

Buy EUR 15,90 (EUR 18,60) Kurs EUR 8,14 Upside 95,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 15,92	Warburg Risiko Score: 2,9 Bilanz Score: 4,8 Markt Liquidität Score: 1,0	Beschreibung: Betreiber des Brokers Smartbroker sowie Finanzportalen
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 136,60 Aktienanzahl (Mio.): 16,78 EV: 125,28 Freefloat MC: 49,18 Ø Trad. Vol. (30T): 37,41 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 36,00 % Executive & Supervisory Board 5,00 % André Kolbinger/AKD 59,00 %	Kennzahlen (WRe): 2026e Beta: 1,4 KBV: 4,8 x EK-Quote: 63 %

Robust H1, but slower customer growth lowers estimates and PT

Berichtete Kennzahlen H1/2026:

in EUR Mio.	H1/26	H1/26e	H1/25	ggü. Vj.
Umsatz Konzern	35,4	34,7	32,3	10%
EBITDA Konzern	2,2	1,7	0,1	3.392%
Kundenakquisitionskosten (CAC)	4,9	4,3	4,7	3%
EBITDA vor CAC	7,1	6,0	4,8	48%
EBITDA-Marge vor CAC	20,0%	17,3%	14,9%	
Mediengeschäft				
Umsatz	14,4	14,0	13,5	7%
EBITDA	3,8	3,5	3,2	19%
EBITDA-Marge	26,4%	25,0%	23,7%	
Brokerage				
Umsatz	21,0	20,7	18,8	12%
EBITDA	-1,6	-1,8	-3,1	n.a.

Kommentar zu den Kennzahlen:

- **H1-Zahlen deutlich über den Erwartungen und von guter Qualität:** Der Konzernumsatz stieg um 10% auf 35,4 Mio. EUR (WRe 34,7 Mio. EUR), und das operative EBITDA nach Kundengewinnungskosten verbesserte sich deutlich auf 2,2 Mio. EUR (WRe 1,7 Mio. EUR; VJ 0,1 Mio. EUR).
- **Entscheidend ist die Zusammensetzung:** Das EBITDA vor Kundengewinnungskosten lag bei 7,1 Mio. EUR, 18% über unserer Schätzung von 6,0 Mio. EUR und 48% über dem Vorjahreswert, wobei die Marge von 14,9% auf 20,0% stieg (WRe 17,3%). Die positive Überraschung resultiert aus der operativen Ertragskraft und nicht aus zurückgehaltenem Marketing. Im Gegenteil: Die Kundengewinnungskosten von 4,9 Mio. EUR lagen 14% über unserer Annahme. Gemessen am eigenen H1-Plan des Unternehmens (1,5 Mio. EUR) fiel das EBITDA um 47% höher aus.
- **Der Konzernnettoverlust verringerte sich auf -2,9 Mio. EUR (VJ -5,2 Mio. EUR), getragen von der stärkeren Umsatzentwicklung.**

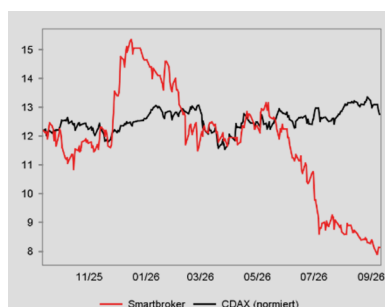
- **Beide operativen Segmente übertrafen die Erwartungen:** 1) Das Segment Media verzeichnete einen Umsatzzanstieg von 7% auf 14,4 Mio. EUR (WRe 14,0 Mio. EUR) bei einer EBITDA-Verbesserung von 19% auf 3,8 Mio. EUR (WRe 3,5 Mio. EUR). Die Marge verbesserte sich auf 26,4% (H1/25: 23,7 %). Dies zeigt, dass Media über die Monetarisierung wächst und nicht über zusätzliche Reichweite (Seitenaufrufe von 1,48 Mrd., -1% ggü. Vj., bzw. kumuliert bis Juli 1,69 Mrd., -3%, wobei die Wachstumsraten seit März in jedem einzelnen Monat negativ waren). Umsatz und Marge stiegen dennoch, gestützt von höheren Erlösen je Seitenaufwurf und einem stabilen Werbeumfeld im Retail-Finanzbereich. 2) Im Segment Brokerage profitierte Smartbroker von einer höheren Handelsaktivität je Kunde (+14%) sowie einem Nettokundenwachstum von 26.000. Der Umsatz stieg um 12% auf 21,0 Mio. EUR (WRe 20,7 Mio. EUR), während das EBITDA mit -1,6 Mio. EUR (WRe -1,8 Mio. EUR; VJ

