

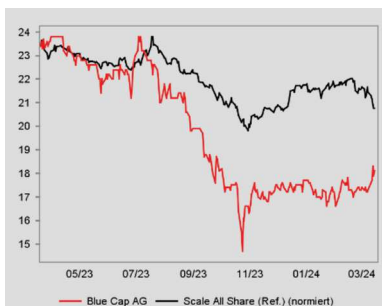
<b>Buy</b> <b>EUR 32,00</b> (EUR 30,00)  Kurs <b>EUR 18,10</b> <b>Upside 76,8 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 32,00	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,0</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 3,0 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>Beschreibung:</b> Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Unternehmen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 79,6 Aktienanzahl (Mio.): 4,4 EV: 138,7 Freefloat MC: 27,5 Ø Trad. Vol. (30T): 22,94 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 34,50 % PartnerFonds AG 26,90 % German family office 15,00 % Kreissparkasse Biberach 13,50 % Schüchl GmbH 10,10 %	<b>Kennzahlen (WRE):</b> 2023e Beta: 1,5 KBV: 0,8 x EK-Quote: 36 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,9 x Net Debt / EBITDA: 3,1 x

## Selbsthilfemaßnahmen sorgen für positive Margendynamik

Wir aktualisieren unser Modell und erhöhen unser Kursziel nach den guten vorläufigen Zahlen für 2023. Die Anhebung der Ergebnisschätzungen führt zu einer Erhöhung unseres DCF-basierten fairen Wertes um EUR 2 auf EUR 32 und wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

- Letzte Woche gab Blue Cap einen vorläufigen Umsatz von EUR 273,3 Mio. und ein bereinigtes EBITDA von EUR 23,2 Mio. für das Gesamtjahr 2023 bekannt. Der Umsatz lag damit in der Mitte der Guidance vom November 2023 von EUR 265-285 Mio., aber die bereinigte EBITDA-Marge von 8,5% übertraf das obere Ende der Guidance um 50 BP. Für Q4 impliziert dies einen Umsatzrückgang von 5%, aber ein sehr starkes bereinigtes EBITDA, das um mehr als 80% auf EUR 7,3 Mio. stieg. Diese starke Ergebnisdynamik ist vor allem auf den Erfolg des "Fitness-Programms" bei Neschen zurückzuführen, das der Haupttreiber für die EBITDA-Verbesserung von EUR 2,5 Mio. im Segment Adhesives & Coating war. Darüber hinaus führten Kompensationszahlungen für die Unterauslastung bei H+E zu einer Ergebnissteigerung im Segment Plastics, trotz des schwachen Geschäfts bei conpearl.
- Das Management erwartet für 2024 ein leichtes Umsatzwachstum und eine Verbesserung der bereinigten EBITDA-Marge. Während die Umsatzprognose weitgehend unseren Annahmen entspricht, stellt die Margenprognose eine positive Überraschung dar. Dies spiegelt den nachlassenden konjunkturellen Gegenwind und die Auswirkungen der Kostensenkungsmaßnahmen im gesamten Portfolio wider, die zu einem guten Start in das Jahr geführt haben. Im Segment Plastics sind der starke Auftragseingang bei conpearl und die Standortkonsolidierung bei H+E positive Faktoren für 2024. Die Margen im Segment Adhesives & Coating sollten sich durch Kostensenkungen und den Verkauf der defizitären Filmolux France verbessern. Darüber hinaus wird ein stärkerer Fokus auf umsatzsteigernde Maßnahmen gelegt, was eine Priorität für den neuen CEO von Planatol (seit Juli) sein sollte. Im Segment Business Services erwarten wir ein H2-lastiges Jahr, da HY-Line im ersten Halbjahr mit einer besonders starken Vergleichsbasis konfrontiert ist. Niedrige Lagerbestände bei den Kunden und zunehmende Cross-Selling-Bemühungen sollten jedoch ab Q2 zu einem Aufschwung führen.
- Blue Cap hat seinen NAV zum Jahresende noch nicht gemeldet, aber ein Rückgang gegenüber dem Niveau des ersten Halbjahres 2023 wurde bereits angekündigt. Wir schätzen einen Wert von knapp über EUR 26. Das Management bestätigte jedoch unsere Einschätzung, dass der NAV ab 2024 wieder steigen dürfte. Dies wird durch die bereits in H2 2023 einsetzende Margenerholung sowie durch Exits getrieben. Mit zunehmendem Fokus auf Exit-Bereitschaft sehen wir das Potenzial für ein bis zwei Exits in diesem Jahr. Angesichts der starken Erfolgsbilanz von Blue Cap, regelmäßig zu einem Aufschlag auf den NAV zu verkaufen (was sowohl eine konservative NAV-Berechnung als auch gute Deal-Making-Fähigkeiten widerspiegelt), sollte dies ein positiver Katalysator für die Aktie sein.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	270,0	1,4 %	280,0	0,0 %	308,0	0,0 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorläufige Zahlen besser als erwartet</li> <li>Fortschritte bei der Kostensenkung</li> </ul>
<b>EBITDA adj.</b>	22,5	2,9 %	21,0	14,3 %	27,0	3,6 %	
<b>EBT</b>	-0,8	n.m.	-0,1	n.m.	7,1	13,7 %	
<b>EPS</b>	-0,06	n.m.	-0,01	n.m.	1,14	13,2 %	

