

Buy EUR 5,70 (EUR 5,40) Kurs EUR 3,92 Upside 45,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 5,68	Warburg ESG Risiko Score: 1,2 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 0,5 Markt Liquidität Score: 0,0	Beschreibung: Cashflow-orientierte Finanz- und Beteiligungsholding
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 161,7 Aktienanzahl (Mio.): 41,2 EV: 200,7 Freefloat MC: 88,9 Ø Trad. Vol. (30T): 74,90 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 55,0 % Günther-Gruppe 45,0 % Werner Weber 5,5 % LOYS 5,1 % BW-Versorgungsanstalt 5,0 %	Kennzahlen (WRe): 2022e Beta: 1,4 KBV: 1,8 x EK-Quote: 30 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,4 x Net Debt / EBITDA: 1,4 x

Kapitalerhöhung stellt finanzielle Flexibilität nach starkem GJ 21 wieder her

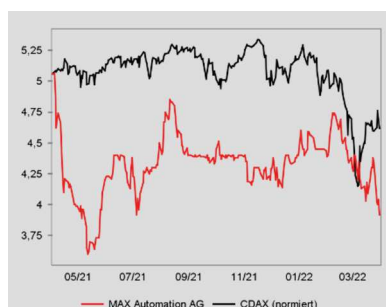
Berichtete Kennzahlen Q4/2021: <table border="1"> <thead> <tr> <th>(EURm)</th> <th>Q4 21</th> <th>WRe</th> <th>delta</th> <th>Q4 20</th> <th>YOY</th> <th>FY 21</th> <th>FY 20</th> <th>YOY</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Order intake</td> <td>117,8</td> <td>63,3</td> <td>86%</td> <td>108,8</td> <td>8%</td> <td>422,5</td> <td>319,6</td> <td>32%</td> </tr> <tr> <td>Sales</td> <td>119,8</td> <td>107,7</td> <td>11%</td> <td>41,0</td> <td>192%</td> <td>349,1</td> <td>266,1</td> <td>31%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>15,1</td> <td>5,7</td> <td>165,3%</td> <td>-1,6</td> <td>n.m.</td> <td>25,7</td> <td>5,7</td> <td>355%</td> </tr> <tr> <td>EBITDA margin</td> <td>12,6%</td> <td>5,3%</td> <td></td> <td>-4,0%</td> <td></td> <td>7,4%</td> <td>2,1%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Net income</td> <td>5,5</td> <td>3,4</td> <td>n.a.</td> <td>-9,5</td> <td>n.m.</td> <td>-0,9</td> <td>-26,3</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>	(EURm)	Q4 21	WRe	delta	Q4 20	YOY	FY 21	FY 20	YOY	Order intake	117,8	63,3	86%	108,8	8%	422,5	319,6	32%	Sales	119,8	107,7	11%	41,0	192%	349,1	266,1	31%	EBITDA	15,1	5,7	165,3%	-1,6	n.m.	25,7	5,7	355%	EBITDA margin	12,6%	5,3%		-4,0%		7,4%	2,1%		Net income	5,5	3,4	n.a.	-9,5	n.m.	-0,9	-26,3	n.m.	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Highlight ist Vecoplan mit einem Auftragsplus von 58% yoy und einem Anstieg der EBITDA-Marge um 100 Bps auf EUR 13,8% im GJ 21. In Q4 21 erreichte bdtronic wieder das Umsatzniveau von vor Covid und eine EBITDA-Marge von 20%. GJ 21 enthält einen Verlust von EUR 9 Mio. aus iNDAT und EUR 1,9 Mio. aus der Auflösung von Rückstellungen, einen Gewinn von EUR 1,2 Mio. aus einer Projektstornierung und ein Ergebnis von EUR 3,4 Mio. aus der Abwicklung von Geschäftsbereichen.
(EURm)	Q4 21	WRe	delta	Q4 20	YOY	FY 21	FY 20	YOY																																															
Order intake	117,8	63,3	86%	108,8	8%	422,5	319,6	32%																																															
Sales	119,8	107,7	11%	41,0	192%	349,1	266,1	31%																																															
EBITDA	15,1	5,7	165,3%	-1,6	n.m.	25,7	5,7	355%																																															
EBITDA margin	12,6%	5,3%		-4,0%		7,4%	2,1%																																																
Net income	5,5	3,4	n.a.	-9,5	n.m.	-0,9	-26,3	n.m.																																															

Max Automation hat das GJ 21 gut abgeschlossen und einen Ausblick für GJ 22e veröffentlicht. Kurz nach der Veröffentlichung der Ergebnisse gab das Unternehmen eine Kapitalerhöhung bekannt, bei der für je fünf bestehende Aktien zwei neue Aktien über Bezugsrechte ausgegeben werden. Die Kapitalerhöhung, die vollständig vom größten Aktionär, der Günther Gruppe, gezeichnet wird, wird die finanzielle Flexibilität wiederherstellen und die Eigenkapitalquote auf ein Niveau von etwa 30% zurückführen. Weitere Details zu der Transaktion finden Sie auf Seite 2.