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -	2028e (alt)	+ / -
Umsatz	70,90	-1,6 %	82,19	-4,5 %	n.a.	n.m.
EBITDA	2,07	n.m.	11,34	-56,9 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- **Unsere Umsatzschätzung für 2026 wurde nur marginal angepasst.** Für 2027 resultiert die Reduzierung aus einem geringeren Kundenwachstum vor dem Hintergrund des anhaltend starken Wettbewerbs um Neukunden, insbesondere um Kunden mit höherer Aktivität.
- **Unsere angepassten EBITDA-Schätzungen spiegeln unsere Erwartung höherer Marketingausgaben für die Kundengewinnung wider, unter anderem für das Altersvorsorgedepot.**



Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	-4,1 %
6 Monate:	-39,1 %
Jahresverlauf:	-45,6 %
Letzte 12 Monate:	-39,1 %

Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (25-28e)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	8,3 %	52,79	46,54	52,48	68,28	69,74	78,45	86,62
Veränd. Umsatz yoy		9,5 %	-11,8 %	12,8 %	30,1 %	2,1 %	12,5 %	10,4 %
Rohertragsmarge		64,6 %	59,9 %	60,2 %	44,4 %	52,3 %	53,1 %	56,8 %
EBITDA	-	8,77	1,34	8,97	-0,33	-0,10	4,89	10,92
Marge		16,6 %	2,9 %	17,1 %	-0,5 %	-0,1 %	6,2 %	12,6 %
EBIT	-	-8,41	-5,22	-1,70	-10,60	-10,15	-6,09	-0,93
Marge		-15,9 %	-11,2 %	-3,2 %	-15,5 %	-14,6 %	-7,8 %	-1,1 %
Nettoergebnis	-	-10,07	-5,98	-1,39	-10,56	-9,95	-6,19	-1,13
EPS	-	-0,64	-0,38	-0,08	-0,63	-0,59	-0,37	-0,07
EPS adj.	-	-0,64	-0,38	-0,08	-0,63	-0,59	-0,37	-0,07
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		-0,82	-0,71	0,37	0,03	-0,34	-0,04	0,32
EV / Umsatz		3,9 x	3,1 x	2,0 x	2,6 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
EV / EBITDA		23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	n.a.	25,7 x	11,0 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield		4,2 %	0,5 %	8,8 %	-0,3 %	0,1 %	3,8 %	8,9 %
Nettoverschuldung		-12,51	-1,82	-15,82	-16,95	-11,32	-10,72	-16,13
ROE		-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-24,0 %	-29,7 %	-22,4 %	-4,3 %
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Guidance:		2026: Umsatz EUR 67m-72m; EBITDA EUR -1.5m bis 1.5m						

-3,1 Mio. EUR) negativ blieb. Die Verlustreduzierung um 1,5 Mio. EUR trotz höherer Marketingausgaben deutet unserer Ansicht nach auf solide Deckungsbeiträge aus dem Bestandskundengeschäft hin.

