

<b>Buy</b> <b>EUR 18,60</b> (EUR 16,50)  <b>Kurs</b> EUR 14,15 <b>Upside</b> 31,4 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 18,58	<b>Warburg Risiko Score:</b> 2,9 Bilanz Score: 4,8 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> Betreiber des Brokers Smartbroker sowie Finanzportalen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 221,89 Aktienanzahl (Mio.): 15,68 EV: 222,43 Freefloat MC: 79,88 Ø Trad. Vol. (30T): 40,74 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 36,00 % Executive & Supervisory Board 5,00 % André Kolbinger/AKD 59,00 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2025e Beta: 1,4 KBV: 6,3 x EK-Quote: 76 %

## Guidance 2025 aufgrund starker operativer Entwicklung zweimal angehoben

- Smartbroker setzte seinen Erfolgskurs im Jahr 2025 fort. Die **zweimalige Anhebung der Umsatzprognose** unterstreicht die starke operative Entwicklung, die durch ein dynamisches Neukundenwachstum und eine erhöhte Kundenaktivität getragen wurde. Zu Beginn des Jahres 2025 erwartete das Unternehmen einen Jahresumsatz von EUR 55-61 Mio. und ein EBITDA zwischen EUR -3 Mio. und EUR 0 Mio. Dies basierte auf einem geplanten Neukundenwachstum von 70.000 Kunden bei Kundenakquisitionskosten (CAC) von EUR 7 Mio. (EUR 100 pro Kunde).
- Nach Vorlage des Halbjahresberichts hob das Management am 5. September seine Umsatzprognose auf EUR 60-66 Mio. an, nachdem im ersten Halbjahr ein Umsatzwachstum von 27% auf EUR 32,3 Mio. erzielt worden war (51% des aktualisierten Prognosemittelwerts). Das Ziel für Neukunden wurde auf 80.000 erhöht, da im ersten Halbjahr bereits 37.000 Neukunden gewonnen werden konnten. Die EBITDA-Guidance blieb unverändert und spiegelte die anhaltende Fokussierung auf Wachstum und gezielte Investitionen wider.
- Ende November wurde die Umsatzprognose nach der Gewinnung von 67.000 Neukunden und einem Anstieg der Handelsaktivität um 79% gegenüber dem Vorjahr erneut auf EUR 65-70 Mio. angehoben, ebenso das EBITDA auf EUR -1,5 bis 1,5 Mio. Treiber dieser Entwicklung waren das anhaltend hohe Niveau der Kundenaktivität sowie die Qualität der Neukunden, die sich in einem Anstieg des durchschnittlichen verwalteten Kundenvermögens in den ersten sechs Monaten nach der Kundenakquisition zeigte. Auch das Mediengeschäft entwickelte sich positiv, was zu einer höheren Prognose für dieses Segment führte.

### Guidance development within 2025

	Original Guidance 2025	1. Uplift Sep 5th	2nd Uplift Nov 27th
Sales in EUR m	-55-61	-60-66	-65-70
EBITDA in EUR m	-3- 0	-3- 0	-1,5- 1,5
New customers in k	70	80	80

- Unserer Ansicht nach dürften die Umsätze aus dem **Mediengeschäft** im Jahr 2025 moderat auf EUR 26,5 Mio. steigen (die Guidance wurde im November 2025 deutlich von EUR 24,7 Mio. auf EUR 26 Mio. angehoben), während wir eine Verbesserung des EBITDA auf EUR 6,6 Mio. (Anhebung der Guidance von EUR 4,9 Mio. auf EUR 6 Mio.) für erreichbar halten. Aus unserer Sicht liegen die Gründe für die Anhebung der Guidance in einer besseren Umsatzentwicklung im IR-Segment und positiven Skaleneffekten. Die EBITDA-Marge dürfte sich gegenüber 2024 erneut verbessert haben, von 19% auf rund 25% (H1: 24%). Für die kommenden Jahre gehen wir von einem leichten Umsatzwachstum von 1-2% bei einer stabilen EBITDA-Marge von ca. 20-22% aus.

