Basler

(CDAX, Technology, BSL GR)

WARBURG RESEARCH

Buy

EUR 18,00

Kurs	EUR 8,80
Upside	104,5 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	18,33
FCF-Value Potential 27e:	15,92

Warburg Risiko Score:	**1,9**
Bilanz Score:	2,8
Markt Liquidität Score:	1,0

Beschreibung:

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

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	270,5
Aktienanzahl (Mio.):	30,7
EV:	298,9
Freefloat MC:	110,9
Ø Trad. Vol. (30T):	85,78 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	41,00 %
Norbert Basler	53,00 %
Dr. Ley (CEO)	4,00 %
Eigene Aktien	2,00 %
Union Investment	*5,00 %*

Kennzahlen (WRe):	2025e
Beta:	1,2
KBV:	2,1 x
EK-Quote:	54 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	1,1 x
Net Debt / EBITDA:	1,1 x

Gut positioniert für Markterholung

Berichtete Kennzahlen Q4/2024:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	**Q4 24**	Q4 24e	Q4 23	yoy	**24**	24e	23	yoy
Umsatz	**47,0**	47,0	45,6	3 %	**183,7**	183,7	203,1	-10 %
EBT	**-7,0**	-7,1	-4,1	n.a.	**-12,0**	-12,0	-20,2	n.a.
Marge	*-15,0 %*	*-15,1 %*	*-9,0 %*		*-6,5 %*	*-6,5 %*	*-9,9 %*	
EPS	**-0,23**	-0,23	0,12	n.a.	**-0,45**	-0,45	-0,45	n.a.

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Endgültige Zahlen im Einklang mit Guidance und vorläufigen Zahlen.
- Umsatzrückgang um 9,6% aufgrund höherer Lagerbestände bei Kunden, Marktschwäche und aggressiver Preispolitik chinesischer Wettbewerber.
- EBT enthält Einmalaufwendungen in Höhe von EUR 6,9 Mio. im Zusammenhang mit Kostensenkungsmaßnahmen.
- Darüber hinaus wurde die Profitabilität durch die Abwertung von Vorräten belastet.

Die endgültigen Zahlen von Basler lagen innerhalb der Zielkorridore und bestätigten die vorläufigen Ergebnisse. Das Unternehmen gab auch eine Prognose für 2025 ab und passte seine mittelfristigen Ziele entsprechend unseren Erwartungen an. Der Umsatz ging um 9,6% ggü. Vj. auf EUR 183,7 Mio. zurück. Dies war das zweite Jahr in Folge, das von erhöhten Lagerbeständen bei Kunden und einer schwachen Basisnachfrage in allen Regionen und Branchen geprägt war. Als Reaktion auf die Marktentwicklung hat Basler Kostensenkungsmaßnahmen eingeleitet, um die Gewinnschwelle von EUR 200 Mio. Umsatz auf EUR 180 Mio. weiter zu senken. Dies belastete das Ergebnis mit Einmaleffekten in Höhe von EUR 6,9 Mio., die zusammen mit Vorratsabwertungen die Hauptursache für den hohen EBT-Verlust von EUR -12 Mio. waren.

Für 2025 erwartet das Unternehmen einen Umsatz von EUR 186-198 Mio. und eine EBT-Marge von 0-5%, was unseren Schätzungen entspricht (WRe alt: EUR 191,6 Mio. Umsatz, EBT-Marge 4,1%). Während die Visibilität für H2 nach wie vor gering ist, stieg der Auftragseingang in Q4 um +44% im Vergleich zum Vorquartal an und sollte zu einem soliden Q1 führen. Basler reduzierte auch das mittelfristige Umsatzziel von EUR 300 Mio. bis 2027 auf EUR >275 Mio. bis 2028. In früheren Telefonkonferenzen hatte das Management hinzugefügt, dass dieses Ziel nur erreicht werden kann, wenn sich die Märkte bis 2025 deutlich erholen. Da dies seither immer unwahrscheinlicher geworden ist, hatten wir unsere Schätzung für 2028 bereits auf EUR 294 Mio. reduziert. Wir haben sie nun weiter auf EUR 285 Mio. gesenkt, halten unsere Schätzung aber für vorsichtig.