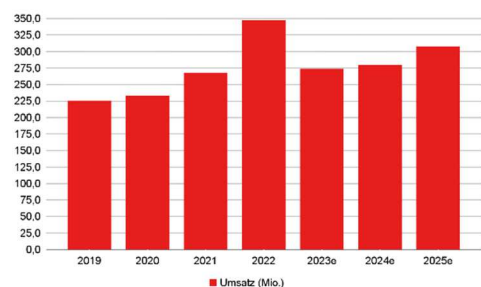


Rel. Performance vs Scale All Share	
1 Monat:	10,2 %
6 Monate:	1,9 %
Jahresverlauf:	6,8 %
Letzte 12 Monate:	-11,1 %

Unternehmenstermine:	

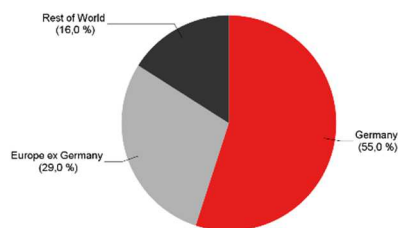
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	-3,9 %	225,7	233,0	267,3	347,5	273,9	280,0	308,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		28,2 %	3,2 %	14,7 %	30,0 %	-21,2 %	2,2 %	10,0 %
<b>EBITDA adj.</b>		14,3	17,6	24,6	30,4	23,2	24,0	28,0
<b>Marge</b>	1,3 %	6,4 %	7,6 %	9,2 %	8,7 %	8,5 %	8,6 %	9,1 %
<b>EBIT adj.</b>		6,4	8,9	13,3	16,3	13,2	14,5	18,1
<b>Marge</b>	7,7 %	2,9 %	3,8 %	5,0 %	4,7 %	4,8 %	5,2 %	5,9 %
<b>EBT</b>		2,4	17,5	5,1	14,8	-0,4	2,9	8,1
<b>Nettoergebnis</b>	-22,5 %	2,8	16,6	5,2	12,2	0,0	2,0	5,7
<b>EPS</b>	-22,6 %	0,71	4,15	1,24	2,78	0,01	0,47	1,29
<b>EPS adj.</b>		1,15	1,51	2,53	2,83	1,44	1,74	2,57
<b>DPS</b>	3,6 %	0,75	1,00	0,85	0,90	0,50	0,75	1,00
<b>Dividendenrendite</b>		4,3 %	5,7 %	3,2 %	3,5 %	2,8 %	4,1 %	5,5 %
<b>FCFPS</b>		-1,15	1,08	1,54	2,09	5,68	2,49	2,13
<b>FCF / Marktkap.</b>		-6,6 %	6,2 %	5,8 %	8,0 %	31,4 %	13,8 %	11,8 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,6 x	0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
<b>EV / EBITDA adj.</b>		9,9 x	6,8 x	7,6 x	6,7 x	6,4 x	5,8 x	4,7 x
<b>EV / EBIT adj.</b>		22,0 x	13,5 x	14,1 x	12,5 x	11,2 x	9,6 x	7,3 x
<b>KGV ber.</b>		15,2 x	11,5 x	10,6 x	9,2 x	12,6 x	10,4 x	7,0 x
<b>FCF Potential Yield</b>		10,9 %	27,8 %	13,4 %	18,9 %	14,7 %	15,7 %	18,3 %
<b>Nettoverschuldung</b>		72,6	50,8	76,3	89,4	68,0	59,1	52,7
<b>ROE</b>		4,2 %	22,5 %	5,9 %	12,4 %	0,0 %	2,0 %	5,6 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		4,1 %	13,9 %	3,6 %	6,0 %	1,6 %	2,7 %	4,3 %
<b>Guidance:</b>		leichtes Umsatzwachstum und Margenverbesserung (adj. EBITDA)						

