# MAX Automation

(CDAX, Capital Goods, MXHN GR)

WARBURG RESEARCH

**Buy**

**EUR 7,20** (EUR 5,30)

| | |
|---|---|
| Kurs | EUR 5,76 |
| **Upside** | **25,0 %** |

| **Wertindikatoren:** | EUR |
|---|---|
| DCF: | 7,16 |

| **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: | 237,6 |
| Aktienanzahl (Mio.): | 41,2 |
| EV: | 277,6 |
| Freefloat MC: | 97,5 |
| Ø Trad. Vol. (30T): | 57,76 Tsd. |

| **Aktionäre:** | |
|---|---|
| Freefloat | 41,03 % |
| Günther-Gruppe | 58,97 % |
| *LOYS* | *5,06 %* |
| *BW-Versorgungsanstalt* | *4,99 %* |
| *Werner Weber* | *4,16 %* |

| **Kennzahlen (WRe):** | 2023e |
|---|---|
| Beta: | 1,4 |
| KBV: | 2,0 x |
| EK-Quote: | 30 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA: | 0,8 x |
| Net Debt / EBITDA: | 0,8 x |

## Gutes Q2; Guidance trotz Aktualisierung weiterhin konservativ

Berichtete Kennzahlen Q2/2023:

| (EURm) | Q2 23 | Q2 22 | YOY | H1 23 | H1 22 | YOY |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Order intake | 91,7 | 98,9 | -7% | 213,2 | 232,7 | -8% |
| Sales | 106,7 | 98,9 | 8% | 217,3 | 188,5 | 15% |
| EBITDA | 14,1 | 9,6 | 46% | 27,4 | 16,5 | 66% |
| EBITDA margin | 13,2% | 9,7% | | 12,6% | 8,8% | |
| Net income | 15,3 | 1,6 | 834% | 20,9 | -1,6 | n.m. |

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Die Entkonsolidierung von Indat führte zu einem einmaligen Gewinn von EUR 1,8 Mio. Indat wird nun als aufgegebener Geschäftsbereich ausgewiesen.
- Das Finanzergebnis in Q2 war aufgrund der Dividendenzahlung für ZEAL-Aktien positiv.
- Die Steuerquote lag in Q2 aufgrund der Aktivierung von steuerlichen Verlustvorträgen unter 2%.

Max Automation hat solide Ergebnisse für Q2 und H1 23 vorgelegt. Der Auftragseingang lag in Q2 unter dem Umsatzniveau, aber der Auftragsbestand ist immer noch gut und ausreichend, um die GJ 23-Prognose des Unternehmens zu erreichen. Vor allem die hochprofitable MA Micro konnte in Q2 einen sequenziellen Anstieg des Auftragseingangs verzeichnen.

Umsatz- und EBITDA-Entwicklung waren stark. Hervorzuheben sind bdtronic mit einem Anstieg der EBITDA-Marge um fast 800 BP auf über 20%, MA Micro mit einer EBITDA-Marge von 26% und Elwema, ein früheres Nicht-Kerngeschäft, das eine EBITDA-Marge von deutlich über 10% erzielte, während sich der Umsatz nahezu verdoppelte.

Der operative Cashflow und der FCF waren in H1 23 immer noch negativ. Die Nettofinanzverschuldung liegt bei EUR 114 Mio. und die Bruttoliquidität bei EUR 31 Mio. Auch wenn das Nettoverschuldung/EBITDA-Verhältnis nach unseren Schätzungen für das GJ 23e nicht übermäßig hoch ist, sehen wir immer noch einen begrenzten Spielraum für weitere M&A-Aktivitäten. Daher ist eine Maßnahme zur Generierung zusätzlicher Mittel, wahrscheinlich ein Verkauf, erforderlich, um das Unternehmen handlungsfähig zu machen.

Die EBITDA-Guidance für das GJ 23e wurde von EUR 35-41 Mio. auf EUR 38-44 Mio. angehoben, erscheint aber angesichts der soliden H1 23-Ergebnisse immer noch nicht ambitioniert. Wir aktualisieren unser Modell und heben unsere EBITDA-Prognose für das GJ 23e auf EUR 48,5 Mio. an. Für das GJ 24e erwarten wir konservativ einen leichten Rückgang gegenüber dem Vorjahr aufgrund der gedämpften Auftragslage, bevor wir für das GJ 25e von einem weiteren Anstieg ausgehen. Wir halten an unserer Kaufempfehlung fest. Das Kursziel steigt aufgrund der geänderten Schätzungen und nach Fortschreibung des Modells von EUR 5,3 auf EUR 7,2.

Schätzungsänderungen:

| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | 2023e (alt) | + / - | 2024e (alt) | + / - | 2025e (alt) | + / - |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | 441,0 | 2,8 % | 448,0 | -2,9 % | n.a. | n.m. |
| **EBITDA** | 40,2 | 20,7 % | 44,4 | 1,1 % | n.a. | n.m. |
| **EBIT** | 27,4 | 29,1 % | 31,4 | 2,8 % | n.a. | n.m. |
| **EPS** | 0,32 | 128,1 % | 0,39 | 15,4 % | n.a. | n.m. |

Kommentar zu den Änderungen:

- Die wichtigsten Beteiligungen mit positiven Veränderungen im GJ 23 waren bdtronic, Elwema und MA Micro.
- Wir haben unsere Annahme für die Steuerquote im GJ 23 aufgrund der Aktivierung latenter Steueransprüche gesenkt.
- Laufende Erträge aus Finanzanlagen (ZEAL-Aktien) wurden in unserem Modell berücksichtigt.