Basler wird sich nur zusammen mit dem Markt erholen, aber wir glauben, dass das Unternehmen gut positioniert ist, um von einer Erholung zu profitieren. Die chinesischen Wettbewerber sind zwar preisaggressiver geworden und werden es auch bleiben, aber durch den Trend zum Near- und Reshoring ist ihre Wettbewerbsposition auf den westlichen Märkten, insbesondere in den USA, weniger relevant geworden. In China sind die Kunden nach wie vor preissensibel, aber bereit, einen Aufschlag für eine nicht-chinesische zweite Quelle für ihr Exportgeschäft zu zahlen. Der Umsatzanteil von Zubehörkomponenten ist gestiegen, was auf den Erfolg der Vollsortimentstrategie hindeutet. Schließlich dürfte die niedrigere Gewinnschwelle es dem Unternehmen ermöglichen, die angestrebte EBT-Marge von 12% früher als erwartet zu erreichen. Nach leichten Anpassungen unserer Schätzungen bestätigen wir unser Kursziel und unsere Kaufempfehlung für Basler.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -
Umsatz	191,6	0,9 %	223,0	-0,7 %	n.a.	n.m.
EBT	7,8	-25,5 %	19,7	-2,1 %	n.a.	n.m.
EPS	0,18	-22,2 %	0,46	-2,2 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Schätzungen für 2024 in Richtung Mitte der Guidance angepasst.
- Aufgrund der verbleibenden Unsicherheit über Zeitpunkt und Ausmaß der Erholung haben wir unsere Prognose für 2025 gesenkt.
- EBT-Marge für 2027 und 2028 erhöht, um erfolgreich umgesetzte Kostensenkungsmaßnahmen zu berücksichtigen.

Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	10,0 %
6 Monate:	-16,0 %
Jahresverlauf:	31,5 %
Letzte 12 Monate:	-35,4 %

Unternehmenstermine:

08.05.25	Q1
23.05.25	HV
07.08.25	Q2
06.11.25	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	11,2 %	214,7	272,2	203,1	183,7	193,4	221,4	252,3
Veränd. Umsatz yoy		26,0 %	26,8 %	-25,4 %	-9,5 %	5,3 %	14,5 %	14,0 %
Rohertragsmarge		*52,4 %*	*48,4 %*	*42,2 %*	*45,7 %*	*48,3 %*	*50,3 %*	*50,4 %*
EBITDA	73,4 %	44,5	45,8	1,7	10,0	25,7	40,5	52,2
Marge		*20,7 %*	*16,8 %*	*0,8 %*	*5,4 %*	*13,3 %*	*18,3 %*	*20,7 %*
EBIT	-	28,4	28,9	-21,9	-9,8	7,3	20,8	31,7
Marge		*13,2 %*	*10,6 %*	*-10,8 %*	*-5,3 %*	*3,8 %*	*9,4 %*	*12,5 %*
EBT		28,0	28,3	-20,2	-12,0	5,8	19,3	30,1
Marge		13,0 %	10,4 %	-9,9 %	-6,5 %	3,0 %	8,7 %	11,9 %
Nettoergebnis	-	20,8	21,4	-13,8	-13,7	4,2	13,8	21,6
EPS	-	0,69	0,71	-0,45	-0,45	0,14	0,45	0,70
DPS	-	0,21	0,14	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20
Dividendenrendite		0,5 %	0,4 %	n.a.	n.a.	n.a.	1,1 %	2,3 %
FCFPS		0,32	-0,59	-0,31	0,16	0,84	0,65	0,82
FCF / Marktkap.		0,8 %	-1,8 %	-1,6 %	1,6 %	9,6 %	7,4 %	9,4 %
EV / Umsatz		5,5 x	3,7 x	3,1 x	1,9 x	1,5 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA		26,5 x	22,3 x	370,5 x	34,7 x	11,6 x	6,9 x	5,0 x
EV / EBIT		41,7 x	35,2 x	n.a.	n.a.	40,9 x	13,5 x	8,2 x
KGV		57,2 x	45,6 x	n.a.	n.a.	62,9 x	19,6 x	12,6 x
FCF Potential Yield		2,5 %	3,1 %	0,5 %	1,2 %	6,9 %	11,5 %	16,0 %
ROE		17,0 %	15,8 %	-9,8 %	-10,4 %	3,3 %	10,2 %	14,3 %
ROCE (NOPAT)		17,3 %	13,5 %	n.a.	n.a.	3,2 %	9,6 %	15,0 %
Guidance:		Umsatz: 186-198 Mio. Euro; EBT -Marge 0-5%						

