

Buy EUR 32,00 Kurs EUR 18,30 Upside 74,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 32,00	Warburg Risiko Score: 1,4 Bilanz Score: 2,8 Markt Liquidität Score: 0,0	Beschreibung: Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Unternehmen
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 80,5 Aktienanzahl (Mio.): 4,4 EV: 94,6 Freefloat MC: 27,0 Ø Trad. Vol. (30T): 19,57 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 33,60 % Kreissparkasse Biberach 13,60 % PartnerFonds AG 27,10 % JotWe GmbH 15,20 % Schüchl GmbH 10,50 %	Kennzahlen (WRE): 2024e Beta: 1,4 KBV: 0,8 x EK-Quote: 40 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,3 x Net Debt / EBITDA: 0,4 x

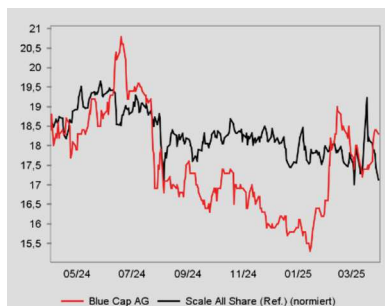
Gut vorbereitet auf ein herausforderndes Umfeld

Am Freitag gab Blue Cap solide vorläufige Zahlen für 2024 bekannt und prognostizierte ein weitgehend stabiles Ergebnis für 2025.

- Blue Cap meldete ein solides Jahr 2024 mit vorläufigen Zahlen, die trotz wirtschaftlicher Herausforderungen ein Wachstum zeigen. Die Vorjahreszahlen sind bereinigt um die profitable Veräußerung von zwei restrukturierten Portfoliounternehmen in Übereinstimmung mit der Buy-Transform-Sell-Strategie. Die bereinigte EBITDA-Marge stieg von 8,6% im Jahr 2023 auf 10,3% und das bereinigte EBITDA erhöhte sich um 13,2% von EUR 18,9 Mio. auf EUR 21,4 Mio. Nach den Exits lag der Umsatz aus fortgeführten Geschäftsbereichen bei EUR 206,6 Mio., ein Rückgang von 6,1% gegenüber EUR 219,9 Mio. im Vorjahr. Das Highlight auf Segmentebene war eindeutig das Segment Plastics, das ein Umsatzwachstum von 17% und ein bereinigtes EBITDA-Wachstum von 68% auf EUR 19,5 Mio. erzielte und dabei nicht nur eine sehr starke Marge von 17,2% erwirtschaftete, sondern auch das Wachstum in Q4 leicht beschleunigte. Das Segment Business Services blieb hingegen hinter den Erwartungen zurück. Der Umsatz des Geschäftsbereichs ging im Gesamtjahr um 30% zurück, und das bereinigte EBITDA sank aufgrund des operativen Leverage um 80% auf EUR 1,3 Mio.
- Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen und geopolitischen Unsicherheiten geht das Management davon aus, dass sich Umsatz und Ergebnis im Jahr 2025 auf dem Niveau des Vorjahres bewegen werden. Der Ausblick des Konzerns geht daher von einem Umsatz zwischen EUR 200 Mio. und EUR 220 Mio. und einer bereinigten EBITDA-Marge von 10,0-11,0% aus. Das Hauptaugenmerk wird 2025 auf der Verteidigung der starken Margen in den Plastics-Divisionen liegen, und während die aktuellen Zölle beherrschbar sein sollten, stellt die volatile Situation eindeutig eine Herausforderung dar. Im Segment Business Services hat das Management bereits Kostensenkungsmaßnahmen eingeleitet, um auf das schwache Umsatzniveau zu reagieren. Das Management ist zuversichtlich, dass HY-line mit diesen Maßnahmen auch auf dem aktuellen Umsatzniveau zu einer hohen einstelligen bereinigten EBITDA-Marge zurückkehren kann, was einen deutlichen Margensprung gegenüber der bereinigten EBITDA-Marge von 2% im Jahr 2024 bedeuten würde. Ohne größere konjunkturelle Rückschläge gehen wir daher davon aus, dass die obere Hälfte der Guidance erreicht wird.
- Blue Cap hat noch keine aktualisierte Schätzung des Net Asset Value veröffentlicht. Der Verkauf eines großen Portfoliounternehmens wie Neschen mit einer Prämie von 10% auf den NAV, die hervorragende Ergebnisentwicklung in den Plastics-Divisionen und die Rückkehr von Inheco in die Gewinnzone sollten positive Beiträge liefern, während das enttäuschende Ergebnis von Business Services belastend wirkt. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg des NAV je Aktie von EUR 26 in H1 2024.