Der Auftragseingang in Q4 21e hat das sehr starke Vorjahresquartal, in dem ein Großauftrag für MA micro verzeichnet wurde, noch übertrafen. Der starke Auftragseingang im letzten Quartal 2021 ist auf einen Großauftrag für Vecoplan in Höhe von EUR 25 Mio. und eine sehr gute Geschäftsentwicklung in allen Bereichen zurückzuführen. Der Umsatz übertraf ebenfalls unsere Erwartungen, verblasste jedoch im Vergleich zu einem außergewöhnlich starken EBITDA in Q4. Zugegebenermaßen haben mehrere Sondereffekte dazu beigetragen, wie die Auflösung von Rückstellungen, eine günstige Projektabwicklung und Ergebnisse aus dem in Liquidation befindlichen Unternehmen. Dennoch musste das GJ 21 Ergebnis auch einen Verlust von EUR 9 Mio. von iNDAT hinnehmen, da die Entscheidung getroffen wurde, das

Weiter auf der nächsten Seite

Schätzungsänderungen: <table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2022e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2023e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2024e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>364,0</td> <td>6,6 %</td> <td>382,0</td> <td>2,6 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>35,4</td> <td>-21,3 %</td> <td>38,9</td> <td>-0,8 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>23,7</td> <td>-33,4 %</td> <td>27,0</td> <td>0,6 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>0,36</td> <td>-61,1 %</td> <td>0,44</td> <td>-29,5 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	Umsatz	364,0	6,6 %	382,0	2,6 %	n.a.	n.m.	EBITDA	35,4	-21,3 %	38,9	-0,8 %	n.a.	n.m.	EBIT	23,7	-33,4 %	27,0	0,6 %	n.a.	n.m.	EPS	0,36	-61,1 %	0,44	-29,5 %	n.a.	n.m.	Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> Wir kürzen unsere iNDAT-Prognose von Break-Even auf einen Verlust von EUR 9 Mio. für GJ 22e. Für GJ 23 haben wir keine Schätzungen für Umsatz oder EBITDA abgegeben. Wir erhöhen unsere Umsatzprognose für Vecoplan im GJ 22e von EUR 128 Mio. auf EUR 147 Mio. und heben unsere EBITDA-Marge von 10,5% auf 11,2% an. Bei bdtronic senken wir unsere Umsatzschätzung von EUR 69 Mio. auf EUR 64 Mio. und die EBITDA-Marge von 18,6% auf 18,3% für das GJ 22e.
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -																														
Umsatz	364,0	6,6 %	382,0	2,6 %	n.a.	n.m.																														
EBITDA	35,4	-21,3 %	38,9	-0,8 %	n.a.	n.m.																														
EBIT	23,7	-33,4 %	27,0	0,6 %	n.a.	n.m.																														
EPS	0,36	-61,1 %	0,44	-29,5 %	n.a.	n.m.																														



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-10,8 %
6 Monate:	-4,0 %
Jahresverlauf:	-0,1 %
Letzte 12 Monate:	-13,8 %

Unternehmenstermine:	

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	4,9 %	277,4	425,5	307,0	349,1	388,2	392,0	403,0
Veränd. Umsatz yoy		-26,3 %	53,4 %	-27,8 %	13,7 %	11,2 %	1,0 %	2,8 %
Rohertragsmarge		53,5 %	46,2 %	52,9 %	51,3 %	53,2 %	56,2 %	56,0 %
EBITDA	15,2 %	24,1	-0,9	5,7	25,7	27,8	38,6	39,3
Marge		8,7 %	-0,2 %	1,8 %	7,4 %	7,2 %	9,8 %	9,7 %
EBIT	33,6 %	13,6	-15,8	-19,5	11,6	15,8	27,2	27,6
Marge		4,9 %	-3,7 %	-6,3 %	3,3 %	4,1 %	6,9 %	6,8 %
Nettoergebnis	-	-30,8	-34,7	-26,5	-1,4	4,8	12,9	13,2
EPS	-	-1,08	-1,18	-0,90	-0,05	0,14	0,31	0,32
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,10	0,15
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3 %	2,6 %	3,8 %
FCF/PS		0,48	-1,00	0,78	0,72	-0,37	0,56	0,35
FCF / Marktkap.		7,1 %	-21,7 %	21,5 %	16,4 %	-7,6 %	14,3 %	8,8 %
EV / Umsatz		0,9 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA		10,5 x	n.a.	34,1 x	7,9 x	7,2 x	4,7 x	4,3 x
EV / EBIT adj.		12,8 x	n.a.	n.a.	17,6 x	12,7 x	6,6 x	6,1 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,0 x	12,6 x	12,3 x
FCF Potential Yield		-9,8 %	-2,7 %	1,7 %	9,0 %	10,5 %	15,9 %	17,2 %
Nettoverschuldung		62,2	102,3	86,4	74,0	39,0	17,6	7,5
ROCE (NOPAT)		9,5 %	n.a.	n.a.	n.a.	9,1 %	15,2 %	16,2 %
Guidance:		Umsatz von EUR 360-420 Mio. und EBITDA von EUR 23-29 Mio.						

Unternehmen abzuwickeln.