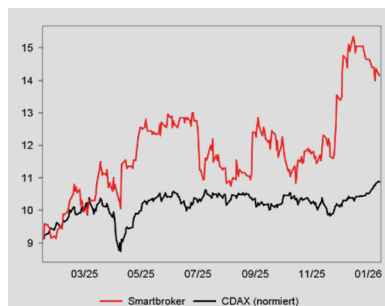
(Fortsetzung auf der nächsten Seite)

### Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	2027e (alt)	+ / -
<b>Umsatz</b>	60,96	10,6 %	71,12	-0,3 %	83,15	-1,2 %
<b>EBITDA</b>	2,32	n.m.	5,90	-64,9 %	12,37	-8,3 %

### Kommentar zu den Änderungen:

- Aufgrund der aktuellen Entwicklungen haben wir unsere Umsatzprognose für 2025 deutlich angehoben. Wir erwarten, dass das EBITDA im mittleren Bereich der Guidance liegen wird. Unsere Umsatzprognosen für 2026 und 2027 bleiben nahezu unverändert, da wir keine zusätzliche Dynamik bei den Transaktionen pro Kunde erwarten. Unsere niedrigeren EBITDA-Schätzungen für 2026 und 2027 basieren auf den bisher vorgestellten Plänen für Investitionen in das Kundenwachstum.



### Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	-9,8 %
6 Monate:	14,8 %
Jahresverlauf:	-6,9 %
Letzte 12 Monate:	34,9 %

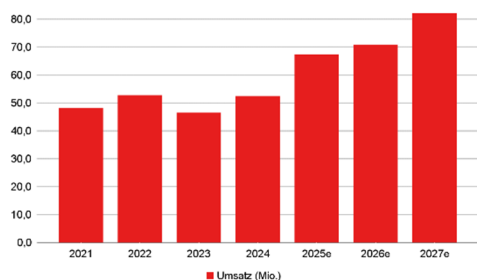
### Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	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 %
<b>Rohtragsmarge</b>		48,2 %	64,6 %	59,9 %	60,2 %	49,7 %	54,1 %	57,5 %
<b>EBITDA</b>	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 %
<b>EBIT</b>	-	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 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-0,56	-10,07	-5,98	-1,39	-11,76	-7,92	-0,16
<b>EPS</b>	-	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01
<b>EPS adj.</b>	-	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01
<b>DPS</b>	-	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.
<b>FCFPS</b>		0,10	-0,82	-0,71	0,37	-0,47	-0,50	0,05
<b>EV / Umsatz</b>		6,6 x	3,9 x	3,1 x	2,0 x	3,4 x	3,4 x	2,9 x
<b>EV / EBITDA</b>		89,6 x	23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	115,0 x	20,9 x
<b>EV / EBIT</b>		913,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCF Potential Yield</b>		0,9 %	4,2 %	0,5 %	8,8 %	-0,1 %	1,0 %	4,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-19,82	-12,51	-1,82	-15,82	-7,91	0,54	-0,29
<b>ROE</b>		-1,4 %	-20,5 %	-12,9 %	-3,0 %	-27,0 %	-23,4 %	-0,5 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Guidance:</b>		2025: Umsatz EUR 65m-70m; EBITDA EUR -1,5m bis 1,5m						