Entwicklung Umsatz  
in Mio. EUR



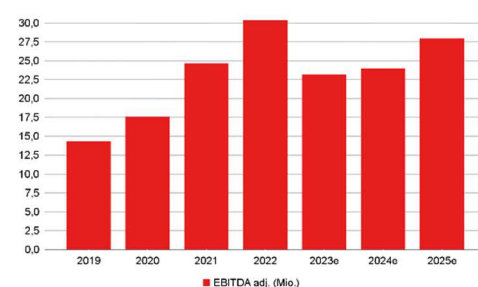
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen  
2022; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung adj. EBITDA  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

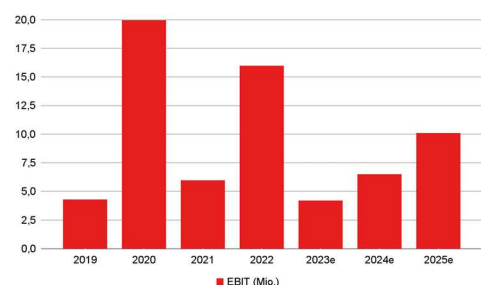
## Unternehmenshintergrund

- Die Blue Cap ist eine Münchner Beteiligungsgesellschaft mit dem Fokus auf mittelständische Nischenanbieter mit einem Umsatzvolumen von EUR 30-80 Mio.
- Es wird ausschließlich in Unternehmen aus dem B2B-Bereich investiert, die sich in einer sog. "special situation" befinden.
- Zu diesen "special situations" zählen z.B. eine ungeklärte Nachfolge, Managementproblematiken oder Finanzierungsschwierigkeiten. Es werden nur Firmen mit intaktem Kerngeschäft und hoher Wettbewerbsqualität erworben.
- Derzeit hält die Blue Cap operative Beteiligungen aus den Bereichen Kunststofftechnik, Mess- und Prüfsysteme, Klebstoffe, Beschichtungstechnik, Elektrotechnik, Business Services und Medizintechnik.

## Wettbewerbsqualität

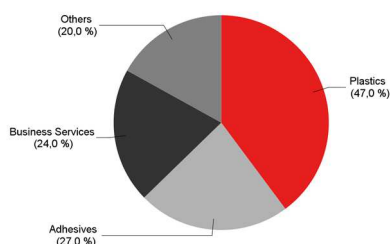
- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Private Equity- und Restrukturierungserfahrung geführt.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus einem Netzwerk von Banken, Finanzdienstleistern, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern akquiriert werden. Dies sichert den Zugang zu weiterem Wachstum.
- Mit einem Beteiligungsfokus auf kleine Mittelständler mit einem Umsatz von EUR 30-80 Mio. liegt die Blue Cap unter den Größenniveaus der meisten Wettbewerber. Dies verbessert deutlich die Auswahl attraktiver Investments.
- Es gibt keine festgelegte Halteperiode für die Portfoliounternehmen, sondern es wird ein "best owner"-Ansatz verfolgt.

