstimmen. Der Umsatz sank um 25% auf EUR 203,1 Mio. (Guidance EUR 200-205 Mio.) aufgrund erhöhter Lagerbestände bei den Kunden infolge der Chip-Knappheit und einer geringeren Nachfrage im derzeit schwierigen wirtschaftlichen Umfeld, insbesondere in Asien, wo der Umsatz um 34% zurückging. Der Auftragseingang sank um 33% auf EUR 166,9 Mio. (Book-to-Bill 0,8). Das EBT lag mit EUR 20,2 Mio. am unteren Ende des Zielkorridors (EUR -18 Mio. bis -20 Mio.), bedingt durch die niedrige Kapazitätsauslastung und einmalige Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von EUR 12,2 Mio.

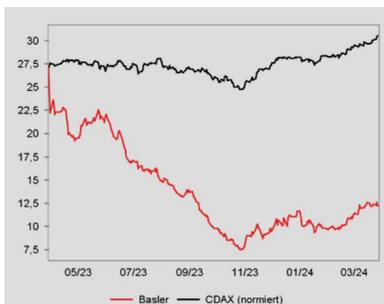
Das Unternehmen gab auch eine Prognose für das laufende Jahr ab. Basler erwartet einen Umsatz von EUR 190-210 Mio. und eine EBT-Marge von 0-5%. Der vorsichtige Ausblick dürfte auf den niedrigen Auftragsbestand von EUR 33 Mio. zu Jahresbeginn zurückzuführen sein. Obwohl der Auftragseingang seit Jahresbeginn im Zuge der Normalisierung der Lagerbestände an Dynamik gewonnen hat, rechnet Basler in Q1 mit einem Umsatz von weniger als EUR 45 Mio. und damit unter der Gewinnschwelle für das Quartals-EBT, die wir auf EUR 50 Mio. schätzen. Da der Ausblick unter unseren Schätzungen liegt, haben wir unsere Prognose angepasst.

Basler erwartet eine Erholung und die Rückkehr zu seinem mittelfristigen Wachstumsziel von 15% CAGR und 12% EBT-Marge. Darüber hinaus strebt das Unternehmen bis 2027 einen Umsatz von über EUR 300 an. Selbst in Anbetracht der begrenzten Visibilität einer Erholung halten wir die Ziele für konservativ. Während H1 deutlich unter dem Vorjahr liegen dürfte, erwarten wir für H2 ein deutliches Wachstum gegenüber dem Vorjahr und einen GJ-Umsatz am oberen Ende der Guidance. Bei einer Fortsetzung der Erholung im Jahr 2025 dürfte sich Basler bereits 2026 seinem mittelfristigen Ziel von EUR 300 Mio. (WRe EUR 292 Mio.) nähern.

Obwohl wir kurzfristig keinen positiven Newsflow erwarten, der eine Neubewertung auslösen könnte, bleiben wir für die mittelfristigen Aussichten optimistisch. Nach einer niedrigen, aber positiven EBT-Marge in diesem Jahr schätzen wir, dass Basler bis 2026 zu seinem EBT-Margenziel von 12% zurückkehren wird. Während der Markt die schwache kurzfristige Performance vollständig antizipiert haben dürfte, sind die mittelfristigen Aussichten unseres Erachtens in der aktuellen Bewertung nicht reflektiert. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Kaufempfehlung mit einem leicht reduzierten Kursziel von EUR 25,00.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -					
Umsatz	215,9	-1,9 %	271,4	-6,4 %	n.a.	n.m.					
EBT	6,4	-16,5 %	32,7	-25,5 %	n.a.	n.m.					
EPS	0,15	-20,0 %	0,78	-26,9 %	n.a.	n.m.					

- Prognose für 2024 entsprechend der Guidance angepasst.
- Für 2025 haben wir unsere Bruttomargenschätzung gesenkt, um der aggressiveren Preispolitik der Wettbewerber in China Rechnung zu tragen.



