

Buy EUR 18,60 Kurs EUR 12,15 Upside 53,1 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 18,58	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: 190,53 Aktienanzahl (Mio.): 15,68 EV: 191,07 Freefloat MC: 68,59 Ø Trad. Vol. (30T): 72,83 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 36,00 % Executive & Supervisory Board 5,00 % André Kolbinger/AKD 59,00 %	Kennzahlen (WRe): 2025e Beta: 1,4 KBV: 5,4 x EK-Quote: 76 %

Vorläufige Zahlen 2025 in line; Weitere Verbesserung erwartet in 2026

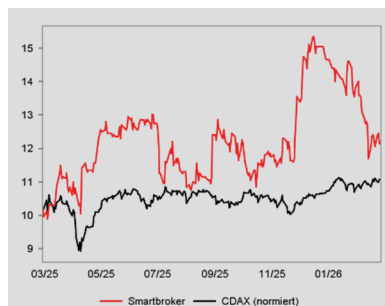
Berichtete Kennzahlen FY/2025:

in EUR m	2025	2025e	2024	yoy
Total revenues	69.0	67.4	52.5	31%
EBITDA	0.0	-0.5	1.4	n.a.

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Die vorläufigen Zahlen für 2025 zeigen, dass Smartbroker seine im Jahresverlauf bereits zweimal angehobene Prognose erfüllt hat.
- Der Umsatz stieg um 31 % auf 69 Mio. EUR (WRe: 67,4 Mio. EUR) und lag damit am oberen Ende der finalen Guidance-Spanne von 65–70 Mio. EUR.
- Das EBITDA war ausgeglichen (WRe: –0,5 Mio. EUR). Ohne CAC hätte Smartbroker ein deutlich positives operatives EBITDA von 10 Mio. EUR erzielt.

- Mit einem Neukundenwachstum von 77 Tsd. (Vorjahr: 76 Tsd.) verfehlte Smartbroker seine angehobene Prognose von 80 Tsd. leicht. Dennoch stellt dies eine deutliche Verbesserung gegenüber der Neukundengewinnung im Jahr 2024 (14 Tsd.) dar und zeigt unserer Ansicht nach die Akzeptanz der smartbroker+ Plattform. Das Management erwartet, dass sich dieser Trend 2026 fortsetzt, mit einem Neukundenwachstum von rund 100 Tsd. Die durchschnittlichen CAC lagen 2025 bei etwa 129 EUR pro Neukunde.
- Guidance: Für 2026 erwartet das Management einen weitgehend seitwärts verlaufenden Umsatz in einer Spanne von 67–72 Mio. EUR (WRe: 70,9 Mio. EUR). Diese Spanne berücksichtigt bereits die erwarteten Auswirkungen der Einstellung von Payment-for-Order-Flow (PFOF) ab Juli 2026. Für Endkunden sind jedoch keine Änderungen der Konditionen vorgesehen. Nach 9M/25 machten diese Zahlungen rund 15 % der Gesamterlöse aus.
- Das Management erwartet ein EBITDA in einer Spanne von –1,5 Mio. EUR bis +1,5 Mio. EUR. Die Einstellung der PFOF-Zahlungen dürfte durch bereits eingeleitete Kostensenkungsmaßnahmen nahezu vollständig kompensiert werden. Steigende Marketingkosten von 12,5 Mio. EUR (+2,5 Mio. EUR gegenüber 2025) wurden ebenfalls berücksichtigt. Ziel ist es, das bereinigte EBITDA vor CAC weiter zu verbessern.
- Im Portalgeschäft (wallstreet-online, finanznachrichten.de etc.) werden 2026 Umsätze von 28 Mio. EUR und ein EBITDA von 6 Mio. EUR erwartet. Die daraus resultierende EBITDA-Marge von 21 % läge über dem Niveau von 2024 (19 %), jedoch vermutlich unter der – noch nicht berichteten – Marge für 2025 (WRe: 25 %). Unserer Ansicht nach liefert das Segment weiterhin einen sehr stabilen Beitrag zu Ergebnis und Cashflow.
- Im Bereich der Neukundengewinnung rechnet das Management mit einer weiteren Beschleunigung von 77 Tsd. auf 100 Tsd. im Jahr 2026. Zu diesem Zweck ist geplant, das Marketingbudget um 2,5 Mio. EUR auf 12,5 Mio. EUR zu erhöhen, was einem durchschnittlichen CAC je Kunde von 125 EUR entspricht. Darüber hinaus sind zusätzliche Investitionen in Produkte und Technologie vorgesehen, die den verstärkten Fokus auf trading-affine Kunden widerspiegeln, welche zusätzliches Umsatzpotenzial generieren könnten. So soll das IT-Team um 20 Stellen erweitert werden, mit Schwerpunkt auf KI und die Bedürfnisse aktiver Trader (z. B. optimierte Desktop-Version, Junior-Konten). Dies dürfte zu einem



Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	-16,7 %
6 Monate:	6,0 %
Jahresverlauf:	-20,2 %
Letzte 12 Monate:	10,5 %

Unternehmenstermine:

30.06.26	GB 2025
09.09.26	H1

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	16,1 %	48,20	52,79	46,54	52,48	67,44	70,90	82,19
Veränd. Umsatz yoy		70,9 %	9,5 %	-11,8 %	12,8 %	28,5 %	5,1 %	15,9 %
Rohertragsmarge		48,2 %	64,6 %	59,9 %	60,2 %	49,7 %	54,1 %	57,5 %
EBITDA	8,2 %	3,56	8,77	1,34	8,97	-0,50	2,07	11,34
Marge		7,4 %	16,6 %	2,9 %	17,1 %	-0,7 %	2,9 %	13,8 %
EBIT	-	0,35	-8,41	-5,22	-1,70	-12,06	-8,12	-0,06
Marge		0,7 %	-15,9 %	-11,2 %	-3,2 %	-17,9 %	-11,5 %	-0,1 %
Nettoergebnis	-	-0,56	-10,07	-5,98	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
EPS	-	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01
EPS adj.	-	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01
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		0,10	-0,82	-0,71	0,37	-0,47	-0,50	0,05
EV / Umsatz		6,6 x	3,9 x	3,1 x	2,0 x	2,9 x	2,9 x	2,5 x
EV / EBITDA		89,6 x	23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	98,8 x	18,0 x
EV / EBIT		913,4 x	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		0,9 %	4,2 %	0,5 %	8,8 %	-0,1 %	1,1 %	5,5 %
Nettoverschuldung		-19,82	-12,51	-1,82	-15,82	-7,91	0,54	-0,29
ROE		-1,4 %	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-27,0 %	-23,4 %	-0,5 %
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Guidance:		2026: Umsatz EUR 66m-72m; EBITDA EUR -1.5m bis 1.5m						

Analyst/-in

Andreas Pläsier

aplaesier@warburg-research.com

+49 40 309537-246

COMMENT

Veröffentlicht 26.02.2026 08:15

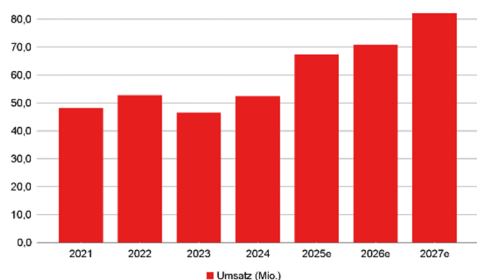
1

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

weiteren Anstieg der Neukundenzahl auf 130 Tsd. in 2027 führen (zuvor 100 Tsd.). Die 13 Tsd. Neukunden in Januar und Februar sowie ein Rekordmonat bei den Trades stützen diesen angestrebten Wachstumspfad.

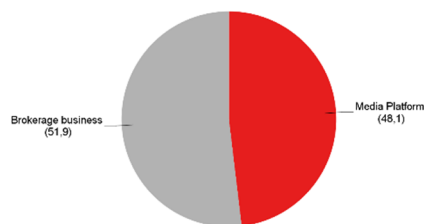
- **Fazit:** Die Ziele für 2026 sind ambitioniert, jedoch hatte das Unternehmen bereits 2025 seine ursprünglichen Ziele deutlich übertroffen. Der klare Kundenfokus sowie die technologische Weiterentwicklung sollten das Wachstum unterstützen, sodass unsere bisherigen Schätzungen erreichbar erscheinen. Mögliche Effekte aus der Einführung eines Altersvorsorgeprodukts („Altersvorsorgedepot“) könnten Umsatz und Kundenwachstum zusätzlich stärken. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von 18,60 EUR.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