In Anbetracht der soliden Zahlen für 2024 und des erheblichen Aufwärtspotenzials für den aus unserer Sicht konservativ berechneten NAV bestätigen wir unsere Kaufempfehlung. Da das Management angedeutet hat, dass die Aktionäre mit einer Sonderdividende an den erfolgreichen Veräußerungen beteiligt werden sollen, haben wir unsere Dividendenschätzung auf EUR 1,0 (zuvor EUR 0,75) angehoben.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	
Umsatz	210,0	-1,6 %	225,0	-6,7 %	240,0	-6,3 %	▪ Vorläufige Zahlen
EBITDA adj.	21,0	2,0 %	23,0	-1,9 %	25,1	-2,2 %	▪ Guidance für 2025
EBT	35,0	-15,5 %	7,1	-24,2 %	8,6	-23,0 %	
EPS	7,58	-16,2 %	1,13	-23,9 %	1,37	-23,4 %	

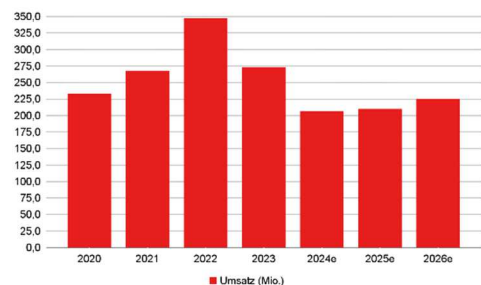


Rel. Performance vs Scale All Share	
1 Monat:	6,0 %
6 Monate:	15,0 %
Jahresverlauf:	17,6 %
Letzte 12 Monate:	7,8 %

Unternehmenstermine:	

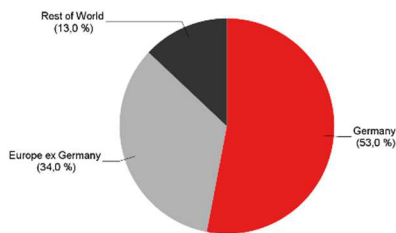
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	-6,3 %	233,0	267,3	347,5	273,3	206,6	210,0	225,0
Veränd. Umsatz yoy		3,2 %	14,7 %	30,0 %	-21,3 %	-24,4 %	1,6 %	7,1 %
EBITDA adj.		17,6	24,6	30,4	23,2	21,4	22,5	24,5
Marge	8,7 %	7,6 %	9,2 %	8,7 %	8,5 %	10,4 %	10,7 %	10,9 %
EBIT adj.		8,9	13,3	16,3	6,4	8,1	13,4	14,4
Marge	39,8 %	3,8 %	5,0 %	4,7 %	2,3 %	3,9 %	6,4 %	6,4 %
EBT		17,5	5,1	14,8	-18,1	29,5	5,4	6,6
Nettoergebnis		16,6	5,2	12,2	-17,8	27,9	3,8	4,6
EPS		4,15	1,24	2,78	-4,05	6,35	0,86	1,05
EPS adj.		1,51	2,53	2,83	-1,28	1,80	1,88	2,08
DPS	22,7 %	1,00	0,85	0,90	0,65	1,00	1,00	1,20
Dividendenrendite		5,7 %	3,2 %	3,5 %	3,1 %	5,5 %	5,5 %	6,6 %
FCFPS		1,08	1,54	2,09	3,06	11,92	2,62	2,06
FCF / MarktKap.		6,2 %	5,8 %	8,0 %	14,5 %	65,1 %	14,3 %	11,3 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA adj.		6,8 x	7,6 x	6,7 x	7,1 x	4,8 x	4,2 x	3,6 x
EV / EBIT adj.		13,5 x	14,1 x	12,5 x	25,7 x	12,6 x	7,1 x	6,2 x
KGV ber.		11,5 x	10,6 x	9,2 x	n.a.	10,2 x	9,7 x	8,8 x
FCF Potential Yield		27,8 %	13,4 %	18,9 %	7,9 %	48,4 %	20,6 %	23,6 %
Nettoverschuldung		50,8	76,3	89,4	71,4	21,6	14,1	9,1
ROE		22,5 %	5,9 %	12,4 %	-19,0 %	30,8 %	3,9 %	4,7 %
ROCE (NOPAT)		13,9 %	3,6 %	6,0 %	n.a.	22,2 %	4,3 %	5,2 %
Guidance:		Umsatz 200-220 Mio EUR und 10,0% bis 11,0% adj. EBITDA Marge						