**Rel. Performance vs CDAX:**

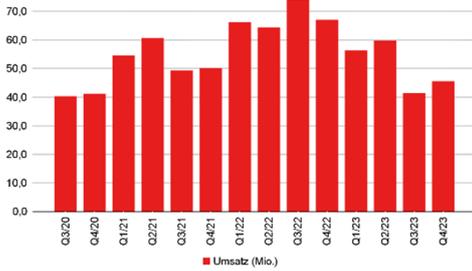
1 Monat:	8,2 %
6 Monate:	7,5 %
Jahresverlauf:	-3,1 %
Letzte 12 Monate:	-71,2 %

**Unternehmenstermine:**

28.03.24	FY 2023
07.05.24	Q1
13.05.24	HV
08.08.24	Q2

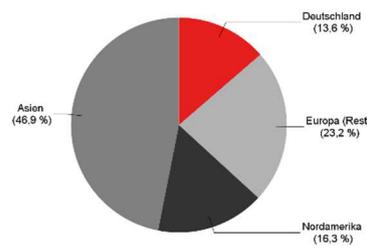
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	12,9 %	170,5	214,7	272,2	203,1	211,9	254,1	292,0
Veränd. Umsatz yoy		5,2 %	26,0 %	26,8 %	-25,4 %	4,3 %	19,9 %	14,9 %
Rohertragsmarge		52,0 %	52,4 %	48,4 %	42,2 %	48,8 %	49,5 %	50,2 %
EBITDA	221,6 %	34,6	44,5	45,8	1,7	24,2	44,5	56,5
Marge		20,3 %	20,7 %	16,8 %	0,8 %	11,4 %	17,5 %	19,3 %
EBIT		20,1	28,4	28,9	-21,9	7,0	26,1	36,8
Marge		11,8 %	13,2 %	10,6 %	-10,8 %	3,3 %	10,3 %	12,6 %
EBT		20,4	28,0	28,3	-20,2	5,3	24,4	35,0
Marge		12,0 %	13,0 %	10,4 %	-9,9 %	2,5 %	9,6 %	12,0 %
Nettoergebnis		15,1	20,8	21,4	-13,8	3,8	17,6	25,0
EPS		0,50	0,69	0,71	-0,45	0,12	0,57	0,81
DPS		0,19	0,21	0,14	0,00	0,00	0,25	0,30
Dividendenrendite		1,1 %	0,5 %	0,4 %	n.a.	n.a.	2,0 %	2,5 %
FCFPS		0,46	0,32	-0,59	-0,31	0,53	0,55	0,57
FCF / Marktkap.		2,6 %	0,8 %	-1,8 %	-1,6 %	4,3 %	4,5 %	4,7 %
EV / Umsatz		3,2 x	5,5 x	3,7 x	3,1 x	2,0 x	1,6 x	1,4 x
EV / EBITDA		15,6 x	26,5 x	22,3 x	370,5 x	17,4 x	9,1 x	7,0 x
EV / EBIT		26,9 x	41,7 x	35,2 x	n.a.	60,0 x	15,6 x	10,8 x
KGV		36,1 x	57,2 x	45,6 x	n.a.	102,0 x	21,5 x	15,1 x
FCF Potential Yield		4,6 %	2,5 %	3,1 %	0,5 %	4,1 %	7,7 %	9,9 %
ROE		13,9 %	17,0 %	15,8 %	-9,8 %	2,7 %	10,9 %	13,3 %
ROCE (NOPAT)		12,8 %	17,3 %	13,5 %	n.a.	2,6 %	9,5 %	12,3 %
Guidance:		Umsatz: 190-210 Mio. Euro; EBT Marge 0-5%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