- Die Details zur Handelsaktivität und zu den Assets under Custody lesen sich positiv. Die Anzahl der Trades stieg um 52% auf 4,66 Mio. (VJ 3,06 Mio.), bei einem Kundenwachstum von 28%. Auf annualisierter Basis entspricht dies 33,8 Trades je Kunde nach 29,5 (WRe), ein Anstieg von 14%. Mit 860.000 Ausführungen war der Juni der stärkste Monat in der Unternehmensgeschichte und zeigt die Skalierbarkeit der Plattform. Die AuC stiegen deutlich um 43% auf 17,54 Mrd. EUR, und trotz des weiteren Kundenwachstums stiegen die AuC je Kunde um 11% auf 61.000 EUR. Produktseitig stiegen die Kundenguthaben auf Verrechnungskonten und verzinslichen Konten auf 1,12 Mrd. EUR (VJ 0,78 Mrd. EUR) sowie das Volumen der Lombarkredite auf 52 Mio. EUR (VJ 34 Mio. EUR). Beide generieren Zinserträge, die in einem PFOF-freien Modell an Bedeutung gewinnen.
- Die monatlichen KPI-Veröffentlichungen hatten bereits seit März signalisiert, dass die Neukundengewinnung 2026 zum Engpass werden würde: Smartbroker gewann rund 31.000 Neukunden brutto (26.000 netto), wobei die CAC deutlich auf rund 157 EUR anstiegen, nach durchschnittlich 129 EUR im Jahr 2025 und einer Planung von 125 EUR. Das Management verweist auf einen Anstieg von 120 EUR auf rund 160 EUR. Nach 14.000 Neukunden allein im Januar und Februar schwächte sich die Dynamik ab März ab. Der Prognosebericht deutet nun auf ein Bruttokundenwachstum im oberen fünfstelligen Bereich hin, was unserer bisherigen Bruttoannahme von 90.000 gegenübersteht. Das verbleibende Marketingbudget von 7,6 Mio. EUR aus den geplanten 12,5 Mio. EUR reicht beim aktuellen CAC-Niveau für rund 47.000 Kunden, bzw. für gut 60.000, sollte die CAC wieder auf 125 EUR zurückgehen.
- Unterhalb der Neukundenzahl finden sich positive Signale: Die Zahl der ausgeführten Sparpläne lag im Juli bei 156.000 nach 86.000 im Vorjahresmonat (+81%), was unserer Ansicht nach der relevanteste Frühindikator für das Altersvorsorgedepot sein könnte. Der margenstärkere Anteil der Derivate-Trades stieg von 24% auf 28%, während die Krypto-Volumina mit 4 Mio. EUR unbedeutend blieben.
- Die Guidance von 67 bis 72 Mio. EUR Umsatz und operativem EBITDA nach CAC von -1,5 bis +1,5 Mio. EUR wurde bestätigt: Dies impliziert ein konservatives H2 mit einem Umsatz von 31,6 bis 36,6 Mio. EUR (H1/26: 35,4 Mio. EUR; H2/25: 36,7 Mio. EUR) und einem EBITDA von -3,7 bis -0,7 Mio. EUR, nach rund -0,1 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum. Zwei Effekte sind hierbei jedoch zu berücksichtigen: 1) Wie ausgeprägt ist der Gegenwind durch den Wegfall von PFOF zum 1. Juli? Im Zeitraum Januar bis April 2026 entfielen rund 11% der Gesamterlöse auf diese Einnahmen, sodass im H2 rund 4 Mio. EUR Umsatz betroffen sein dürften, was Smartbroker zumindest teilweise durch eine Anpassung der Kostenstruktur auszugleichen plant. 2) Wir erwarten, dass das verbleibende Marketingbudget von 7,6 Mio. EUR im H2 ausgegeben wird und sich das Unternehmen zusätzlich mit weiteren Marketingausgaben für das Altersvorsorgedepot positioniert. Diese Option wurde explizit als Grund für die Inanspruchnahme einer Working-Capital-Linie von 20 Mio. EUR genannt.
- Die Bilanz ist unserer Ansicht nach solide, mit einer Eigenkapitalquote von 75% (H1/26) und liquiden Mitteln von 19,0 Mio. EUR. Darin enthalten ist eine in Anspruch genommene DZ-Bank-Kreditlinie von 1,9 Mio. EUR. Die 20-Mio.-EUR-Linie bietet den entsprechenden Puffer als Marketingreserve. Der operative Cashflow lag bei -1,3 Mio. EUR. Für das Gesamtjahr wird ein leicht positiver Wert erwartet, was im H2 trotz des Q4-Marketings +1,5 bis 2 Mio. EUR erfordern würde und uns ambitioniert erscheint.
- Fazit:** Umsatz und Ergebnis fielen besser als erwartet aus, was auch auf die Gewinnung aktiver Kunden schließen lässt. Das erwartete Kundenwachstum wurde an die aktuellen Marktbedingungen angepasst. Ein möglicher Auslöser ist die Q4-Kampagne für das neue staatlich geförderte Altersvorsorgedepot im Vorfeld des Marktstarts im Januar 2027. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung, passen unsere Schätzungen jedoch an eine erwartete schwächere Dynamik bei neuen aktiven Kunden sowie insgesamt höhere CAC infolge des Wettbewerbsumfelds an. Unser neues Kursziel liegt bei 15,90 EUR (DCF).

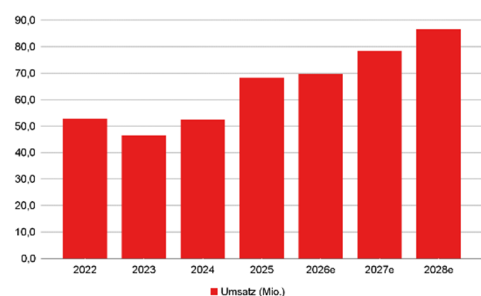
Kern-KPIs

Mediengeschäft	H1/26	H1/25	ggü. Vj.
Seitenaufufe auf Finanzportalen in Mrd.	1,48	1,49	-1%

Brokerage

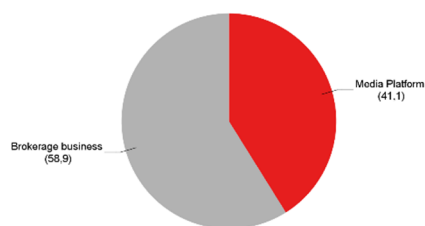
Anzahl Kunden in Tsd.	285	222	28%
Kundenwachstum 2026 ytd. (Juli)	26		
Anzahl Trades	4,66	3,06	52%
Durchschnittliche Trades pro Kunde	33,8	29,5	14%
Verwahrtes Vermögen (AuC)	17.537	12.224	43%
AuC/Kunde in EUR Tsd.	61	55	11%

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



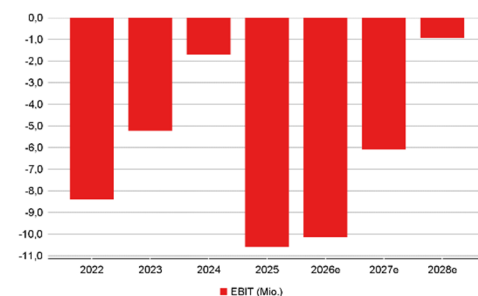
Quelle: Warburg Research

Umsatzaufteilung nach Segmenten
2025; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