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



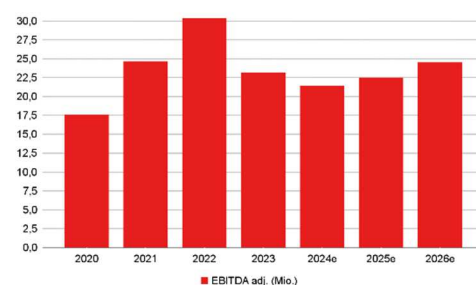
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2023; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung adj. EBITDA in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

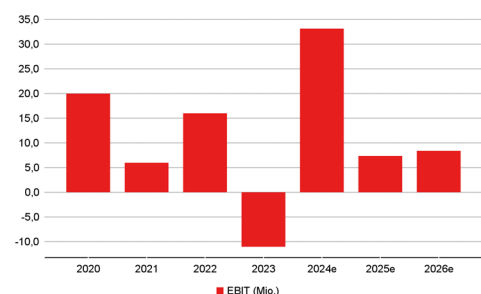
Unternehmenshintergrund

- 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

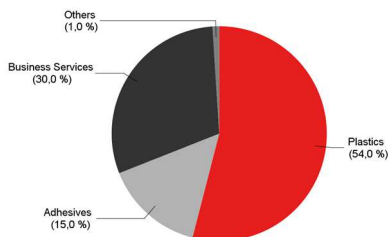
- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Private Equity- und Restrukturierungserfahrung geführt.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus 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 20-200 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



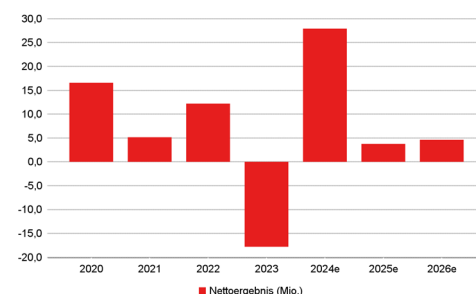
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2024; in %



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	206,6	210,0	225,0	236,3	245,7	253,1	258,1	263,3	268,6	273,9	279,4	285,0	290,7	
Umsatzwachstum	-24,4 %	1,6 %	7,1 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	33,1	7,4	8,4	13,0	14,7	13,3	16,8	18,4	18,8	19,2	19,6	19,9	20,3	
EBIT-Marge	16,0 %	3,5 %	3,7 %	5,5 %	6,0 %	5,3 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	5,5 %	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	31,3	5,1	5,9	9,1	10,3	9,3	11,7	12,9	13,2	13,4	13,7	14,0	14,2	
Abschreibungen	17,9	13,8	14,7	13,0	11,1	10,8	10,3	9,2	9,4	9,6	9,8	10,0	10,2	
Abschreibungsquote	8,7 %	6,6 %	6,6 %	5,5 %	4,5 %	4,3 %	4,0 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	1,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-8,5	-2,3	2,0	6,6	1,5	1,2	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	
- Investitionen	6,3	8,3	8,3	7,1	7,4	7,6	7,7	7,9	8,1	8,2	8,4	8,5	8,7	
Investitionsquote	3,0 %	4,0 %	3,7 %	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)	51,4	12,9	10,3	9,6	12,3	11,0	13,1	13,0	13,2	13,5	14,0	14,6	14,9	14
Barwert FCF	52,2	12,0	8,9	7,6	8,9	7,4	8,1	7,4	6,9	6,5	6,2	5,9	5,6	77
Anteil der Barwerte	33,11 %			31,94 %										34,95 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	30,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
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
WACC	8,65 %	Beta	1,42

