

| | | | |
|---|---|---|--|
| Buy (Hold) EUR 14,00 (EUR 8,00) Kurs EUR 9,90 Upside 41,4 % | Wertindikatoren: EUR DCF: 13,99 | Warburg Risiko Score: 3,0 Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 1,0 | Beschreibung: Betreiber des Brokers Smartbroker sowie Finanzportalen |
| | Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 155,24 Aktienanzahl (Mio.): 15,68 EV: 155,48 Freefloat MC: 57,88 Ø Trad. Vol. (30T): 124,47 Tsd. | Aktionäre: Freefloat 37,28 % Management Team 2,02 % André Kolbinger/AKD 60,70 % | Kennzahlen (WRe): 2024e Beta: 1,4 KBV: 3,7 x EK-Quote: 69 % |

Erneuter Fokus auf Kundenwachstum mit überzeugendem Produktangebot

| | |
|---|--|
| Berichtete Kennzahlen Q4/2024: in EUR m Sales 2024 52.6 2024e 50.1 2023 46.5 yoy 13.0% EBITDA 2024 8.9 2024e 4.4 2023 1.3 yoy 561.7% margin 2024 16.9% 2024e 8.8% 2023 2.9% | Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Umsatz und EBITDA übertrafen die Erwartungen aufgrund eines günstigen Handelsumfelds in Q4 und einer einmaligen Zahlung im Jahr 2024. 2024 profitierte Smartbroker von niedrigeren Kundenakquisitionskosten, die die Profitabilität erhöhten |
|---|--|

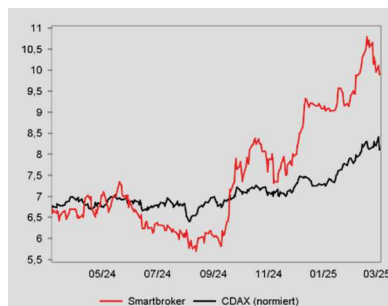
Smartbroker veröffentlichte vorläufige Zahlen, die sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis über unseren Schätzungen lagen. Darüber hinaus hielt das Unternehmen eine ausführliche Telefonkonferenz ab, in der die zukünftige Strategie und der erneute Fokus auf Kundenwachstum erläutert wurden. Das Jahr 2024 war geprägt durch die Etablierung des aktuellen Produktportfolios und der technischen Anforderungen.

Für 2025 wird ein starkes Kundenwachstum erwartet, da das Unternehmen seine Marketinganstrengungen deutlich intensivieren will. Im Jahr 2024 gab Smartbroker nur EUR 2,1 Mio. für die Kundenakquise aus, was zu einer eher flachen Entwicklung der Gesamtkundenanzahl führte (188.000 zum Jahresende gegenüber 180.000 zu Jahresbeginn). Allerdings hat das Unternehmen bereits in Q4 mit einigen Marketingaktivitäten begonnen, die zu einem unmittelbaren Kundenzuwachs von 10.500 neuen Kunden führten (Smartbroker verlor einige Kunden früher im Jahr 2024), was den Erfolg der neu eingeführten Marketingstrategie unterstreicht. Dies sollte jedoch nur der Ausgangspunkt sein, da der neue CMO gerade erst mit der Umsetzung einer umfassenden Marketingstrategie über verschiedene Kanäle begonnen hat.

Nach der intensiven Produktfokussierung im Jahr 2024 verfügt Smartbroker+ über eine sehr überzeugende Produktpalette, so dass sich die Investitionen in das Marketing auszahlen sollten. Mit seinem Angebot, das den Zugang zu verschiedenen internationalen Börsen, Ordergebühren ab EUR 0, Zugang zu einer breiten Palette von ETFs, Derivaten, Anleihen und Kryptowährungen umfasst, besetzt Smartbroker eine Nische zwischen den schlanken Discount-Brokern mit einem engeren Produktangebot und den klassischen Brokern, die deutlich höhere Gebühren verlangen. Hinzu kommt ein sehr attraktives Zinsangebot von derzeit 2,5% auf Barreserven, das weitere Bareinlagen anziehen dürfte und Smartbroker die Möglichkeit gibt, neben Handelsumsätzen auch Zinserträge zu erzielen.