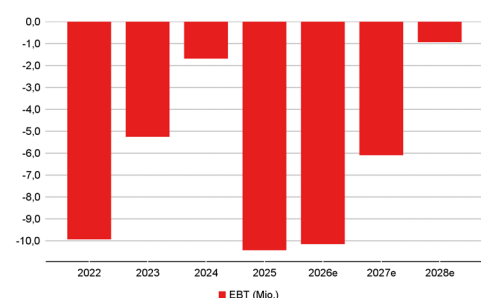
Unternehmenshintergrund

- Das Geschäftsmodell von Smartbroker unterteilt sich in die Segmente Mediengeschäft sowie das Transaktionsgeschäft, das in der Smartbroker AG gebündelt ist.
- Im Mediengeschäft betreibt Smartbroker die Finanzinformationsplattformen wallstreet-online, boersennews, finanznachrichten und ariva und sind mit 2,5 Mrd. Seitenaufrufen und 1 Mio. registrierter Nutzer die Nr. 1 in D
- Im Segment Transaktionsgeschäft bietet das Unternehmen mit der neuen Plattform SMARTBROKER+ eine breite Palette von Dienstleistungen im Bereich des Online-Wertpapierhandels an.
- Das Unternehmen hat sich erfolgreich als Hybrid aus Neobroker und klassischem Online-Broker positioniert und seine Wertschöpfungskette entlang der Finanzdienstleistungen und Kapitalmärkte diversifiziert.
- Das für Kunden mögliche attraktive one-stop-shopping sollte Smartbroker die Möglichkeit geben, das starke Kundenwachstum aus dem Jahr 2025 (WRe + 76k Neukunden) auch in den Folgejahren zu erreichen.

Wettbewerbsqualität

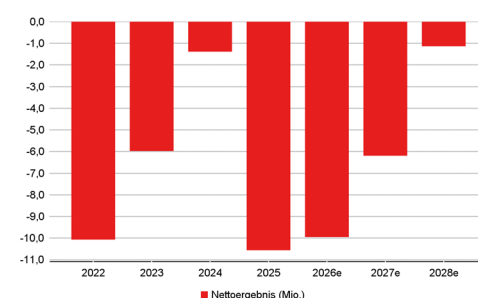
- Smartbroker ist im deutschen Markt gut positioniert als "Best-of-Both-Worlds"-Anbieter. Die größten Stärken liegen in der attraktiven Kombination aus Vollsortiment und Niedrigpreisen.
- Die im Jahr 2024 neu eingeführte Plattform SMARTBROKER + hat die Wachstumsmöglichkeiten im transaktionsbasierten Geschäft deutlich erhöht.
- Die in 2025 intensivierte Marketingstrategie ist bei durchschnittlichen Marketingkosten pro Kunde von ~115 EUR sehr erfolgreich und wird unterstützt durch eine konsequente Weiterentwicklung der Produktpalette.
- Fokus auf Nutzererfahrung und Marketing sollte Smartbroker auf Augenhöhe mit führenden Neobrokern bringen, um das große Wachstumspotenzial im Retail-Brokerage optimal zu nutzen.
- Diversifizierte Erlöse aus den Segmenten Medien- und Transaktionsgeschäft sowie steigende wiederkehrende Einnahmen sollten die Abhängigkeit von PFOF-Erlösen senken und die Zyklichkeit des Geschäftsmodells senken.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	2038e	
Umsatz	69,74	78,45	86,62	95,28	104,81	115,29	124,51	133,23	141,22	146,87	151,28	154,30	156,62	2,0 %
Umsatzwachstum	2,1 %	12,5 %	10,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	
EBIT	-10,15	-6,09	-0,93	4,76	10,48	11,53	24,90	33,31	35,31	36,72	37,82	38,58	46,98	20,0 %
EBIT-Marge	-14,6 %	-7,8 %	-1,1 %	5,0 %	10,0 %	10,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	30,0 %	
Steuerquote (EBT)	2,0 %	-1,6 %	-21,4 %	30,0 %	30,0 %	29,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
NOPAT	-9,95	-6,19	-1,13	3,33	7,34	8,19	17,93	24,31	25,77	26,80	27,61	28,16	34,30	
Abschreibungen	10,05	10,99	11,86	9,53	8,38	5,76	3,74	4,00	4,24	4,41	4,54	4,63	4,70	3,0 %
Abschreibungsquote	14,4 %	14,0 %	13,7 %	10,0 %	8,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,73	0,40	0,30	0,51	0,38	0,42	0,37	0,35	0,32	0,23	0,18	0,12	0,09	0,09
- Investitionen	5,00	5,00	5,02	5,72	5,24	4,61	3,74	4,00	4,24	4,41	4,54	4,63	4,70	
Investitionsquote	7,2 %	6,4 %	5,8 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-5,62	-0,61	5,41	6,63	10,10	8,92	17,56	23,97	25,45	26,58	27,43	28,04	34,21	35
Barwert FCF	-5,80	-0,57	4,63	5,18	7,19	5,78	10,38	12,91	12,50	11,89	11,19	10,42	11,59	153
Anteil der Barwerte	-0,69 %			39,58 %										61,11 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:

