

<b>Buy</b> <b>EUR 10,00</b> (EUR 13,00) <b>Kurs</b> EUR 5,18 <b>Upside</b> 93,1 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 10,02	<b>Warburg ESG Risiko Score: 1,2</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 0,0 Markt Liquidität Score: 0,5	<b>Beschreibung:</b> Asset Manager und Vermögensverwalter
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 103,02 Aktienanzahl (Mio.): 19,89 EV: 145,85 Freefloat MC: 52,54 Ø Trad. Vol. (30T): 45,83 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 51,00 % Achim Plate 10,00 % LAC 8,00 % DEWB AG 21,00 % SPSW Investoren 10,00 %	<b>Kennzahlen (WRE):</b> 2024e Beta: 1,7 KBV: 1,8 x EK-Quote: 36 % Net Fin. Debt / EBITDA: 22,8 x Net Debt / EBITDA: 22,8 x

## Schwache Zahlen für 2023, aber vielversprechende operative Entwicklung

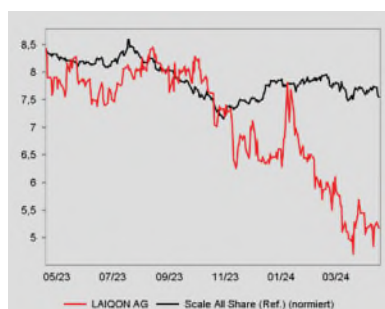
<b>Berichtete Kennzahlen Q4/2023:</b> in EUR m	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2023</th> <th>2023e</th> <th>2022</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Sales</b></td> <td>30,7</td> <td>32,4</td> <td>21,6</td> <td>42,5%</td> </tr> <tr> <td><b>EBITDA margin</b></td> <td>-4,7</td> <td>-0,7</td> <td>-10,2</td> <td>-54,1%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>-15,3%</td> <td>-2,0%</td> <td>-47,4%</td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>Net income margin</b></td> <td>-12,3</td> <td>-5,9</td> <td>-10,2</td> <td>21,2%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>-40,1%</td> <td>-18,1%</td> <td>-47,1%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		2023	2023e	2022	yoy	<b>Sales</b>	30,7	32,4	21,6	42,5%	<b>EBITDA margin</b>	-4,7	-0,7	-10,2	-54,1%		-15,3%	-2,0%	-47,4%		<b>Net income margin</b>	-12,3	-5,9	-10,2	21,2%		-40,1%	-18,1%	-47,1%		<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Der Umsatz lag unter unseren Erwartungen und wurde erneut nur geringfügig durch Performance-Fees (EUR 0,8 Mio.) getrieben.</li> <li>Die Einmaleffekte beinhalten Entkonsolidierungserträge aus dem Verkauf des Altgeschäfts im Dezember 2023 in Höhe von EUR 3,3 Mio. auf Ebene der sonstigen betrieblichen Erträge. Darüber hinaus wirkten sich die Berücksichtigung aller ausstehenden Kaufpreisvereinbarungen sowie außerordentliche Zinsaufwendungen aus der Tokenisierung von LAIC mit EUR -7,3 Mio. negativ auf das Finanzergebnis aus.</li> </ul>
	2023	2023e	2022	yoy																												
<b>Sales</b>	30,7	32,4	21,6	42,5%																												
<b>EBITDA margin</b>	-4,7	-0,7	-10,2	-54,1%																												
	-15,3%	-2,0%	-47,4%																													
<b>Net income margin</b>	-12,3	-5,9	-10,2	21,2%																												
	-40,1%	-18,1%	-47,1%																													

Laiqon hat endgültige Zahlen für 2023 vorgelegt, die aufgrund von Einmaleffekten schwächer als erwartet ausgefallen sind.

- Trotz eines schwierigen Marktumfelds konnte das Unternehmen im Jahr 2023 die Assets under Management (AuM) um weitere EUR 400 Mio. auf EUR 6,1 Mrd. steigern. Die Umsatzerlöse stiegen um +42,5% auf EUR 30,7%, was zum Teil auf höhere Managementgebühren aus der gestiegenen Asset-Basis, aber auch auf die vollständige Einbeziehung der BV Holding, der Lange Assets & Consulting und weiterer im Jahr 2022 erworbener Unternehmen zurückzuführen ist. Das Jahr 2023 war jedoch erneut durch einen marginalen Beitrag der Performance-Fees gekennzeichnet. Rund EUR 29,9 Mio. stammten aus Managementgebühren und nur EUR 0,8 Mio. aus Performance-Fees.
- Das EBITDA verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr deutlich auf EUR -4,7 Mio., blieb aber hinter unseren Annahmen zurück. Dies ist auf eine niedrigere Umsatzbasis, aber auch auf höhere betriebliche Aufwendungen zurückzuführen. Das Nettoergebnis blieb jedoch aufgrund eines Einmaleffekts im Finanzergebnis noch deutlicher hinter unseren Erwartungen zurück. Laiqon hat alle ausstehenden Verbindlichkeiten aus Kaufpreisvereinbarungen im Finanzergebnis berücksichtigt (EUR -5,5 Mio.). Darüber hinaus fielen rund EUR 1,8 Mio. an Zinsaufwendungen für die ausstehenden LAIC-Token an. Diese sind nach IFRS wie Kommanditanteile zu behandeln, was im Falle einer Aufwertung zu Zinsaufwendungen führt.