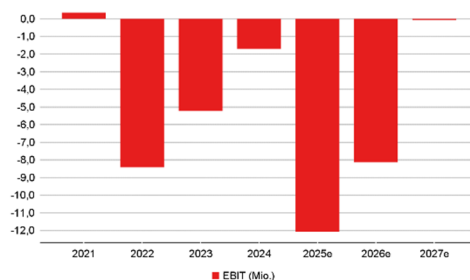
Quelle: Warburg Research

Umsatzaufteilung nach Segmenten
2024e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

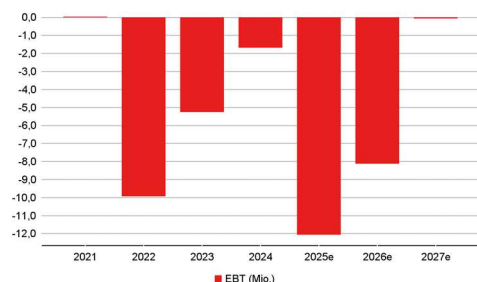
Unternehmenshintergrund

- 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

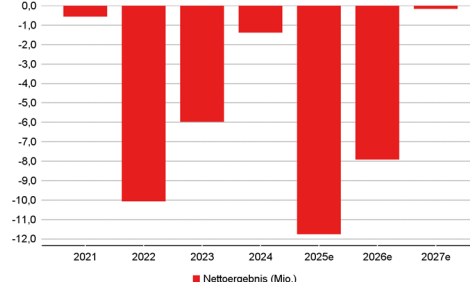
- Smartbroker ist im deutschen Markt gut positioniert als "Best-of-Both-Worlds"-Anbieter. Die größten Stärken liegen in der attraktiven Kombination aus Vollsortiment und Niedrigpreisen.
- Die im Jahr 2024 neu eingeführte Plattform SMARTBROKER + hat die Wachstumsmöglichkeiten im transaktionsbasierten 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-Erträgen 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
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Umsatz	67,44	70,90	82,19	98,63	113,42	124,77	134,75	144,18	152,83	158,94	163,71	166,99	171,47	2,0 %
Umsatzwachstum	28,5 %	5,1 %	15,9 %	20,0 %	15,0 %	10,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	
EBIT	-12,06	-8,12	-0,06	0,00	11,34	24,95	40,42	43,25	45,85	47,68	49,11	50,10	51,44	30,0 %
EBIT-Marge	-17,9 %	-11,5 %	-0,1 %	0,0 %	10,0 %	20,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
Steuerquote (EBT)	2,5 %	2,5 %	-159,8 %	30,0 %	30,0 %	29,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	32,0 %	30,0 %
NOPAT	-11,76	-7,92	-0,16	0,00	7,94	17,72	29,11	31,58	33,47	34,81	35,85	36,57	34,98	
Abschreibungen	11,56	10,19	11,41	9,86	9,07	6,24	4,04	4,33	4,58	4,77	4,91	5,01	5,14	3,0 %
Abschreibungsquote	17,1 %	14,4 %	13,9 %	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	3,0 %
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2,70	0,70	0,40	1,49	1,18	0,91	0,80	0,75	0,69	0,49	0,38	0,26	0,20	3,0 %
- Investitionen	5,02	10,02	10,02	5,92	5,67	4,99	4,04	4,33	4,58	4,77	4,91	5,01	5,14	
Investitionsquote	7,4 %	14,1 %	12,2 %	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)	-7,91	-8,45	0,83	2,45	10,16	18,06	28,31	30,82	32,78	34,32	35,47	36,31	34,78	38
Barwert FCF	-8,16	-7,94	0,71	1,92	7,23	11,71	16,73	16,60	16,09	15,36	14,46	13,49	10,86	165
Anteil der Barwerte	-5,59 %			45,76 %										59,82 %

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 2037e

Terminal Value	165
Zinstr. Verbindlichkeiten	6
Pensionsrückstellungen	0
Hybridkapital	0
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	22