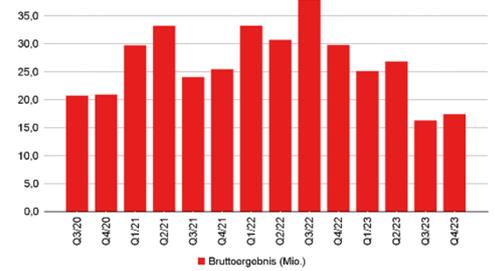
Quelle: Basler

**Umsatz nach Regionen**  
2023; in %



Quelle: Basler

**Entwicklung Rohertrag**  
in Mio. EUR



Quelle: Basler

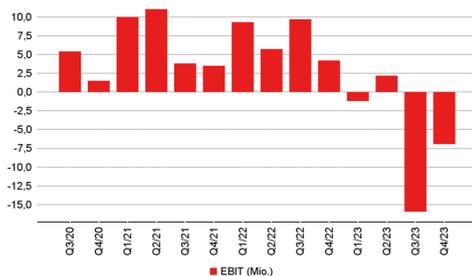
## Unternehmenshintergrund

- 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

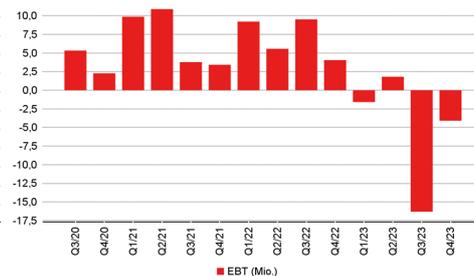
- Nach Stückzahlen der weltweit größte Anbieter auf dem fragmentierten und sich konsolidierenden Digitalkameramarkt für B2B-Anwendungen.
- Hohes Know-how in der Vision Technology: Basler hat einen der größten Entwicklerpools in der Branche und differenziert sich durch Kamerasoftware-Kompetenzen, die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



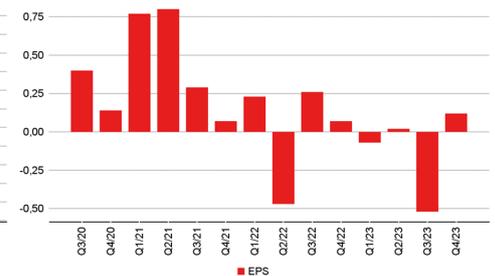
Quelle: Basler

**EBT Entwicklung**  
in Mio. EUR



Quelle: Basler

**EPS Entwicklung**  
in EUR



Quelle: Basler

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	
Umsatz	211,9	254,1	292,0	335,8	385,4	441,4	504,7	576,0	656,1	746,0	846,7	959,2	1.086,7	
Umsatzwachstum	4,3 %	19,9 %	14,9 %	15,0 %	14,8 %	14,6 %	14,3 %	14,1 %	13,9 %	13,7 %	13,5 %	13,3 %	13,3 %	2,5 %
EBIT	7,0	26,1	36,8	42,6	48,2	55,2	63,1	72,0	82,0	93,2	108,4	119,9	135,8	
EBIT-Marge	3,3 %	10,3 %	12,6 %	12,7 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,8 %	12,5 %	12,5 %	
Steuerquote (EBT)	28,0 %	28,0 %	28,5 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
NOPAT	5,0	18,8	26,3	30,7	34,7	39,7	45,4	51,8	59,0	67,1	78,0	86,3	97,8	
Abschreibungen	17,2	18,4	19,7	26,9	28,9	30,9	32,8	37,4	42,6	48,5	55,0	62,3	70,6	
Abschreibungsquote	8,1 %	7,2 %	6,7 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11,0	-0,3	4,9	7,3	7,8	9,5	10,8	12,1	13,6	15,3	17,1	19,1	21,7	
- Investitionen	15,7	19,5	22,2	23,2	26,2	29,6	32,8	37,4	42,6	48,5	55,0	62,3	70,6	
Investitionsquote	7,4 %	7,7 %	7,6 %	6,9 %	6,8 %	6,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
- 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)	17,6	18,0	18,9	27,2	29,8	31,8	35,0	40,1	45,8	52,3	61,4	67,7	76,7	96
Barwert FCF	16,6	15,7	15,2	20,2	20,3	19,9	20,2	21,3	22,5	23,6	25,5	26,0	27,1	557
Anteil der Barwerte	5,72 %			27,26 %										67,02 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	8,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,20
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,10
<b>WACC</b>	<b>8,57 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,16</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2036e	274		
Terminal Value	557		
Zinstr. Verbindlichkeiten	89		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	29	Aktienzahl (Mio.)	30,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>770</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>25,04</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,36	9,6 %	18,87	19,29	19,73	20,20	20,71	21,26	21,85	1,36	9,6 %	17,21	18,21	19,20	20,20	21,20	22,19	23,19
1,26	9,1 %	20,80	21,31	21,84	22,42	23,05	23,73	24,46	1,26	9,1 %	19,15	20,24	21,33	22,42	23,52	24,61	25,70
1,21	8,8 %	21,88	22,44	23,03	23,68	24,37	25,13	25,96	1,21	8,8 %	20,24	21,39	22,53	23,68	24,82	25,97	27,12
1,16	8,6 %	23,05	23,66	24,33	25,04	25,82	26,67	27,60	1,16	8,6 %	21,43	22,63	23,84	25,04	26,25	27,45	28,66
1,11	8,3 %	24,31	24,99	25,73	26,53	27,41	28,36	29,41	1,11	8,3 %	22,73	24,00	25,27	26,53	27,80	29,07	30,34
1,06	8,1 %	25,68	26,44	27,27	28,17	29,15	30,23	31,43	1,06	8,1 %	24,15	25,49	26,83	28,17	29,50	30,84	32,18
0,96	7,6 %	28,80	29,76	30,80	31,95	33,21	34,62	36,19	0,96	7,6 %	27,45	28,95	30,45	31,95	33,45	34,94	36,44