Bewertung: Auch wenn die Zahlen für 2023 eher enttäuschend waren, sieht die operative Entwicklung vielversprechend aus. Laiqon ist gut in das Jahr 2024 gestartet und hat im laufenden Jahr weitere EUR 300 Mio. an Assets hinzugewonnen. Darüber hinaus zeigt LAIC eine starke Entwicklung, und aufgrund der Partnerschaft mit Union Investment und anderen zukünftigen Partnerschaften erwartet das Management, dass die AuM von LAIC bis 2028e von derzeit EUR 0,5 Mrd. auf EUR 5,5-6 Mrd. steigen werden. In Anbetracht des anhaltenden Assets-Wachstums und der potenziellen Performance-Fees für die kommenden Jahre bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<table border="1"> <thead> <tr> <th>2024e</th> <th>+ / -</th> <th>2025e</th> <th>+ / -</th> <th>2026e</th> <th>+ / -</th> </tr> <tr> <th>(alt)</th> <th></th> <th>(alt)</th> <th></th> <th>(alt)</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>-12,5 %</td> <td>58,21</td> <td>-19,4 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>EBITDA</b></td> <td>-70,8 %</td> <td>16,30</td> <td>-42,4 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>Nettoergebnis</b></td> <td>n.m.</td> <td>5,98</td> <td>-78,6 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>	2024e	+ / -	2025e	+ / -	2026e	+ / -	(alt)		(alt)		(alt)		<b>Umsatz</b>	-12,5 %	58,21	-19,4 %	n.a.	n.m.	<b>EBITDA</b>	-70,8 %	16,30	-42,4 %	n.a.	n.m.	<b>Nettoergebnis</b>	n.m.	5,98	-78,6 %	n.a.	n.m.	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Leicht gesenkte Annahmen für Asset-Wachstum und Performance-Fees</li> <li>Höhere Betriebskostenbasis für die Zukunft berücksichtigt</li> <li>Einbeziehung detaillierter Schätzungen für 2026e</li> </ul>
2024e	+ / -	2025e	+ / -	2026e	+ / -																											
(alt)		(alt)		(alt)																												
<b>Umsatz</b>	-12,5 %	58,21	-19,4 %	n.a.	n.m.																											
<b>EBITDA</b>	-70,8 %	16,30	-42,4 %	n.a.	n.m.																											
<b>Nettoergebnis</b>	n.m.	5,98	-78,6 %	n.a.	n.m.																											

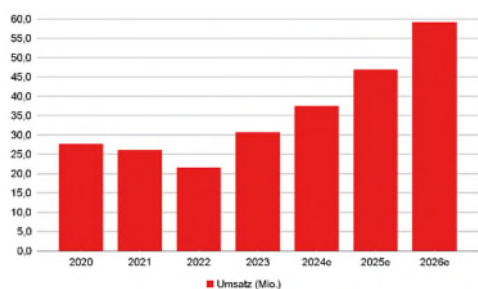


<b>Rel. Performance vs Scale All Share</b>	
1 Monat:	5,4 %
6 Monate:	-32,4 %
Jahresverlauf:	-17,6 %
Letzte 12 Monate:	-28,1 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
29.08.24	HV
30.08.24	Q2