Eigenkapitalwert 291

Aktienzahl (Mio.) 15,7

Wert je Aktie (EUR) 18,58

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 %	15,24	15,45	15,67	15,90	16,15	16,41	16,69	1,60	10,7 %	14,71	15,10	15,50	15,90	16,30	16,69	17,09
1,50	10,2 %	16,37	16,62	16,88	17,16	17,45	17,76	18,10	1,50	10,2 %	15,90	16,32	16,74	17,16	17,58	17,99	18,41
1,45	10,0 %	16,99	17,26	17,54	17,85	18,17	18,51	18,88	1,45	10,0 %	16,55	16,98	17,41	17,85	18,28	18,71	19,14
1,40	9,7 %	17,65	17,94	18,25	18,58	18,93	19,31	19,71	1,40	9,7 %	17,25	17,69	18,14	18,58	19,03	19,47	19,92
1,35	9,5 %	18,35	18,67	19,01	19,37	19,76	20,17	20,62	1,35	9,5 %	18,00	18,45	18,91	19,37	19,83	20,29	20,74
1,30	9,2 %	19,10	19,45	19,82	20,22	20,64	21,10	21,59	1,30	9,2 %	18,80	19,27	19,74	20,22	20,69	21,16	21,63
1,20	8,7 %	20,75	21,17	21,62	22,10	22,62	23,18	23,79	1,20	8,7 %	20,58	21,09	21,59	22,10	22,61	23,11	23,62

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

Wertermittlung	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
KBV	6,9 x	4,5 x	3,4 x	2,5 x	5,4 x	6,8 x	6,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,77	1,00	0,27	1,04	0,73	0,26	0,34
EV / Umsatz	6,6 x	3,9 x	3,1 x	2,0 x	2,9 x	2,9 x	2,5 x
EV / EBITDA	89,6 x	23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	98,8 x	18,0 x
EV / EBIT	913,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	913,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	233,1 x	n.a.	n.a.	19,6 x	n.a.	n.a.	246,5 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)	0,9 %	4,2 %	0,5 %	8,8 %	-0,1 %	1,1 %	5,5 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

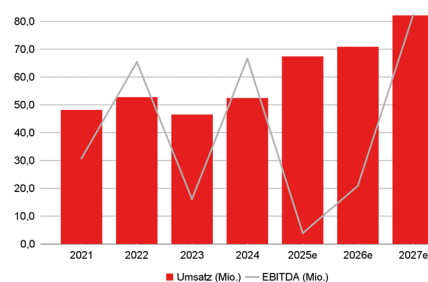
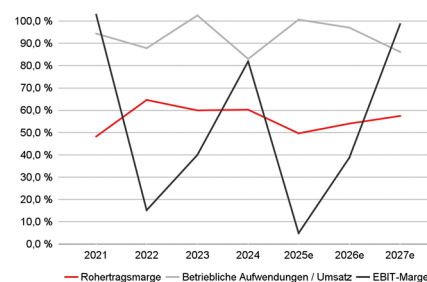
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	48,20	52,79	46,54	52,48	67,44	70,90	82,19
Veränd. Umsatz yoy	70,9 %	9,5 %	-11,8 %	12,8 %	28,5 %	5,1 %	15,9 %
Bestandsveränderungen	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,88	2,39	2,54	0,04	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	49,07	55,18	49,09	52,52	67,44	70,90	82,19
Materialaufwand	25,85	21,06	21,22	20,93	33,93	32,56	34,97
Rohertrag	23,22	34,12	27,87	31,59	33,52	38,34	47,22
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>48,2 %</i>	<i>64,6 %</i>	<i>59,9 %</i>	<i>60,2 %</i>	<i>49,7 %</i>	<i>54,1 %</i>	<i>57,5 %</i>
Personalaufwendungen	12,64	18,75	20,26	20,83	28,30	28,94	29,75
Sonstige betriebliche Erträge	0,63	1,36	1,79	4,97	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,65	7,96	8,05	6,76	5,71	7,33	6,13
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	3,56	8,77	1,34	8,97	-0,50	2,07	11,34
<i>Marge</i>	<i>7,4 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>13,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITA	3,56	8,77	1,34	8,97	-0,50	2,07	11,34
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,80	17,19	6,57	10,67	11,56	10,19	11,41
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,35	-8,41	-5,22	-1,70	-12,06	-8,12	-0,06
<i>Marge</i>	<i>0,7 %</i>	<i>-15,9 %</i>	<i>-11,2 %</i>	<i>-3,2 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-11,5 %</i>	<i>-0,1 %</i>
EBIT adj.	0,35	-8,41	-5,22	-1,70	-12,06	-8,12	-0,06
Zinserträge	0,01	0,03	0,29	0,30	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,16	0,38	0,25	0,18	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Finanzergebnis	0,23	1,17	0,08	0,10	0,00	0,00	0,00
EBT	0,04	-9,93	-5,25	-1,69	-12,06	-8,12	-0,06
<i>Marge</i>	<i>0,1 %</i>	<i>-18,8 %</i>	<i>-11,3 %</i>	<i>-3,2 %</i>	<i>-17,9 %</i>	<i>-11,5 %</i>	<i>-0,1 %</i>
Steuern gesamt	0,58	0,13	0,67	-0,29	-0,30	-0,20	0,10
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,54	-10,07	-5,92	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-0,54	-10,07	-5,92	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
Minderheitenanteile	0,02	0,00	0,05	-0,01	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	-0,56	-10,07	-5,98	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
<i>Marge</i>	<i>-1,2 %</i>	<i>-19,1 %</i>	<i>-12,8 %</i>	<i>-2,6 %</i>	<i>-17,4 %</i>	<i>-11,2 %</i>	<i>-0,2 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	15,10	15,68	15,68	16,78	16,78	16,78	16,78
EPS	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01
EPS adj.	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01