**Rel. Performance vs CDAX:**

| | |
|---|---|
| 1 Monat: | 0,8 % |
| 6 Monate: | 16,6 % |
| Jahresverlauf: | 8,6 % |
| Letzte 12 Monate: | 35,0 % |

**Unternehmenstermine:**

| | |
|---|---|
| 09.11.23 | Q3 |

| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (22-25e) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | 6,4 % | 425,5 | 307,0 | 349,1 | 409,2 | 453,4 | 434,9 | 492,8 |
| Veränd. Umsatz yoy | | 53,4 % | -27,8 % | 13,7 % | 17,2 % | 10,8 % | -4,1 % | 13,3 % |
| *Rohertragsmarge* | | *46,2 %* | *52,9 %* | *51,3 %* | *52,3 %* | *54,5 %* | *55,4 %* | *55,6 %* |
| **EBITDA** | 17,2 % | -0,9 | 5,7 | 25,7 | 33,7 | 48,5 | 44,8 | 54,2 |
| *Marge* | | *-0,2 %* | *1,8 %* | *7,4 %* | *8,2 %* | *10,7 %* | *10,3 %* | *11,0 %* |
| **EBIT** | 22,0 % | -15,8 | -19,5 | 11,6 | 22,0 | 35,3 | 32,2 | 39,9 |
| *Marge* | | *-3,7 %* | *-6,3 %* | *3,3 %* | *5,4 %* | *7,8 %* | *7,4 %* | *8,1 %* |
| **Nettoergebnis** | 16,0 % | -34,7 | -26,5 | -1,4 | 14,7 | 30,1 | 18,5 | 22,9 |
| **EPS** | 12,8 % | -1,18 | -0,90 | -0,05 | 0,39 | 0,73 | 0,45 | 0,56 |
| **DPS** | 44,2 % | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,05 | 0,10 | 0,15 | 0,15 |
| Dividendenrendite | | n.a. | n.a. | n.a. | 1,1 % | 1,7 % | 2,6 % | 2,6 % |
| **FCFPS** | | -1,00 | 0,78 | 0,72 | -0,32 | 1,41 | 0,57 | 0,52 |
| **FCF / Marktkap.** | | -21,7 % | 21,5 % | 16,4 % | -7,4 % | 24,5 % | 9,9 % | 9,2 % |
| **EV / Umsatz** | | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,5 x |
| **EV / EBITDA** | | n.a. | 34,1 x | 7,9 x | 7,7 x | 5,7 x | 5,8 x | 4,4 x |
| **EV / EBIT adj.** | | n.a. | n.a. | 17,6 x | 11,8 x | 7,9 x | 8,0 x | 6,0 x |
| **KGV** | | n.a. | n.a. | n.a. | 11,2 x | 7,9 x | 12,8 x | 10,2 x |
| **FCF Potential Yield** | | -2,7 % | 1,7 % | 9,0 % | 10,8 % | 15,9 % | 13,1 % | 16,6 % |
| **Nettoverschuldung** | | 102,3 | 86,4 | 74,0 | 96,3 | 40,0 | 20,6 | 5,2 |
| **ROCE (NOPAT)** | | n.a. | n.a. | n.a. | 13,5 % | 19,0 % | 15,1 % | 17,9 % |

**Guidance:** Umsatz von EUR 410-470 Mio. und EBITDA von EUR 38-44 Mio.

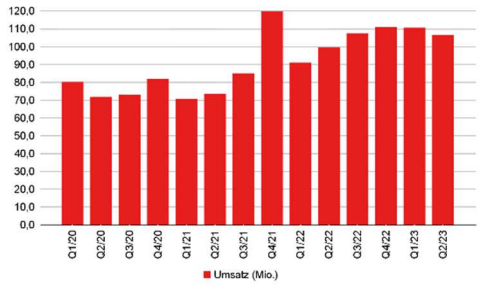

Analyst/-in
**Stefan Augustin**
saugustin@warburg-research.com
+49 40 309537-168





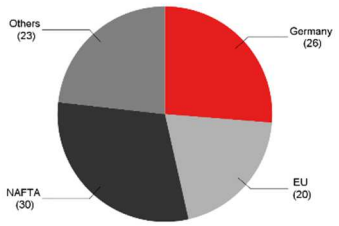
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

**Entwicklung Umsatz**
in Mio. EUR



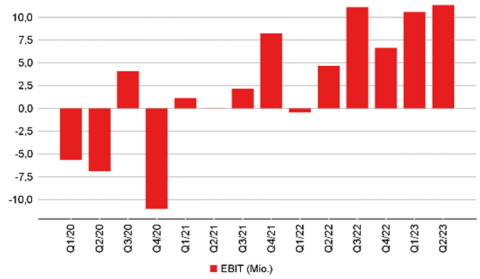

Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**
2020; in %




Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**
in Mio. EUR




Quelle: Warburg Research

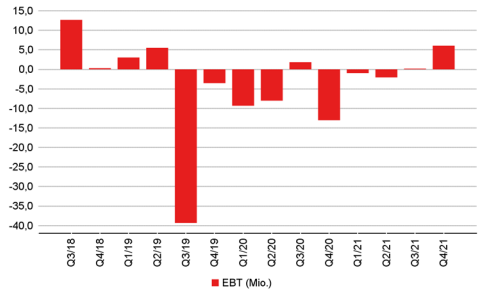
## Unternehmenshintergrund

- 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 Recyling 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