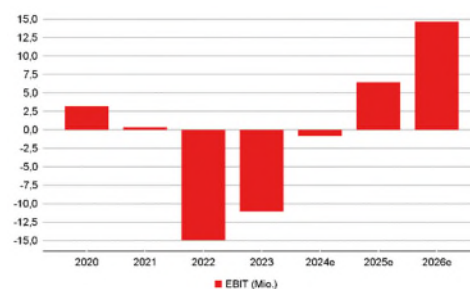
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Umsatz</b>	24,4 %	27,74	26,12	21,58	30,75	37,55	46,90	59,19
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		237,3 %	-5,8 %	-17,4 %	42,5 %	22,1 %	24,9 %	26,2 %
<b>Rohtragsmarge</b>		96,1 %	89,7 %	83,0 %	80,7 %	85,0 %	87,0 %	88,0 %
<b>EBITDA</b>		6,96	4,28	-10,23	-4,69	1,88	9,38	17,76
<b>Marge</b>		25,1 %	16,4 %	-47,4 %	-15,3 %	5,0 %	20,0 %	30,0 %
<b>EBIT</b>		3,21	0,35	-14,94	-11,08	-0,83	6,47	14,68
<b>Marge</b>		11,6 %	1,3 %	-69,2 %	-36,0 %	-2,2 %	13,8 %	24,8 %
<b>Nettoergebnis</b>		-0,70	5,15	-10,17	-12,32	-3,83	1,28	7,02
<b>EPS</b>		-0,05	0,39	-0,58	-0,70	-0,22	0,07	0,40
<b>EPS adj.</b>		-0,05	0,39	-0,58	-0,70	-0,22	0,07	0,40
<b>DPS</b>		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPS</b>		-0,16	1,41	-0,23	-0,70	-0,27	0,08	0,60
<b>EV / Umsatz</b>		2,6 x	4,4 x	7,6 x	5,5 x	3,6 x	2,8 x	2,1 x
<b>EV / EBITDA</b>		10,5 x	27,0 x	n.a.	n.a.	71,1 x	14,2 x	7,0 x
<b>EV / EBIT</b>		22,9 x	335,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	20,6 x	8,5 x
<b>KGV</b>		n.a.	23,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	74,0 x	13,0 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	23,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	74,0 x	13,0 x
<b>Nettoverschuldung</b>		12,57	-3,24	11,97	36,93	42,83	42,97	34,47
<b>ROE</b>		-1,8 %	12,7 %	-18,5 %	-20,2 %	-7,1 %	2,4 %	12,0 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		n.a.	0,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	4,8 %	10,6 %
<b>Guidance:</b>		n.a.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

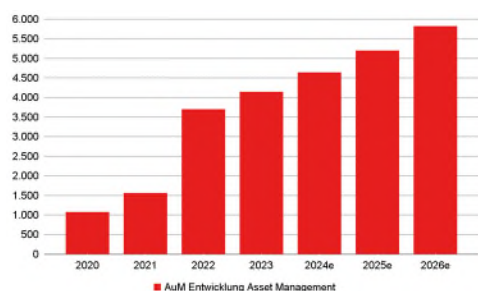
**Unternehmenshintergrund**

- Die LAIQON AG ist eine unabhängige Investmentgesellschaft, die aktives Management von Publikumsfonds, individuelle Fondsportfoliolösungen und digitales Vermögensmanagement anbietet.
- Die LAIQON AG verwaltet Publikumsfonds mit unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen. Die aktuellen AuM einschließlich SPSW Capital und Lange Assets & Consulting belaufen sich auf mehr als EUR 1 Mrd.
- Um das AuM-Wachstum zu sichern, erwarb das Unternehmen in den Jahren 2018 und 2019 etablierte Unternehmen wie SPSW Capital GmbH und Lange Assets & Consulting GmbH
- Kunden sind private und institutionelle Investoren

**Wettbewerbsqualität**

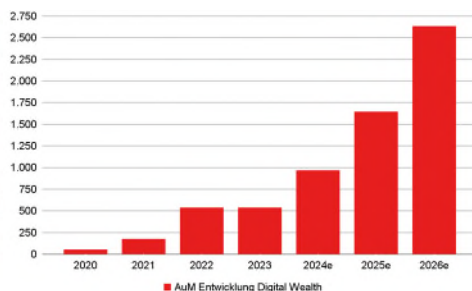
- Die LAIQON AG positioniert sich als unabhängiger Asset Manager, der nicht an Unternehmensrichtlinien gebunden ist, im Gegensatz zu Wettbewerbern welche Teil von größeren Unternehmen sind
- Das Unternehmen kombiniert aktives und digitales Asset Management, um kundenindividuelle Lösungen anzubieten
- Die Publikumsfonds von SPSW Capital wurden mehrfach ausgezeichnet. Dazu gehören unter anderem Awards von Euro, Börse Online, Scope und ein 5-Stern-Rating von Morningstar
- Anstelle einer generischen digitalen Lösung wie bei vielen Robo-Advisorn bietet LF-System kundenindividuelle Fondsanlageportfolios an