Entwicklung EBIT  
in Mio. EUR



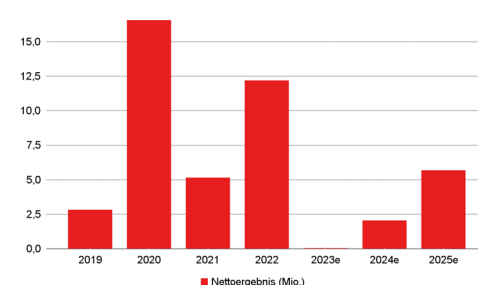
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten  
2022; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	273,9	280,0	308,0	314,2	320,4	326,9	333,4	341,7	348,6	355,5	362,6	369,9	377,3	
Umsatzwachstum	-21,2 %	2,2 %	10,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	4,2	6,5	10,1	12,6	16,0	19,6	21,7	23,9	24,4	24,9	25,4	25,9	26,4	
EBIT-Marge	1,5 %	2,3 %	3,3 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	2,9	4,6	7,1	8,8	11,2	13,7	15,2	16,7	17,1	17,4	17,8	18,1	18,5	
Abschreibungen	17,4	16,1	16,5	17,3	16,0	13,1	11,7	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	
Abschreibungsquote	6,4 %	5,8 %	5,4 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	2,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-13,1	0,9	4,5	1,7	1,0	1,0	1,0	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	
- Investitionen	5,3	6,3	8,3	9,4	9,6	9,8	10,0	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	
Investitionsquote	1,9 %	2,3 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	28,2	13,5	10,7	17,7	16,2	15,5	15,3	14,9	15,4	15,7	16,4	17,1	17,4	18
Barwert FCF	27,2	11,9	8,7	13,1	10,9	9,6	8,7	7,7	7,3	6,8	6,5	6,2	5,8	81
Anteil der Barwerte	22,62 %			39,10 %										38,28 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,60
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,60
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	1,10
<b>WACC</b>	<b>9,30 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,50</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	130		
Terminal Value	81		
Zinstr. Verbindlichkeiten	118		
Pensionsrückstellungen	6		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	6		
Marktwert v. Beteiligungen	10		
Liquide Mittel	50	Aktienzahl (Mio.)	4,4
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>141</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>32,00</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							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
1,74	10,3 %	25,58	25,96	26,36	26,78	27,23	27,70	28,21	17,80	20,80	23,79	26,78	29,77	32,76	35,75
1,62	9,8 %	27,79	28,24	28,72	29,22	29,76	30,34	30,95	19,69	22,87	26,05	29,22	32,40	35,57	38,75
1,56	9,6 %	29,00	29,49	30,01	30,56	31,16	31,79	32,47	20,73	24,01	27,29	30,56	33,84	37,12	40,40
1,50	9,3 %	30,29	30,82	31,39	32,00	32,65	33,35	34,11	21,84	25,23	28,61	32,00	35,39	38,77	42,16
1,44	9,1 %	31,65	32,24	32,86	33,54	34,26	35,03	35,87	23,03	26,53	30,03	33,54	37,04	40,54	44,04
1,38	8,8 %	33,11	33,75	34,44	35,18	35,98	36,84	37,78	24,30	27,93	31,56	35,18	38,81	42,44	46,07
1,26	8,3 %	36,34	37,12	37,96	38,88	39,86	40,93	42,10	27,15	31,06	34,97	38,88	42,78	46,69	50,60

- Für die Gruppe wird ein Wachstums auf BSP Niveau erwartet.
- Die Ziel-EBIT-Marge wird aus einer Abschätzung des Margenpotentials der Einzelgesellschaften hergeleitet.
- Für die ewige Rente wird eine vergleichsweise geringe Wachstumsrate von nur 2% modelliert.
- Wir haben unsere 2023 SOTP Schätzung für Inheco ins Model übernommen

## Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,8	16,5	4,7	10,4	-0,3	2,0	5,7	
+ Abschreibung + Amortisation	10,7	14,5	19,4	27,0	17,4	16,1	16,5	
- Zinsergebnis (netto)	-1,9	-2,4	-0,9	-1,1	-4,6	-3,6	-2,0	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>15,4</b>	<b>33,4</b>	<b>25,0</b>	<b>38,6</b>	<b>21,7</b>	<b>21,7</b>	<b>24,1</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	10,9 %	27,8 %	13,4 %	18,9 %	14,7 %	15,7 %	18,3 %	
WACC	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>142,0</b>	<b>120,3</b>	<b>187,2</b>	<b>203,6</b>	<b>147,6</b>	<b>138,7</b>	<b>132,3</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>165,7</b>	<b>359,6</b>	<b>269,1</b>	<b>414,8</b>	<b>233,4</b>	<b>233,6</b>	<b>259,6</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	83,3	83,3	83,3	83,3	61,9	53,0	46,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>76,3</b>	<b>270,2</b>	<b>179,7</b>	<b>325,5</b>	<b>165,4</b>	<b>174,5</b>	<b>206,9</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>19,17</b>	<b>67,67</b>	<b>43,31</b>	<b>74,04</b>	<b>37,63</b>	<b>39,71</b>	<b>47,06</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					107,9 %	119,4 %	160,0 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	12,30 %	9,02	45,85	28,66	56,35	27,25	29,54	36,07
	11,30 %	11,80	51,89	33,19	63,33	31,18	33,47	40,44
	10,30 %	15,13	59,11	38,59	71,65	35,87	38,16	45,65
WACC	<b>9,30 %</b>	<b>19,17</b>	<b>67,67</b>	<b>43,31</b>	<b>74,04</b>	<b>37,63</b>	<b>39,71</b>	<b>47,06</b>
	8,30 %	24,18	78,77	53,30	94,33	48,63	50,93	59,84
	7,30 %	30,57	92,63	63,68	110,33	57,63	59,94	69,85
	6,30 %	38,99	110,90	77,35	131,41	69,49	71,81	83,04