*Adjustiert um:

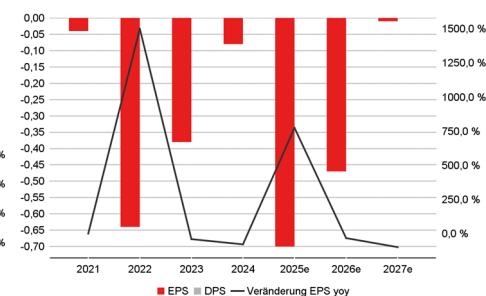
Guidance: 2026: Umsatz EUR 66m-72m; EBITDA EUR -1.5m bis 1.5m

Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,4 %	87,9 %	102,6 %	83,0 %	100,7 %	97,1 %	86,2 %
Operating Leverage	-1,2 x	n.a.	3,2 x	-5,3 x	21,4 x	-6,4 x	-6,2 x
EBITDA / Interest expenses	21,8 x	23,2 x	5,5 x	50,4 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	1394,2 %	-1,3 %	-12,7 %	17,4 %	2,5 %	2,5 %	-159,8 %
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. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

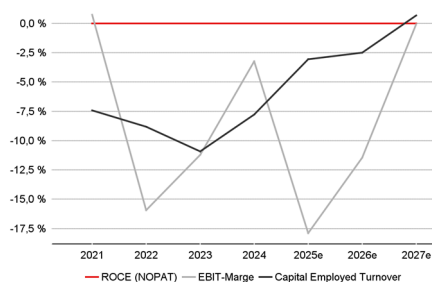
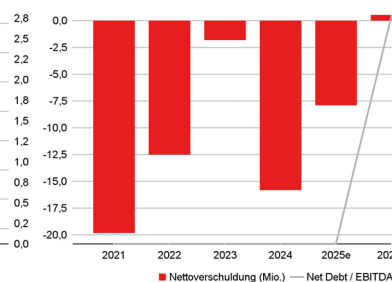
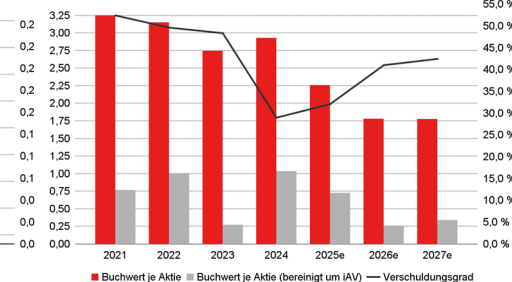
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	37,47	33,64	38,77	31,78	25,71	25,50	24,10
davon übrige imm. VG	14,39	12,83	21,14	16,76	10,20	10,01	8,61
davon Geschäfts- oder Firmenwert	22,59	20,81	17,63	15,02	15,02	15,00	15,00
Sachanlagen	0,91	1,77	1,84	1,53	1,55	1,56	1,58
Finanzanlagen	2,23	1,50	1,06	0,87	0,87	0,87	0,87
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	40,60	36,91	41,67	34,19	28,13	27,94	26,55
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,97	6,15	7,08	5,22	7,40	8,20	9,00
Liquide Mittel	25,53	27,37	12,26	22,01	12,41	3,96	4,79
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,28	3,49	2,82	1,94	1,94	1,94	1,94
Umlaufvermögen	34,78	37,02	22,17	29,18	21,85	14,21	15,83
Bilanzsumme (Aktiva)	75,40	73,90	63,80	63,40	50,00	42,10	42,40
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	15,10	15,68	15,68	16,78	16,78	16,78	16,78
Kapitalrücklage	29,27	38,73	38,73	45,27	45,27	45,27	45,27
Gewinnrücklagen	4,39	-5,65	-11,52	-12,90	-24,66	-32,58	-32,74
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,30	0,64	0,18	0,00	0,50	0,40	0,50
Buchwert	49,06	49,40	43,07	49,15	37,89	29,87	29,81
Anteile Dritter	0,40	0,04	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
Eigenkapital	49,46	49,43	43,05	49,13	37,86	29,85	29,78
Rückstellungen gesamt	6,11	4,01	3,38	3,72	3,72	3,72	3,72
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	5,70	14,87	10,45	6,19	4,50	4,50	4,50
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,88	2,98	3,85	2,62	2,20	2,30	2,70
Sonstige Verbindlichkeiten	5,22	2,64	3,11	1,71	1,71	1,71	1,71
Verbindlichkeiten	25,92	24,50	20,79	14,24	12,13	12,23	12,63
Bilanzsumme (Passiva)	75,40	73,90	63,80	63,40	50,00	42,10	42,40

Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	-44,2 x	11,1 x	9,3 x	12,7 x	9,8 x	9,4 x	10,3 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,4 x	1,1 x	1,6 x	2,3 x	2,3 x	2,8 x