Für GJ 22e erwartet das Unternehmen einen Umsatz zwischen EUR 360-420 Mio. und ein EBITDA von EUR 23-29 Mio., die jeweils unverändert in der Mitte liegen. Die Guidance beinhaltet einen Verlust für iNDAT im Bereich der EUR 9 Mio., die im GJ 21 realisiert wurden, und würde auf einer vergleichbaren Basis auf dem Niveau liegen, das wir für das GJ 22 geschätzt haben. Auch die GuV-wirksamen Kosten für die Kapitalerhöhung sollten reflektiert werden. Die derzeitigen Engpässe in der Lieferkette sind eindeutig der Grund für den vergleichsweise breiten Guidance-Korridor für den Umsatz, zeigen aber auch das Vertrauen des Managements in die Fähigkeit der Portfoliounternehmen, in Zukunft Geschäft zu generieren. Das direkte Engagement in Russland/Ukraine macht weniger als 1% des Umsatzes aus.

Die Kapitalerhöhung strebt 11,8 Mio. neue Aktien oder 40% des ausstehenden Kapitals durch die Ausgabe von Bezugsrechten an. 45% des zu erhöhenden Kapitals werden von der Günther Gruppe als Sacheinlage in Form von Aktien des börsennotierten Zeal Network, einem Online-Anbieter von Lotterierprodukten, eingebracht. Die Aktien von Zeal Network werden zu einem Preis von EUR 36,80 eingebracht, wodurch Max Automation eine Mindestbeteiligung von 2,73% an Zeal Network erhält. Andere Aktionäre, die 55% des aufzunehmenden Kapitals ausmachen, können sich an der Kapitalerhöhung mit einer Bareinlage von EUR 4,24 je Aktie beteiligen, was einem Abschlag von 2% gegenüber dem letzten Schlusskurs vor Ankündigung der Transaktion entspricht. Der maximale Nettoerlös würde sich auf EUR 24,8 Mio. belaufen. Die Kapitalerhöhung wird auch vollständig von der Günther Holding gezeichnet, die weitere Zeal Network-Aktien für nicht ausgeübte Bezugsrechte beisteuern wird. Dies würde zu einer maximalen Beteiligung von 6,06% an Zeal Network führen. Max Automation hat kein Lock-up und könnte die Aktien verkaufen, um Barmittel zu generieren. Daher betrachten wir die Beteiligung von Max Automation an Zeal Network eher als Cash-Proxy und nicht unbedingt als strategische Investition. Es ist zu beachten, dass die Günther Gruppe die 50%-Schwelle auch dann überschreiten würde, wenn sich weniger als die Hälfte der verbleibenden Aktionäre dafür entscheiden würde, sich nicht zu beteiligen. Das endgültige Ergebnis könnte zu einer unterschiedlichen Bewertung der strategischen Optionen führen.

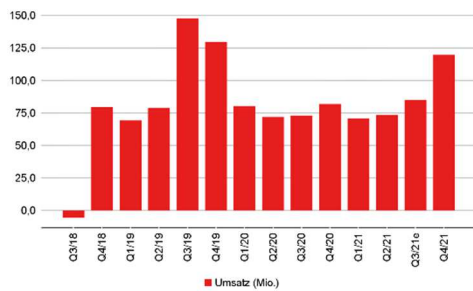
(EUR)	Shares	Share of Max Automation	Share of Zeal Networks	Cash contribution
Outstanding number of shares	29.459.415			
Newly issued capital	11.783.766	40,0%		
Issue price	4,24			
Max shares vs cash	6.481.072			27.479.745
Share vs Zeal Network stock	5.302.694	45,0%	2,73%	
100% backstop execution			6,06%	
Günther Gruppe stake minimum	18.559.429	45,0%		
Günther Gruppe stake maximum	25.040.501	60,7%		

Der Zeitplan der Transaktion ist so gestaltet, dass Max Automation die von Zeal Network angekündigte Sonderdividende von mindestens EUR 1,3 Mio. und maximal EUR 2,8 Mio. erhält. Die Nettoverschuldung von EUR 73,1 Mio. Ende 2021 würde sich auf EUR 48,3 Mio. reduzieren, wenn alle berechtigten Aktionäre von ihrem Recht Gebrauch machen und eine Bareinlage leisten. Max Automation erklärte, dass es die Erlöse zum Schuldenabbau verwenden würde und gab an, dass die Zinszahlungen für seine neu ausgehandelte Kreditfazilität um mehr als EUR 1,0 Mio. reduziert werden könnten.

Wir passen unsere Prognose an, indem wir unsere Umsatzerwartungen für GJ 22e und GJ 23e anheben, aber die Kosten für die Abwicklung von iNDAT berücksichtigen. Für GJ 23e nehmen wir im Wesentlichen nur marginale Änderungen an unserer Ergebnisprognose vor. In Bezug auf die Kapitalerhöhung ordnen wir die Erlöse den Wertpapieren zu und unterscheiden dabei vorerst nicht zwischen Bargeld und Zeal Network-Aktien.

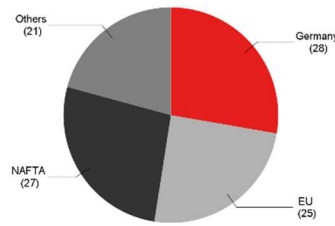
Der Effekt der Transaktion auf die Bewertung ist leicht positiv. Aufgrund des geringen Abschlags gegenüber dem Emissionspreis kompensiert der Effekt der Verbesserung des Finanzstärke-Ratings in unserer Beta-Berechnung den Verwässerungseffekt geringfügig. Unser Kursziel steigt von EUR 5,40 auf EUR 5,70, und wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung, da sich die Lage des Unternehmens sowohl operativ als auch strukturell verbessert.