Wertermittlung							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	1,0 x	0,9 x	1,2 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	15,05	19,58	13,43	8,10	7,41	7,38	7,96
EV / Umsatz	0,6 x	0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	9,5 x	3,5 x	7,4 x	4,7 x	6,8 x	6,1 x	5,0 x
EV / EBIT	33,1 x	6,0 x	31,3 x	12,7 x	35,1 x	21,3 x	13,1 x
EV / EBIT adj.*	22,0 x	13,5 x	14,1 x	12,5 x	11,2 x	9,6 x	7,3 x
Kurs / FCF	n.a.	16,1 x	17,4 x	12,5 x	3,2 x	7,3 x	8,5 x
KGV	24,6 x	4,2 x	21,5 x	9,3 x	n.a.	38,5 x	14,0 x
KGV ber.*	15,2 x	11,5 x	10,6 x	9,2 x	12,6 x	10,4 x	7,0 x
Dividendenrendite	4,3 %	5,7 %	3,2 %	3,5 %	2,8 %	4,1 %	5,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	10,9 %	27,8 %	13,4 %	18,9 %	14,7 %	15,7 %	18,3 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net Asset Value EURm	141,2	153,9	172,8	160,8	115,0	130,0	160,0
Net Asset Value pro Aktie	35,48	38,58	39,30	36,58	26,16	29,57	36,40

## GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>225,7</b>	<b>233,0</b>	<b>267,3</b>	<b>347,5</b>	<b>273,9</b>	<b>280,0</b>	<b>308,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	28,2 %	3,2 %	14,7 %	30,0 %	-21,2 %	2,2 %	10,0 %
Bestandsveränderungen	-2,1	-1,8	2,1	1,8	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>223,6</b>	<b>231,2</b>	<b>269,7</b>	<b>349,8</b>	<b>273,9</b>	<b>280,0</b>	<b>308,0</b>
Materialaufwand	123,9	123,7	144,3	190,8	147,1	148,4	163,2
<b>Rohertrag</b>	<b>99,7</b>	<b>107,4</b>	<b>125,4</b>	<b>159,0</b>	<b>126,8</b>	<b>131,6</b>	<b>144,8</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>44,2 %</b>	<b>46,1 %</b>	<b>46,9 %</b>	<b>45,7 %</b>	<b>46,3 %</b>	<b>47,0 %</b>	<b>47,0 %</b>
Personalaufwendungen	58,3	60,5	67,5	80,9	68,5	70,2	75,5
Sonstige betriebliche Erträge	6,9	25,9	7,4	20,7	3,9	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,3	38,3	39,9	55,8	40,7	39,2	43,1
<b>EBITDA adj.</b>	<b>14,3</b>	<b>17,6</b>	<b>24,6</b>	<b>30,4</b>	<b>23,2</b>	<b>24,0</b>	<b>28,0</b>
<b>Marge</b>	<b>6,4 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>8,7 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>9,1 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15,0</b>	<b>34,5</b>	<b>25,4</b>	<b>43,0</b>	<b>21,6</b>	<b>22,6</b>	<b>26,6</b>
<b>Marge</b>	<b>6,7 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>12,4 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>8,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	10,7	13,0	19,1	22,6	17,3	16,0	16,3
<b>EBITA</b>	<b>4,3</b>	<b>21,5</b>	<b>6,3</b>	<b>20,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>	<b>10,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	1,6	0,3	4,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,3</b>	<b>20,0</b>	<b>6,0</b>	<b>16,0</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>10,1</b>
<b>Marge</b>	<b>1,9 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>3,3 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>6,4</b>	<b>8,9</b>	<b>13,3</b>	<b>16,3</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>	<b>18,1</b>
Zinserträge	0,1	0,3	0,2	1,5	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,0	2,8	2,4	3,1	3,6	3,6	3,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,7	2,7	2,4	1,5	-1,0	0,0	1,0
<b>EBT</b>	<b>2,4</b>	<b>17,5</b>	<b>5,1</b>	<b>14,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>8,1</b>
<b>Marge</b>	<b>1,1 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>-0,1 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>2,6 %</b>
Steuern gesamt	-0,4	1,0	0,4	4,4	-0,1	0,9	2,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>4,7</b>	<b>10,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>4,7</b>	<b>10,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	-0,1	-0,4	-1,8	-0,3	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,8</b>	<b>16,6</b>	<b>5,2</b>	<b>12,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>
<b>Marge</b>	<b>1,3 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>1,8 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4
<b>EPS</b>	<b>0,71</b>	<b>4,15</b>	<b>1,24</b>	<b>2,78</b>	<b>0,01</b>	<b>0,47</b>	<b>1,29</b>
EPS adj.	1,15	1,51	2,53	2,83	1,44	1,74	2,57