- 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.
- Zuflüsse aus dem Verkauf eigener Aktien sind in der Zeile "Sontiges" 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.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	15,1	20,8	21,4	-13,8	3,8	17,6	25,0	
+ Abschreibung + Amortisation	14,5	16,2	16,8	23,6	17,2	18,4	19,7	
- Zinsergebnis (netto)	0,4	-0,4	-0,6	1,7	-1,7	-1,7	-1,8	
- Erhaltungsinvestitionen	4,4	7,5	7,5	5,1	5,5	6,3	7,2	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>24,9</b>	<b>29,8</b>	<b>31,3</b>	<b>3,0</b>	<b>17,2</b>	<b>31,4</b>	<b>39,3</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	4,6 %	2,5 %	3,1 %	0,5 %	4,1 %	7,7 %	9,9 %	
WACC	8,57 %	8,57 %	8,57 %	8,57 %	8,57 %	8,57 %	8,57 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>540,1</b>	<b>1.181,7</b>	<b>1.019,3</b>	<b>629,1</b>	<b>420,4</b>	<b>405,6</b>	<b>397,6</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>290,7</b>	<b>347,9</b>	<b>365,0</b>	<b>35,0</b>	<b>200,8</b>	<b>366,3</b>	<b>459,0</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	57,2	57,2	57,2	57,2	42,8	28,0	20,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
- 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>232,2</b>	<b>289,4</b>	<b>306,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>156,6</b>	<b>336,9</b>	<b>437,6</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	30,0	29,9	29,9	30,3	30,7	30,7	30,7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,73</b>	<b>9,68</b>	<b>10,26</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,10</b>	<b>10,96</b>	<b>14,24</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-58,4 %	-10,4 %	16,3 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,57 %	5,10	6,48	6,89	n.a.	3,40	7,87	10,36
	10,57 %	5,76	7,27	7,72	n.a.	3,86	8,71	11,41
	9,57 %	6,56	8,23	8,73	n.a.	4,41	9,72	12,68
WACC	<b>8,57 %</b>	<b>7,73</b>	<b>9,68</b>	<b>10,26</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,10</b>	<b>10,96</b>	<b>14,24</b>
	7,57 %	8,80	10,91	11,54	n.a.	5,96	12,54	16,21
	6,57 %	10,43	12,86	13,59	n.a.	7,08	14,59	18,78
	5,57 %	12,65	15,52	16,37	n.a.	8,61	17,38	22,28

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

## Wertermittlung

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	4,7 x	9,2 x	6,8 x	4,1 x	2,5 x	2,2 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,62	2,09	1,57	1,60	1,51	1,81	2,06
EV / Umsatz	3,2 x	5,5 x	3,7 x	3,1 x	2,0 x	1,6 x	1,4 x
EV / EBITDA	15,6 x	26,5 x	22,3 x	370,5 x	17,4 x	9,1 x	7,0 x
EV / EBIT	26,9 x	41,7 x	35,2 x	n.a.	60,0 x	15,6 x	10,8 x
EV / EBIT adj.*	26,9 x	41,7 x	35,2 x	n.a.	60,0 x	15,6 x	10,8 x
Kurs / FCF	39,2 x	122,9 x	n.a.	n.a.	23,0 x	22,4 x	21,3 x
KGV	36,1 x	57,2 x	45,6 x	n.a.	102,0 x	21,5 x	15,1 x
KGV ber.*	36,8 x	57,2 x	45,6 x	n.a.	102,0 x	21,5 x	15,1 x
Dividendenrendite	1,1 %	0,5 %	0,4 %	n.a.	n.a.	2,0 %	2,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	4,6 %	2,5 %	3,1 %	0,5 %	4,1 %	7,7 %	9,9 %