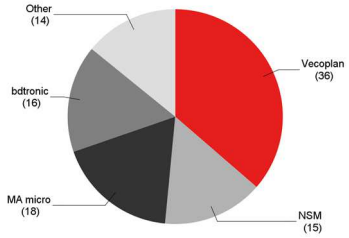
- Alle Töchter der MAX sind in ihren Geschäftsfeldern als Technologieführer positioniert und bieten individuelle und kundenspezifische Automationslösungen an.
- MAX ist fokussiert auf die Entwicklung und Produktion von komplexen Komponenten und kompletten Systemlösungen, die auf einem tiefen Know-how 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



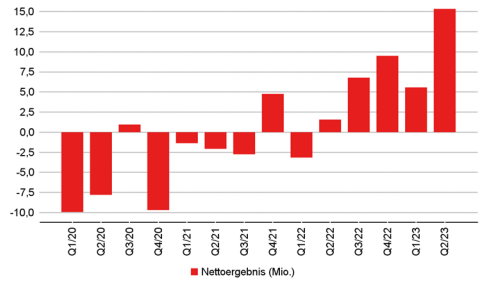

Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**
2020; in %




Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**
in Mio. EUR




Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

| | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Kennzahlen in EUR Mio. | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | 2035e | |
| Umsatz | 453,4 | 434,9 | 492,8 | 512,6 | 531,7 | 550,3 | 568,3 | 585,7 | 602,4 | 618,5 | 634,0 | 648,8 | 662,9 | |
| *Umsatzwachstum* | *10,8 %* | *-4,1 %* | *13,3 %* | *4,0 %* | *3,7 %* | *3,5 %* | *3,3 %* | *3,1 %* | *2,9 %* | *2,7 %* | *2,5 %* | *2,3 %* | *2,2 %* | *2,0 %* |
| EBIT | 35,3 | 32,2 | 39,9 | 33,3 | 34,6 | 35,8 | 36,9 | 38,1 | 39,2 | 40,2 | 41,2 | 42,2 | 43,1 | |
| *EBIT-Marge* | *7,8 %* | *7,4 %* | *8,1 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | |
| *Steuerquote (EBT)* | *5,0 %* | *25,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | *29,0 %* | |
| NOPAT | 33,6 | 24,2 | 28,3 | 23,7 | 24,5 | 25,4 | 26,2 | 27,0 | 27,8 | 28,5 | 29,3 | 29,9 | 30,6 | |
| Abschreibungen | 13,1 | 12,6 | 14,3 | 14,9 | 15,4 | 16,0 | 16,5 | 17,0 | 17,5 | 17,9 | 18,4 | 18,8 | 19,2 | |
| *Abschreibungsquote* | *2,9 %* | *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 | -24,5 | -1,9 | 6,1 | 2,1 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | |
| - Investitionen | 9,5 | 9,5 | 9,5 | 10,3 | 10,6 | 11,0 | 11,4 | 11,7 | 12,0 | 12,4 | 12,7 | 13,0 | 13,3 | |
| *Investitionsquote* | *2,1 %* | *2,2 %* | *1,9 %* | *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 | 5,6 | 5,8 | 6,1 | 6,3 | 6,4 | 6,6 | 6,8 | 7,0 | 7,1 | 7,3 | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 57,2 | 24,7 | 22,5 | 20,6 | 21,5 | 22,4 | 23,2 | 24,0 | 24,9 | 25,6 | 26,4 | 27,1 | 27,8 | 29 |
| Barwert FCF | 55,1 | 21,7 | 18,1 | 15,1 | 14,4 | 13,7 | 13,0 | 12,4 | 11,7 | 11,0 | 10,4 | 9,7 | 9,1 | 127 |
| Anteil der Barwerte | **27,73 %** | | | **35,22 %** | | | | | | | | | | **37,06 %** |

**Modell-Parameter**

| Herleitung WACC: | | Herleitung Beta: | |
|---|---|---|---|
| Fremdkapitalquote | 15,00 % | Finanzielle Stabilität | 1,30 |
| FK-Zins (nach Steuern) | 2,8 % | Liquidität (Aktie) | 1,50 |
| Marktrendite | 8,25 % | Zyklizität | 1,40 |
| Risikofreie Rendite | 2,75 % | Transparenz | 1,50 |
| | | Sonstiges | 1,40 |
| **WACC** | **9,40 %** | **Beta** | **1,42** |

**Wertermittlung (Mio.)**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Barwerte bis 2035e | 216 | | |
| Terminal Value | 127 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 131 | | |
| Pensionsrückstellungen | 1 | | |
| Hybridkapital | 0 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 49 | | |
| Liquide Mittel | 36 | Aktienzahl (Mio.) | 41,2 |
| **Eigenkapitalwert** | **295** | **Wert je Aktie (EUR)** | **7,15** |