Analyst/-in

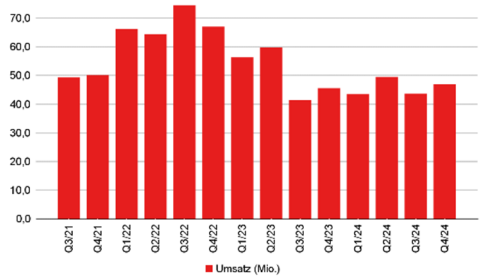
Robert-Jan van der Horst

rvanderhorst@warburg-research.com

+49 40 309537-290

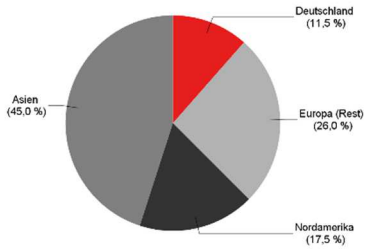
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



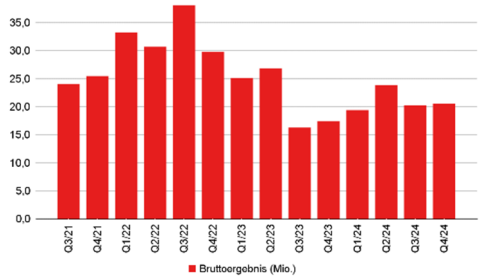
Quelle: Basler

Umsatz nach Regionen
2024; in %



Quelle: Basler

Entwicklung Rohertrag
in Mio. EUR



Quelle: Basler

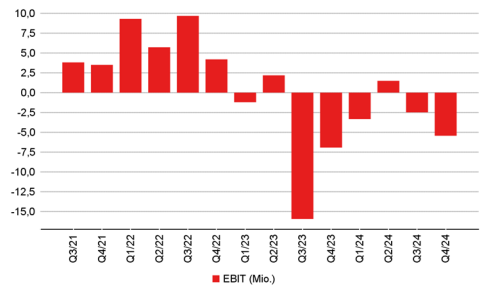
Unternehmenshintergrund

- 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

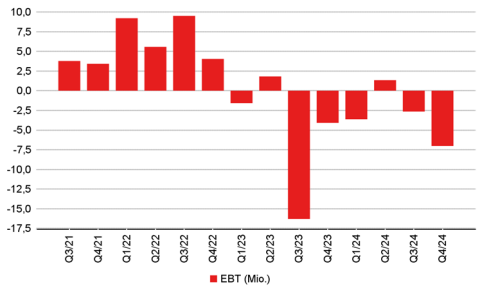
- Nach Stückzahlen der weltweit größte Anbieter auf dem fragmentierten und sich konsolidierenden Digitalkameramarkt für B2B-Anwendungen.
- Hohes Know-how in der Vision Technology: Basler hat einen der größten Entwicklerpools in der Branche und differenziert sich durch Kamerasoftware-Kompetenzen, die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