**AuM Entwicklung Asset Management**  
in Mio. EUR



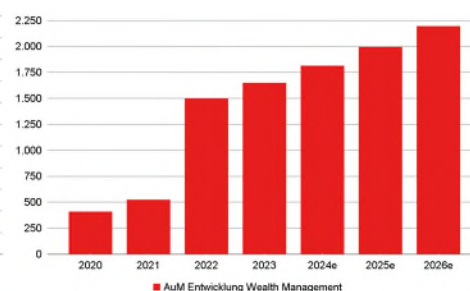
Quelle: Warburg Research

**AuM Entwicklung Digital Wealth**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**AuM Entwicklung Wealth Management**  
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	37,55	46,90	59,19	72,80	87,36	103,08	118,55	130,40	140,83	149,28	155,25	158,36	161,53	
Umsatzwachstum	22,1 %	24,9 %	26,2 %	23,0 %	20,0 %	18,0 %	15,0 %	10,0 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	-0,83	6,47	14,68	20,38	27,95	36,08	41,49	45,64	49,29	52,25	54,34	55,43	56,53	
EBIT-Marge	-2,2 %	13,8 %	24,8 %	28,0 %	32,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
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	-0,58	4,53	10,27	14,27	19,57	25,26	29,04	31,95	34,50	36,57	38,04	38,80	39,57	
Abschreibungen	2,70	2,91	3,08	3,28	3,49	3,09	3,56	3,91	4,22	4,48	4,66	4,75	4,85	
Abschreibungsquote	7,2 %	6,2 %	5,2 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	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	3,46	3,03	2,30	1,25	3,64	5,15	0,77	0,59	0,52	0,42	0,30	0,16	0,16	
- Investitionen	2,81	2,81	0,81	2,18	2,62	3,09	3,56	3,91	4,22	4,48	4,66	4,75	4,85	
Investitionsquote	7,5 %	6,0 %	1,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
- Sonstiges	0,00	0,97	1,23	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-4,14	0,64	9,02	12,61	16,80	20,10	28,27	31,36	33,98	36,15	37,74	38,64	39,42	40
Barwert FCF	-3,87	0,53	6,83	8,60	10,32	11,13	14,10	14,09	13,76	13,18	12,40	11,44	10,51	112
Anteil der Barwerte	1,49 %			50,77 %										47,74 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	9,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,70
		Sonstiges	1,80
<b>WACC</b>	<b>11,00 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,66</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2036e	123		
Terminal Value	112		
Zinstr. Verbindlichkeiten	45		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	-1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	19,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>199</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>10,02</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,86	12,0 %	8,20	8,29	8,39	8,50	8,61	8,73	8,85	1,86	12,0 %	8,00	8,17	8,34	8,52	8,69	8,86	9,03
1,76	11,5 %	8,87	8,98	9,10	9,22	9,35	9,49	9,63	1,76	11,5 %	8,69	8,87	9,05	9,24	9,42	9,60	9,79
1,71	11,2 %	9,23	9,35	9,48	9,61	9,75	9,90	10,06	1,71	11,2 %	9,06	9,25	9,44	9,63	9,82	10,00	10,19
1,66	11,0 %	9,61	9,74	9,88	10,02	10,18	10,34	10,51	1,66	11,0 %	9,45	9,65	9,84	10,04	10,23	10,43	10,62
1,61	10,7 %	10,01	10,15	10,30	10,46	10,63	10,80	10,99	1,61	10,7 %	9,87	10,07	10,27	10,47	10,68	10,88	11,08
1,56	10,5 %	10,44	10,59	10,75	10,92	11,10	11,29	11,50	1,56	10,5 %	10,31	10,52	10,73	10,94	11,14	11,35	11,56
1,46	10,0 %	11,36	11,54	11,73	11,93	12,15	12,38	12,62	1,46	10,0 %	11,28	11,50	11,72	11,95	12,17	12,39	12,62

- Cash-Abflüsse für Akquisitionen sind in der Spalte "Other" reflektiert
- Margen sollten sich aufgrund der hohen Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ausweiten
- Die Wandelanleihe ist als Fremdkapital berücksichtigt bis zum Zeitpunkt der Wandlung

Wertermittlung							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	1,6 x	2,7 x	2,3 x	2,4 x	1,8 x	1,7 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-1,38	-0,87	-1,35	-1,81	-2,00	-1,79	-1,14
EV / Umsatz	2,6 x	4,4 x	7,6 x	5,5 x	3,6 x	2,8 x	2,1 x
EV / EBITDA	10,5 x	27,0 x	n.a.	n.a.	71,1 x	14,2 x	7,0 x
EV / EBIT	22,9 x	335,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	20,6 x	8,5 x
EV / EBIT adj.*	22,9 x	335,1 x	n.a.	n.a.	n.a.	20,6 x	8,5 x
Kurs / FCF	n.a.	6,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	62,8 x	8,6 x
KGV	n.a.	23,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	74,0 x	13,0 x
KGV ber.*	n.a.	23,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	74,0 x	13,0 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	14,9 %	3,9 %	-2,7 %	1,4 %	2,2 %	6,1 %	11,3 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
AuM Entwicklung Asset Management	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
AuM Entwicklung Digital Wealth	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AuM Entwicklung Wealth Management	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## GuV