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

| | | Ewiges Wachstum | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Beta** | WACC | 1,25 % | 1,50 % | 1,75 % | **2,00 %** | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % |
| **1,63** | 10,4 % | 6,08 | 6,14 | 6,21 | 6,28 | 6,36 | 6,43 | 6,52 |
| **1,53** | 9,9 % | 6,45 | 6,53 | 6,60 | 6,69 | 6,78 | 6,87 | 6,97 |
| **1,47** | 9,6 % | 6,65 | 6,73 | 6,82 | 6,91 | 7,01 | 7,11 | 7,23 |
| **1,42** | 9,4 % | 6,87 | 6,95 | 7,05 | **7,15** | 7,26 | 7,37 | 7,50 |
| **1,37** | 9,1 % | 7,09 | 7,19 | 7,29 | 7,40 | 7,52 | 7,65 | 7,79 |
| **1,31** | 8,9 % | 7,34 | 7,44 | 7,56 | 7,68 | 7,81 | 7,95 | 8,10 |
| **1,21** | 8,4 % | 7,87 | 8,00 | 8,14 | 8,29 | 8,45 | 8,63 | 8,82 |

| | | Delta EBIT-Marge | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Beta** | WACC | -1,5 pp | -1,0 pp | -0,5 pp | **+0,0 pp** | +0,5 pp | +1,0 pp | +1,5 pp |
| **1,63** | 10,4 % | 4,61 | 5,17 | 5,72 | 6,28 | 6,84 | 7,40 | 7,95 |
| **1,53** | 9,9 % | 4,91 | 5,50 | 6,10 | 6,69 | 7,28 | 7,87 | 8,46 |
| **1,47** | 9,6 % | 5,08 | 5,69 | 6,30 | 6,91 | 7,52 | 8,13 | 8,74 |
| **1,42** | 9,4 % | 5,26 | 5,89 | 6,52 | **7,15** | 7,78 | 8,41 | 9,04 |
| **1,37** | 9,1 % | 5,45 | 6,10 | 6,75 | 7,40 | 8,06 | 8,71 | 9,36 |
| **1,31** | 8,9 % | 5,65 | 6,33 | 7,00 | 7,68 | 8,35 | 9,03 | 9,70 |
| **1,21** | 8,4 % | 6,11 | 6,84 | 7,56 | 8,29 | 9,02 | 9,74 | 10,47 |

- Das Beta reflektiert die Zyklizität des Industriesektors.
- IFRS 16 Abschreibungen sind unter "sonstige" bereinigt
- 1.27m Zeal Network shares shown in market value of investments

## Free Cash Flow Value Potential

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

| Angaben in EUR Mio. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | -35,5 | -26,3 | -0,9 | 15,0 | 30,1 | 18,5 | 22,9 |
| + Abschreibung + Amortisation | 14,9 | 25,1 | 14,2 | 11,7 | 13,1 | 12,6 | 14,3 |
| - Zinsergebnis (netto) | -18,5 | -9,0 | -8,3 | -6,0 | -5,6 | -7,6 | -7,6 |
| - Erhaltungsinvestitionen | 4,3 | 4,5 | 3,3 | 4,6 | 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** | **-6,3** | **3,3** | **18,4** | **28,0** | **44,1** | **33,9** | **40,1** |
| FCF Potential Yield (on market EV) | -2,7 % | 1,7 % | 9,0 % | 10,8 % | 15,9 % | 13,1 % | 16,6 % |
| WACC | 9,40 % | 9,40 % | 9,40 % | 9,40 % | 9,40 % | 9,40 % | 9,40 % |
| **= Enterprise Value (EV)** | **238,0** | **193,1** | **203,4** | **259,0** | **277,6** | **258,2** | **241,1** |
| **= Fair Enterprise Value** | **n.a.** | **35,2** | **195,3** | **298,2** | **468,8** | **361,1** | **426,3** |
| - Nettoverschuldung (Liquidität) | 95,8 | 95,8 | 95,8 | 95,8 | 39,5 | 20,1 | 4,6 |
| - Pensionsverbindlichkeiten | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| - 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.** | **99,0** | **201,9** | **428,8** | **340,5** | **421,1** |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 29,5 | 29,5 | 29,5 | 37,3 | 41,2 | 41,2 | 41,2 |
| **= Fairer Wert je Aktie (EUR)** | **n.a.** | **n.a.** | **3,36** | **5,41** | **10,40** | **8,26** | **10,21** |
| Premium (-) / Discount (+) in % | | | | | 80,5 % | 43,3 % | 78,5 % |

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 12,40 % | n.a. | n.a. | 1,25 | 3,15 | 7,65 | 6,14 | 7,71 |
| | 11,40 % | n.a. | n.a. | 1,57 | 3,63 | 8,40 | 6,72 | 8,40 |
| | 10,40 % | n.a. | n.a. | 1,94 | 4,20 | 9,30 | 7,41 | 9,22 |
| WACC | **9,40 %** | **n.a.** | **n.a.** | **3,36** | **5,41** | **10,40** | **8,26** | **10,21** |
| | 8,40 % | n.a. | n.a. | 2,96 | 5,76 | 11,75 | 9,30 | 11,44 |
| | 7,40 % | n.a. | n.a. | 3,68 | 6,85 | 13,47 | 10,62 | 13,01 |
| | 6,40 % | n.a. | n.a. | 4,62 | 8,29 | 15,73 | 12,36 | 15,06 |

## Wertermittlung

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| KBV | 2,0 x | 2,7 x | 3,3 x | 1,7 x | 2,0 x | 1,7 x | 1,5 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 0,50 | -0,07 | -0,08 | 1,21 | 1,89 | 2,24 | 2,65 |
| EV / Umsatz | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,5 x |
| EV / EBITDA | n.a. | 34,1 x | 7,9 x | 7,7 x | 5,7 x | 5,8 x | 4,4 x |
| EV / EBIT | n.a. | n.a. | 17,6 x | 11,8 x | 7,9 x | 8,0 x | 6,0 x |
| EV / EBIT adj.* | n.a. | n.a. | 17,6 x | 11,8 x | 7,9 x | 8,0 x | 6,0 x |
| Kurs / FCF | n.a. | 4,7 x | 6,1 x | n.a. | 4,1 x | 10,1 x | 10,9 x |
| KGV | n.a. | n.a. | n.a. | 11,2 x | 7,9 x | 12,8 x | 10,2 x |
| KGV ber.* | n.a. | n.a. | n.a. | 11,2 x | 7,9 x | 12,8 x | 10,2 x |
| Dividendenrendite | n.a. | n.a. | n.a. | 1,1 % | 1,7 % | 2,6 % | 2,6 % |
| FCF Potential Yield (on market EV) | -2,7 % | 1,7 % | 9,0 % | 10,8 % | 15,9 % | 13,1 % | 16,6 % |