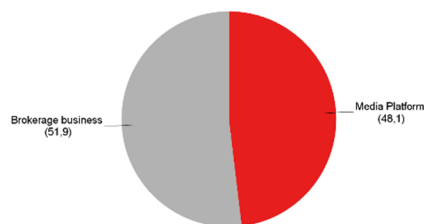
- Für 2025 erwarten wir im Transaktionsgeschäft einen deutlichen Umsatzzanstieg von rund 50% auf EUR 41 Mio. Diese Entwicklung wird durch ein geschätztes Neukundenwachstum von 40% (auf 76.000) und einen Anstieg des verwalteten Kundenvermögens (AuC) um 33% auf EUR 14,3 Mrd. getrieben. Ein wichtiger Umsatztreiber ist die Anzahl der Trades, die gegenüber dem Vorjahr um rund 77% auf 6,7 Mio. gestiegen sein dürfte. Dies stützt vor allem die Umsatzströme PFOF (Payment for Order Flow), Kundenentgelte sowie Verkaufsgebühren aus Derivaten (SMARTBROKER+), die zusammen rund 60% des Segmentumsatzes (9M/25) ausmachen.
- Produktinnovationen im Transaktionsgeschäft bleiben ein wichtiger Faktor für weiteres Kundenwachstum und eine Steigerung der AuC. Aus diesem Grund wird die Plattform SMARTBROKER+ auch 2026 weiterentwickelt. Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf Verbesserungen und Neuentwicklungen für Heavy Trader (Daytrader) und andere aktive Kunden. Laut einer Studie von Oliver Wyman generieren nur 4% aller Wertpapierbesitzer rund 35-40% der Umsätze von Brokern und Neobrokern. Das Management konzentriert sich daher gezielt auf das Neukundenwachstum, um besonders aktive Nutzer aus dieser Gruppe zu gewinnen und positive Skaleneffekte zu realisieren.
- Das Management hat die potenziellen Umsatzrisiken aus dem Verbot von Payments for Order Flow (PFOF) ab Juli 2026 bislang noch nicht quantifiziert. Unserer Ansicht nach handelt es sich hierbei nicht um ein unternehmensspezifisches Risiko, sondern um eines, das alle Low-Cost-Broker und Neobroker betrifft. Grundsätzlich bestehen in der Branche auch Möglichkeiten zur Kompensation durch höhere Order- oder Verwarentgelte, um Umsatzverluste auszugleichen. Bei Smartbroker entfielen 29% (9M/25) der Umsätze im Transaktionsgeschäft auf PFOF. Wir haben versucht, dies zu berücksichtigen, indem wir für 2026 ein schwächeres Umsatzwachstum angenommen haben als es mit dem geschätzten Neukundenwachstum (WRe: 66.000 netto) möglich wäre.
- Die Umsatzströme von Smartbroker konnten durch Produkterweiterungen weiter gefestigt und diversifiziert werden. Zinsbezogene Erträge aus Einlagen auf Verrechnungskonten und Margen aus Lombardkrediten machten nach neun Monaten zusammen rund 16 % des Umsatzes aus. Besonders hervorzuheben ist das Gesamtwachstum der Kundeneinlagen, die von EUR 502 Mio. (zu Jahresbeginn) auf EUR 951 Mio. im November stiegen. Die Einlagen auf Verrechnungskonten erhöhten sich dabei um mehr als 50% von EUR 387 Mio. auf EUR 592 Mio. Zusätzliches Umsatzpotenzial könnte sich aus einem weiteren Wachstum bei Lombardkrediten und Sparplänen ergeben (WRe: Verdopplung im Jahr 2025 auf rund EUR 40 Mio. bzw. 106.000).
- Unserer Ansicht nach spiegelt sich der Erfolg beim Neukundenwachstum jedoch nicht nur in der absoluten Zahl der gewonnenen Neukunden (WRe: 76.000) wider, sondern auch im gewonnenen bzw. aufgebauten verwalteten Kundenvermögen. Neu genutzte Depots weisen bereits nach sechs Monaten ein Volumen von EUR 20.000-30.000 auf (Durchschnitt aller neuen Depots: ca. EUR 15.000). Zudem reduziert die Verdopplung der monatlichen Sparpläne auf rund 104.000 (davon 80% ETFs) die Abhängigkeit vom volatilen Handelsgeschäft und stärkt die wiederkehrenden Erlöse. Nach Unternehmensangaben beträgt der Umsatzanteil nach neun Monaten 3-4%.