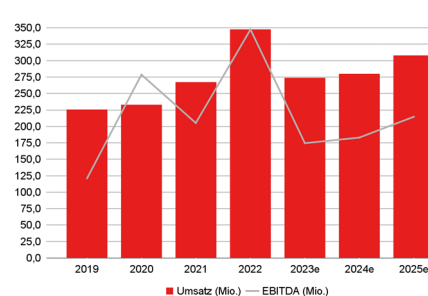
\*Adjustiert um:

**Guidance: leichtes Umsatzwachstum und Margenverbesserung (adj. EBITDA)**

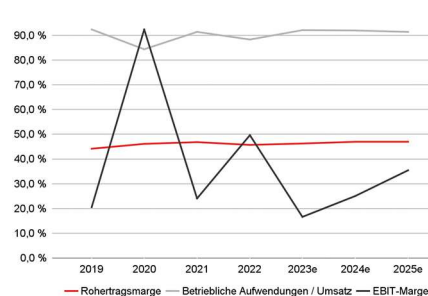
## Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,4 %	84,4 %	91,4 %	88,3 %	92,1 %	91,9 %	91,4 %
Operating Leverage	-2,4 x	112,3 x	-4,8 x	5,6 x	3,5 x	24,6 x	5,5 x
EBITDA / Interest expenses	7,7 x	12,4 x	10,6 x	14,0 x	6,0 x	6,3 x	8,9 x
Steuerquote (EBT)	-16,3 %	5,9 %	7,5 %	29,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	105,9 %	24,2 %	74,8 %	37,9 %	n.m.	161,1 %	77,3 %

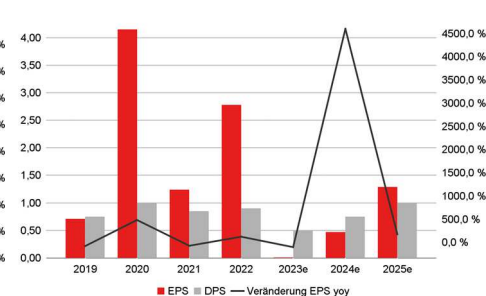
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

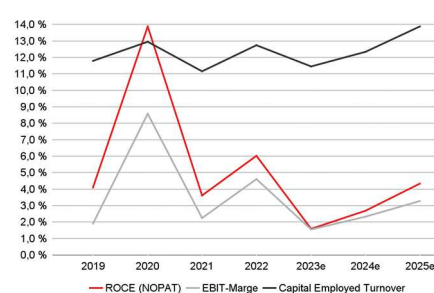
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