*Adjustiert um: -

## GuV

| In EUR Mio. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | **425,5** | **307,0** | **349,1** | **409,2** | **453,4** | **434,9** | **492,8** |
| Veränd. Umsatz yoy | 53,4 % | -27,8 % | 13,7 % | 17,2 % | 10,8 % | -4,1 % | 13,3 % |
| Bestandsveränderungen | -28,5 | -10,0 | 3,6 | 21,6 | 1,4 | 2,3 | 3,6 |
| Aktivierte Eigenleistungen | 2,3 | 2,2 | 1,2 | 0,5 | 1,3 | 0,8 | 0,8 |
| **Gesamterlöse** | **399,3** | **299,2** | **353,8** | **431,3** | **456,1** | **438,0** | **497,2** |
| Materialaufwand | 202,7 | 136,9 | 174,7 | 217,3 | 209,0 | 197,0 | 223,3 |
| **Rohertrag** | **196,6** | **162,3** | **179,1** | **214,0** | **247,1** | **241,0** | **274,0** |
| *Rohertragsmarge* | *46,2 %* | *52,9 %* | *51,3 %* | *52,3 %* | *54,5 %* | *55,4 %* | *55,6 %* |
| Personalaufwendungen | 139,1 | 121,2 | 122,5 | 133,7 | 153,2 | 152,6 | 171,5 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 11,1 | 14,1 | 19,8 | 11,6 | 18,1 | 17,4 | 19,7 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 69,4 | 49,6 | 50,7 | 58,2 | 63,5 | 60,9 | 68,0 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBITDA** | **-0,9** | **5,7** | **25,7** | **33,7** | **48,5** | **44,8** | **54,2** |
| *Marge* | *-0,2 %* | *1,8 %* | *7,4 %* | *8,2 %* | *10,7 %* | *10,3 %* | *11,0 %* |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 4,3 | 4,5 | 5,3 | 5,9 | 6,8 | 6,5 | 7,4 |
| **EBITA** | **-5,2** | **1,1** | **20,4** | **27,8** | **41,7** | **38,3** | **46,8** |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 7,9 | 13,0 | 8,9 | 5,8 | 6,3 | 6,1 | 6,9 |
| Goodwill-Abschreibung | 2,7 | 7,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBIT** | **-15,8** | **-19,5** | **11,6** | **22,0** | **35,3** | **32,2** | **39,9** |
| *Marge* | *-3,7 %* | *-6,3 %* | *3,3 %* | *5,4 %* | *7,8 %* | *7,4 %* | *8,1 %* |
| **EBIT adj.** | **-15,8** | **-19,5** | **11,6** | **22,0** | **35,3** | **32,2** | **39,9** |
| Zinserträge | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Zinsaufwendungen | 18,9 | 9,4 | 8,3 | 9,1 | 10,5 | 11,0 | 11,0 |
| Sonstiges Finanzergebnis | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 2,7 | 4,5 | 3,0 | 3,0 |
| **EBT** | **-34,3** | **-28,5** | **3,2** | **16,0** | **29,8** | **24,7** | **32,3** |
| *Marge* | *-8,1 %* | *-9,3 %* | *0,9 %* | *3,9 %* | *6,6 %* | *5,7 %* | *6,6 %* |
| Steuern gesamt | 1,2 | -2,2 | 4,1 | 1,0 | 1,5 | 6,2 | 9,4 |
| **Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit** | **-35,5** | **-26,3** | **-0,9** | **15,0** | **28,3** | **18,5** | **22,9** |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,8 | 0,0 | 0,0 |
| **Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter** | **-35,5** | **-26,3** | **-0,9** | **15,0** | **30,1** | **18,5** | **22,9** |
| Minderheitenanteile | -0,7 | 0,1 | 0,5 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Nettoergebnis** | **-34,7** | **-26,5** | **-1,4** | **14,7** | **30,1** | **18,5** | **22,9** |
| *Marge* | *-8,2 %* | *-8,6 %* | *-0,4 %* | *3,6 %* | *6,6 %* | *4,3 %* | *4,7 %* |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 29,5 | 29,5 | 29,5 | 37,3 | 41,2 | 41,2 | 41,2 |
| **EPS** | **-1,18** | **-0,90** | **-0,05** | **0,39** | **0,73** | **0,45** | **0,56** |
| EPS adj. | -1,18 | -0,90 | -0,05 | 0,39 | 0,73 | 0,45 | 0,56 |

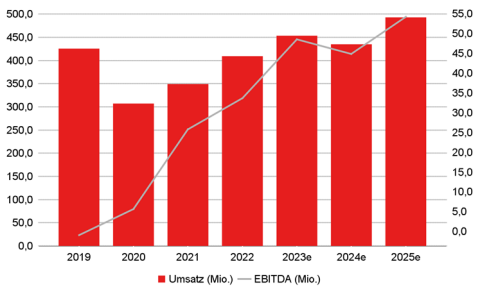
*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz von EUR 410-470 Mio. und EBITDA von EUR 38-44 Mio.**