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2036e	144		
Terminal Value	77		
Zinstr. Verbindlichkeiten	118		
Pensionsrückstellungen	5		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	3		
Marktwert v. Beteiligungen	12		
Liquide Mittel	35	Aktienzahl (Mio.)	4,4
Eigenkapitalwert	141	Wert je Aktie (EUR)	32,00

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		
1,68	9,7 %	25,90	26,28	26,69	27,12	27,58	28,08	28,61	1,68	9,7 %	19,12	21,79	24,46	27,12	29,79	32,45	35,12
1,55	9,2 %	27,93	28,38	28,87	29,39	29,95	30,55	31,20	1,55	9,2 %	20,88	23,72	26,56	29,39	32,23	35,07	37,90
1,48	8,9 %	29,04	29,54	30,07	30,65	31,27	31,94	32,66	1,48	8,9 %	21,86	24,79	27,72	30,65	33,58	36,51	39,44
1,42	8,7 %	30,22	30,78	31,37	32,00	32,69	33,43	34,23	1,42	8,7 %	22,90	25,94	28,97	32,00	35,03	38,07	41,10
1,36	8,4 %	31,49	32,10	32,76	33,46	34,22	35,05	35,95	1,36	8,4 %	24,03	27,18	30,32	33,46	36,60	39,74	42,89
1,29	8,2 %	32,86	33,53	34,25	35,03	35,88	36,81	37,82	1,29	8,2 %	25,25	28,51	31,77	35,03	38,29	41,56	44,82
1,16	7,7 %	35,90	36,73	37,62	38,60	39,67	40,84	42,13	1,16	7,7 %	28,01	31,54	35,07	38,60	42,13	45,66	49,19

- Für die Gruppe wird ein Wachstum 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 Blue caps 2023 NAV 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.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	16,5	4,7	10,4	-20,3	27,9	3,8	4,6	
+ Abschreibung + Amortisation	14,5	19,4	27,0	26,2	17,9	13,8	14,7	
- Zinsergebnis (netto)	-2,4	-0,9	-1,1	-7,1	-3,6	-2,0	-1,8	
- 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	
= Free Cash Flow Potential	33,4	25,0	38,6	13,0	49,4	19,5	21,1	
FCF Potential Yield (on market EV)	27,8 %	13,4 %	18,9 %	7,9 %	48,4 %	20,6 %	23,6 %	
WACC	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	8,65 %	
= Enterprise Value (EV)	120,3	187,2	203,6	164,2	102,1	94,6	89,5	
= Fair Enterprise Value	386,5	289,3	445,9	150,8	571,0	225,3	244,4	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	66,1	66,1	66,1	66,1	16,3	8,7	3,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	
- 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	
= Faire Marktkapitalisierung	315,0	217,8	374,5	79,3	549,4	211,2	235,3	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	78,90	52,49	85,19	18,04	124,97	48,04	53,53	
Premium (-) / Discount (+) in %					582,9 %	162,5 %	192,5 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,65 %	54,15	36,02	65,24	10,18	101,10	38,49	43,32
	10,65 %	60,92	41,08	73,05	12,82	111,10	42,44	47,60
	9,65 %	69,10	47,20	82,48	16,00	123,17	47,20	52,76
WACC	8,65 %	78,90	52,49	85,19	18,04	124,97	48,04	53,53
	7,65 %	91,85	64,23	108,73	24,88	156,78	60,46	67,15
	6,65 %	108,35	76,58	127,78	31,32	181,17	70,09	77,58
	5,65 %	130,70	93,30	153,56	40,04	214,19	83,12	91,71