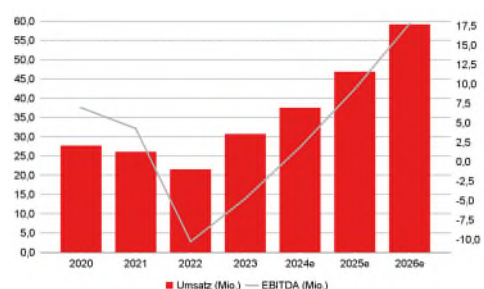
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>27,74</b>	<b>26,12</b>	<b>21,58</b>	<b>30,75</b>	<b>37,55</b>	<b>46,90</b>	<b>59,19</b>
Veränd. Umsatz yoy	237,3 %	-5,8 %	-17,4 %	42,5 %	22,1 %	24,9 %	26,2 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamterlöse</b>	<b>27,74</b>	<b>26,12</b>	<b>21,58</b>	<b>30,75</b>	<b>37,55</b>	<b>46,90</b>	<b>59,19</b>
Materialaufwand	1,07	2,70	3,67	5,94	5,63	6,10	7,10
<b>Rohertag</b>	<b>26,67</b>	<b>23,42</b>	<b>17,91</b>	<b>24,81</b>	<b>31,91</b>	<b>40,80</b>	<b>52,08</b>
<i>Rohertagsmarge</i>	<i>96,1 %</i>	<i>89,7 %</i>	<i>83,0 %</i>	<i>80,7 %</i>	<i>85,0 %</i>	<i>87,0 %</i>	<i>88,0 %</i>
Personalaufwendungen	11,73	11,34	17,11	20,23	20,65	21,10	22,49
Sonstige betriebliche Erträge	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,39	7,80	11,02	9,27	9,39	10,32	11,84
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>6,96</b>	<b>4,28</b>	<b>-10,23</b>	<b>-4,69</b>	<b>1,88</b>	<b>9,38</b>	<b>17,76</b>
<i>Marge</i>	<i>25,1 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>-47,4 %</i>	<i>-15,3 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>30,0 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,77	1,70	1,99	2,51	0,08	0,09	0,12
<b>EBITA</b>	<b>5,19</b>	<b>2,58</b>	<b>-12,22</b>	<b>-7,20</b>	<b>1,80</b>	<b>9,29</b>	<b>17,64</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,98	2,24	2,72	3,88	2,63	2,81	2,96
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>3,21</b>	<b>0,35</b>	<b>-14,94</b>	<b>-11,08</b>	<b>-0,83</b>	<b>6,47</b>	<b>14,68</b>
<i>Marge</i>	<i>11,6 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>-69,2 %</i>	<i>-36,0 %</i>	<i>-2,2 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>24,8 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>3,21</b>	<b>0,35</b>	<b>-14,94</b>	<b>-11,08</b>	<b>-0,83</b>	<b>6,47</b>	<b>14,68</b>
Zinserträge	1,53	15,58	2,26	1,98	1,50	1,50	1,50
Zinsaufwendungen	7,69	9,84	3,89	10,87	4,00	4,00	4,00
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,33	0,28	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-2,95</b>	<b>6,42</b>	<b>-16,29</b>	<b>-19,97</b>	<b>-3,33</b>	<b>3,97</b>	<b>12,18</b>
<i>Marge</i>	<i>-10,6 %</i>	<i>24,6 %</i>	<i>-75,5 %</i>	<i>-64,9 %</i>	<i>-8,9 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>20,6 %</i>
Steuern gesamt	-3,96	-0,21	-5,75	-7,09	-1,00	1,19	3,65
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,01</b>	<b>6,63</b>	<b>-10,54</b>	<b>-12,87</b>	<b>-2,33</b>	<b>2,78</b>	<b>8,52</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,01</b>	<b>6,63</b>	<b>-10,54</b>	<b>-12,87</b>	<b>-2,33</b>	<b>2,78</b>	<b>8,52</b>
Minderheitenanteile	1,72	1,48	-0,38	-0,55	1,50	1,50	1,50
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-0,70</b>	<b>5,15</b>	<b>-10,17</b>	<b>-12,32</b>	<b>-3,83</b>	<b>1,28</b>	<b>7,02</b>
<i>Marge</i>	<i>-2,5 %</i>	<i>19,7 %</i>	<i>-47,1 %</i>	<i>-40,1 %</i>	<i>-10,2 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>11,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	13,27	13,27	17,48	17,48	17,48	17,48	17,48
<b>EPS</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,39</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,22</b>	<b>0,07</b>	<b>0,40</b>
EPS adj.	-0,05	0,39	-0,58	-0,70	-0,22	0,07	0,40