## Kennzahlen

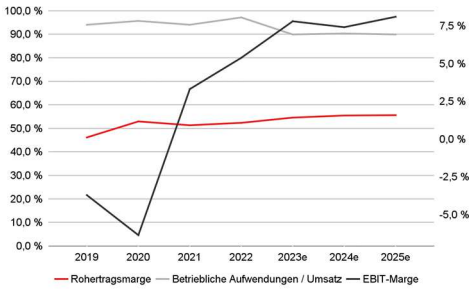
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 94,0 % | 95,6 % | 94,0 % | 97,2 % | 89,9 % | 90,4 % | 89,9 % |
| Operating Leverage | n.a. | -0,8 x | n.a. | 5,2 x | 5,6 x | 2,2 x | 1,8 x |
| EBITDA / Interest expenses | n.m. | 0,6 x | 3,1 x | 3,7 x | 4,6 x | 4,1 x | 4,9 x |
| Steuerquote (EBT) | -3,4 % | 7,7 % | 128,2 % | 6,5 % | 5,0 % | 25,0 % | 29,0 % |
| Ausschüttungsquote | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 12,5 % | 14,6 % | 33,4 % | 27,0 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 234.300 | 184.829 | 210.161 | 246.353 | 272.942 | 261.807 | 296.715 |

**Umsatz, EBITDA**
in Mio. EUR



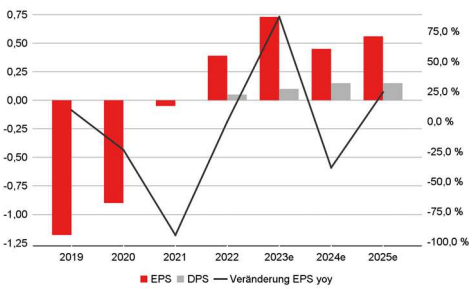

Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**
in %




Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**




Quelle: Warburg Research

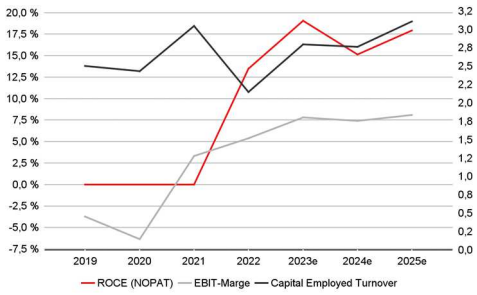
## Bilanz

| In EUR Mio. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Aktiva** | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 53,0 | 41,7 | 42,3 | 43,4 | 43,4 | 43,4 | 43,4 |
| davon übrige imm. VG | 6,8 | 3,2 | 3,7 | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 46,2 | 38,6 | 38,6 | 38,6 | 38,6 | 38,6 | 38,6 |
| Sachanlagen | 46,3 | 44,1 | 43,2 | 46,1 | 45,3 | 44,8 | 43,4 |
| Finanzanlagen | 14,1 | 8,3 | 7,1 | 42,6 | 42,6 | 42,6 | 42,6 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,0 | 14,8 | 12,5 | 11,1 | 8,3 | 5,7 | 2,3 |
| **Anlagevermögen** | **113,5** | **108,9** | **105,1** | **143,2** | **139,6** | **136,5** | **131,7** |
| Vorräte | 95,0 | 76,8 | 90,4 | 131,8 | 90,7 | 87,0 | 98,6 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 45,4 | 27,1 | 31,9 | 40,1 | 68,3 | 65,5 | 74,3 |
| Liquide Mittel | 40,6 | 47,7 | 30,2 | 35,7 | 92,0 | 111,4 | 126,8 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 37,9 | 21,3 | 20,2 | 22,6 | 22,6 | 22,6 | 22,6 |
| **Umlaufvermögen** | **218,9** | **172,9** | **172,7** | **230,2** | **273,6** | **286,5** | **322,3** |
| **Bilanzsumme (Aktiva)** | **332,4** | **281,8** | **277,8** | **373,4** | **413,2** | **423,0** | **454,0** |
| **Passiva** | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 29,5 | 29,5 | 29,5 | 41,2 | 41,2 | 41,2 | 41,2 |
| Kapitalrücklage | 18,9 | 18,9 | 18,9 | 55,6 | 55,6 | 55,6 | 55,6 |
| Gewinnrücklagen | 35,5 | 24,2 | 24,2 | 24,1 | 52,4 | 66,7 | 83,5 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | -16,0 | -33,0 | -32,8 | -27,7 | -27,7 | -27,6 | -27,7 |
| Buchwert | 67,9 | 39,5 | 39,8 | 93,3 | 121,5 | 136,0 | 152,6 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,4 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| **Eigenkapital** | **67,9** | **39,9** | **40,6** | **94,1** | **122,3** | **136,8** | **153,4** |
| Rückstellungen gesamt | 23,1 | 20,9 | 16,3 | 19,7 | 19,7 | 19,7 | 19,7 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 141,8 | 133,0 | 103,3 | 131,5 | 131,5 | 131,5 | 131,5 |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 1,3 | 0,8 | 86,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 68,5 | 64,8 | 91,7 | 100,2 | 111,8 | 107,2 | 121,5 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 31,1 | 23,2 | 25,9 | 27,9 | 27,9 | 27,9 | 27,9 |
| **Verbindlichkeiten** | **264,5** | **241,9** | **237,2** | **279,3** | **290,9** | **286,3** | **300,6** |
| **Bilanzsumme (Passiva)** | **332,4** | **281,8** | **277,8** | **373,4** | **413,2** | **423,0** | **454,0** |