Bewertung: Die aktuelle Aufstellung von Smartbroker mit einem verlässlichen Mediengeschäft als Basis und Smartbroker+ als stark wachsendem Brokerage-Angebot erscheint überzeugend. Auch wenn das Jahr 2025 von verstärkten Marketinginvestitionen geprägt sein wird, sollte das Unternehmen danach in der Lage sein, das Umsatz- und Ergebniswachstum zu steigern. Wir haben unser Modell entsprechend angepasst, was zu einem DCF-basierten Kursziel von EUR 14 führt. Vor dem Hintergrund der soliden operativen Entwicklung und des signifikanten Aufwärtspotenzials stufen wir die Aktie auf Kaufen herauf.

| | |
|---|--|
| Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. Umsatz 2024e (alt) 50,14 +/- 4,9 % 2025e (alt) 52,64 +/- 4,9 % 2026e (alt) 56,91 +/- 17,9 % EBITDA 2024e (alt) 4,40 +/- 102,3 % 2025e (alt) 6,12 +/- -91,1 % 2026e (alt) 8,04 +/- -43,3 % | Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> Profitabilität in den Jahren 2025 und 2026 durch erhöhte Marketinginvestitionen stark belastet Starkes Kundenwachstum und Skaleneffekte sollten ab 2026 zu höheren Umsätzen führen |
|---|--|

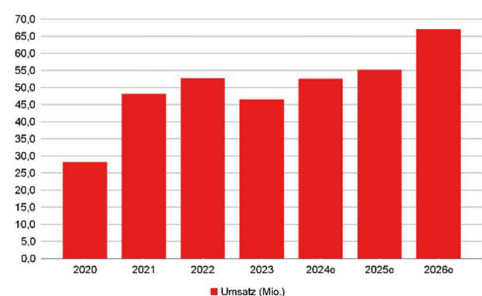


| | |
|----------------------------------|--------|
| Rel. Performance vs CDAX: | |
| 1 Monat: | 1,6 % |
| 6 Monate: | 45,7 % |
| Jahresverlauf: | -2,7 % |
| Letzte 12 Monate: | 26,7 % |

| | |
|-----------------------------|--|
| Unternehmenstermine: | |
| | |

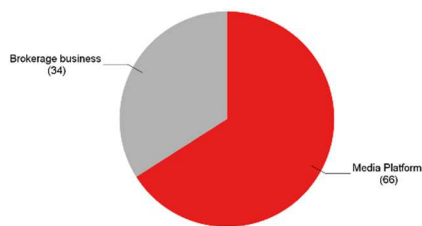
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (23-26e) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------------------|---------------|---|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| Umsatz | 13,0 % | 28,21 | 48,20 | 52,79 | 46,54 | 52,60 | 55,23 | 67,09 |
| Veränd. Umsatz yoy | | 229,9 % | 70,9 % | 9,5 % | -11,8 % | 13,0 % | 5,0 % | 21,5 % |
| Rohertragsmarge | | 52,3 % | 48,2 % | 64,6 % | 59,9 % | 60,3 % | 53,8 % | 56,1 % |
| EBITDA | 50,2 % | 4,52 | 3,56 | 8,77 | 1,34 | 8,90 | 0,54 | 4,56 |
| Marge | | 16,0 % | 7,4 % | 16,6 % | 2,9 % | 16,9 % | 1,0 % | 6,8 % |
| EBIT | - | 2,03 | 0,35 | -8,41 | -5,22 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Marge | | 7,2 % | 0,7 % | -15,9 % | -11,2 % | -3,4 % | -18,4 % | -9,0 % |
| Nettoergebnis | - | 3,51 | -0,56 | -10,07 | -5,98 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| EPS | - | 0,24 | -0,04 | -0,64 | -0,38 | -0,11 | -0,65 | -0,38 |
| EPS adj. | - | 0,24 | -0,04 | -0,64 | -0,38 | -0,11 | -0,65 | -0,38 |
| 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 | | 0,03 | 0,10 | -0,82 | -0,71 | 0,17 | -0,30 | -0,09 |
| EV / Umsatz | | 4,0 x | 6,6 x | 3,9 x | 3,1 x | 2,9 x | 2,8 x | 2,3 x |
| EV / EBITDA | | 24,8 x | 89,6 x | 23,7 x | 107,8 x | 16,9 x | 286,4 x | 34,4 x |
| EV / EBIT | | 55,3 x | 913,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| KGV | | 34,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| KGV ber. | | 34,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| FCF Potential Yield | | 3,1 % | 0,9 % | 4,2 % | 0,5 % | 5,9 % | 0,3 % | 2,9 % |
| Nettoverschuldung | | -6,57 | -19,82 | -12,51 | -1,82 | -4,43 | 0,24 | 1,69 |
| ROE | | 12,2 % | -1,4 % | -20,5 % | -12,9 % | -4,2 % | -27,6 % | -21,1 % |
| ROCE (NOPAT) | | 6,8 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Guidance: | | 2023: Umsatz EUR 55m - 60m; EBITDA EUR -3m - 0m | | | | | | |