\*Adjustiert um:

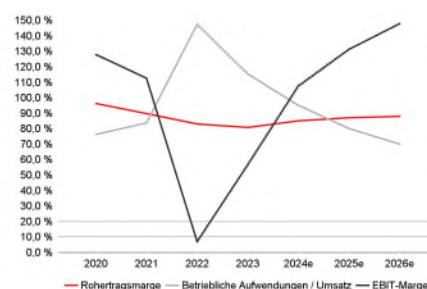
Guidance: n.a.

## Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	76,4 %	83,6 %	147,4 %	115,3 %	95,0 %	80,0 %	70,0 %
Operating Leverage	n.a.	15,3 x	n.a.	-0,6 x	-4,2 x	n.a.	4,8 x
EBITDA / Interest expenses	0,9 x	0,4 x	n.m.	n.m.	0,5 x	2,3 x	4,4 x
Steuerquote (EBT)	134,4 %	-3,3 %	35,3 %	35,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
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.

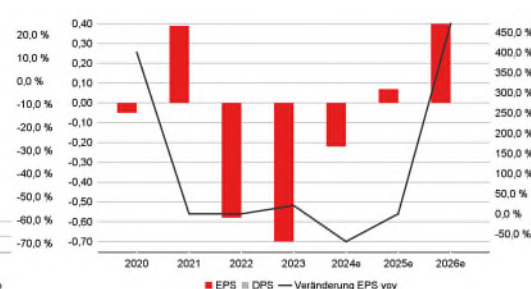
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance  
in %

Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

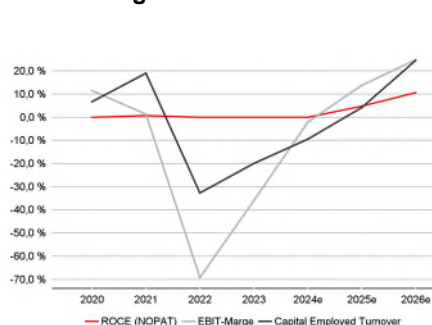
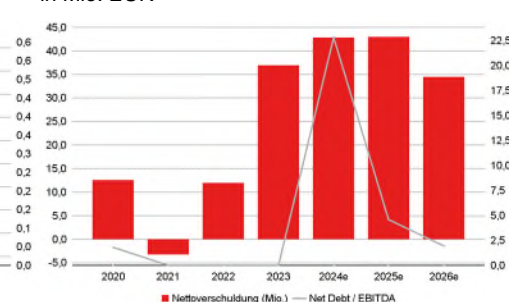
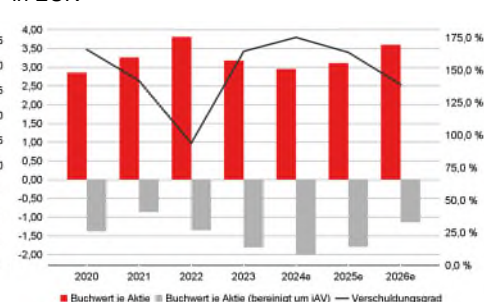
## Bilanz