Fremdkapitalquote	9,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	2,4 %
Marktrendite	8,25 %
Risikofreie Rendite	2,75 %

WACC 9,72 %

Herleitung Beta:

Finanzielle Stabilität	1,40
Liquidität (Akte)	1,50
Zyklizität	1,40
Transparenz	1,40
Sonstiges	1,30

Beta 1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2038e

Terminal Value 153

Zinstr. Verbindlichkeiten 3

Pensionsrückstellungen 0

Hybridkapital 0

Minderheiten 0

Marktwert v. Beteiligungen 0

Liquide Mittel 20

Eigenkapitalwert 267

Aktienzahl (Mio.) 16,8

Wert je Aktie (EUR) 15,92

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,60	10,7 %	13,08	13,27	13,46	13,66	13,87	14,10	14,34	1,60	10,7 %	12,68	13,00	13,33	13,66	13,99	14,31	14,64
1,50	10,2 %	14,04	14,25	14,48	14,71	14,97	15,24	15,53	1,50	10,2 %	13,68	14,02	14,37	14,71	15,06	15,41	15,75
1,45	10,0 %	14,56	14,79	15,03	15,30	15,57	15,87	16,19	1,45	10,0 %	14,23	14,58	14,94	15,30	15,65	16,01	16,37
1,40	9,7 %	15,11	15,36	15,63	15,92	16,22	16,55	16,90	1,40	9,7 %	14,81	15,18	15,55	15,92	16,28	16,65	17,02
1,35	9,5 %	15,70	15,98	16,27	16,58	16,92	17,27	17,66	1,35	9,5 %	15,44	15,82	16,20	16,58	16,96	17,34	17,72
1,30	9,2 %	16,33	16,63	16,95	17,30	17,66	18,06	18,49	1,30	9,2 %	16,12	16,51	16,90	17,30	17,69	18,08	18,47
1,20	8,7 %	17,72	18,08	18,47	18,89	19,34	19,83	20,35	1,20	8,7 %	17,63	18,05	18,47	18,89	19,31	19,73	20,15

- Die langfristige EBIT marge von 30% wird ab dem Jahr 2031 erwartet

Wertermittlung	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
KBV	4,5 x	3,4 x	2,5 x	5,0 x	4,8 x	5,1 x	5,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,00	0,27	1,04	0,96	0,65	0,63	0,97
EV / Umsatz	3,9 x	3,1 x	2,0 x	2,6 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
EV / EBITDA	23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	n.a.	25,7 x	11,0 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	19,6 x	336,3 x	n.a.	n.a.	25,3 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	4,2 %	0,5 %	8,8 %	-0,3 %	0,1 %	3,8 %	8,9 %
*Adjustiert um:	-						

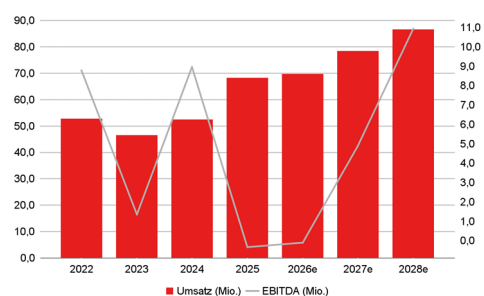
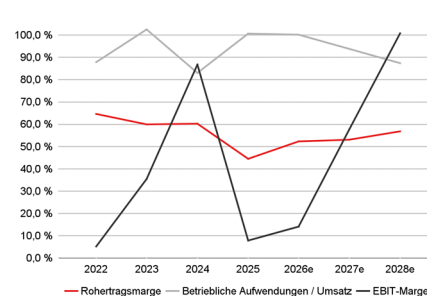
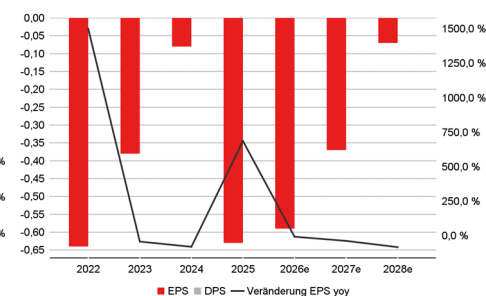
GuV