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



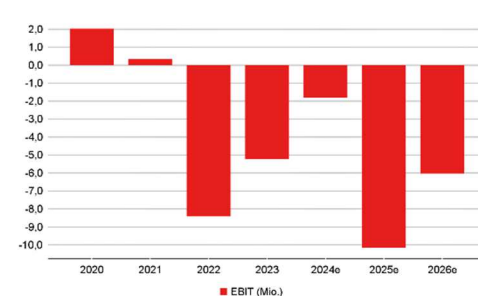
Quelle: Warburg Research

Umsaufteilung nach Segmenten 2023e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

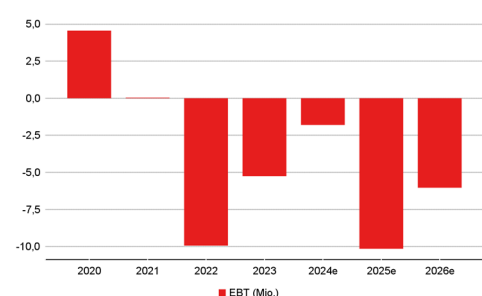
Unternehmenshintergrund

- Der Betrieb der deutschen Finanzinformationsplattformen www.wallstreet-online.de und www.boersennews.de, www.finanznachrichten.de und www.ariva.de bildet das Kerngeschäft des Unternehmens.
- Das Finanzforum auf www.wallstreet-online.de ist das größte in Deutschland mit mehr als 460.000 aktiven Nutzern und 1,1 Mio. Artikeln zu mehr als 80 Themen
- Der neu eingeführte smartbroker erweitert das Geschäft in Richtung von online discount Brokerage Dienstleistungen und repräsentiert einen potentiell signifikanten zukünftigen Wachstumstreiber
- Die Nutzer der Portale sind sehr homogen und damit für Werbetreibende attraktiv, da ein spezielles Targeting betrieben werden kann
- Das Unternehmen strebt eine weitere Diversifizierung entlang der Wertschöpfungskette der Finanzdienstleistungen und Kapitalmärkte an, um das Angebot für den Kunden zu erweitern

Wettbewerbsqualität

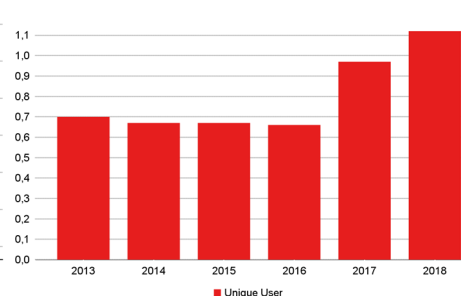
- Starke Nummer 2 unter den deutschen Finanzportalen nach der Akquisition von Ariva.de. Fusion mit boersennews.de stärkt mobiles Angebot
- Wesentliches Unterscheidungsmerkmal ist das große User-Forum, das in einer hohen Zahl von treuen Nutzern resultiert, die auch neue Inhalte erzeugen
- Durch die homogene Nutzerstruktur kann Werbung gezielter erfolgen, woraus sich vergleichsweise hohe Preise für die Marketingfläche auf der Plattform ergeben
- Mit einer weiteren Diversifizierung der Umsatzströme reduziert sich die Zyklizität und teilweise kann der Umsatz des Unternehmens von den Kapitalmarktentwicklungen abgekoppelt werden

Entwicklung EBT in Mio. EUR



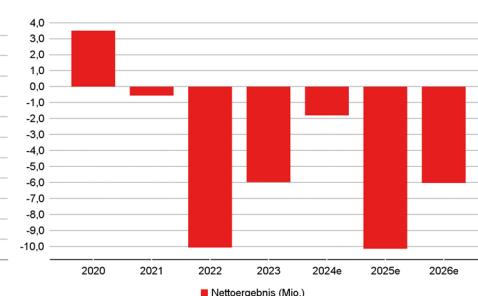
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Unique User in m