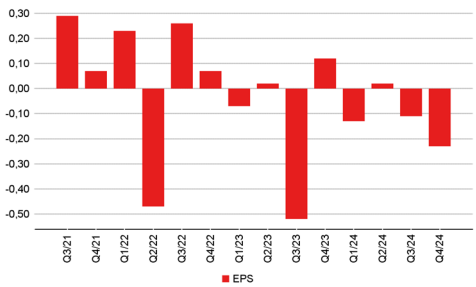
Quelle: Basler

EBT Entwicklung
in Mio. EUR



Quelle: Basler

EPS Entwicklung
in EUR



Quelle: Basler

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Umsatz	193,4	221,4	252,3	285,1	321,5	361,9	406,6	456,0	510,4	570,2	636,0	708,1	788,3	
Umsatzwachstum	*5,3 %*	*14,5 %*	*14,0 %*	*13,0 %*	*12,8 %*	*12,6 %*	*12,3 %*	*12,1 %*	*11,9 %*	*11,7 %*	*11,5 %*	*11,3 %*	*11,3 %*	*2,5 %*
EBIT	7,3	20,8	31,7	35,6	40,2	45,2	50,8	57,0	63,8	71,3	79,5	88,5	98,5	
EBIT-Marge	*3,8 %*	*9,4 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	*12,5 %*	
Steuerquote (EBT)	*28,0 %*	*28,5 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	
NOPAT	5,3	14,8	22,8	25,7	28,9	32,6	36,6	41,0	45,9	51,3	57,2	63,7	70,9	
Abschreibungen	18,4	19,7	20,5	22,8	24,1	25,3	26,4	29,6	33,2	37,1	41,3	46,0	51,2	
Abschreibungsquote	*9,5 %*	*8,9 %*	*8,1 %*	*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	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-13,4	0,8	1,4	6,4	6,2	6,9	7,6	8,4	9,2	10,2	11,2	12,3	13,6	
- Investitionen	14,1	16,7	19,4	21,7	24,1	25,3	27,6	30,1	33,2	37,1	41,3	46,0	51,2	
Investitionsquote	*7,3 %*	*7,5 %*	*7,7 %*	*7,6 %*	*7,5 %*	*7,0 %*	*6,8 %*	*6,6 %*	*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)	23,0	17,1	22,5	20,6	22,9	25,9	28,0	32,5	37,0	41,5	46,4	51,9	57,7	69
Barwert FCF	21,6	14,8	17,9	15,1	15,5	16,1	16,0	17,0	17,9	18,4	19,0	19,5	20,0	390
Anteil der Barwerte	8,76 %			28,19 %										63,05 %

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	1,40
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,10
WACC	**8,67 %**	**Beta**	**1,18**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2037e	229		
Terminal Value	390		
Zinstr. Verbindlichkeiten	72		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	18	Aktienzahl (Mio.)	30,7
Eigenkapitalwert	**564**	**Wert je Aktie (EUR)**	**18,33**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	**2,50 %**	2,75 %	3,00 %	3,25 %
1,38	9,7 %	13,99	14,27	14,58	14,91	15,26	15,64	16,04
1,28	9,2 %	15,36	15,71	16,08	16,48	16,92	17,38	17,89
1,23	8,9 %	16,13	16,51	16,93	17,37	17,85	18,37	18,94
1,18	8,7 %	16,96	17,38	17,84	**18,33**	18,87	19,45	20,09
1,13	8,4 %	17,85	18,32	18,83	19,38	19,99	20,64	21,36
1,08	8,2 %	18,82	19,35	19,91	20,53	21,21	21,95	22,77
0,98	7,7 %	21,02	21,68	22,39	23,18	24,05	25,01	26,07

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,38	9,7 %	12,70	13,44	14,17	14,91	15,64	16,38	17,11
1,28	9,2 %	14,08	14,88	15,68	16,48	17,29	18,09	18,89
1,23	8,9 %	14,85	15,69	16,53	17,37	18,21	19,05	19,89
1,18	8,7 %	15,69	16,57	17,45	**18,33**	19,22	20,10	20,98
1,13	8,4 %	16,60	17,53	18,46	19,38	20,31	21,24	22,17
1,08	8,2 %	17,60	18,58	19,56	20,53	21,51	22,48	23,46
0,98	7,7 %	19,91	21,00	22,09	23,18	24,27	25,36	26,45

- 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.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,8	21,4	-13,8	-13,7	4,2	13,8	21,6
+ Abschreibung + Amortisation	16,2	16,8	23,6	19,8	18,4	19,7	20,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,4	-0,6	1,7	-2,2	-1,5	-1,5	-1,6
- Erhaltungsinvestitionen	7,5	7,5	5,1	4,2	3,4	2,8	2,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Free Cash Flow Potential	**29,8**	**31,3**	**3,0**	**4,1**	**20,6**	**32,2**	**41,6**
FCF Potential Yield (on market EV)	2,5 %	3,1 %	0,5 %	1,2 %	6,9 %	11,5 %	16,0 %
WACC	8,67 %	8,67 %	8,67 %	8,67 %	8,67 %	8,67 %	8,67 %
= Enterprise Value (EV)	**1.181,7**	**1.019,3**	**629,1**	**347,8**	**298,9**	**280,9**	**260,7**
= Fair Enterprise Value	**343,9**	**360,7**	**34,6**	**47,0**	**238,2**	**371,4**	**479,7**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	50,9	50,9	50,9	50,9	27,0	9,0	-11,2
- Pensionsverbindlichkeiten	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
- 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	**291,6**	**308,5**	**n.a.**	**n.a.**	**209,8**	**361,0**	**489,5**
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,9	29,9	30,3	30,7	30,7	30,7	30,7
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	**9,75**	**10,32**	**n.a.**	**n.a.**	**6,83**	**11,74**	**15,92**
Premium (-) / Discount (+) in %					-22,4 %	33,5 %	81,0 %
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
11,67 %	6,61	7,02	n.a.	n.a.	4,83	8,64	11,91
10,67 %	7,39	7,83	n.a.	n.a.	5,37	9,48	13,00
9,67 %	8,33	8,82	n.a.	n.a.	6,02	10,49	14,31
WACC **8,67 %**	**9,75**	**10,32**	**n.a.**	**n.a.**	**6,83**	**11,74**	**15,92**
7,67 %	10,94	11,57	n.a.	0,03	7,84	13,32	17,96
6,67 %	12,84	13,55	n.a.	0,29	9,15	15,37	20,60
5,67 %	15,41	16,25	0,02	0,64	10,93	18,14	24,18