\*Adjustiert um: -

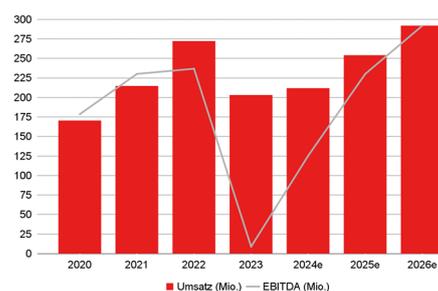
GuV							
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>170,5</b>	<b>214,7</b>	<b>272,2</b>	<b>203,1</b>	<b>211,9</b>	<b>254,1</b>	<b>292,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	5,2 %	26,0 %	26,8 %	-25,4 %	4,3 %	19,9 %	14,9 %
Herstellungskosten	81,7	102,2	140,4	117,4	108,5	128,3	145,4
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>88,7</b>	<b>112,5</b>	<b>131,8</b>	<b>85,7</b>	<b>103,4</b>	<b>125,8</b>	<b>146,6</b>
<i>Bruttomarge</i>	<i>52,0 %</i>	<i>52,4 %</i>	<i>48,4 %</i>	<i>42,2 %</i>	<i>48,8 %</i>	<i>49,5 %</i>	<i>50,2 %</i>
Forschung und Entwicklung	21,7	29,9	31,4	37,2	35,9	37,4	42,1
Vertriebskosten	30,6	34,9	47,9	42,9	36,8	38,1	41,9
Verwaltungskosten	17,4	20,4	26,7	29,9	24,6	24,9	26,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,2	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7
Sonstige betriebliche Erträge	1,1	1,3	3,6	2,7	1,4	1,3	1,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>34,6</b>	<b>44,5</b>	<b>45,8</b>	<b>1,7</b>	<b>24,2</b>	<b>44,5</b>	<b>56,5</b>
<i>Marge</i>	<i>20,3 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>19,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	6,3	6,3	5,5	7,3	7,2	7,8	8,5
<b>EBITA</b>	<b>28,3</b>	<b>38,2</b>	<b>40,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>17,0</b>	<b>36,7</b>	<b>48,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,2	9,8	11,3	16,3	10,0	10,6	11,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>20,1</b>	<b>28,4</b>	<b>28,9</b>	<b>-21,9</b>	<b>7,0</b>	<b>26,1</b>	<b>36,8</b>
<i>Marge</i>	<i>11,8 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>-10,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>12,6 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>20,1</b>	<b>28,4</b>	<b>28,9</b>	<b>-9,7</b>	<b>7,0</b>	<b>26,1</b>	<b>36,8</b>
Zinserträge	1,1	0,2	0,3	3,3	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,8	0,6	1,0	1,8	1,9	1,9	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>20,4</b>	<b>28,0</b>	<b>28,3</b>	<b>-20,2</b>	<b>5,3</b>	<b>24,4</b>	<b>35,0</b>
<i>Marge</i>	<i>12,0 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>-9,9 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>12,0 %</i>
Steuern gesamt	5,3	7,2	7,0	-6,4	1,5	6,8	10,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>21,4</b>	<b>-13,8</b>	<b>3,8</b>	<b>17,6</b>	<b>25,0</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>21,4</b>	<b>-13,8</b>	<b>3,8</b>	<b>17,6</b>	<b>25,0</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>15,1</b>	<b>20,8</b>	<b>21,4</b>	<b>-13,8</b>	<b>3,8</b>	<b>17,6</b>	<b>25,0</b>
<i>Marge</i>	<i>8,9 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>-6,8 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>8,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	30,0	29,9	29,9	30,3	30,7	30,7	30,7
<b>EPS</b>	<b>0,50</b>	<b>0,69</b>	<b>0,71</b>	<b>-0,45</b>	<b>0,12</b>	<b>0,57</b>	<b>0,81</b>
EPS adj.	0,49	0,69	0,71	-0,45	0,12	0,57	0,81

\*Adjustiert um:

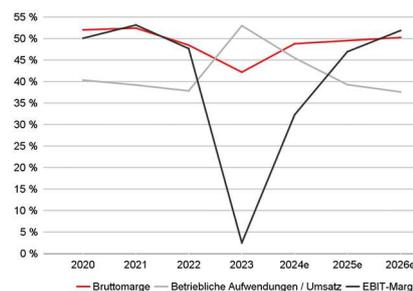
Guidance: Umsatz: 190-210 Mio. Euro; EBT Marge 0-5%

Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	40,3 %	39,2 %	37,8 %	53,0 %	45,5 %	39,2 %	37,6 %
Operating Leverage	3,4 x	1,6 x	0,1 x	n.a.	n.a.	13,7 x	2,7 x
EBITDA / Interest expenses	45,0 x	75,4 x	43,8 x	0,9 x	12,7 x	23,4 x	28,2 x
Steuerquote (EBT)	26,0 %	25,8 %	24,6 %	31,6 %	28,0 %	28,0 %	28,5 %
Ausschüttungsquote	38,4 %	29,8 %	19,6 %	0,0 %	0,0 %	43,8 %	36,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	210.964	248.528	242.173	182.155	188.859	219.430	252.125

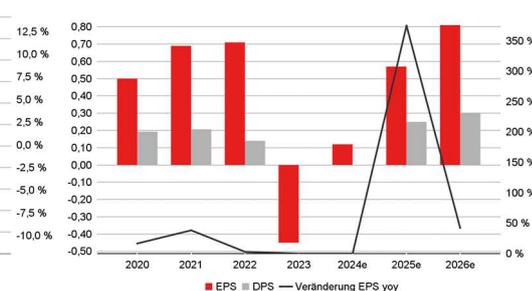
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

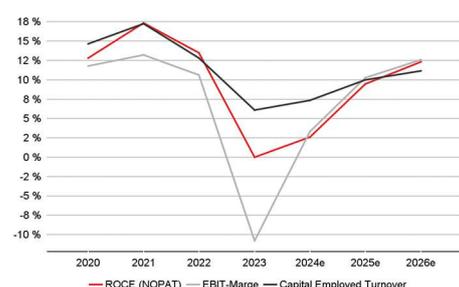
**Bilanz**

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	64,8	66,0	94,5	90,1	102,6	118,8	138,0
davon übrige imm. VG	3,7	6,5	13,8	13,7	24,3	37,0	51,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	27,5	27,5	46,1	45,8	45,8	45,8	45,8
Sachanlagen	29,3	28,7	29,4	36,9	30,9	25,7	20,4
Finanzanlagen	2,2	0,0	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	3,8	5,5	5,5	5,5	5,5
<b>Anlagevermögen</b>	<b>96,3</b>	<b>94,7</b>	<b>129,1</b>	<b>134,3</b>	<b>140,8</b>	<b>151,8</b>	<b>165,7</b>
Vorräte	20,0	37,1	50,3	44,0	34,2	33,0	38,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,5	33,3	41,2	27,4	26,1	29,2	32,0
Liquide Mittel	47,9	54,8	28,7	32,2	46,6	61,3	69,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	6,5	7,3	16,2	17,8	17,8	17,8	17,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>93,8</b>	<b>132,5</b>	<b>136,4</b>	<b>121,5</b>	<b>124,6</b>	<b>141,3</b>	<b>157,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>190,1</b>	<b>227,3</b>	<b>265,5</b>	<b>255,8</b>	<b>265,4</b>	<b>293,1</b>	<b>323,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,0	10,0	29,8	30,7	30,7	30,7	30,7
Kapitalrücklage	22,6	26,8	7,2	10,7	10,7	10,7	10,7
Gewinnrücklagen	87,1	94,2	107,2	102,5	106,3	123,8	148,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-4,8	-2,4	-2,8	-4,7	1,3	9,2	11,0
Buchwert	114,9	128,7	141,5	139,2	149,0	174,4	201,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>114,9</b>	<b>128,7</b>	<b>141,5</b>	<b>139,2</b>	<b>149,0</b>	<b>174,4</b>	<b>201,3</b>
Rückstellungen gesamt	9,4	16,0	14,6	9,3	9,3	9,3	9,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,1	1,6	2,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	45,1	54,4	79,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,1	4,1	4,0	9,7	9,7	9,7	9,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,1	18,8	19,4	14,7	14,5	16,7	20,0
Sonstige Verbindlichkeiten	9,7	9,4	10,9	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>75,2</b>	<b>98,6</b>	<b>124,0</b>	<b>116,6</b>	<b>116,4</b>	<b>118,6</b>	<b>121,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>190,1</b>	<b>227,3</b>	<b>265,5</b>	<b>255,8</b>	<b>265,4</b>	<b>293,1</b>	<b>323,2</b>