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio. | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|------------------------------|----------------|---------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | 2035e | 2036e | |
| Umsatz | 52,60 | 55,23 | 67,09 | 80,51 | 92,59 | 101,85 | 110,00 | 117,69 | 124,76 | 129,75 | 133,64 | 136,31 | 138,36 | |
| Umsatzwachstum | 13,0 % | 5,0 % | 21,5 % | 20,0 % | 15,0 % | 10,0 % | 8,0 % | 7,0 % | 6,0 % | 4,0 % | 3,0 % | 2,0 % | 1,5 % | 2,0 % |
| EBIT | -1,80 | -10,15 | -6,03 | 0,00 | 9,26 | 20,37 | 33,00 | 35,31 | 37,43 | 38,92 | 40,09 | 40,89 | 41,51 | |
| EBIT-Marge | -3,4 % | -18,4 % | -9,0 % | 0,0 % | 10,0 % | 20,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | |
| Steuerquote (EBT) | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | 32,0 % | |
| NOPAT | -1,80 | -10,15 | -6,03 | 0,00 | 6,30 | 13,85 | 22,44 | 24,01 | 25,45 | 26,47 | 27,26 | 27,81 | 28,22 | |
| Abschreibungen | 10,70 | 10,69 | 10,59 | 8,05 | 7,41 | 5,09 | 3,30 | 3,53 | 3,74 | 3,89 | 4,01 | 4,09 | 4,15 | |
| Abschreibungsquote | 20,3 % | 19,4 % | 15,8 % | 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 | |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | 1,27 | 0,20 | 1,00 | 0,80 | 0,97 | 0,74 | 0,65 | 0,62 | 0,56 | 0,40 | 0,31 | 0,21 | 0,16 | |
| - Investitionen | 5,02 | 5,02 | 5,02 | 4,83 | 4,63 | 4,07 | 3,30 | 3,53 | 3,74 | 3,89 | 4,01 | 4,09 | 4,15 | |
| Investitionsquote | 9,5 % | 9,1 % | 7,5 % | 6,0 % | 5,0 % | 4,0 % | 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) | 2,62 | -4,67 | -1,46 | 2,42 | 8,11 | 14,13 | 21,79 | 23,39 | 24,89 | 26,07 | 26,95 | 27,59 | 28,06 | 29 |
| Barwert FCF | 2,68 | -4,36 | -1,24 | 1,87 | 5,72 | 9,09 | 12,78 | 12,50 | 12,12 | 11,57 | 10,91 | 10,18 | 9,43 | 124 |
| Anteil der Barwerte | -1,34 % | | | 44,21 % | | | | | | | | | | 57,13 % |

Modell-Parameter

| | | | |
|------------------------|---------------|------------------------|-------------|
| Herleitung WACC: | | Herleitung Beta: | |
| Fremdkapitalquote | 9,00 % | Finanzielle Stabilität | 1,40 |
| FK-Zins (nach Steuern) | 2,4 % | Liquidität (Aktie) | 1,50 |
| Marktrendite | 8,25 % | Zyklizität | 1,40 |
| Risikofreie Rendite | 2,75 % | Transparenz | 1,40 |
| | | Sonstiges | 1,30 |
| WACC | 9,72 % | Beta | 1,40 |

Wertermittlung (Mio.)

| | | | |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2036e | 93 | | |
| Terminal Value | 124 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 10 | | |
| Pensionsrückstellungen | 0 | | |
| Hybridkapital | 0 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0 | | |
| Liquide Mittel | 12 | Aktienzahl (Mio.) | 15,7 |
| Eigenkapitalwert | 219 | Wert je Aktie (EUR) | 13,99 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| Beta | WACC | Ewiges Wachstum | | | | | | | Beta | WACC | Delta EBIT-Marge | | | | | | |
|------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|--------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 1,25 % | 1,50 % | 1,75 % | 2,00 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % | | | -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 % | 11,46 | 11,62 | 11,78 | 11,96 | 12,15 | 12,34 | 12,55 | 1,60 | 10,7 % | 11,13 | 11,41 | 11,68 | 11,96 | 12,24 | 12,52 | 12,79 |
| 1,50 | 10,2 % | 12,32 | 12,51 | 12,70 | 12,91 | 13,13 | 13,37 | 13,62 | 1,50 | 10,2 % | 12,03 | 12,32 | 12,62 | 12,91 | 13,21 | 13,50 | 13,79 |
| 1,45 | 10,0 % | 12,79 | 12,99 | 13,21 | 13,43 | 13,68 | 13,93 | 14,21 | 1,45 | 10,0 % | 12,52 | 12,83 | 13,13 | 13,43 | 13,74 | 14,04 | 14,34 |
| 1,40 | 9,7 % | 13,29 | 13,51 | 13,74 | 13,99 | 14,26 | 14,54 | 14,84 | 1,40 | 9,7 % | 13,05 | 13,37 | 13,68 | 13,99 | 14,31 | 14,62 | 14,93 |
| 1,35 | 9,5 % | 13,82 | 14,06 | 14,32 | 14,59 | 14,88 | 15,19 | 15,53 | 1,35 | 9,5 % | 13,62 | 13,94 | 14,27 | 14,59 | 14,91 | 15,24 | 15,56 |
| 1,30 | 9,2 % | 14,39 | 14,65 | 14,93 | 15,23 | 15,55 | 15,89 | 16,27 | 1,30 | 9,2 % | 14,23 | 14,56 | 14,90 | 15,23 | 15,56 | 15,90 | 16,23 |
| 1,20 | 8,7 % | 15,64 | 15,96 | 16,29 | 16,66 | 17,05 | 17,47 | 17,93 | 1,20 | 8,7 % | 15,58 | 15,94 | 16,30 | 16,66 | 17,02 | 17,38 | 17,73 |