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



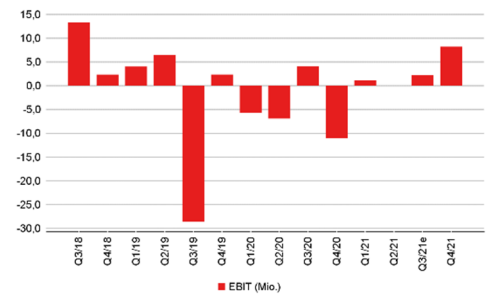
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

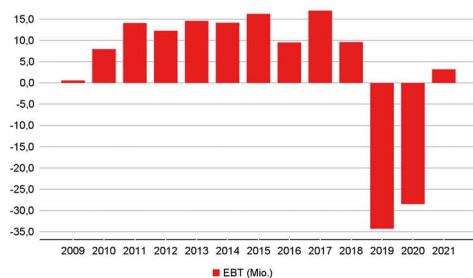
Unternehmenshintergrund

- Die MAX Automation SE (M.A.X) ist eine global agierende Industrieholding mit dem Fokus auf Industrieautomation und Umwelttechnik.
- In seinen Segmenten Process Technologies und Evolving Technologies entwickelt und produziert die MAX automatisierte Anwendungen für Abnehmer aus der Automobil-, Medizin-, Elektro- und Lebensmittelindustrie.
- Das Segment Environmental Technologies bietet Lösungen für die Verarbeitung und das Recycling von Abfällen (leistungsstarke Anlagen und Systeme zum Schreddern, Fördern und Aufbereiten von Primär- und Sekundärrohstoffen).
- Die Hauptabnehmermärkte sind Europa, Nord- und Südamerika sowie Asien. Teilweise sind die Töchtergesellschaften mit eigenen Vertriebs- und Servicegesellschaften vor Ort vertreten.

Wettbewerbsqualität

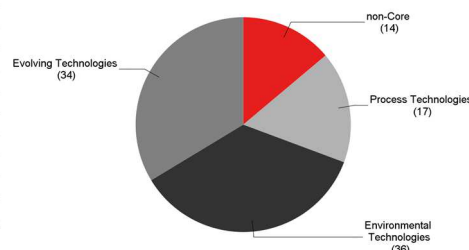
- Alle Töchter der MAX sind in ihren Geschäftsfeldern als Technologieführer positioniert und bieten individuelle und kundenspezifische Automationslösungen an.
- MAX ist fokussiert auf die Entwicklung und Produktion von komplexen Komponenten und kompletten Systemlösungen, die auf einem tiefen Know-how basieren.
- Da die MAX individuelle Komponenten und Automationssysteme (80% WRe) und Service (20% WRe) anbietet,...
- ...hat die MAX einen wichtigen Wettbewerbsvorteil und kann kundenspezifische, integrierte Automationslösungen mit einem hohen Grad an technischer Komplexität aus einer Hand liefern.
- Da die MAX in einem wettbewerbsreichen Markt tätig ist, der von stetiger technischer Weiterentwicklung geprägt ist, ist Innovation MAX Schlüssel zum Erfolg.

EBT Entwicklung in Mio. EUR



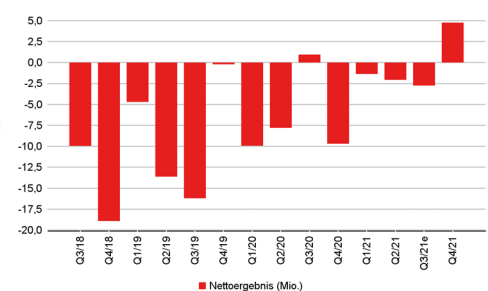
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	388,2	392,0	403,0	419,1	434,8	450,0	464,7	478,9	492,6	505,8	518,4	530,5	542,1	
Umsatzwachstum	11,2 %	1,0 %	2,8 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,3 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,5 %	2,3 %	2,2 %	2,0 %
EBIT	15,8	27,2	27,6	27,2	28,3	29,2	30,2	31,1	32,0	32,9	33,7	34,5	35,2	
EBIT-Marge	4,1 %	6,9 %	6,8 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	
NOPAT	11,2	19,3	19,6	19,3	20,1	20,8	21,4	22,1	22,7	23,3	23,9	24,5	25,0	
Abschreibungen	12,0	11,4	11,7	12,2	12,6	13,0	13,5	13,9	14,3	14,7	15,0	15,4	15,7	
Abschreibungsquote	3,1 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	
Veränd. Rückstellungen	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	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	19,6	-8,3	1,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	
- Investitionen	9,5	9,5	9,5	8,4	8,7	9,0	9,3	9,6	9,9	10,1	10,4	10,6	10,8	
Investitionsquote	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
- Sonstiges	4,5	4,5	4,5	4,6	4,8	4,9	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7	5,8	6,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-10,4	25,0	16,2	16,8	17,5	18,2	18,9	19,6	20,3	20,9	21,5	22,1	22,7	23
Barwert FCF	-9,8	21,7	13,0	12,4	12,0	11,5	11,0	10,6	10,1	9,6	9,1	8,6	8,2	133
Anteil der Barwerte	9,55 %			39,50 %										50,95 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,40
WACC	8,33 %	Beta	1,42