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

Wertermittlung

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	9,2 x	6,8 x	4,1 x	2,4 x	2,1 x	1,9 x	1,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,09	1,57	1,60	1,10	1,20	1,60	2,10
EV / Umsatz	5,5 x	3,7 x	3,1 x	1,9 x	1,5 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA	26,5 x	22,3 x	370,5 x	34,7 x	11,6 x	6,9 x	5,0 x
EV / EBIT	41,7 x	35,2 x	n.a.	n.a.	40,9 x	13,5 x	8,2 x
EV / EBIT adj.*	41,7 x	35,2 x	n.a.	n.a.	40,9 x	13,5 x	8,2 x
Kurs / FCF	122,9 x	n.a.	n.a.	61,1 x	10,4 x	13,5 x	10,7 x
KGV	57,2 x	45,6 x	n.a.	n.a.	62,9 x	19,6 x	12,6 x
KGV ber.*	57,2 x	45,6 x	n.a.	n.a.	62,9 x	19,6 x	12,6 x
Dividendenrendite	0,5 %	0,4 %	n.a.	n.a.	n.a.	1,1 %	2,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	2,5 %	3,1 %	0,5 %	1,2 %	6,9 %	11,5 %	16,0 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	**214,7**	**272,2**	**203,1**	**183,7**	**193,4**	**221,4**	**252,3**
Veränd. Umsatz yoy	26,0 %	26,8 %	-25,4 %	-9,5 %	5,3 %	14,5 %	14,0 %
Herstellungskosten	102,2	140,4	117,4	99,7	100,0	110,0	125,1
Bruttoergebnis	**112,5**	**131,8**	**85,7**	**84,0**	**93,4**	**111,4**	**127,2**
Bruttomarge	*52,4 %*	*48,4 %*	*42,2 %*	*45,7 %*	*48,3 %*	*50,3 %*	*50,4 %*
Forschung und Entwicklung	29,9	31,4	37,2	28,4	26,9	28,7	31,7
Vertriebskosten	34,9	47,9	42,9	39,8	37,7	39,8	41,1
Verwaltungskosten	20,4	26,7	29,9	27,7	22,2	22,9	23,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,3	0,5	0,4	0,8	0,5	0,5	0,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,3	3,6	2,7	2,8	1,2	1,3	1,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**44,5**	**45,8**	**1,7**	**10,0**	**25,7**	**40,5**	**52,2**
Marge	*20,7 %*	*16,8 %*	*0,8 %*	*5,4 %*	*13,3 %*	*18,3 %*	*20,7 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	6,3	5,5	7,3	7,4	7,8	8,5	8,8
EBITA	**38,2**	**40,2**	**-5,6**	**2,6**	**17,9**	**32,0**	**43,4**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,8	11,3	16,3	12,4	10,6	11,2	11,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**28,4**	**28,9**	**-21,9**	**-9,8**	**7,3**	**20,8**	**31,7**
Marge	*13,2 %*	*10,6 %*	*-10,8 %*	*-5,3 %*	*3,8 %*	*9,4 %*	*12,5 %*
EBIT adj.	**28,4**	**28,9**	**-9,7**	**-2,9**	**7,3**	**20,8**	**31,7**
Zinserträge	0,2	0,3	3,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,6	1,0	1,8	1,6	1,9	1,9	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,2	0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**28,0**	**28,3**	**-20,2**	**-12,0**	**5,8**	**19,3**	**30,1**
Marge	*13,0 %*	*10,4 %*	*-9,9 %*	*-6,5 %*	*3,0 %*	*8,7 %*	*11,9 %*
Steuern gesamt	7,2	7,0	-6,4	1,8	1,6	5,5	8,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**20,8**	**21,4**	**-13,8**	**-13,7**	**4,2**	**13,8**	**21,6**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**20,8**	**21,4**	**-13,8**	**-13,7**	**4,2**	**13,8**	**21,6**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**20,8**	**21,4**	**-13,8**	**-13,7**	**4,2**	**13,8**	**21,6**
Marge	*9,7 %*	*7,8 %*	*-6,8 %*	*-7,5 %*	*2,2 %*	*6,2 %*	*8,6 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,9	29,9	30,3	30,7	30,7	30,7	30,7
EPS	**0,69**	**0,71**	**-0,45**	**-0,45**	**0,14**	**0,45**	**0,70**
EPS adj.	0,69	0,71	-0,45	-0,45	0,14	0,45	0,70