- Die langfristige EBIT marge von 45% wird ab dem Jahr 2025 erwartet
- Wachstumsraten in 2020 und 2021 sind durch die Konsolidierung von akquirierten Unternehmen geprägt

| Wertermittlung | | | | | | | |
|--------------------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| KBV | 3,9 x | 6,9 x | 4,5 x | 3,4 x | 3,7 x | 4,9 x | 6,1 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 0,68 | 0,77 | 1,00 | 0,27 | 0,52 | 0,24 | 0,21 |
| EV / Umsatz | 4,0 x | 6,6 x | 3,9 x | 3,1 x | 2,9 x | 2,8 x | 2,3 x |
| EV / EBITDA | 24,8 x | 89,6 x | 23,7 x | 107,8 x | 16,9 x | 286,4 x | 34,4 x |
| EV / EBIT | 55,3 x | 913,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV / EBIT adj.* | 55,3 x | 913,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Kurs / FCF | 245,7 x | 233,1 x | n.a. | n.a. | 59,3 x | n.a. | n.a. |
| KGV | 34,4 x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| KGV ber.* | 34,4 x | 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) | 3,1 % | 0,9 % | 4,2 % | 0,5 % | 5,9 % | 0,3 % | 2,9 % |
| *Adjustiert um: | - | | | | | | |

| Unternehmensspezifische Kennzahlen | | | | | | | |
|------------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Unique User | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

GuV

| In EUR Mio. | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Umsatz | 28,21 | 48,20 | 52,79 | 46,54 | 52,60 | 55,23 | 67,09 |
| Veränd. Umsatz yoy | 229,9 % | 70,9 % | 9,5 % | -11,8 % | 13,0 % | 5,0 % | 21,5 % |
| Bestandsveränderungen | 0,00 | -0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Aktiviere Eigenleistungen | 0,00 | 0,88 | 2,39 | 2,54 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Gesamterlöse | 28,21 | 49,07 | 55,18 | 49,09 | 52,60 | 55,23 | 67,09 |
| Materialaufwand | 13,45 | 25,85 | 21,06 | 21,22 | 20,90 | 25,51 | 29,43 |
| Rohrertrag | 14,75 | 23,22 | 34,12 | 27,87 | 31,70 | 29,72 | 37,66 |
| Rohermarge | 52,3 % | 48,2 % | 64,6 % | 59,9 % | 60,3 % | 53,8 % | 56,1 % |
| Personalaufwendungen | 7,98 | 12,64 | 18,75 | 20,26 | 20,70 | 22,43 | 25,67 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,26 | 0,63 | 1,36 | 1,79 | 4,70 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 2,51 | 7,65 | 7,96 | 8,05 | 6,80 | 6,74 | 7,43 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBITDA | 4,52 | 3,56 | 8,77 | 1,34 | 8,90 | 0,54 | 4,56 |
| Marge | 16,0 % | 7,4 % | 16,6 % | 2,9 % | 16,9 % | 1,0 % | 6,8 % |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBITA | 4,52 | 3,56 | 8,77 | 1,34 | 8,90 | 0,54 | 4,56 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 2,93 | 3,80 | 17,19 | 6,57 | 10,70 | 10,69 | 10,59 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBIT | 2,03 | 0,35 | -8,41 | -5,22 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Marge | 7,2 % | 0,7 % | -15,9 % | -11,2 % | -3,4 % | -18,4 % | -9,0 % |
| EBIT adj. | 2,03 | 0,35 | -8,41 | -5,22 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Zinserträge | 0,03 | 0,01 | 0,03 | 0,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Zinsaufwendungen | 0,17 | 0,16 | 0,38 | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstiges Finanzergebnis | 2,66 | 0,23 | 1,17 | 0,08 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EBT | 4,56 | 0,04 | -9,93 | -5,25 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Marge | 16,2 % | 0,1 % | -18,8 % | -11,3 % | -3,4 % | -18,4 % | -9,0 % |
| Steuern gesamt | 1,01 | 0,58 | 0,13 | 0,67 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 3,55 | -0,54 | -10,07 | -5,92 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 3,55 | -0,54 | -10,07 | -5,92 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Minderheitenanteile | 0,05 | 0,02 | 0,00 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Nettoergebnis | 3,51 | -0,56 | -10,07 | -5,98 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| Marge | 12,4 % | -1,2 % | -19,1 % | -12,8 % | -3,4 % | -18,4 % | -9,0 % |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 14,38 | 15,10 | 15,68 | 15,68 | 15,68 | 15,68 | 15,68 |
| EPS | 0,24 | -0,04 | -0,64 | -0,38 | -0,11 | -0,65 | -0,38 |
| EPS adj. | 0,24 | -0,04 | -0,64 | -0,38 | -0,11 | -0,65 | -0,38 |