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	128		
Terminal Value	133		
Zinstr. Verbindlichkeiten	103		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	47		
Liquide Mittel	30	Aktienzahl (Mio.)	41,2
Eigenkapitalwert	234	Wert je Aktie (EUR)	5,68

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,63	9,3 %	4,51	4,58	4,66	4,74	4,83	4,92	5,03	1,63	9,3 %	3,25	3,75	4,25	4,74	5,24	5,74	6,23
1,53	8,8 %	4,90	4,98	5,08	5,18	5,28	5,40	5,52	1,53	8,8 %	3,58	4,11	4,64	5,18	5,71	6,24	6,78
1,47	8,6 %	5,11	5,21	5,31	5,42	5,54	5,67	5,81	1,47	8,6 %	3,76	4,31	4,86	5,42	5,97	6,53	7,08
1,42	8,3 %	5,34	5,44	5,56	5,68	5,81	5,96	6,11	1,42	8,3 %	3,95	4,53	5,10	5,68	6,25	6,83	7,41
1,37	8,1 %	5,58	5,70	5,82	5,96	6,11	6,27	6,45	1,37	8,1 %	4,16	4,76	5,36	5,96	6,56	7,16	7,76
1,31	7,8 %	5,85	5,97	6,12	6,27	6,43	6,62	6,82	1,31	7,8 %	4,39	5,02	5,64	6,27	6,89	7,52	8,15
1,21	7,3 %	6,44	6,60	6,78	6,97	7,18	7,42	7,67	1,21	7,3 %	4,91	5,60	6,28	6,97	7,65	8,34	9,02

- Das Beta reflektiert die Zyklizität des Industriesektors.
- IFRS 16 Abschreibungen sind unter "sonstige" bereinigt

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.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-35,6	-35,5	-26,3	-0,9	4,8	12,9	13,2	
+ Abschreibung + Amortisation	10,5	14,9	25,1	14,2	12,0	11,4	11,7	
- Zinsergebnis (netto)	-3,9	-18,5	-9,0	-8,3	-9,0	-9,0	-9,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,5	4,3	4,5	3,3	4,8	4,8	4,8	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	-24,7	-6,3	3,3	18,4	21,1	28,5	29,1	
FCF Potential Yield (on market EV)	-9,8 %	-2,7 %	1,7 %	9,0 %	10,5 %	15,9 %	17,2 %	
WACC	8,33 %	8,33 %	8,33 %	8,33 %	8,33 %	8,33 %	8,33 %	
= Enterprise Value (EV)	252,9	238,0	193,1	203,4	200,7	179,3	169,1	
= Fair Enterprise Value	n.a.	n.a.	39,7	220,2	253,3	342,4	349,6	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	73,1	73,1	73,1	73,1	38,1	16,7	6,5	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
- 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	n.a.	n.a.	n.a.	146,2	214,3	324,7	342,2	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	28,4	29,5	29,5	29,5	33,4	41,2	41,2	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	4,96	6,42	7,87	8,30	
Premium (-) / Discount (+) in %					63,7 %	100,9 %	111,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,13	3,57	5,68	6,05
	10,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,51	4,01	6,27	6,66
	9,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,97	4,54	6,98	7,39
WACC	8,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	4,96	6,42	7,87	8,30
	7,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	4,27	6,03	9,01	9,45
	6,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	5,23	7,14	10,49	10,97
	5,33 %	n.a.	n.a.	n.a.	6,55	8,65	12,54	13,06