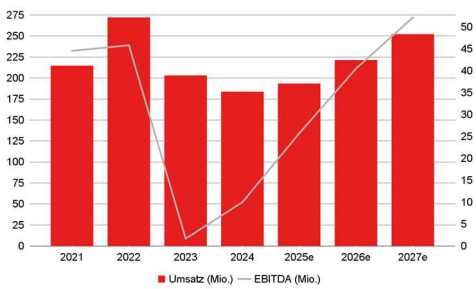
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz: 186-198 Mio. Euro; EBT -Marge 0-5%

Kennzahlen

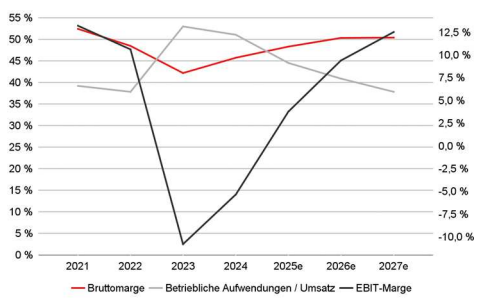
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	39,2 %	37,8 %	53,0 %	51,1 %	44,5 %	40,9 %	37,9 %
Operating Leverage	1,6 x	0,1 x	n.a.	5,8 x	n.a.	12,7 x	3,8 x
EBITDA / Interest expenses	75,4 x	43,8 x	0,9 x	6,1 x	13,5 x	21,3 x	26,1 x
Steuerquote (EBT)	25,8 %	24,6 %	31,6 %	-14,8 %	28,0 %	28,5 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	29,8 %	19,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	22,3 %	28,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	248.528	242.173	182.155	164.767	167.012	191.192	217.876

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



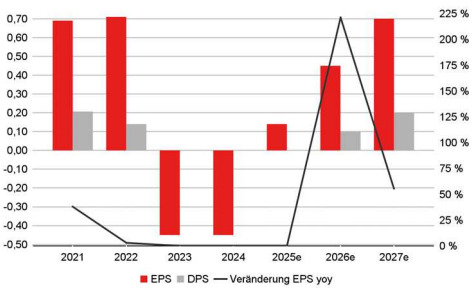
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

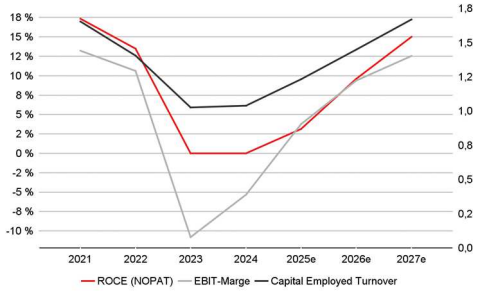
Bilanz

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	66,0	94,5	90,1	90,6	91,8	93,3	96,5
davon übrige imm. VG	6,5	13,8	13,7	10,4	10,5	10,5	10,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	27,5	46,1	45,8	49,4	49,4	49,4	49,4
Sachanlagen	28,7	29,4	36,9	31,3	23,8	17,3	11,1
Finanzanlagen	0,0	1,4	1,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	3,8	5,5	7,3	7,3	7,3	7,3
Anlagevermögen	**94,7**	**129,1**	**134,3**	**129,6**	**123,3**	**118,3**	**115,2**
Vorräte	37,1	50,3	44,0	38,8	29,3	31,6	33,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33,3	41,2	27,4	28,4	24,4	25,5	27,6
Liquide Mittel	54,8	28,7	32,2	21,3	45,2	63,2	83,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7,3	16,2	17,8	15,5	15,5	15,5	15,5
Umlaufvermögen	**132,5**	**136,4**	**121,5**	**104,0**	**114,4**	**135,8**	**159,7**
Bilanzsumme (Aktiva)	**227,3**	**265,5**	**255,8**	**233,6**	**237,7**	**254,1**	**274,9**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	29,8	30,7	30,7	30,7	30,7	30,7
Kapitalrücklage	26,8	7,2	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Gewinnrücklagen	94,2	107,2	102,5	88,7	92,9	106,7	128,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-2,4	-2,8	-4,7	-5,7	-5,7	-5,7	-8,8
Buchwert	128,7	141,5	139,2	124,4	128,6	142,4	160,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**128,7**	**141,5**	**139,2**	**124,4**	**128,6**	**142,4**	**160,9**
Rückstellungen gesamt	16,0	14,6	9,3	10,0	10,0	10,0	10,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,6	2,0	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	54,4	79,1	89,4	72,2	72,2	72,2	72,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,1	4,0	9,7	8,3	8,3	8,3	8,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	18,8	19,4	14,7	13,9	13,8	16,4	18,7
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4	10,9	3,2	13,0	13,0	13,0	13,0
Verbindlichkeiten	**98,6**	**124,0**	**116,6**	**109,2**	**109,1**	**111,7**	**114,0**
Bilanzsumme (Passiva)	**227,3**	**265,5**	**255,8**	**233,6**	**237,7**	**254,1**	**274,9**