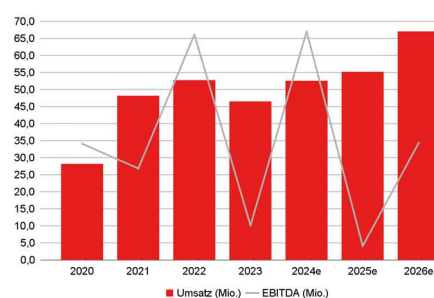
*Adjustiert um:

Guidance: 2023: Umsatz EUR 55m - 60m; EBITDA EUR -3m - 0m

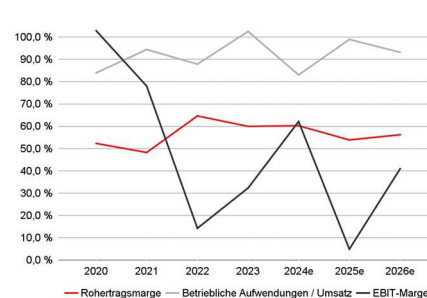
Kennzahlen

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 84,0 % | 94,4 % | 87,9 % | 102,6 % | 83,1 % | 99,0 % | 93,2 % |
| Operating Leverage | -0,2 x | -1,2 x | n.a. | 3,2 x | -5,0 x | 92,9 x | -1,9 x |
| EBITDA / Interest expenses | 26,9 x | 21,8 x | 23,2 x | 5,5 x | n.a. | n.a. | n.a. |
| Steuerquote (EBT) | 22,1 % | 1394,2 % | -1,3 % | -12,7 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| 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. |

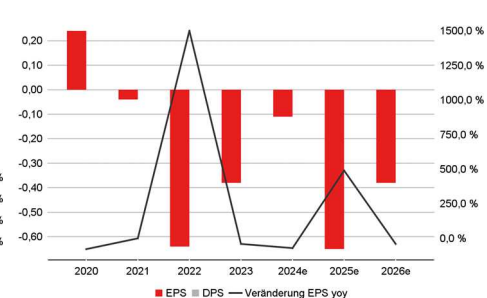
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

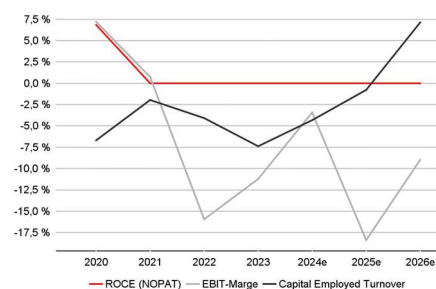
Bilanz

| In EUR Mio. | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 20,47 | 37,47 | 33,64 | 38,77 | 33,56 | 27,87 | 22,28 |
| davon übrige imm. VG | 8,23 | 14,39 | 12,83 | 21,14 | 15,44 | 9,75 | 4,16 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 11,43 | 22,59 | 20,81 | 17,63 | 17,63 | 17,63 | 17,63 |
| Sachanlagen | 0,40 | 0,91 | 1,77 | 1,84 | 1,86 | 1,87 | 1,89 |
| Finanzanlagen | 7,92 | 2,23 | 1,50 | 1,06 | 1,06 | 1,06 | 1,06 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Anlagevermögen | 28,79 | 40,60 | 36,91 | 41,67 | 36,47 | 30,80 | 25,22 |
| Vorräte | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 4,33 | 6,97 | 6,15 | 7,08 | 5,80 | 6,10 | 7,40 |
| Liquide Mittel | 14,07 | 25,53 | 27,37 | 12,26 | 14,88 | 10,21 | 8,75 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 3,95 | 2,28 | 3,49 | 2,82 | 2,82 | 2,82 | 2,82 |
| Umlaufvermögen | 22,36 | 34,78 | 37,02 | 22,17 | 23,60 | 19,23 | 19,07 |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 51,20 | 75,40 | 73,90 | 63,80 | 60,10 | 50,00 | 44,30 |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 14,38 | 15,10 | 15,68 | 15,68 | 15,68 | 15,68 | 15,68 |
| Kapitalrücklage | 10,86 | 29,27 | 38,73 | 38,73 | 38,73 | 38,73 | 38,73 |
| Gewinnrücklagen | 4,95 | 4,39 | -5,65 | -11,52 | -13,32 | -23,46 | -29,49 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | 0,01 | 0,30 | 0,64 | 0,18 | 0,68 | 0,68 | 0,68 |
| Buchwert | 30,21 | 49,06 | 49,40 | 43,07 | 41,77 | 31,62 | 25,59 |
| Anteile Dritter | 0,02 | 0,40 | 0,04 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 |
| Eigenkapital | 30,23 | 49,46 | 49,43 | 43,05 | 41,75 | 31,61 | 25,57 |
| Rückstellungen gesamt | 2,72 | 6,11 | 4,01 | 3,38 | 3,38 | 3,38 | 3,38 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 7,50 | 5,70 | 14,87 | 10,45 | 10,45 | 10,45 | 10,45 |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 1,57 | 8,88 | 2,98 | 3,85 | 1,40 | 1,50 | 1,80 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 9,13 | 5,22 | 2,64 | 3,11 | 3,11 | 3,11 | 3,11 |
| Verbindlichkeiten | 20,93 | 25,92 | 24,50 | 20,79 | 18,33 | 18,43 | 18,73 |
| Bilanzsumme (Passiva) | 51,20 | 75,40 | 73,90 | 63,80 | 60,10 | 50,00 | 44,30 |