Wertermittlung							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	0,9 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	19,58	13,43	8,10	6,30	13,01	12,91	13,01
EV / Umsatz	0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	3,5 x	7,4 x	4,7 x	10,8 x	2,0 x	4,5 x	3,9 x
EV / EBIT	6,0 x	31,3 x	12,7 x	n.a.	3,1 x	12,9 x	10,7 x
EV / EBIT adj.*	13,5 x	14,1 x	12,5 x	25,7 x	12,6 x	7,1 x	6,2 x
Kurs / FCF	16,1 x	17,4 x	12,5 x	6,9 x	1,5 x	7,0 x	8,9 x
KGV	4,2 x	21,5 x	9,3 x	n.a.	2,9 x	21,3 x	17,4 x
KGV ber.*	11,5 x	10,6 x	9,2 x	n.a.	10,2 x	9,7 x	8,8 x
Dividendenrendite	5,7 %	3,2 %	3,5 %	3,1 %	5,5 %	5,5 %	6,6 %
FCF Potential Yield (on market EV)	27,8 %	13,4 %	18,9 %	7,9 %	48,4 %	20,6 %	23,6 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Net Asset Value EURm	153,9	172,8	160,8	112,3	130,0	145,0	160,0
Net Asset Value pro Aktie	38,58	39,30	36,58	25,55	29,57	32,98	36,40

GuV

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	233,0	267,3	347,5	273,3	206,6	210,0	225,0
Veränd. Umsatz yoy	3,2 %	14,7 %	30,0 %	-21,3 %	-24,4 %	1,6 %	7,1 %
Bestandsveränderungen	-1,8	2,1	1,8	-3,7	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,2	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	231,2	269,7	349,8	270,0	206,6	210,0	225,0
Materialaufwand	123,7	144,3	190,8	141,8	106,7	108,2	115,9
Rohertrag	107,4	125,4	159,0	128,3	99,9	101,9	109,1
Rohertragsmarge	46,1 %	46,9 %	45,7 %	46,9 %	48,4 %	48,5 %	48,5 %
Personalaufwendungen	60,5	67,5	80,9	70,0	51,4	52,0	55,4
Sonstige betriebliche Erträge	25,9	7,4	20,7	6,1	31,5	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	38,3	39,9	55,8	49,3	28,9	29,2	31,1
EBITDA adj.	17,6	24,6	30,4	23,2	21,4	22,5	24,5
Marge	7,6 %	9,2 %	8,7 %	8,5 %	10,4 %	10,7 %	10,9 %
EBITDA	34,5	25,4	43,0	15,2	51,0	21,1	23,1
Marge	14,8 %	9,5 %	12,4 %	5,6 %	24,7 %	10,1 %	10,3 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	13,0	19,1	22,6	20,0	17,8	13,7	14,6
EBITA	21,5	6,3	20,3	-4,8	33,2	7,5	8,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	1,6	0,3	4,4	6,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	20,0	6,0	16,0	-11,0	33,1	7,4	8,4
Marge	8,6 %	2,2 %	4,6 %	-4,0 %	16,0 %	3,5 %	3,7 %
EBIT adj.	8,9	13,3	16,3	6,4	8,1	13,4	14,4
Zinserträge	0,3	0,2	1,5	1,3	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,8	2,4	3,1	5,5	3,6	3,0	3,0
Sonstiges Finanzergebnis	2,7	2,4	1,5	-2,0	0,0	1,0	1,2
EBT	17,5	5,1	14,8	-18,1	29,5	5,4	6,6
Marge	7,5 %	1,9 %	4,3 %	-6,6 %	14,3 %	2,6 %	2,9 %
Steuern gesamt	1,0	0,4	4,4	2,4	1,6	1,6	2,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,5	4,7	10,4	-20,5	27,9	3,8	4,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	16,5	4,7	10,4	-20,3	27,9	3,8	4,6
Minderheitenanteile	-0,1	-0,4	-1,8	-2,5	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	16,6	5,2	12,2	-17,8	27,9	3,8	4,6
Marge	7,1 %	1,9 %	3,5 %	-6,5 %	13,5 %	1,8 %	2,1 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
EPS	4,15	1,24	2,78	-4,05	6,35	0,86	1,05
EPS adj.	1,51	2,53	2,83	-1,28	1,80	1,88	2,08