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	52,79	46,54	52,48	68,28	69,74	78,45	86,62
Veränd. Umsatz yoy	9,5 %	-11,8 %	12,8 %	30,1 %	2,1 %	12,5 %	10,4 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	2,39	2,54	0,04	0,15	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	55,18	49,09	52,52	68,42	69,74	78,45	86,62
Materialaufwand	21,06	21,22	20,93	38,10	33,29	36,83	37,38
Rohertrag	34,12	27,87	31,59	30,32	36,45	41,62	49,24
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>64,6 %</i>	<i>59,9 %</i>	<i>60,2 %</i>	<i>44,4 %</i>	<i>52,3 %</i>	<i>53,1 %</i>	<i>56,8 %</i>
Personalaufwendungen	18,75	20,26	20,83	22,29	29,16	29,32	31,71
Sonstige betriebliche Erträge	1,36	1,79	4,97	0,68	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,96	8,05	6,76	9,04	7,39	7,41	6,60
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	8,77	1,34	8,97	-0,33	-0,10	4,89	10,92
<i>Marge</i>	<i>16,6 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>-0,5 %</i>	<i>-0,1 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>12,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITA	8,77	1,34	8,97	-0,33	-0,10	4,89	10,92
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	17,19	6,57	10,67	10,27	10,05	10,99	11,86
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	-8,41	-5,22	-1,70	-10,60	-10,15	-6,09	-0,93
<i>Marge</i>	<i>-15,9 %</i>	<i>-11,2 %</i>	<i>-3,2 %</i>	<i>-15,5 %</i>	<i>-14,6 %</i>	<i>-7,8 %</i>	<i>-1,1 %</i>
EBIT adj.	-8,41	-5,22	-1,70	-10,60	-10,15	-6,09	-0,93
Zinserträge	0,03	0,29	0,30	0,26	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,38	0,25	0,18	0,09	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	1,17	0,08	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
EBT	-9,93	-5,25	-1,69	-10,43	-10,15	-6,09	-0,93
<i>Marge</i>	<i>-18,8 %</i>	<i>-11,3 %</i>	<i>-3,2 %</i>	<i>-15,3 %</i>	<i>-14,6 %</i>	<i>-7,8 %</i>	<i>-1,1 %</i>
Steuern gesamt	0,13	0,67	-0,29	0,13	-0,20	0,10	0,20
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-10,07	-5,92	-1,39	-10,56	-9,95	-6,19	-1,13
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-10,07	-5,92	-1,39	-10,56	-9,95	-6,19	-1,13
Minderheitenanteile	0,00	0,05	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	-10,07	-5,98	-1,39	-10,56	-9,95	-6,19	-1,13
<i>Marge</i>	<i>-19,1 %</i>	<i>-12,8 %</i>	<i>-2,6 %</i>	<i>-15,5 %</i>	<i>-14,3 %</i>	<i>-7,9 %</i>	<i>-1,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	15,68	15,68	16,78	16,78	16,78	16,78	16,78
EPS	-0,64	-0,38	-0,08	-0,63	-0,59	-0,37	-0,07
EPS adj.	-0,64	-0,38	-0,08	-0,63	-0,59	-0,37	-0,07

*Adjustiert um:

Guidance: 2026: Umsatz EUR 67m-72m; EBITDA EUR -1.5m bis 1.5m**Kennzahlen**

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,9 %	102,6 %	83,0 %	100,7 %	100,1 %	93,8 %	87,4 %
Operating Leverage	n.a.	3,2 x	-5,3 x	17,4 x	-2,0 x	-3,2 x	-8,1 x
EBITDA / Interest expenses	23,2 x	5,5 x	50,4 x	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	-1,3 %	-12,7 %	17,4 %	-1,3 %	2,0 %	-1,6 %	-21,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

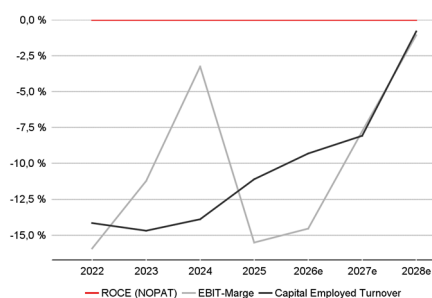
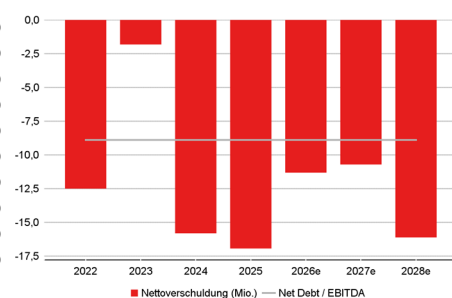
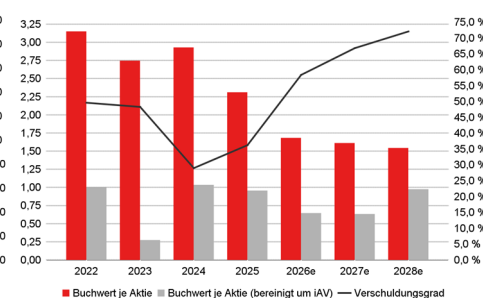
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	33,64	38,77	31,78	22,73	17,39	16,40	9,55
davon übrige imm. VG	12,83	21,14	16,76	9,95	5,90	4,92	-1,94
davon Geschäfts- oder Firmenwert	20,81	17,63	15,02	12,50	11,00	11,00	11,00
Sachanlagen	1,77	1,84	1,53	1,19	1,21	1,22	1,24
Finanzanlagen	1,50	1,06	0,87	0,56	0,56	0,56	0,56
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	36,91	41,67	34,19	24,48	19,16	18,19	11,34
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,15	7,08	5,22	6,85	7,60	8,60	9,50
Liquide Mittel	27,37	12,26	22,01	19,87	16,25	16,64	22,05
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,49	2,82	1,94	1,61	1,61	1,61	1,61
Umlaufvermögen	37,02	22,17	29,18	28,33	25,56	26,95	33,26
Bilanzsumme (Aktiva)	73,90	63,80	63,40	52,80	44,70	45,10	44,60
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	15,68	15,68	16,78	16,78	16,78	16,78	16,78
Kapitalrücklage	38,73	38,73	45,27	45,27	45,27	45,27	45,27
Gewinnrücklagen	-5,65	-11,52	-12,90	-23,46	-33,41	-39,60	-40,74
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,64	0,18	0,00	0,19	-0,41	4,59	4,59
Buchwert	49,40	43,07	49,15	38,78	28,23	27,04	25,90
Anteile Dritter	0,04	-0,02	-0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	49,43	43,05	49,13	38,78	28,23	27,04	25,90
Rückstellungen gesamt	4,01	3,38	3,72	3,66	3,97	3,97	3,97
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	14,87	10,45	6,19	2,93	4,93	5,93	5,93
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,98	3,85	2,62	4,97	5,10	5,70	6,30
Sonstige Verbindlichkeiten	2,64	3,11	1,71	2,48	2,48	2,48	2,48
Verbindlichkeiten	24,50	20,79	14,24	14,03	16,47	18,07	18,67
Bilanzsumme (Passiva)	73,90	63,80	63,40	52,80	44,70	45,10	44,60