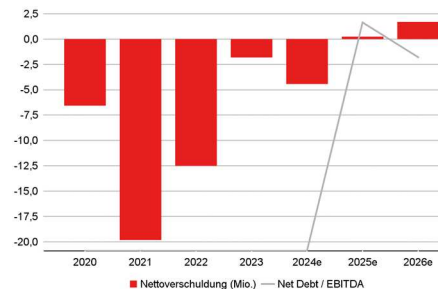
Kennzahlen

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kapitaleffizienz | | | | | | | |
| Operating Assets Turnover | 9,0 x | -44,2 x | 11,1 x | 9,3 x | 8,4 x | 8,5 x | 8,9 x |
| Capital Employed Turnover | 1,2 x | 1,6 x | 1,4 x | 1,1 x | 1,4 x | 1,7 x | 2,5 x |
| ROA | 12,2 % | -1,4 % | -27,3 % | -14,3 % | -4,9 % | -32,9 % | -23,9 % |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | 6,8 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| ROE | 12,2 % | -1,4 % | -20,5 % | -12,9 % | -4,2 % | -27,6 % | -21,1 % |
| Adj. ROE | 12,2 % | -1,4 % | -20,5 % | -12,9 % | -4,2 % | -27,6 % | -21,1 % |
| Bilanzqualität | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | -6,57 | -19,82 | -12,51 | -1,82 | -4,43 | 0,24 | 1,69 |
| Nettofinanzverschuldung | -6,57 | -19,82 | -12,51 | -1,82 | -4,43 | 0,24 | 1,69 |
| Net Gearing | -21,7 % | -40,1 % | -25,3 % | -4,2 % | -10,6 % | 0,8 % | 6,6 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 43,9 % | 37,2 % |
| Buchwert je Aktie | 2,1 | 3,2 | 3,2 | 2,7 | 2,7 | 2,0 | 1,6 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,2 |

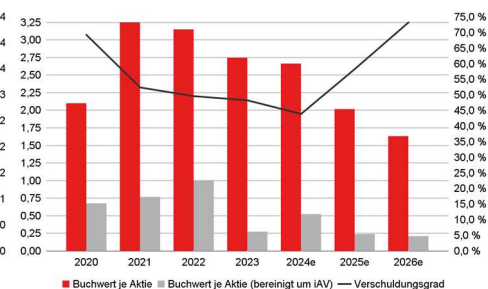
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