Transaction business segment	2024												2025												WRe
	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	
Number of clients (in thousands)	179	178	178	178	177	178	178	179	180	181	184	188	193	199	205	212	218	222	228	234	240	248	255	264	40%
Growth in %													8%	12%	15%	19%	23%	25%	28%	31%	33%	37%	39%	40%	
New customers in k		-1	-1	-2	-1	-1	0	1	2	5	9	14	5	11	17	24	30	34	40	46	52	60	67	76	
Assets under custody (in EUR million)*	8,901	9,691	9,867	9,688	9,798	9,924	9,893	9,921	10,085	10,189	10,693	10,810	11,462	11,595	11,277	11,317	12,090	12,224	12,846	13,008	13,500	14,192	14,199	14,341	
Growth in %													29%	20%	14%	17%	23%	23%	30%	31%	34%	39%	33%	33%	
Ø assets under custody client (in EUR k)*	50	54	55	54	55	56	56	56	56	56	58	58	59	58	55	53	55	55	56	56	56	57	56	57.1	
Number of trades (in millions)	0.36	0.38	0.35	0.28	0.26	0.24	0.26	0.26	0.27	0.35	0.39	0.37	0.46	0.46	0.57	0.61	0.51	0.45	0.54	0.50	0.58	0.77	0.65	0.59	
Number of trades cumulated (in millions)	0.36	0.74	1.09	1.37	1.63	1.87	2.13	2.39	2.66	3.01	3.40	3.77	0.46	0.92	1.49	2.10	2.61	3.06	3.60	4.10	4.68	5.45	6.10	6.69	
Growth Trades in % yoy													28%	24%	37%	53%	60%	64%	69%	72%	76%	81%	79%	77%	
Ø number of trades per client per annum	24	25	23	20	17	16	18	18	18	23	25	23	29	28	33	35	28	24	29	26	29	37	31	25	
Details Smartbroker +																									
Cash clearing accounts (in EUR million)	342	345	346	346	349	351	351	353	354	350	361	387	411	425	462	508	490	505	523	557	566	575	592	604	
Volume of securities loans (in EUR million)							13	13	13	17	20	20	22	26	28	29	32	34	35	37	38	41	40	41	
Cash overnight accounts (in EUR million)										28	75	115	161	192	216	242	262	273	169%	185%	192%	141%	100%	104%	
Cash clearing accounts & overnight accounts (in EUR m)										379	436	502	571	617	677	750	752	778	296	312	326	340	359	366	
Volume of crypto trades (in EUR million)										3	21	24	23	16	12	7	16	9	21	22	15	24	22	23	
Proportion of derivatives trades (in %)							11	13	23	22	22	22	26	24	21	26	26	25	24	22	27	25	27	28	
Savings plans executed (in thousands)	27	32	35	35	38	39	42	44	42	48	50	54	58	60	68	75	78	82	86	90	95	102	104	107	
Media division																									
Page views on financial portals (in millions)	227	216	233	219	220	190	201	191	178	203	224	204	250	248	285	253	238	218	250	223	230	246	236	220	
Page views on financial portals (cumulated in millions)	227	443	676	895	1,115	1,305	1,506	1,697	1,875	2,078	2,302	2,506	250	498	783	1,036	1,274	1,492	1,742	1,965	2,195	2,441	2,677	2,897	
Growth in %							10%	12%	16%	16%	14%	14%	10%	12%	16%	16%	14%	14%	16%	16%	17%	17%	16%	16%	
Number of unique users (in millions)	3.8	3.7	4.0	3.8	3.4	3.4	3.2	3.2	3.0	3.0	3.8	3.6	4.4	5.0	4.9	4.8	4.0	4.1	4.6	4.1	4.5	5.6	5.1	5.0	
*AuC & Cash																									

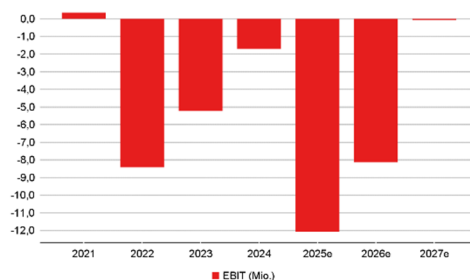
- Fazit: Angesichts der positiven Entwicklung beim Neukundenwachstum und beim verwalteten Kundenvermögen sehen wir unseren Investment Case bestätigt. Nach einer Modellaktualisierung bestätigen wir daher unsere Kaufempfehlung und erhöhen unser Kursziel auf EUR 18,60.