Kennzahlen

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	11,1 x	9,3 x	12,7 x	22,3 x	18,3 x	18,6 x	19,1 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,1 x	1,6 x	3,1 x	4,1 x	4,8 x	8,9 x
ROA	-27,3 %	-14,3 %	-4,1 %	-43,1 %	-51,9 %	-34,1 %	-10,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-24,0 %	-29,7 %	-22,4 %	-4,3 %
Adj. ROE	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-24,0 %	-29,7 %	-22,4 %	-4,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-12,51	-1,82	-15,82	-16,95	-11,32	-10,72	-16,13
Nettofinanzverschuldung	-12,51	-1,82	-15,82	-16,95	-11,32	-10,72	-16,13
Net Gearing	-25,3 %	-4,2 %	-32,2 %	-43,7 %	-40,1 %	-39,6 %	-62,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	3,2	2,7	2,9	2,3	1,7	1,6	1,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,0	0,3	1,0	1,0	0,6	0,6	1,0

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EUR

Buchwert je Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

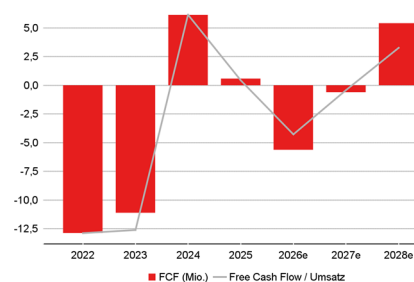
Cash flow

In EUR Mio.	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-10,07	-5,92	-1,39	-10,56	-9,95	-6,19	-1,13
Abschreibung Anlagevermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	17,19	6,57	10,67	10,27	10,05	10,99	11,86
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,00	-0,27	0,15	1,03	0,00	0,00	0,00
Cash Flow vor NWC-Veränderung	7,12	0,38	9,42	0,74	0,10	4,79	10,72
Veränderung Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	0,82	-0,94	1,86	-1,62	-0,75	-1,00	-0,90
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-5,80	0,75	-1,29	2,35	0,13	0,60	0,60
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	-4,98	-0,19	0,57	0,73	-0,73	-0,40	-0,30
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	2,14	0,19	9,99	1,47	-0,62	4,39	10,42
Investitionen in iAV	-15,00	-5,00	-5,00	-5,00	-6,00	-10,00	-5,00
Investitionen in Sachanlagen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	-0,39	-0,59	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,29	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-15,02	-11,01	-3,43	-0,30	-5,00	-5,00	-5,02
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	9,16	-4,51	-4,26	-3,26	2,00	1,00	0,00
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	10,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	0,22	7,47	-0,09	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	19,20	-4,29	3,21	-3,35	2,00	1,00	0,00
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	6,32	-15,11	9,77	-2,17	-3,62	0,39	5,41
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	-0,03	0,04	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	31,85	12,26	22,01	19,87	16,25	16,64	22,05