*Adjustiert um:

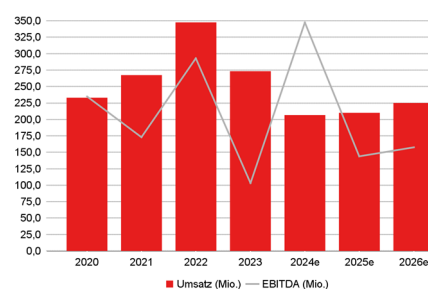
Guidance: Umsatz 200-220 Mio EUR und 10.0% bis 11,0% adj. EBITDA Marge

Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	84,4 %	91,4 %	88,3 %	93,2 %	75,3 %	89,9 %	89,7 %
Operating Leverage	112,3 x	-4,8 x	5,6 x	n.a.	n.a.	-47,3 x	2,0 x
EBITDA / Interest expenses	12,4 x	10,6 x	14,0 x	2,7 x	14,2 x	7,0 x	7,7 x
Steuerquote (EBT)	5,9 %	7,5 %	29,7 %	-13,0 %	5,5 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	24,2 %	74,8 %	37,9 %	n.m.	15,7 %	116,9 %	114,1 %

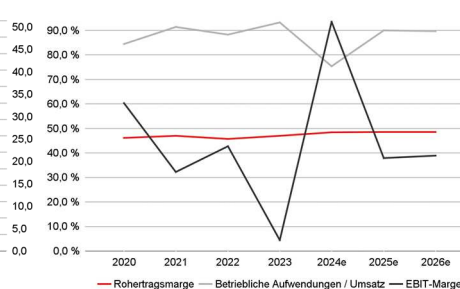
Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR



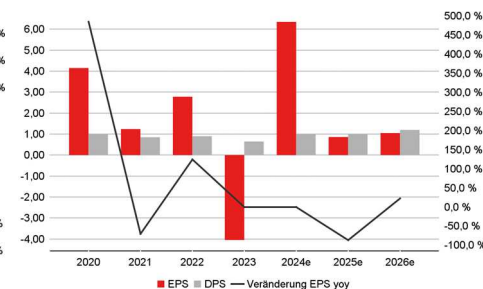
Operative Performance

in %



Ergebnis je Aktie

in %



Quelle: Warburg Research

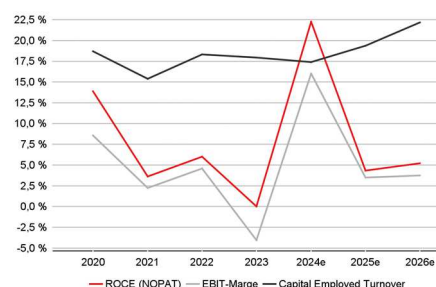
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