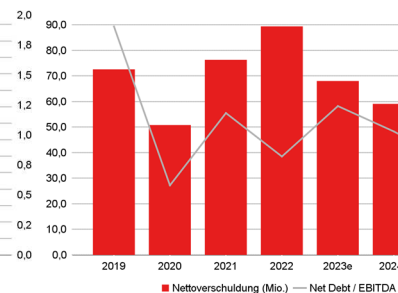
<b>Bilanz</b>							
In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,9	2,2	34,0	68,1	68,3	68,4	68,6
davon übrige imm. VG	6,8	2,2	23,6	39,5	39,7	39,9	40,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,2	0,0	10,4	28,6	28,6	28,6	28,6
Sachanlagen	90,7	82,1	85,0	82,6	70,3	60,3	52,0
Finanzanlagen	7,0	5,9	8,0	8,8	8,8	8,8	8,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	10,3	5,8	7,6	9,6	9,6	9,6	9,6
<b>Anlagevermögen</b>	<b>115,0</b>	<b>96,1</b>	<b>134,6</b>	<b>169,1</b>	<b>157,0</b>	<b>147,2</b>	<b>139,0</b>
Vorräte	30,5	27,5	40,4	47,2	36,5	37,3	41,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	21,8	16,6	25,7	29,2	22,5	23,0	25,3
Liquide Mittel	25,1	36,3	41,4	35,1	56,5	65,4	71,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9,1	22,0	26,0	18,1	18,8	18,8	18,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>86,4</b>	<b>102,4</b>	<b>133,4</b>	<b>129,6</b>	<b>134,3</b>	<b>144,5</b>	<b>157,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>201,3</b>	<b>198,5</b>	<b>268,0</b>	<b>298,7</b>	<b>291,2</b>	<b>291,7</b>	<b>296,0</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitalrücklage	5,1	5,3	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	57,7	70,9	73,0	83,6	80,8	80,8	83,5
Buchwert	66,8	80,2	93,1	103,7	100,8	100,9	103,5
Anteile Dritter	0,2	0,1	5,2	5,7	5,4	5,4	5,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>67,0</b>	<b>80,3</b>	<b>98,2</b>	<b>109,4</b>	<b>106,2</b>	<b>106,2</b>	<b>108,9</b>
Rückstellungen gesamt	18,5	16,8	18,9	21,0	21,0	21,0	21,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	9,2	9,0	9,0	6,1	6,1	6,1	6,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	88,4	78,0	108,7	118,4	118,4	118,4	118,4
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	35,1	22,5	32,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,7	9,2	17,0	20,1	15,8	16,2	17,8
Sonstige Verbindlichkeiten	15,8	14,2	25,3	29,8	29,8	29,8	29,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>134,4</b>	<b>118,2</b>	<b>169,8</b>	<b>189,3</b>	<b>185,0</b>	<b>185,4</b>	<b>187,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>201,3</b>	<b>198,5</b>	<b>268,0</b>	<b>298,7</b>	<b>291,2</b>	<b>291,7</b>	<b>296,0</b>

<b>Kennzahlen</b>							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,7 x	2,0 x	2,0 x	2,5 x	2,4 x	2,7 x	3,1 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,8 x	1,5 x	1,7 x	1,6 x	1,7 x	1,9 x
ROA	2,5 %	17,2 %	3,8 %	7,2 %	0,0 %	1,4 %	4,1 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	4,1 %	13,9 %	3,6 %	6,0 %	1,6 %	2,7 %	4,3 %
ROE	4,2 %	22,5 %	5,9 %	12,4 %	0,0 %	2,0 %	5,6 %
Adj. ROE	6,8 %	8,2 %	12,1 %	12,7 %	6,2 %	7,6 %	11,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	72,6	50,8	76,3	89,4	68,0	59,1	52,7
Nettofinanzverschuldung	63,4	41,8	67,3	83,3	61,9	53,0	46,6
Net Gearing	108,4 %	63,3 %	77,7 %	81,7 %	64,1 %	55,6 %	48,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	422,0 %	121,2 %	264,9 %	193,7 %	286,7 %	234,3 %	175,3 %
Buchwert je Aktie	16,8	20,1	21,2	23,6	22,9	22,9	23,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	15,1	19,6	13,4	8,1	7,4	7,4	8,0

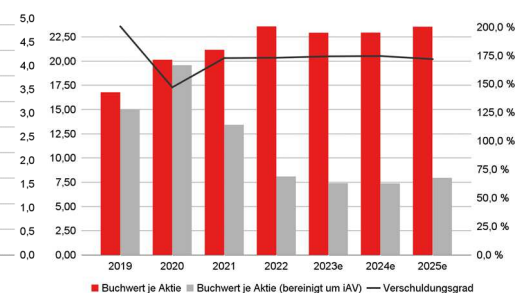
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