**Entwicklung Umsatz**  
 in Mio. EUR


Quelle: Warburg Research

**Umsaufteilung nach Segmenten**  
 2024e; in %


Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
 in Mio. EUR


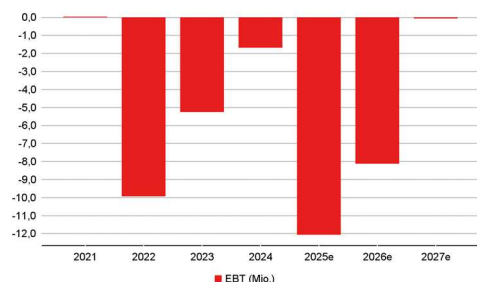
Quelle: Warburg Research

## Unternehmenshintergrund

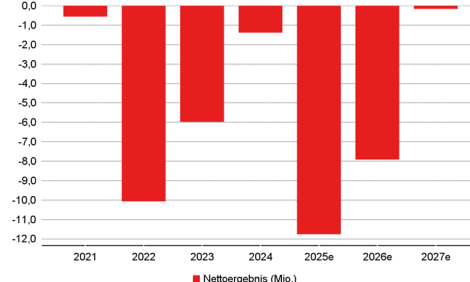
- Das Geschäftsmodell von Smartbroker unterteilt sich in die Segmente Mediengeschäft sowie das Transaktionsgeschäft, das in der Smartbroker AG gebündelt ist.
- Im Mediengeschäft betreibt Smartbroker die Finanzinformationsplattformen wallstreet-online, boersennews, finanznachrichten und ariva und sind 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 (Aktie)	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	6,3 x	7,9 x	8,0 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	3,4 x	3,4 x	2,9 x
EV / EBITDA	89,6 x	23,7 x	107,8 x	11,7 x	n.a.	115,0 x	20,9 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.	287,1 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 %	1,0 %	4,7 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

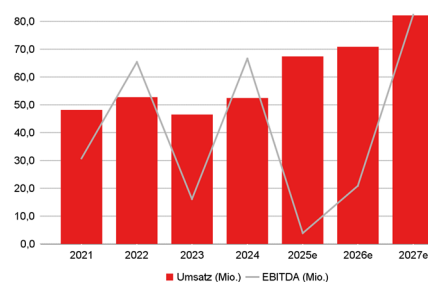
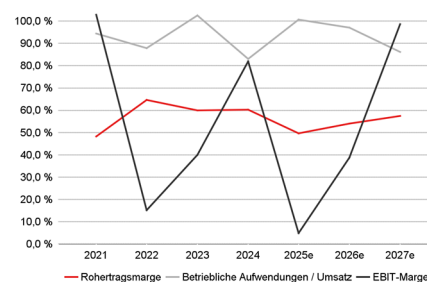
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>48,20</b>	<b>52,79</b>	<b>46,54</b>	<b>52,48</b>	<b>67,44</b>	<b>70,90</b>	<b>82,19</b>
Veränd. Umsatz yoy	70,9 %	9,5 %	-11,8 %	12,8 %	28,5 %	5,1 %	15,9 %
Bestandsveränderungen	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,88	2,39	2,54	0,04	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamterlöse</b>	<b>49,07</b>	<b>55,18</b>	<b>49,09</b>	<b>52,52</b>	<b>67,44</b>	<b>70,90</b>	<b>82,19</b>
Materialaufwand	25,85	21,06	21,22	20,93	33,93	32,56	34,97
<b>Rohertrag</b>	<b>23,22</b>	<b>34,12</b>	<b>27,87</b>	<b>31,59</b>	<b>33,52</b>	<b>38,34</b>	<b>47,22</b>
<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
<b>EBITDA</b>	<b>3,56</b>	<b>8,77</b>	<b>1,34</b>	<b>8,97</b>	<b>-0,50</b>	<b>2,07</b>	<b>11,34</b>
<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
<b>EBITA</b>	<b>3,56</b>	<b>8,77</b>	<b>1,34</b>	<b>8,97</b>	<b>-0,50</b>	<b>2,07</b>	<b>11,34</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>0,35</b>	<b>-8,41</b>	<b>-5,22</b>	<b>-1,70</b>	<b>-12,06</b>	<b>-8,12</b>	<b>-0,06</b>
<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>
<b>EBIT adj.</b>	<b>0,35</b>	<b>-8,41</b>	<b>-5,22</b>	<b>-1,70</b>	<b>-12,06</b>	<b>-8,12</b>	<b>-0,06</b>
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
<b>EBT</b>	<b>0,04</b>	<b>-9,93</b>	<b>-5,25</b>	<b>-1,69</b>	<b>-12,06</b>	<b>-8,12</b>	<b>-0,06</b>
<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
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,54</b>	<b>-10,07</b>	<b>-5,92</b>	<b>-1,39</b>	<b>-11,76</b>	<b>-7,92</b>	<b>-0,16</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,54</b>	<b>-10,07</b>	<b>-5,92</b>	<b>-1,39</b>	<b>-11,76</b>	<b>-7,92</b>	<b>-0,16</b>
Minderheitenanteile	0,02	0,00	0,05	-0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-0,56</b>	<b>-10,07</b>	<b>-5,98</b>	<b>-1,39</b>	<b>-11,76</b>	<b>-7,92</b>	<b>-0,16</b>
<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
<b>EPS</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,64</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,01</b>
EPS adj.	-0,04	-0,64	-0,38	-0,08	-0,70	-0,47	-0,01