## Kennzahlen

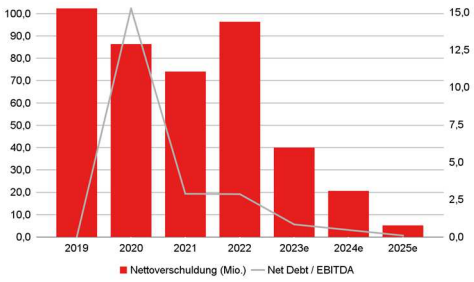
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Kapitaleffizienz** | | | | | | | |
| Operating Assets Turnover | 3,6 x | 3,7 x | 4,7 x | 3,5 x | 4,9 x | 4,8 x | 5,2 x |
| Capital Employed Turnover | 2,5 x | 2,4 x | 3,0 x | 2,1 x | 2,8 x | 2,8 x | 3,1 x |
| ROA | -30,6 % | -24,3 % | -1,3 % | 10,3 % | 21,6 % | 13,6 % | 17,4 % |
| **Kapitalverzinsung** | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | n.a. | n.a. | n.a. | 13,5 % | 19,0 % | 15,1 % | 17,9 % |
| ROE | -42,4 % | -49,3 % | -3,6 % | 22,1 % | 28,0 % | 14,4 % | 15,9 % |
| Adj. ROE | -42,4 % | -49,3 % | -3,6 % | 22,1 % | 28,0 % | 14,4 % | 15,9 % |
| **Bilanzqualität** | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | 102,3 | 86,4 | 74,0 | 96,3 | 40,0 | 20,6 | 5,2 |
| Nettofinanzverschuldung | 101,2 | 85,3 | 73,1 | 95,8 | 39,5 | 20,1 | 4,6 |
| Net Gearing | 150,7 % | 216,4 % | 182,4 % | 102,4 % | 32,7 % | 15,1 % | 3,4 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA | n.a. | 1507,7 % | 284,2 % | 284,4 % | 81,4 % | 44,7 % | 8,5 % |
| Buchwert je Aktie | 2,3 | 1,3 | 1,4 | 2,3 | 2,9 | 3,3 | 3,7 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 0,5 | -0,1 | -0,1 | 1,2 | 1,9 | 2,2 | 2,6 |

**Entwicklung ROCE**



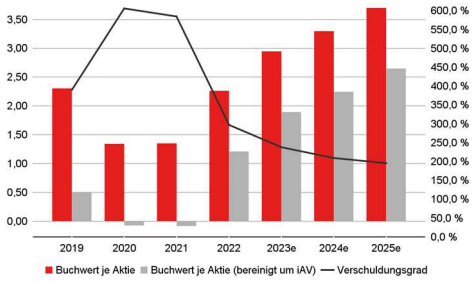

Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung**
in Mio. EUR




Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie**
in EUR




Quelle: Warburg Research

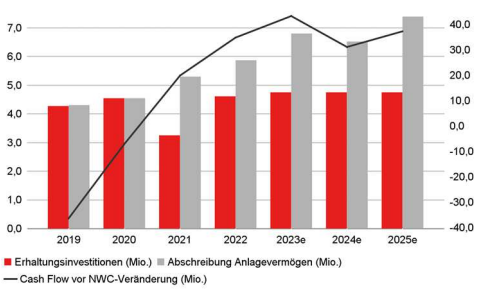
## Cash flow

| In EUR Mio. | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | -35,5 | -26,3 | -0,9 | 15,0 | 30,1 | 18,5 | 22,9 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 4,3 | 4,5 | 5,3 | 5,9 | 6,8 | 6,5 | 7,4 |
| Amortisation Goodwill | 2,7 | 7,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 7,9 | 13,0 | 8,9 | 5,8 | 6,3 | 6,1 | 6,9 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -16,1 | -6,0 | 6,7 | 8,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow vor NWC-Veränderung** | **-36,5** | **-7,2** | **19,8** | **34,8** | **43,2** | **31,1** | **37,2** |
| Veränderung Vorräte | -46,1 | 18,2 | -13,5 | -41,4 | 41,1 | 3,7 | -11,6 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | 4,6 | 18,3 | -4,8 | -8,2 | -28,2 | 2,8 | -8,8 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | -2,6 | -3,7 | 26,9 | 8,6 | 11,6 | -4,6 | 14,3 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | 59,7 | 6,4 | -0,7 | 3,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | 15,6 | 39,2 | 7,8 | -37,6 | 24,5 | 1,9 | -6,1 |
| **Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]** | **-20,9** | **32,0** | **27,7** | **-2,9** | **67,7** | **33,0** | **31,1** |
| Investitionen in iAV | -2,4 | -3,1 | -2,0 | -1,7 | -3,5 | -3,5 | -3,5 |
| Investitionen in Sachanlagen | -6,2 | -6,0 | -4,5 | -7,5 | -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 | -1,7 | 3,8 | 3,2 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]** | **-10,3** | **-5,2** | **-3,3** | **-8,4** | **-9,5** | **-9,5** | **-9,5** |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 38,7 | -8,8 | -29,8 | 28,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -1,9 | -4,1 | -6,2 |
| Erwerb eigener Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 47,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,1 | -11,0 | -12,3 | -59,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]** | **38,8** | **-19,8** | **-42,0** | **16,3** | **-1,9** | **-4,1** | **-6,2** |
| **Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]** | **7,6** | **7,0** | **-17,7** | **5,0** | **56,3** | **19,4** | **15,5** |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | -0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Endbestand liquide Mittel** | **40,6** | **47,7** | **30,2** | **35,7** | **92,0** | **111,4** | **126,8** |