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	56,19	54,77	90,29	87,21	86,59	85,77	82,81
davon übrige imm. VG	42,10	54,77	90,29	87,21	86,59	85,77	82,81
davon Geschäfts- oder Firmenwert	14,65	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sachanlagen	11,54	9,94	10,44	13,20	13,93	14,64	15,33
Finanzanlagen	6,30	9,08	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Sonstiges langfristiges Vermögen	10,52	10,19	15,00	22,42	20,82	20,82	20,82
<b>Anlagevermögen</b>	<b>84,54</b>	<b>83,98</b>	<b>117,48</b>	<b>124,58</b>	<b>123,08</b>	<b>122,98</b>	<b>120,71</b>
Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,01	6,18	9,94	11,11	13,60	15,40	16,20
Liquide Mittel	6,53	26,24	11,24	7,98	2,09	1,95	10,44
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,60	0,57	1,18	0,96	0,96	0,96	0,96
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>29,13</b>	<b>32,98</b>	<b>22,36</b>	<b>20,05</b>	<b>16,65</b>	<b>18,30</b>	<b>27,60</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>113,70</b>	<b>117,00</b>	<b>139,80</b>	<b>144,60</b>	<b>139,70</b>	<b>141,30</b>	<b>148,30</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	13,27	13,33	17,48	17,49	17,49	17,49	17,49
Kapitalrücklage	17,58	17,76	47,19	48,60	48,60	48,60	48,60
Gewinnrücklagen	7,02	12,17	1,95	-10,54	-14,36	-13,08	-6,06
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,10	1,40	2,90
Buchwert	37,87	43,26	66,62	55,55	51,63	54,41	62,93
Anteile Dritter	4,86	5,10	5,47	-0,88	-0,88	-0,88	-0,88
<b>Eigenkapital</b>	<b>42,73</b>	<b>48,36</b>	<b>72,09</b>	<b>54,68</b>	<b>50,75</b>	<b>53,53</b>	<b>62,05</b>
Rückstellungen gesamt	0,25	0,28	0,31	0,15	0,15	0,15	0,15
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	19,10	23,00	23,21	44,92	44,92	44,92	44,92
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,29	7,22	2,31	1,92	1,92	1,92	1,92
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	30,21	25,33	21,66	24,79	23,82	22,59	21,09
Sonstige Verbindlichkeiten	21,39	20,00	22,58	20,10	20,10	20,10	20,10
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>70,95</b>	<b>68,60</b>	<b>67,75</b>	<b>89,95</b>	<b>88,98</b>	<b>87,75</b>	<b>86,25</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>113,70</b>	<b>117,00</b>	<b>139,80</b>	<b>144,60</b>	<b>139,70</b>	<b>141,30</b>	<b>148,30</b>

## Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	20,8 x	-2,8 x	-16,9 x	-64,2 x	10,1 x	6,3 x	5,7 x
Capital Employed Turnover	0,5 x	0,6 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,5 x	0,6 x
ROA	-0,8 %	6,1 %	-8,7 %	-9,9 %	-3,1 %	1,0 %	5,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	0,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	4,8 %	10,6 %
ROE	-1,8 %	12,7 %	-18,5 %	-20,2 %	-7,1 %	2,4 %	12,0 %
Adj. ROE	-1,8 %	12,7 %	-18,5 %	-20,2 %	-7,1 %	2,4 %	12,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	12,57	-3,24	11,97	36,93	42,83	42,97	34,47
Nettofinanzverschuldung	12,57	-3,24	11,97	36,93	42,83	42,97	34,47
Net Gearing	29,4 %	-6,7 %	16,6 %	67,5 %	84,4 %	80,3 %	55,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	180,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	2281,2 %	458,1 %	194,1 %
Buchwert je Aktie	2,9	3,3	3,8	3,2	3,0	3,1	3,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-1,4	-0,9	-1,4	-1,8	-2,0	-1,8	-1,1

## Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung  
in Mio. EURBuchwert je Aktie  
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

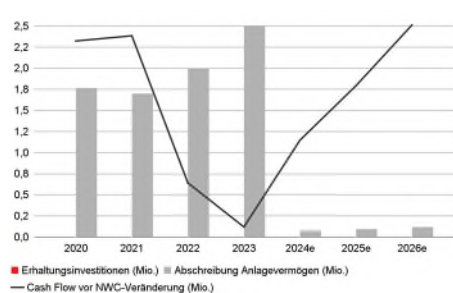
## Cash flow

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,01	6,63	-10,54	-12,87	-2,33	2,78	8,52
Abschreibung Anlagevermögen	1,77	1,70	1,99	2,51	0,08	0,09	0,12
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,98	2,24	2,72	3,88	2,63	2,81	2,96
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	5,27	0,00	2,06	-1,58	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>10,04</b>	<b>10,57</b>	<b>-3,77</b>	<b>-8,07</b>	<b>0,38</b>	<b>5,69</b>	<b>11,60</b>
Veränderung Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	-14,09	2,42	-5,28	-7,11	-2,49	-1,80	-0,80
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	3,10	1,21	2,32	4,08	-0,97	-1,23	-1,50
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	5,76	3,99	0,40	1,19	1,58	2,04
Veränderung Working Capital (gesamt)	-10,99	9,39	1,03	-2,63	-2,27	-1,44	-0,26
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-0,95</b>	<b>19,96</b>	<b>-2,74</b>	<b>-10,70</b>	<b>-1,90</b>	<b>4,25</b>	<b>11,34</b>
Investitionen in iAV	-1,10	-2,00	-18,00	-2,00	-2,00	-2,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-0,81	-0,81	-0,81	-0,81	-0,81	-0,81	-0,81
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,52	-5,05	0,00	-1,19	-1,58	-2,04
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	2,16	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,27	-0,43	0,00	0,22	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-0,94</b>	<b>-1,12</b>	<b>-8,47</b>	<b>-1,31</b>	<b>-4,00</b>	<b>-4,39</b>	<b>-2,84</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,57	-2,94	6,50	-7,56	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	4,89	0,00	12,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	-5,05	-6,11	-13,26	16,37	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-0,74</b>	<b>-9,04</b>	<b>5,28</b>	<b>8,81</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-2,62</b>	<b>9,80</b>	<b>-5,94</b>	<b>-3,20</b>	<b>-5,89</b>	<b>-0,14</b>	<b>8,50</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>6,53</b>	<b>16,33</b>	<b>10,40</b>	<b>7,17</b>	<b>1,24</b>	<b>1,10</b>	<b>9,60</b>