ROA	-1,4 %	-27,3 %	-14,3 %	-4,1 %	-41,8 %	-28,3 %	-0,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	-1,4 %	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-27,0 %	-23,4 %	-0,5 %
Adj. ROE	-1,4 %	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-27,0 %	-23,4 %	-0,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-19,82	-12,51	-1,82	-15,82	-7,91	0,54	-0,29
Nettofinanzverschuldung	-19,82	-12,51	-1,82	-15,82	-7,91	0,54	-0,29
Net Gearing	-40,1 %	-25,3 %	-4,2 %	-32,2 %	-20,9 %	1,8 %	-1,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26,0 %	n.a.
Buchwert je Aktie	3,2	3,2	2,7	2,9	2,3	1,8	1,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,8	1,0	0,3	1,0	0,7	0,3	0,3

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EUR

Buchwert je Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

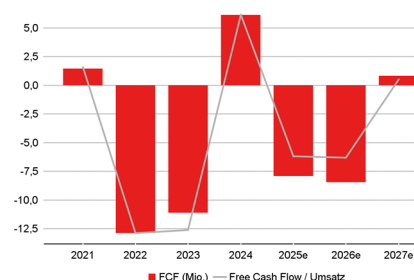
Cash flow

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-0,54	-10,07	-5,92	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
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	3,80	17,19	6,57	10,67	11,56	10,19	11,41
Veränderung langfristige Rückstellungen	3,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,72	0,00	-0,27	0,15	0,00	0,00	0,00
Cash Flow vor NWC-Veränderung	7,27	7,12	0,38	9,42	-0,20	2,27	11,24
Veränderung Vorräte	0,01	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,26	0,82	-0,94	1,86	-2,18	-0,80	-0,80
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	9,03	-5,80	0,75	-1,29	-0,42	0,10	0,40
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	6,67	-4,98	-0,19	0,57	-2,70	-0,70	-0,40
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	13,93	2,14	0,19	9,99	-2,90	1,57	10,84
Investitionen in iAV	-10,00	-15,00	-5,00	-5,00	-5,00	-10,00	-10,00
Investitionen in Sachanlagen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Zugänge aus Akquisitionen	-9,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	-1,82	0,00	0,00	-0,39	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,29	0,04	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-19,80	-15,02	-11,01	-3,43	-5,02	-10,02	-10,02
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,80	9,16	-4,51	-4,26	-1,69	0,00	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	19,13	10,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	-0,16	0,00	0,22	7,47	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	17,16	19,20	-4,29	3,21	-1,69	0,00	0,00
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	11,30	6,32	-15,11	9,77	-9,60	-8,45	0,83
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,15	0,00	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	25,52	31,85	12,26	22,01	12,41	3,96	4,79