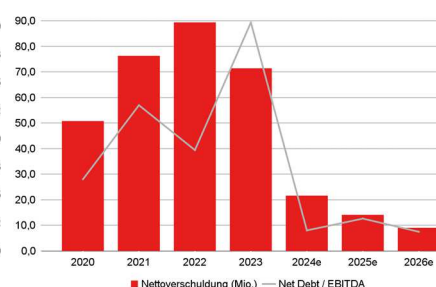
Bilanz							
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,2	34,0	68,1	56,1	40,5	40,7	40,9
davon übrige imm. VG	2,2	23,6	39,5	33,5	17,9	18,1	18,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	10,4	28,6	22,6	22,6	22,6	22,6
Sachanlagen	82,1	85,0	82,6	61,9	50,1	44,4	37,8
Finanzanlagen	5,9	8,0	8,8	9,2	9,2	9,2	9,2
Sonstiges langfristiges Vermögen	5,8	7,6	9,6	7,0	7,0	7,0	7,0
Anlagevermögen	96,1	134,6	169,1	134,2	106,8	101,3	94,9
Vorräte	27,5	40,4	47,2	28,8	27,5	28,0	30,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,6	25,7	29,2	27,0	19,8	17,3	18,5
Liquide Mittel	36,3	41,4	35,1	38,6	84,4	91,9	97,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	22,0	26,0	18,1	15,4	15,4	15,4	15,4
Umlaufvermögen	102,4	133,4	129,6	109,7	147,1	152,6	160,9
Bilanzsumme (Aktiva)	198,5	268,0	298,7	243,9	253,9	253,9	255,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5
Kapitalrücklage	5,3	15,7	15,7	17,5	17,5	17,5	17,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	70,9	73,0	83,6	61,7	75,7	75,4	76,1
Buchwert	80,2	93,1	103,7	83,8	97,7	97,5	98,1
Anteile Dritter	0,1	5,2	5,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Eigenkapital	80,3	98,2	109,4	87,3	101,2	100,9	101,6
Rückstellungen gesamt	16,8	18,9	21,0	14,8	14,8	14,8	14,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	9,0	9,0	6,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	78,0	108,7	118,4	104,7	100,7	100,7	100,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	22,5	32,2	45,2	31,4	27,4	27,4	27,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,2	17,0	20,1	15,7	15,8	16,1	17,3
Sonstige Verbindlichkeiten	14,2	25,3	29,8	21,4	21,4	21,4	21,4
Verbindlichkeiten	118,2	169,8	189,3	156,7	152,7	153,0	154,2
Bilanzsumme (Passiva)	198,5	268,0	298,7	243,9	253,9	253,9	255,8

Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,0 x	2,0 x	2,5 x	2,7 x	2,5 x	2,9 x	3,3 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	1,5 x	1,7 x	1,7 x	1,7 x	1,8 x	2,0 x
ROA	17,2 %	3,8 %	7,2 %	-13,3 %	26,2 %	3,7 %	4,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,9 %	3,6 %	6,0 %	n.a.	22,2 %	4,3 %	5,2 %
ROE	22,5 %	5,9 %	12,4 %	-19,0 %	30,8 %	3,9 %	4,7 %
Adj. ROE	8,2 %	12,1 %	12,7 %	-6,0 %	8,7 %	8,5 %	9,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	50,8	76,3	89,4	71,4	21,6	14,1	9,1
Nettofinanzverschuldung	41,8	67,3	83,3	66,1	16,3	8,7	3,7
Net Gearing	63,3 %	77,7 %	81,7 %	81,9 %	21,4 %	14,0 %	8,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	121,2 %	264,9 %	193,7 %	435,4 %	31,9 %	41,4 %	15,9 %
Buchwert je Aktie	20,1	21,2	23,6	19,1	22,2	22,2	22,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	19,6	13,4	8,1	6,3	13,0	12,9	13,0

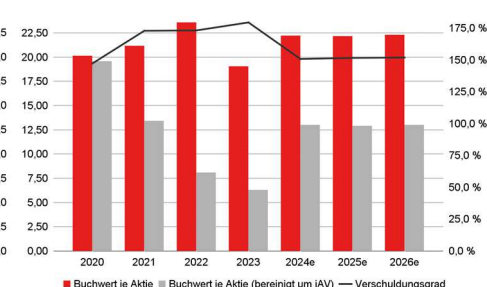
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