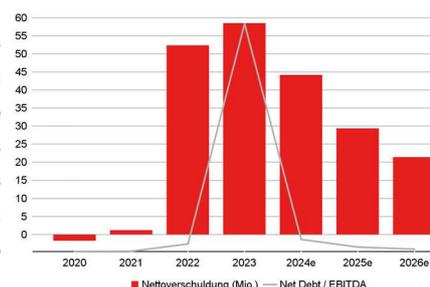
**Kennzahlen**

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,0 x	2,7 x	2,7 x	2,2 x	2,8 x	3,6 x	4,1 x
Capital Employed Turnover	1,5 x	1,7 x	1,4 x	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x
ROA	15,7 %	21,9 %	16,5 %	-10,3 %	2,7 %	11,6 %	15,1 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	12,8 %	17,3 %	13,5 %	n.a.	2,6 %	9,5 %	12,3 %
ROE	13,9 %	17,0 %	15,8 %	-9,8 %	2,7 %	10,9 %	13,3 %
Adj. ROE	13,4 %	17,0 %	15,8 %	-9,8 %	2,7 %	10,9 %	13,3 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-1,7	1,2	52,4	58,5	44,2	29,4	21,4
Nettofinanzverschuldung	-2,8	-0,4	50,4	57,2	42,8	28,0	20,1
Net Gearing	-1,5 %	0,9 %	37,0 %	42,0 %	29,6 %	16,8 %	10,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	110,2 %	3366,5 %	176,9 %	63,0 %	35,6 %
Buchwert je Aktie	3,7	4,3	4,7	4,5	4,8	5,7	6,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,6	2,1	1,6	1,6	1,5	1,8	2,1

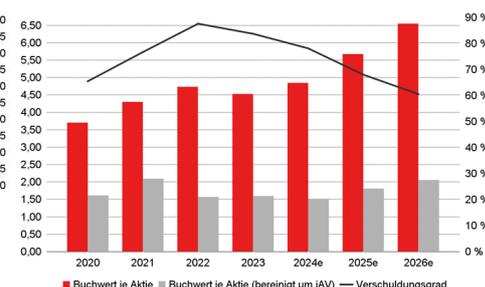
**ROCE Development**



**Netto Verschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

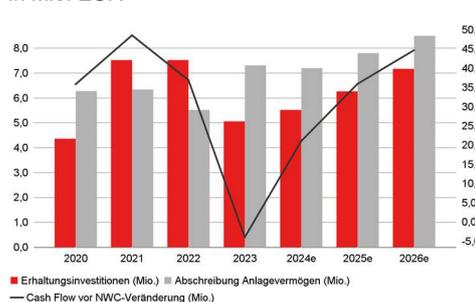
Cash flow

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	15,1	20,8	21,4	-13,8	3,8	17,6	25,0
Abschreibung Anlagevermögen	6,3	6,3	5,5	7,3	7,2	7,8	8,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,2	9,8	11,3	16,3	10,0	10,6	11,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,1	6,6	-1,3	-5,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5,1	5,1	0,0	-8,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>35,9</b>	<b>48,6</b>	<b>36,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>21,0</b>	<b>36,0</b>	<b>44,7</b>
Veränderung Vorräte	0,9	-17,1	-13,2	6,3	9,8	1,2	-5,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,1	-13,8	-7,9	13,8	1,3	-3,1	-2,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,5	7,8	0,6	-4,5	-0,2	2,2	3,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,1	-0,1	-4,0	-7,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	1,5	-23,2	-24,5	8,2	11,0	0,3	-4,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>37,3</b>	<b>25,3</b>	<b>12,4</b>	<b>4,2</b>	<b>32,0</b>	<b>36,3</b>	<b>39,8</b>
Investitionen in iAV	-20,6	-11,8	-20,8	-11,6	-12,5	-14,9	-16,9
Investitionen in Sachanlagen	-2,7	-3,9	-8,6	-1,9	-3,2	-4,6	-5,3
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,2	0,4	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-23,3</b>	<b>-15,3</b>	<b>-44,2</b>	<b>-13,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-19,5</b>	<b>-22,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,3	10,4	18,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,6	-5,8	-6,2	-4,2	0,0	0,0	-7,7
Erwerb eigener Aktien	-0,2	-3,9	-2,7	17,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>5,7</b>	<b>12,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-9,7</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>12,7</b>	<b>7,0</b>	<b>-26,1</b>	<b>3,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,8</b>	<b>8,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	47,9	54,8	28,7	32,2	46,6	61,3	69,3