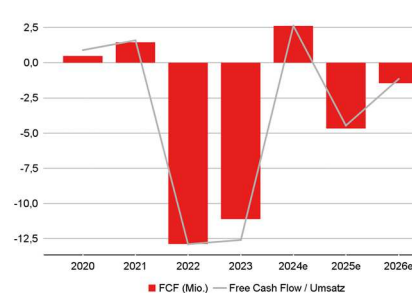
Cash flow

| In EUR Mio. | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 3,55 | -0,54 | -10,07 | -5,92 | -1,80 | -10,15 | -6,03 |
| 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 | 2,93 | 3,80 | 17,19 | 6,57 | 10,70 | 10,69 | 10,59 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,27 | 3,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,00 | 0,72 | 0,00 | -0,27 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash Flow vor NWC-Veränderung | 6,75 | 7,27 | 7,12 | 0,38 | 8,90 | 0,54 | 4,56 |
| Veränderung Vorräte | -0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | -0,10 | 0,00 | 0,00 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | -5,74 | -2,26 | 0,82 | -0,94 | 1,28 | -0,30 | -1,30 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | 2,28 | 9,03 | -5,80 | 0,75 | -2,45 | 0,10 | 0,30 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | -2,18 | -0,11 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | -5,65 | 6,67 | -4,98 | -0,19 | -1,27 | -0,20 | -1,00 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1] | 1,10 | 13,93 | 2,14 | 0,19 | 7,63 | 0,34 | 3,56 |
| Investitionen in iAV | -0,60 | -10,00 | -15,00 | -5,00 | -5,00 | -5,00 | -5,00 |
| Investitionen in Sachanlagen | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 | -0,02 |
| Zugänge aus Akquisitionen | -0,50 | -9,14 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Finanzanlageninvestitionen | 0,00 | -1,82 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | -0,20 | 0,00 | 0,00 | 0,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2] | -1,32 | -19,80 | -15,02 | -11,01 | -5,02 | -5,02 | -5,02 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 7,50 | -1,80 | 9,16 | -4,51 | 0,00 | 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 | 0,00 | 19,13 | 10,03 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Sonstiges | -2,92 | -0,16 | 0,00 | 0,22 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3] | 4,58 | 17,16 | 19,20 | -4,29 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3] | 4,36 | 11,30 | 6,32 | -15,11 | 2,62 | -4,67 | -1,46 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | -0,02 | 0,15 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Endbestand liquide Mittel | 14,02 | 25,52 | 31,85 | 12,26 | 14,88 | 10,21 | 8,75 |

Kennzahlen

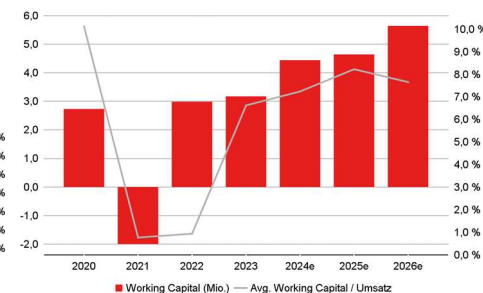
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|----------|----------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| Kapitalfluss | | | | | | | |
| FCF | 0,48 | 1,45 | -12,88 | -11,11 | 2,62 | -4,67 | -1,46 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 1,7 % | 3,0 % | -24,4 % | -23,9 % | 5,0 % | -8,5 % | -2,2 % |
| Free Cash Flow Potential | 3,52 | 2,98 | 8,64 | 0,68 | 8,90 | 0,54 | 4,56 |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 13,8 % | -259,4 % | 127,9 % | 185,9 % | -145,4 % | 46,1 % | 24,1 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 0,4 % | 0,0 % | 0,1 % | 1,5 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 4,5 % | 2,5 % | 3,7 % | 1,9 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Verwaltung von Finanzmitteln | | | | | | | |
| Investitionsquote | 2,2 % | 20,8 % | 28,4 % | 10,8 % | 9,5 % | 9,1 % | 7,5 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 24,7 % | 312,1 % | 87,4 % | 76,4 % | 46,9 % | 46,9 % | 47,4 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 10,1 % | 0,8 % | 0,9 % | 6,6 % | 7,2 % | 8,2 % | 7,7 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 276,1 % | 78,5 % | 206,2 % | 183,9 % | 414,3 % | 406,7 % | 411,1 % |
| Vorratumschlag | 1360,2 x | 6062,8 x | 7019,3 x | 21218,0 x | 209,0 x | 255,1 x | 294,3 x |
| Receivables collection period (Tage) | 56 | 53 | 43 | 56 | 40 | 40 | 40 |
| Payables payment period (Tage) | 43 | 125 | 52 | 66 | 24 | 21 | 22 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 13 | -74 | -12 | -12 | 16 | 19 | 18 |

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

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

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

| Unternehmen | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate) |
|-------------|------------|---|
| Smartbroker | 5 | https://www.mmwarburg.com/disclaimer/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 | 145 | 72 |
| Halten | 43 | 21 |
| Verkaufen | 8 | 4 |
| Empf. ausgesetzt | 6 | 3 |
| Gesamt | 202 | 100 |

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 40 | 77 |
| Halten | 8 | 15 |
| Verkaufen | 1 | 2 |
| Empf. ausgesetzt | 3 | 6 |
| Gesamt | 52 | 100 |

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SMARTBROKER] AM [05.03.2025]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

DESIGNATED SPONSORING

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

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

For access please contact:

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

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