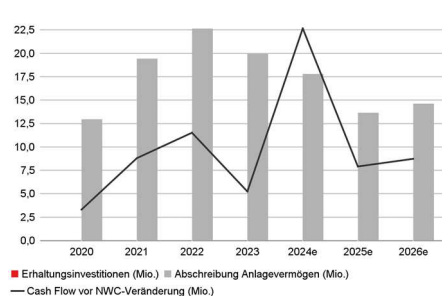
Cash flow

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	16,5	4,7	10,4	-20,3	27,9	3,8	4,6
Abschreibung Anlagevermögen	13,0	19,4	22,6	20,0	17,8	13,7	14,6
Amortisation Goodwill	1,6	0,0	4,4	6,2	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,3	-1,4	-1,3	-1,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-22,4	-3,3	-10,6	6,8	4,4	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	7,3	19,5	25,5	11,7	50,2	17,5	19,4
Veränderung Vorräte	0,4	-6,8	-7,0	10,3	1,3	-0,5	-2,0
Veränderung Forderungen aus L+L	1,4	-1,2	-0,8	2,3	7,2	2,5	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,7	4,2	1,7	-4,7	0,1	0,3	1,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	3,2	-3,2	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	3,3	-7,1	-8,6	8,0	8,5	2,3	-2,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	10,6	12,4	17,0	19,6	58,7	19,8	17,4
Investitionen in iAV	-0,2	-0,6	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-7,2	-9,7	-6,1	-5,0	-6,0	-8,0	-8,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	-29,2	-20,6	-0,6	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,3	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	19,9	16,4	21,1	14,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	13,9	-18,9	-7,3	8,8	-6,3	-8,3	-8,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,2	0,5	-11,2	-21,7	-4,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-3,0	-4,0	-3,7	-2,0	-2,6	-4,0	-4,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,2	10,8	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-7,0	7,3	-15,0	-24,4	-6,6	-4,0	-4,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	17,5	0,9	-5,3	4,0	45,8	7,5	5,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	42,6	43,4	36,2	39,2	84,4	91,9	97,0

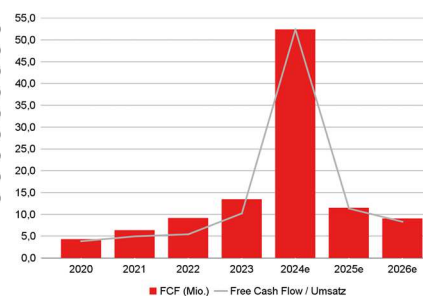
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitalfluss							
FCF	4,3	6,4	9,2	13,5	52,4	11,5	9,1
Free Cash Flow / Umsatz	1,9 %	2,4 %	2,6 %	4,9 %	25,4 %	5,5 %	4,0 %
Free Cash Flow Potential	33,4	25,0	38,6	13,0	49,4	19,5	21,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	26,0 %	123,9 %	75,1 %	-75,7 %	187,7 %	306,3 %	195,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,8 %	0,4 %	3,8 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,3 %	2,6 %	2,7 %	5,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	3,2 %	3,9 %	2,2 %	1,9 %	3,0 %	4,0 %	3,7 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	50,7 %	53,0 %	28,8 %	20,2 %	35,2 %	60,3 %	56,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	16,2 %	15,7 %	15,2 %	17,6 %	17,3 %	14,5 %	13,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	181,6 %	151,6 %	145,3 %	171,2 %	125,3 %	107,5 %	106,9 %
Vorratumschlag	4,5 x	3,6 x	4,0 x	4,9 x	3,9 x	3,9 x	3,9 x
Receivables collection period (Tage)	26	35	31	36	35	30	30
Payables payment period (Tage)	27	43	38	41	54	54	54
Cash conversion cycle (Tage)	80	94	83	70	75	70	70

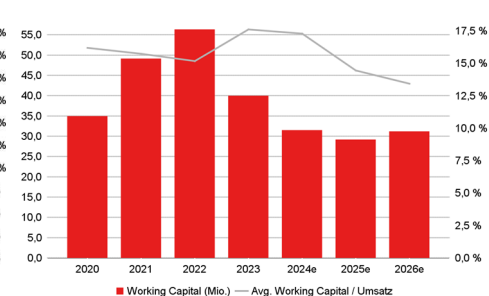
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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.

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	https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.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	146	73
Halten	42	21
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	6	3
Gesamt	200	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	78
Halten	7	14
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	3	6
Gesamt	51	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [01.04.2025]



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 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

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