\*Adjustiert um:

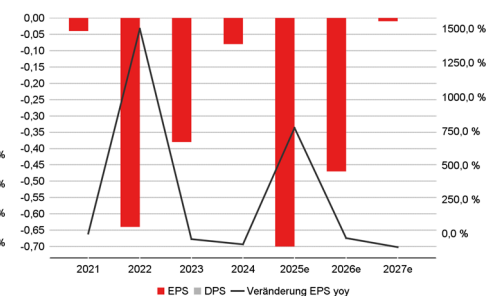
**Guidance: 2025: Umsatz EUR 65m-70m; EBITDA EUR -1.5m bis 1.5m**

## 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

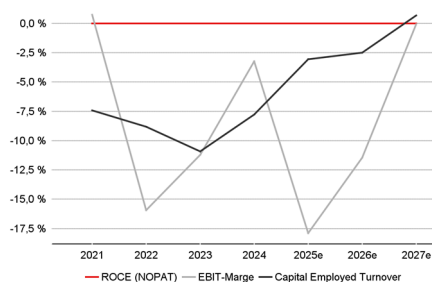
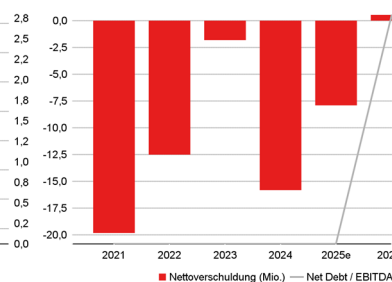
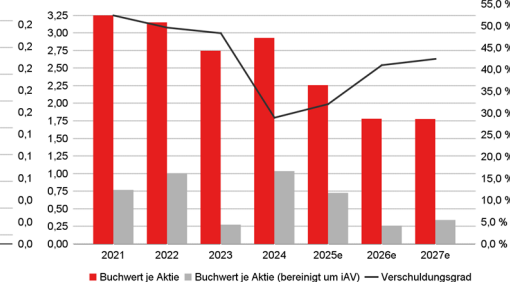
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Aktiva</b>							
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,60</b>	<b>36,91</b>	<b>41,67</b>	<b>34,19</b>	<b>28,13</b>	<b>27,94</b>	<b>26,55</b>
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
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>34,78</b>	<b>37,02</b>	<b>22,17</b>	<b>29,18</b>	<b>21,85</b>	<b>14,21</b>	<b>15,83</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>75,40</b>	<b>73,90</b>	<b>63,80</b>	<b>63,40</b>	<b>50,00</b>	<b>42,10</b>	<b>42,40</b>
<b>Passiva</b>							
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
<b>Eigenkapital</b>	<b>49,46</b>	<b>49,43</b>	<b>43,05</b>	<b>49,13</b>	<b>37,86</b>	<b>29,85</b>	<b>29,78</b>
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
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>25,92</b>	<b>24,50</b>	<b>20,79</b>	<b>14,24</b>	<b>12,13</b>	<b>12,23</b>	<b>12,63</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>75,40</b>	<b>73,90</b>	<b>63,80</b>	<b>63,40</b>	<b>50,00</b>	<b>42,10</b>	<b>42,40</b>