Wertermittlung

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	2,0 x	2,0 x	2,7 x	3,3 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,71	0,50	-0,07	-0,08	1,20	1,48	1,70
EV / Umsatz	0,9 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	10,5 x	n.a.	34,1 x	7,9 x	7,2 x	4,7 x	4,3 x
EV / EBIT	18,7 x	n.a.	n.a.	17,6 x	12,7 x	6,6 x	6,1 x
EV / EBIT adj.*	12,8 x	n.a.	n.a.	17,6 x	12,7 x	6,6 x	6,1 x
Kurs / FCF	14,1 x	n.a.	4,7 x	6,1 x	n.a.	7,0 x	11,3 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,0 x	12,6 x	12,3 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,0 x	12,6 x	12,3 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3 %	2,6 %	3,8 %
FCF Potential Yield (on market EV)	-9,8 %	-2,7 %	1,7 %	9,0 %	10,5 %	15,9 %	17,2 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	277,4	425,5	307,0	349,1	388,2	392,0	403,0
Veränd. Umsatz yoy	-26,3 %	53,4 %	-27,8 %	13,7 %	11,2 %	1,0 %	2,8 %
Bestandsveränderungen	-1,8	-28,5	-10,0	3,6	1,1	1,0	1,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,3	2,3	2,2	1,2	1,5	1,1	0,8
Gesamterlöse	276,8	399,3	299,2	353,8	390,8	394,1	404,8
Materialaufwand	128,4	202,7	136,9	174,7	184,4	173,7	178,9
Rohrertrag	148,4	196,6	162,3	179,1	206,4	220,4	225,9
Rohermarge	53,5 %	46,2 %	52,9 %	51,3 %	53,2 %	56,2 %	56,0 %
Personalaufwendungen	90,0	139,1	121,2	122,5	140,9	142,7	146,3
Sonstige betriebliche Erträge	8,2	11,1	14,1	19,8	16,7	15,7	16,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	42,6	69,4	49,6	50,7	54,3	54,9	56,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	24,1	-0,9	5,7	25,7	27,8	38,6	39,3
Marge	8,7 %	-0,2 %	1,8 %	7,4 %	7,2 %	9,8 %	9,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,3	4,3	4,5	5,3	5,8	5,9	6,0
EBITA	19,7	-5,2	1,1	20,4	22,0	32,7	33,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	6,2	7,9	13,0	8,9	6,2	5,5	5,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	2,7	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	13,6	-15,8	-19,5	11,6	15,8	27,2	27,6
Marge	4,9 %	-3,7 %	-6,3 %	3,3 %	4,1 %	6,9 %	6,8 %
EBIT adj.	19,7	-15,8	-19,5	11,6	15,8	27,2	27,6
Zinserträge	0,0	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,7	18,9	9,4	8,3	9,0	9,0	9,0
Sonstiges Finanzergebnis	-1,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	9,6	-34,3	-28,5	3,2	6,8	18,2	18,6
Marge	3,5 %	-8,1 %	-9,3 %	0,9 %	1,8 %	4,6 %	4,6 %
Steuern gesamt	-1,9	1,2	-2,2	4,1	2,0	5,3	5,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	11,5	-35,5	-26,3	-0,9	4,8	12,9	13,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	-47,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-35,6	-35,5	-26,3	-0,9	4,8	12,9	13,2
Minderheitenanteile	-4,8	-0,7	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-30,8	-34,7	-26,5	-1,4	4,8	12,9	13,2
Marge	-11,1 %	-8,2 %	-8,6 %	-0,4 %	1,2 %	3,3 %	3,3 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	28,4	29,5	29,5	29,5	33,4	41,2	41,2
EPS	-1,08	-1,18	-0,90	-0,05	0,14	0,31	0,32
EPS adj.	-1,08	-1,18	-0,90	-0,05	0,14	0,31	0,32

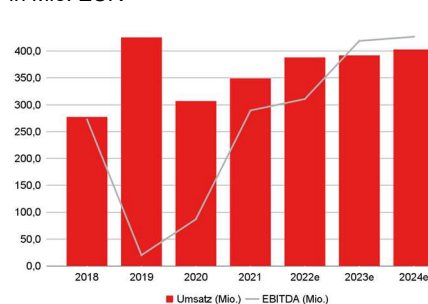
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz von EUR 360-420 Mio. und EBITDA von EUR 23-29 Mio.

Kennzahlen

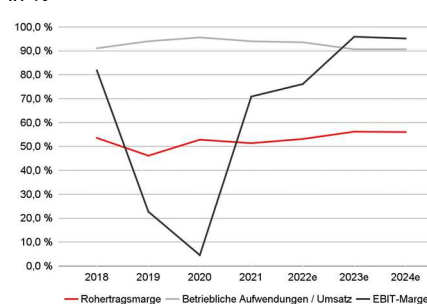
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,1 %	94,0 %	95,6 %	94,0 %	93,5 %	90,7 %	90,7 %
Operating Leverage	1,3 x	n.a.	-0,8 x	n.a.	3,3 x	73,6 x	0,5 x
EBITDA / Interest expenses	8,9 x	n.m.	0,6 x	3,1 x	3,1 x	4,3 x	4,4 x
Steuerquote (EBT)	-19,5 %	-3,4 %	7,7 %	128,2 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	34,6 %	31,9 %	46,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	158.414	234.300	184.829	210.161	233.715	236.002	242.625

Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



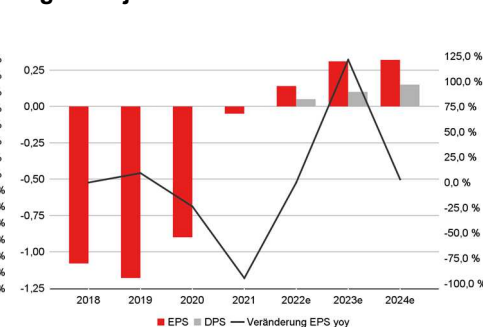
Quelle: Warburg Research

Operative Performance in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

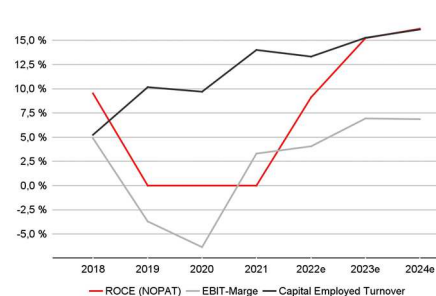


Quelle: Warburg Research

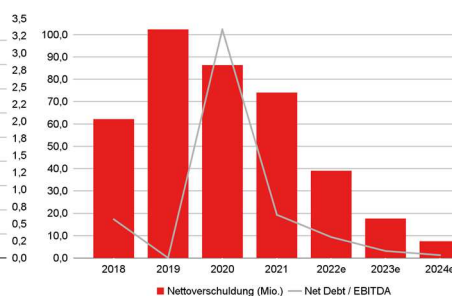
Bilanz							
In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	45,7	53,0	41,7	42,3	42,3	42,3	42,3
davon übrige imm. VG	3,6	6,8	3,2	3,7	3,7	3,7	3,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	42,1	46,2	38,6	38,6	38,6	38,6	38,6
Sachanlagen	25,1	46,3	44,1	43,2	43,4	43,5	43,5
Finanzanlagen	10,3	14,1	8,3	7,1	7,1	7,1	7,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,3	0,0	14,8	12,5	9,8	7,8	5,7
Anlagevermögen	81,5	113,5	108,9	105,1	102,6	100,7	98,5
Vorräte	49,0	95,0	76,8	90,4	86,3	78,4	80,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	50,0	45,4	27,1	31,9	38,3	38,7	39,7
Liquide Mittel	31,8	40,6	47,7	30,2	65,2	86,6	96,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	152,2	37,9	21,3	20,2	20,2	20,2	20,2
Umlaufvermögen	282,9	218,9	172,9	172,7	210,0	223,9	237,3
Bilanzsumme (Aktiva)	364,4	332,4	281,8	277,8	312,6	324,6	335,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5
Kapitalrücklage	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9	18,9
Gewinnrücklagen	47,8	35,5	24,2	24,2	29,0	40,2	49,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,1	-16,0	-33,0	-32,8	14,5	14,5	14,5
Buchwert	96,1	67,9	39,5	39,8	91,9	103,1	112,2
Anteile Dritter	-4,5	0,0	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Eigenkapital	91,6	67,9	39,9	40,6	92,7	103,9	113,0
Rückstellungen gesamt	11,3	23,1	20,9	16,3	16,3	16,3	16,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	93,0	141,8	133,0	103,3	103,3	103,3	103,3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	16,2	1,3	0,8	86,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	71,1	68,5	64,8	91,7	74,4	75,2	77,3
Sonstige Verbindlichkeiten	97,5	31,1	23,2	25,9	25,9	25,9	25,9
Verbindlichkeiten	272,8	264,5	241,9	237,2	219,9	220,7	222,8
Bilanzsumme (Passiva)	364,4	332,4	281,8	277,8	312,6	324,6	335,8

Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	5,2 x	3,6 x	3,7 x	4,7 x	4,1 x	4,6 x	4,7 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	2,5 x	2,4 x	3,0 x	2,9 x	3,2 x	3,3 x
ROA	-37,8 %	-30,6 %	-24,3 %	-1,3 %	4,7 %	12,8 %	13,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	9,5 %	n.a.	n.a.	n.a.	9,1 %	15,2 %	16,2 %
ROE	-26,2 %	-42,4 %	-49,3 %	-3,6 %	7,3 %	13,2 %	12,3 %
Adj. ROE	-26,2 %	-42,4 %	-49,3 %	-3,6 %	7,3 %	13,2 %	12,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	62,2	102,3	86,4	74,0	39,0	17,6	7,5
Nettofinanzverschuldung	61,2	101,2	85,3	73,1	38,1	16,7	6,5
Net Gearing	67,9 %	150,7 %	216,4 %	182,4 %	42,1 %	17,0 %	6,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	254,5 %	n.a.	1507,7 %	284,2 %	136,9 %	43,3 %	16,6 %
Buchwert je Aktie	3,3	2,3	1,3	1,4	2,2	2,5	2,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,7	0,5	-0,1	-0,1	1,2	1,5	1,7

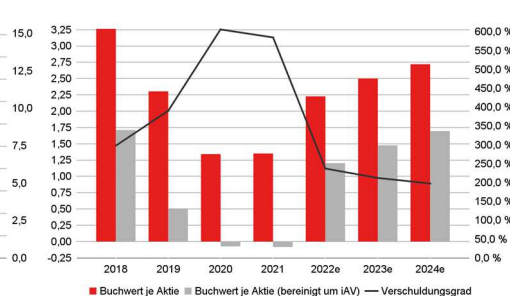
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