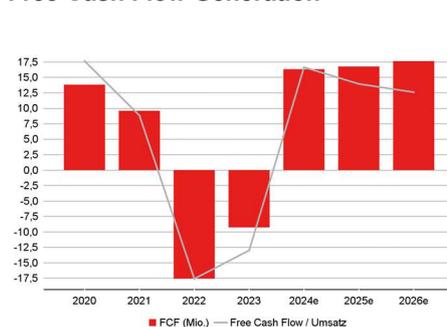
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	13,8	9,6	-17,6	-9,3	16,3	16,8	17,6
Free Cash Flow / Umsatz	8,1 %	4,5 %	-6,5 %	-4,6 %	7,7 %	6,6 %	6,0 %
Free Cash Flow Potential	24,9	29,8	31,3	3,0	17,2	31,4	39,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	91,6 %	46,3 %	-82,3 %	67,2 %	427,6 %	95,6 %	70,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,7 %	0,4 %	0,7 %	10,8 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,6 %	1,2 %	1,6 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	13,7 %	7,3 %	10,8 %	6,6 %	7,4 %	7,7 %	7,6 %
Maint. Capex / Umsatz	2,6 %	3,5 %	2,8 %	2,5 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	160,6 %	97,2 %	174,8 %	57,2 %	91,2 %	105,8 %	112,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,1 %	18,6 %	22,7 %	31,7 %	24,2 %	18,0 %	16,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	175,9 %	176,9 %	212,1 %	186,9 %	180,0 %	174,9 %	160,0 %
Vorratumschlag	4,1 x	2,8 x	2,8 x	2,7 x	3,2 x	3,9 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	42	57	55	49	45	42	40
Payables payment period (Tage)	49	67	50	46	49	48	50
Cash conversion cycle (Tage)	82	122	136	141	111	88	86

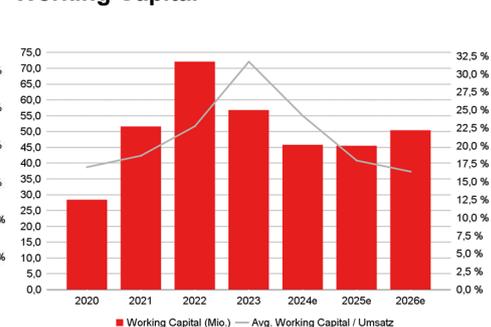
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

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

**URHEBERRECHTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

**QUELLEN**

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

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

---

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

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

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

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Basler	3, 5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005102008.htm">https://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**

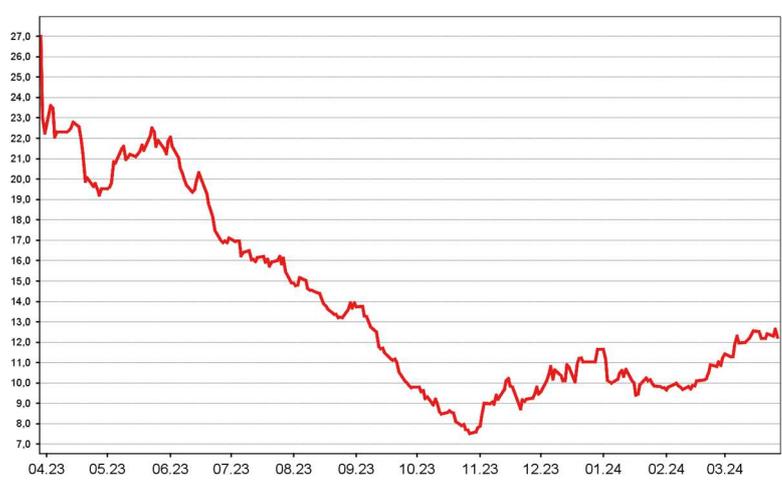
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	148	70
Halten	47	22
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>210</b>	<b>100</b>

**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	49	83
Halten	7	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BASLER] AM [28.03.2024]**



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

## EQUITIES

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

## RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SALES TRADING

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

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

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

## DESIGNATED SPONSORING

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

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

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

## MACRO RESEARCH

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

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

## Our research can be found under:

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

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

## For access please contact:

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

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