Kennzahlen

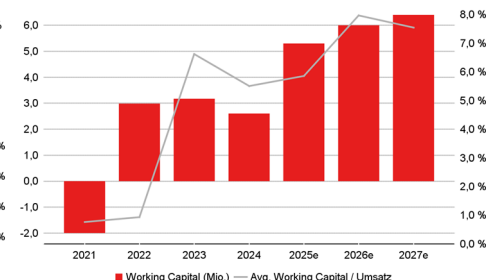
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Kapitalfluss							
FCF	1,45	-12,88	-11,11	6,13	-7,91	-8,45	0,83
Free Cash Flow / Umsatz	3,0 %	-24,4 %	-23,9 %	11,7 %	-11,7 %	-11,9 %	1,0 %
Free Cash Flow Potential	2,98	8,64	0,68	9,26	-0,20	2,27	11,24
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-259,4 %	127,9 %	185,9 %	-442,8 %	67,3 %	106,7 %	-508,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,1 %	1,5 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,5 %	3,7 %	1,9 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	20,8 %	28,4 %	10,8 %	9,6 %	7,4 %	14,1 %	12,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	312,1 %	87,4 %	76,4 %	47,0 %	43,4 %	98,3 %	87,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,8 %	0,9 %	6,6 %	5,5 %	5,9 %	8,0 %	7,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	78,5 %	206,2 %	183,9 %	199,2 %	336,4 %	356,5 %	333,3 %
Vorratumschlag	6062,8 x	7019,3 x	21218,0 x	10466,0 x	339,3 x	325,6 x	349,7 x
Receivables collection period (Tage)	53	43	56	36	40	42	40
Payables payment period (Tage)	125	52	66	46	24	26	28
Cash conversion cycle (Tage)	-74	-12	-12	-9	17	18	13

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 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 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.

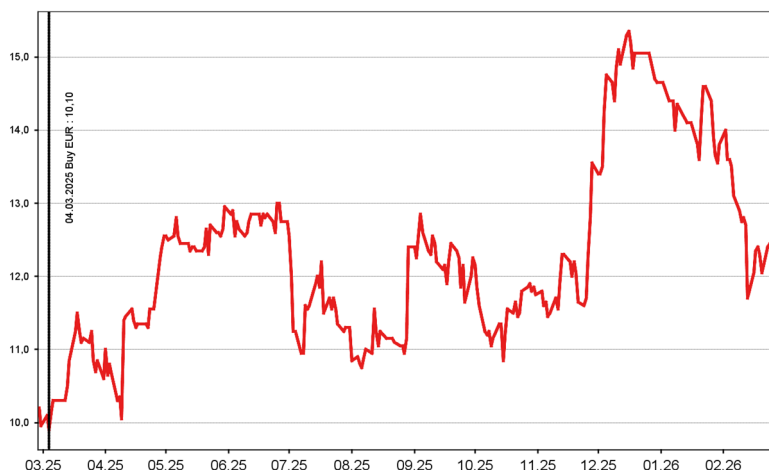
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	135	72
Halten	44	24
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	187	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	2	100
Halten	0	0
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	2	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SMARTBROKER] AM [26.02.2026]


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

Henner Rüscheimer +49 40 309537-270
 hruescheimer@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
 saugustin@warburg-research.com

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

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

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
 jfrey@warburg-research.com

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
 fhoelscher@warburg-research.com

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

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
 tkleibauer@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
 aplaesier@warburg-research.com

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

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

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

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
 mtonn@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Michael Grohmann +49 40 38022-1238
 m.grohmann@mp-capitalmarkets.com

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

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

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

SALES TRADING

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

Our research can be found under:

MPCM Warburg Research	research.mp-capitalmarkets.com	LSEG	www.lseg.com
Bloomberg	ERH MPC	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

For access please contact:

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