Kennzahlen

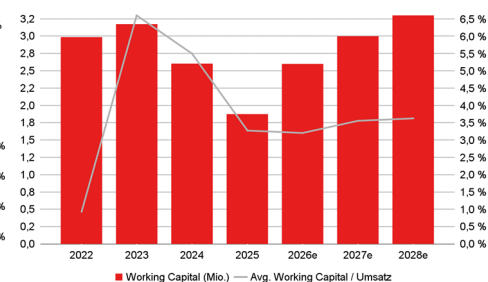
	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Kapitalfluss							
FCF	-12,88	-11,11	6,13	0,58	-5,62	-0,61	5,41
Free Cash Flow / Umsatz	-24,4 %	-23,9 %	11,7 %	0,9 %	-8,1 %	-0,8 %	6,2 %
Free Cash Flow Potential	8,64	0,68	9,26	-0,46	0,10	4,79	10,72
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	127,9 %	185,9 %	-442,7 %	-5,5 %	56,5 %	9,8 %	-476,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	1,5 %	1,7 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,7 %	1,9 %	2,1 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	28,4 %	10,8 %	9,6 %	7,3 %	8,6 %	12,8 %	5,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	87,4 %	76,4 %	47,0 %	48,8 %	59,8 %	91,2 %	42,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,9 %	6,6 %	5,5 %	3,3 %	3,2 %	3,6 %	3,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	206,2 %	183,9 %	199,2 %	137,7 %	149,0 %	150,9 %	150,8 %
Vorratumschlag	7019,3 x	21218,0 x	10466,0 x	n.a.	332,9 x	368,3 x	373,8 x
Receivables collection period (Tage)	43	56	36	37	40	40	40
Payables payment period (Tage)	52	66	46	48	56	56	62
Cash conversion cycle (Tage)	-12	-12	-9	n.a.	-15	-15	-21

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH erstellt und wird von der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH weitergegeben. Seit dem 01.12.2025 ist die Warburg Research GmbH eine 100%-Tochter der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH (MPCM), die wiederum im alleinigen Eigentum der MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH steht. Dieser Research Report 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 MPCM oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und MPCM und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen MPCM 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. MPCM 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 MPCM und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften MPCM und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von MPCM 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 der MPCM, der Warburg Research GmbH oder mit diesen verbundener 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 <https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/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 MPCM 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 oder der MPCM beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von MPCM, MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH oder eines mit diesen verbundenen Unternehmen.

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.

Warburg Research GmbH unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

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 MPCM, Deutschland. Die Warburg Research GmbH oder MPCM 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. Crédit Industriel et Commercial (CIC) und MPCM haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions Inc. 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 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- Die Warburg Research GmbH oder mit dieser im Sinne des § 271 Abs. 2 HGB verbundene Unternehmen („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- 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- Verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- 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- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- 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 eines verbundenen Unternehmens.
- 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Smartbroker	5	https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE000A2GS609.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	136	74
Halten	37	20
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	183	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	4	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	4	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SMARTBROKER] AM [11.09.2026]


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

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

RESEARCH

Christoph Dolleschal +49 40 38022-1256
 Head of Research c.dolleschal@mp-capitalmarkets.com

Stefan Augustin +49 40 38022-2168
 Cap. Goods, Engineering s.augustin@mp-capitalmarkets.com

Christian Cohrs +49 40 38022-2175
 Industrials & Transportation c.cohrs@mp-capitalmarkets.com

Dario Dickmann +49 40 38022-1259
 Industrials d.dickmann@mp-capitalmarkets.com

Felix Ellmann +49 40 38022-2120
 Software, IT f.ellmann@mp-capitalmarkets.com

Philipp Kaiser +49 40 38022-2260
 Real Estate, Construction p.kaiser@mp-capitalmarkets.com

Andreas Pläsier +49 40 38022-2246
 Banks, Financial Services a.plaesier@mp-capitalmarkets.com

Malte Schaumann +49 40 38022-2170
 Technology m.schaumann@mp-capitalmarkets.com

Yannik Siering +49 40 38022-1240
 Software & IT Services y.siering@mp-capitalmarkets.com

Sebastian Ubert +49 40 38022-1252
 Cap. Goods, Automobiles s.ubert@mp-capitalmarkets.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Michael Grohmann +49 40 38022-1238
 Head of Equity Sales m.grohmann@mp-capitalmarkets.com

Ebbi Attarzadeh +49 40 38022-1236
 Sales e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

Olaf Gabriel +49 40 38022-1239
 Sales o.gabriel@mp-capitalmarkets.com

Ines Struck +49 40 38022-1258
 Sales i.struck@mp-capitalmarkets.com

Leyan Ilkbahar +49 40 38022-1247
 Roadshow/Marketing l.ilkbahar@mp-capitalmarkets.com

Antonia Möller +49 40 38022-1248
 Roadshow/Marketing a.moeller@mp-capitalmarkets.com

SALES TRADING

Bastian Quast +49 40 38022-1242
 b.quast@mp-capitalmarkets.com

Mirko Brüggemann +49 40 38022-1262
 m.brueggemann@mp-capitalmarkets.com

Our research can be found under:

MPCM | Warburg Research research.mp-capitalmarkets.com
 Bloomberg ERH MPC
 FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.com
 Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Antonia Möller +49 40 38022-1248
 Sales Assistance a.moeller@mp-capitalmarkets.com