**Kennzahlen**

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
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 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
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 %
<b>Bilanzqualität</b>							
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



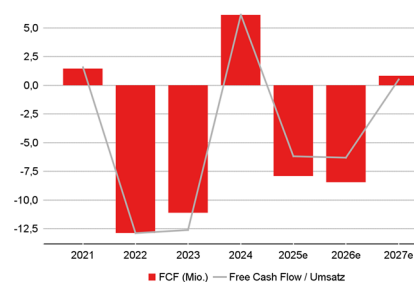
## Cash flow

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
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>7,27</b>	<b>7,12</b>	<b>0,38</b>	<b>9,42</b>	<b>-0,20</b>	<b>2,27</b>	<b>11,24</b>
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
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>13,93</b>	<b>2,14</b>	<b>0,19</b>	<b>9,99</b>	<b>-2,90</b>	<b>1,57</b>	<b>10,84</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-19,80</b>	<b>-15,02</b>	<b>-11,01</b>	<b>-3,43</b>	<b>-5,02</b>	<b>-10,02</b>	<b>-10,02</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>17,16</b>	<b>19,20</b>	<b>-4,29</b>	<b>3,21</b>	<b>-1,69</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>11,30</b>	<b>6,32</b>	<b>-15,11</b>	<b>9,77</b>	<b>-9,60</b>	<b>-8,45</b>	<b>0,83</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,15	0,00	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,00
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>25,52</b>	<b>31,85</b>	<b>12,26</b>	<b>22,01</b>	<b>12,41</b>	<b>3,96</b>	<b>4,79</b>

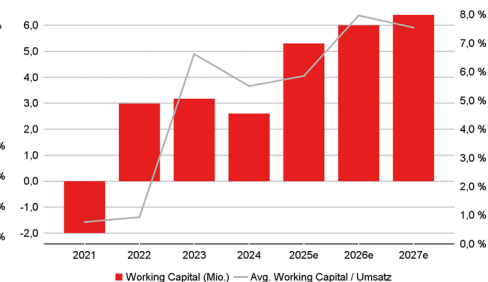
## Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Kapitalfluss</b>							
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 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
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



Working Capital



Quelle: Warburg Research

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.

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Smartbroker	5	<a href="https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE000A2GS609.htm">https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE000A2GS609.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
"-"	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

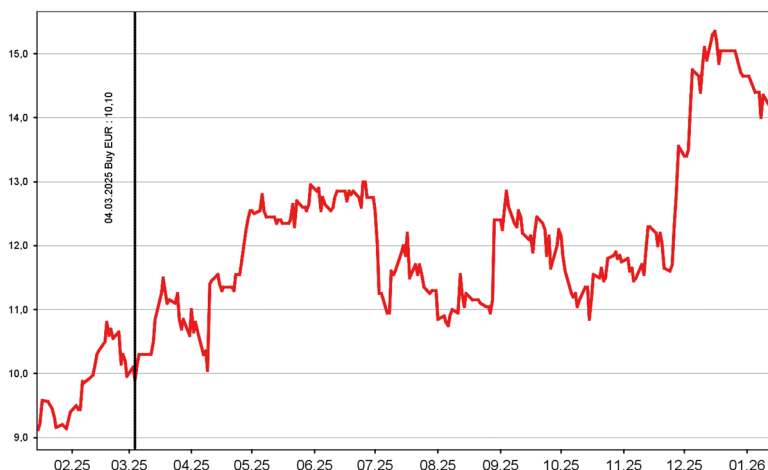
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	134	69
Halten	51	26
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>193</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	34	71
Halten	12	25
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	1	2
<b>Gesamt</b>	<b>48</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SMARTBROKER] AM [14.01.2026]**


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 38022-1000  
 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 38022-1000  
 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

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

**Antonia Möller** +49 40 38022-1000  
 a.moeller@mp-capitalmarkets.com

**SALES TRADING**

**Bastian Quast** +49 40 38022-1000  
 b.quast@mp-capitalmarkets.com

**Our research can be found under:**

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

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

**For access please contact:**

**Antonia Möller** +49 40 38022-1000  
 Sales Assistance a.moeller@mp-capitalmarkets.com