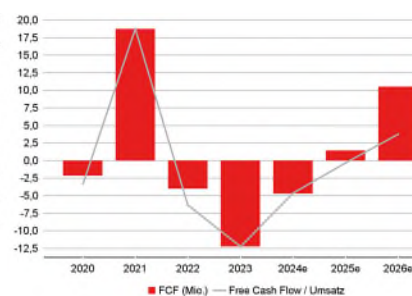
## Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-2,15	18,76	-4,00	-12,24	-4,70	1,44	10,54
Free Cash Flow / Umsatz	-7,8 %	71,8 %	-18,6 %	-39,8 %	-12,5 %	3,1 %	17,8 %
Free Cash Flow / Umsatz	-7,8 %	71,8 %	-18,6 %	-39,8 %	-12,5 %	3,1 %	17,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	306,1 %	364,0 %	39,4 %	99,3 %	122,8 %	112,6 %	150,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	19,5 %	95,1 %	12,1 %	20,6 %	29,8 %	74,3 %	24,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	44,7 %	46,7 %	16,9 %	31,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	6,9 %	10,7 %	87,2 %	9,1 %	7,5 %	6,0 %	1,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	50,9 %	71,2 %	399,1 %	43,9 %	103,8 %	96,5 %	26,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-56,6 %	-56,2 %	-71,5 %	-41,3 %	-31,8 %	-18,6 %	-10,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	66,2 %	24,4 %	45,9 %	44,8 %	57,1 %	68,2 %	76,8 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	263	86	168	132	132	120	100
Payables payment period (Tage)	10.286	3.421	2.157	1.523	1.543	1.352	1.084
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

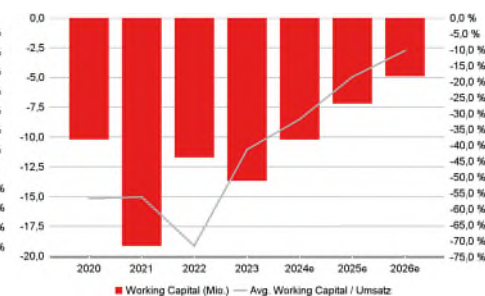
## Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



## 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)
LAIQON	5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A12UP29.htm">https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A12UP29.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.

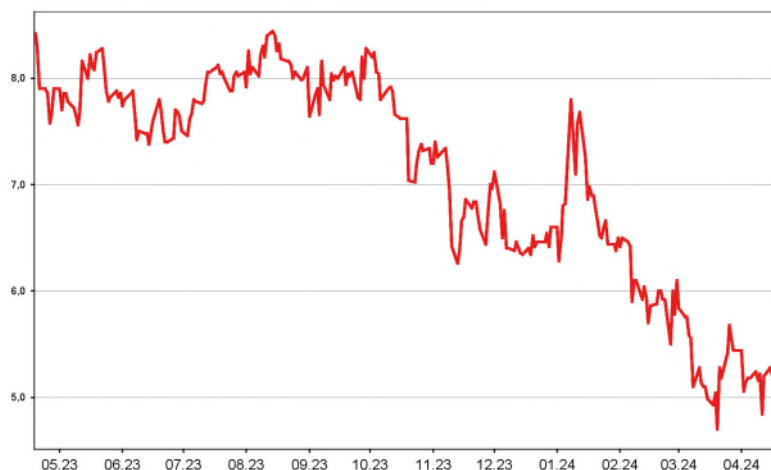
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	146	70
Halten	47	23
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>208</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	46	82
Halten	7	13
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
<b>Gesamt</b>	<b>56</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [LAIQON] AM [18.04.2024]**


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 Rüschemier** +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

**Sander Brockow** +49 40 309537-248  
Industrials sbrockow@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](mailto:kschilling@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 Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

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