Kennzahlen

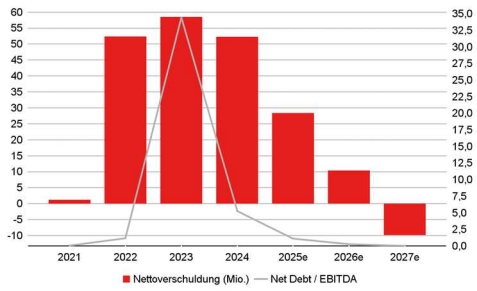
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,7 x	2,7 x	2,2 x	2,2 x	3,0 x	3,8 x	4,7 x
Capital Employed Turnover	1,7 x	1,4 x	1,0 x	1,0 x	1,2 x	1,4 x	1,7 x
ROA	21,9 %	16,5 %	-10,3 %	-10,6 %	3,4 %	11,6 %	18,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	17,3 %	13,5 %	n.a.	n.a.	3,2 %	9,6 %	15,0 %
ROE	17,0 %	15,8 %	-9,8 %	-10,4 %	3,3 %	10,2 %	14,3 %
Adj. ROE	17,0 %	15,8 %	-9,8 %	-10,4 %	3,3 %	10,2 %	14,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	1,2	52,4	58,5	52,3	28,4	10,4	-9,8
Nettofinanzverschuldung	-0,4	50,4	57,2	50,9	27,0	9,0	-11,2
Net Gearing	0,9 %	37,0 %	42,0 %	42,0 %	22,1 %	7,3 %	-6,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	110,2 %	3366,5 %	508,7 %	105,1 %	22,3 %	n.a.
Buchwert je Aktie	4,3	4,7	4,5	4,0	4,2	4,6	5,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,1	1,6	1,6	1,1	1,2	1,6	2,1