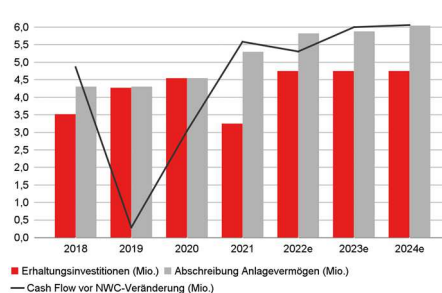
Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-35,6	-35,5	-26,3	-0,9	4,8	12,9	13,2
Abschreibung Anlagevermögen	4,3	4,3	4,5	5,3	5,8	5,9	6,0
Amortisation Goodwill	0,0	2,7	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	6,2	7,9	13,0	8,9	6,2	5,5	5,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	37,3	-16,1	-6,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	12,1	-36,5	-7,2	19,8	16,9	24,3	24,9
Veränderung Vorräte	-6,9	-46,1	18,2	-13,5	4,1	7,9	-2,2
Veränderung Forderungen aus L+L	88,4	4,6	18,3	-4,8	-6,4	-0,4	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,6	-2,6	-3,7	26,9	-17,3	0,8	2,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-71,5	59,7	6,4	-0,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	8,4	15,6	39,2	7,8	-19,6	8,3	-1,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	20,5	-20,9	32,0	27,7	-2,7	32,6	23,8
Investitionen in iAV	-2,5	-2,4	-3,1	-2,0	-3,5	-3,5	-3,5
Investitionen in Sachanlagen	-4,5	-6,2	-6,0	-4,5	-6,0	-6,0	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-6,4	-1,7	3,8	3,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-13,5	-10,3	-5,2	-3,3	-9,5	-9,5	-9,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-22,9	38,7	-8,8	-29,8	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-4,1
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	27,2	0,1	-11,0	-12,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	0,1	38,8	-19,8	-42,0	0,0	-1,7	-4,1
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	7,2	7,6	7,0	-17,7	-12,2	21,4	10,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	33,5	40,6	47,7	30,2	18,0	39,4	49,6

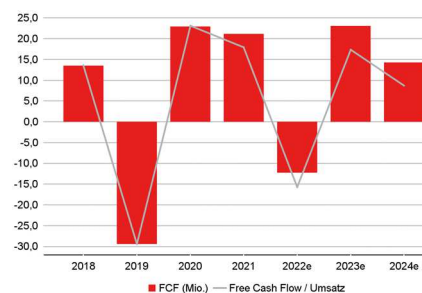
Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitalfluss							
FCF	13,5	-29,4	22,9	21,2	-12,2	23,1	14,3
Free Cash Flow / Umsatz	4,9 %	-6,9 %	7,5 %	6,1 %	-3,2 %	5,9 %	3,5 %
Free Cash Flow Potential	-24,7	-6,3	3,3	18,4	21,1	28,5	29,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-43,9 %	84,7 %	-86,7 %	-1494,5 %	-253,7 %	178,7 %	108,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	2,1 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,2 %	16,1 %	6,8 %	7,1 %	8,7 %	8,7 %	8,7 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,5 %	2,0 %	3,0 %	1,9 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Maint. Capex / Umsatz	1,3 %	1,0 %	1,5 %	0,9 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	67,0 %	57,3 %	36,1 %	45,9 %	78,9 %	83,6 %	81,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,5 %	11,7 %	18,1 %	10,0 %	10,4 %	11,7 %	10,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	70,3 %	66,3 %	41,8 %	34,8 %	51,5 %	51,5 %	51,4 %
Vorratumschlag	2,6 x	2,1 x	1,8 x	1,9 x	2,1 x	2,2 x	2,2 x
Receivables collection period (Tage)	66	39	32	33	36	36	36
Payables payment period (Tage)	202	123	173	192	147	158	158
Cash conversion cycle (Tage)	3	87	64	31	60	43	43

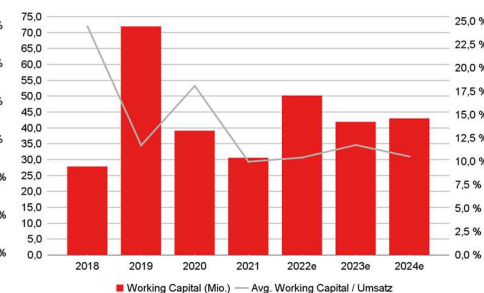
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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. 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
MAX Automation	5, 7	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2DA588.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

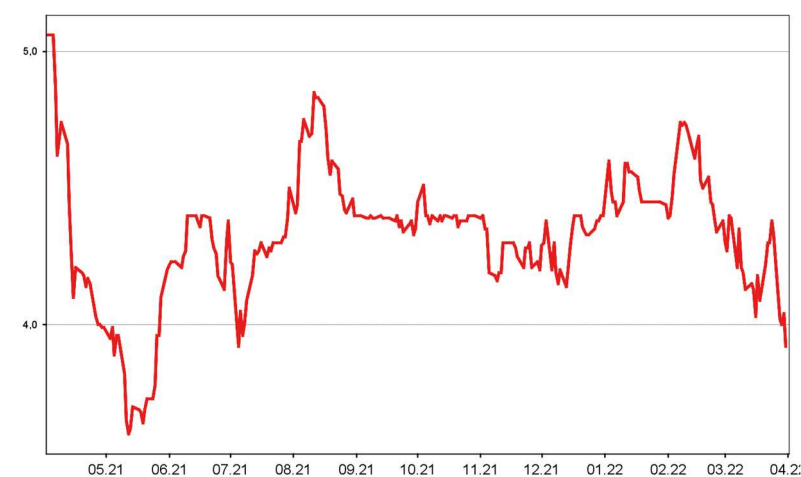
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	170	81
Halten	35	17
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	211	100

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	51	86
Halten	5	8
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	59	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MAX AUTOMATION] AM [01.04.2022]



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

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Media, Construction jblum@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

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

Thor Höfs +49 40 309537-255
Software, IT thoefs@warburg-research.com

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

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

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@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 sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@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

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

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

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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

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

Christopher Seedorf +49 40 3282-2695
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@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 omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading 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

Refinitiv www.refinitiv.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