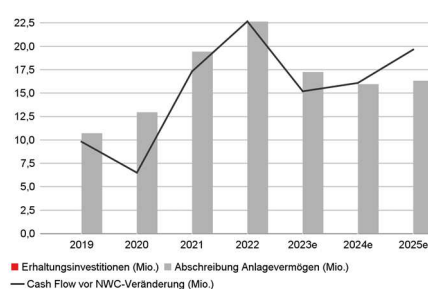
Quelle: Warburg Research

## Cash flow

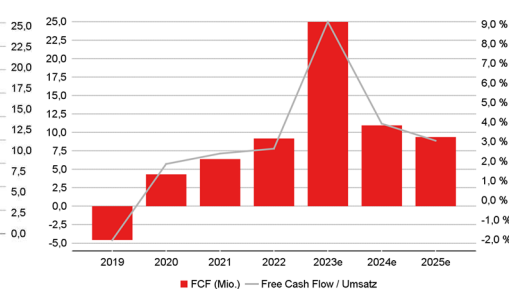
In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,8	16,5	4,7	10,4	-0,3	2,0	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	10,7	13,0	19,4	22,6	17,3	16,0	16,3
Amortisation Goodwill	0,0	1,6	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,8	-1,3	-1,4	-1,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,3	-22,4	-3,3	-10,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>11,1</b>	<b>7,3</b>	<b>19,5</b>	<b>25,5</b>	<b>17,1</b>	<b>18,1</b>	<b>22,2</b>
Veränderung Vorräte	3,5	0,4	-6,8	-7,0	10,7	-0,8	-3,8
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	1,4	-1,2	-0,8	6,7	-0,5	-2,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,3	-1,7	4,2	1,7	-4,3	0,4	1,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-10,5	3,2	-3,2	-2,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-7,2	3,3	-7,1	-8,6	13,1	-0,9	-4,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>3,9</b>	<b>10,6</b>	<b>12,4</b>	<b>17,0</b>	<b>30,3</b>	<b>17,2</b>	<b>17,7</b>
Investitionen in iAV	-0,5	-0,2	-0,6	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-8,5	-7,2	-9,7	-6,1	-5,0	-6,0	-8,0
Zugänge aus Akquisitionen	-13,4	-0,1	-29,2	-20,6	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,8	19,9	16,4	21,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-19,0</b>	<b>13,9</b>	<b>-18,9</b>	<b>-7,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,3</b>	<b>-8,3</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	13,8	-4,2	0,5	-11,2	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-3,0	-3,0	-4,0	-3,7	-3,6	-2,0	-3,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,1	0,2	10,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>10,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-4,3</b>	<b>17,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>21,4</b>	<b>8,9</b>	<b>6,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	24,6	42,6	43,4	36,2	56,5	65,4	71,8

## Kennzahlen

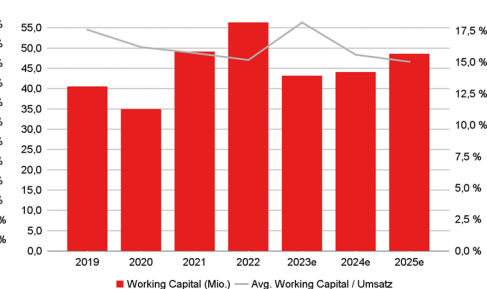
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-4,6	4,3	6,4	9,2	25,0	10,9	9,4
Free Cash Flow / Umsatz	-2,0 %	1,9 %	2,4 %	2,6 %	9,1 %	3,9 %	3,0 %
Free Cash Flow Potential	15,4	33,4	25,0	38,6	21,7	21,7	24,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-162,4 %	26,0 %	123,9 %	75,1 %	67959,1 %	534,8 %	164,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	0,8 %	0,4 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,6 %	3,3 %	2,6 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	4,0 %	3,2 %	3,9 %	2,2 %	1,9 %	2,3 %	2,7 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	84,8 %	50,7 %	53,0 %	28,8 %	30,5 %	39,1 %	50,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,6 %	16,2 %	15,7 %	15,2 %	18,2 %	15,6 %	15,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	186,1 %	181,6 %	151,6 %	145,3 %	142,4 %	142,0 %	142,1 %
Vorratumschlag	4,1 x	4,5 x	3,6 x	4,0 x	4,0 x	4,0 x	4,0 x
Receivables collection period (Tage)	35	26	35	31	30	30	30
Payables payment period (Tage)	34	27	43	38	39	40	40
Cash conversion cycle (Tage)	91	80	94	83	81	82	82

Investitionen und Cash Flow  
in Mio. EUR

## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

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.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

### 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Blue Cap	5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.htm">https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.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	147	70
Halten	48	23
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>210</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 erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	49	83
Halten	7	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [18.03.2024]**

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 fhoelscher@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

**Lea Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

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

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

**Maximilian Martin** +49 69 5050-7413  
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

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

**Roman Alexander Niklas** +49 69 5050-7412  
Switzerland rniklas@mmwarburg.com

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

**Charlotte Wernicke** +49 40 3282-2669  
Roadshow/Marketing cwernicke@mmwarburg.com

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

## SALES TRADING

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

**Rico Müller** +49 40 3282-2685  
Sales Trading rmueller@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@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](https://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](https://www.factset.com)

LSEG [www.lseg.com](https://www.lseg.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](https://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