ROCE Development



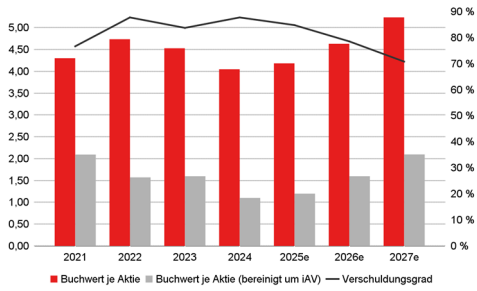
Quelle: Warburg Research

Netto Verschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

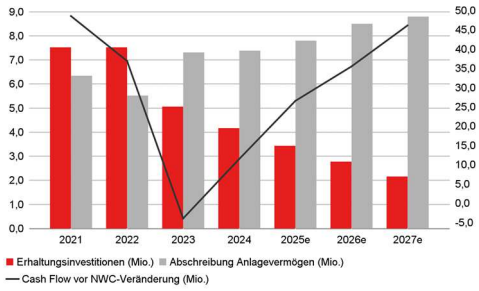
Cash flow

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	20,8	21,4	-13,8	-13,7	4,2	13,8	21,6
Abschreibung Anlagevermögen	6,3	5,5	7,3	7,4	7,8	8,5	8,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,8	11,3	16,3	12,4	10,6	11,2	11,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	6,6	-1,3	-5,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5,1	0,0	-8,4	4,7	4,0	2,0	4,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**48,6**	**36,9**	**-3,9**	**11,5**	**26,6**	**35,5**	**46,1**
Veränderung Vorräte	-17,1	-13,2	6,3	5,2	9,5	-2,3	-1,6
Veränderung Forderungen aus L+L	-13,8	-7,9	13,8	-1,0	4,0	-1,1	-2,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	7,8	0,6	-4,5	-1,3	-0,1	2,6	2,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	-4,0	-7,3	0,2	0,0	2,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-23,2	-24,5	8,2	3,2	13,4	1,2	-1,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**25,3**	**12,4**	**4,2**	**14,6**	**40,0**	**36,7**	**44,7**
Investitionen in iAV	-11,8	-20,8	-11,6	-8,4	-11,8	-12,7	-14,9
Investitionen in Sachanlagen	-3,9	-8,6	-1,9	-1,4	-2,3	-4,0	-4,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-14,5	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-0,4	-1,2	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,4	0,3	0,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-15,3**	**-44,2**	**-13,4**	**-13,3**	**-14,1**	**-16,7**	**-19,4**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	10,4	18,0	0,3	-11,6	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-5,8	-6,2	-4,2	0,0	0,0	0,0	-3,1
Erwerb eigener Aktien	-3,9	-2,7	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-3,1**	**5,7**	**12,7**	**-12,3**	**-2,0**	**-2,0**	**-5,1**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**7,0**	**-26,1**	**3,5**	**-11,0**	**23,9**	**18,0**	**20,2**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	54,8	28,7	32,2	21,3	45,2	63,2	83,4

Kennzahlen

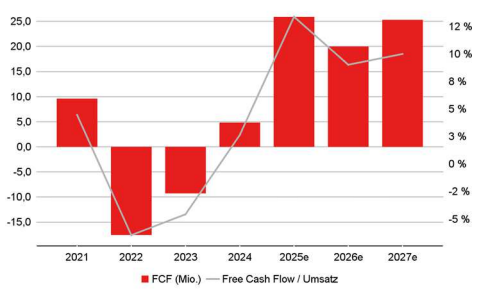
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitalfluss							
FCF	9,6	-17,6	-9,3	4,8	25,9	20,0	25,3
Free Cash Flow / Umsatz	4,5 %	-6,5 %	-4,6 %	2,6 %	13,4 %	9,0 %	10,0 %
Free Cash Flow Potential	29,8	31,3	3,0	4,1	20,6	32,2	41,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	46,3 %	-82,3 %	67,2 %	-35,2 %	618,7 %	145,1 %	116,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,4 %	0,7 %	10,8 %	1,9 %	1,2 %	0,7 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,2 %	1,6 %	2,1 %	2,0 %	2,6 %	2,6 %	2,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,3 %	10,8 %	6,6 %	5,3 %	7,3 %	7,5 %	7,7 %
Maint. Capex / Umsatz	3,5 %	2,8 %	2,5 %	2,3 %	1,8 %	1,3 %	0,9 %
CAPEX / Abschreibungen	97,2 %	174,8 %	57,2 %	49,5 %	76,7 %	84,7 %	94,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,6 %	22,7 %	31,7 %	30,0 %	24,1 %	18,2 %	16,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	176,9 %	212,1 %	186,9 %	204,7 %	176,8 %	155,5 %	147,6 %
Vorratsumschlag	2,8 x	2,8 x	2,7 x	2,6 x	3,4 x	3,5 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	57	55	49	56	46	42	40
Payables payment period (Tage)	67	50	46	51	50	54	55
Cash conversion cycle (Tage)	122	136	141	148	103	92	82

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



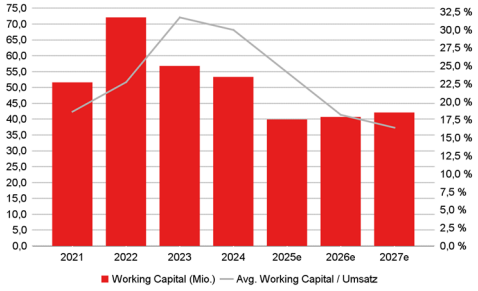
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

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

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

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

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.

-6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.

-6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.

-6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Basler	3, 5	https://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	146	73
Halten	42	21
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	**200**	**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	40	78
Halten	7	14
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	3	6
Gesamt	**51**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BASLER] AM [31.03.2025]

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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

DESIGNATED SPONSORING

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	LSEG	www.lseg.com
Bloomberg	RESP MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

For access please contact:

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

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