## Kennzahlen

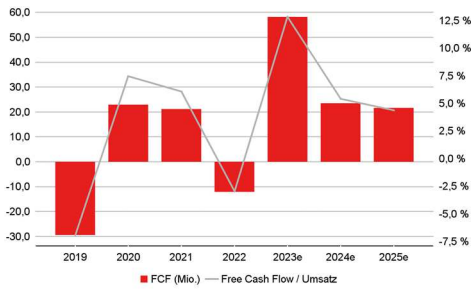
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Kapitalfluss** | | | | | | | |
| FCF | -29,4 | 22,9 | 21,2 | -12,1 | 58,2 | 23,5 | 21,6 |
| Free Cash Flow / Umsatz | -6,9 % | 7,5 % | 6,1 % | -3,0 % | 12,8 % | 5,4 % | 4,4 % |
| Free Cash Flow Potential | -6,3 | 3,3 | 18,4 | 28,0 | 44,1 | 33,9 | 40,1 |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 84,7 % | -86,7 % | -1494,5 % | -82,2 % | 193,4 % | 127,1 % | 94,3 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 2,1 % | 0,8 % | 0,0 % | 1,3 % | 0,7 % | 0,4 % | 0,4 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 16,1 % | 6,8 % | 7,1 % | 7,7 % | 8,0 % | 8,4 % | 8,4 % |
| **Verwaltung von Finanzmitteln** | | | | | | | |
| Investitionsquote | 2,0 % | 3,0 % | 1,9 % | 2,3 % | 2,1 % | 2,2 % | 1,9 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 1,0 % | 1,5 % | 0,9 % | 1,1 % | 1,0 % | 1,1 % | 1,0 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 57,3 % | 36,1 % | 45,9 % | 78,8 % | 72,3 % | 75,3 % | 66,5 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 11,7 % | 18,1 % | 10,0 % | 12,5 % | 13,1 % | 10,6 % | 9,8 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 66,3 % | 41,8 % | 34,8 % | 40,0 % | 61,1 % | 61,1 % | 61,2 % |
| Vorratsumschlag | 2,1 x | 1,8 x | 1,9 x | 1,6 x | 2,3 x | 2,3 x | 2,3 x |
| Receivables collection period (Tage) | 39 | 32 | 33 | 36 | 55 | 55 | 55 |
| Payables payment period (Tage) | 123 | 173 | 192 | 168 | 195 | 199 | 199 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 87 | 64 | 31 | 89 | 18 | 18 | 18 |

**Investitionen und Cash Flow**
in Mio. EUR



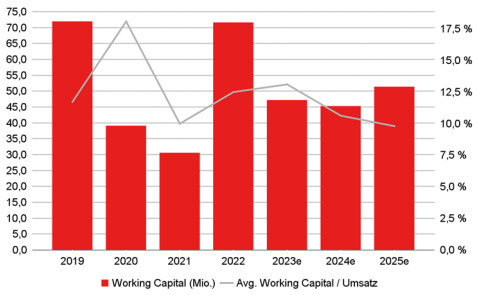

Quelle: Warburg Research

**Free Cash Flow Generation**




Quelle: Warburg Research

**Working Capital**




Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen 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 | https://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

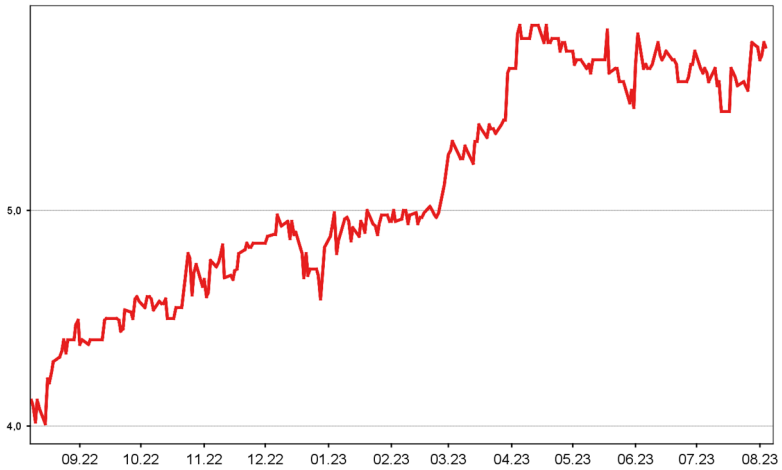
| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|---|---|---|
| Kaufen | 152 | 73 |
| Halten | 44 | 21 |
| Verkaufen | 7 | 3 |
| Empf. ausgesetzt | 4 | 2 |
| **Gesamt** | **207** | **100** |

## 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 | 43 | 88 |
| Halten | 4 | 8 |
| Verkaufen | 0 | 0 |
| Empf. ausgesetzt | 2 | 4 |
| **Gesamt** | **49** | **100** |

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MAX AUTOMATION] AM [07.08.2023]




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 Rüschmeier** +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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

**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

**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 | Refinitiv | www.refinitiv.com |
| Bloomberg | RESP MMWA GO | Capital IQ | www.capitaliq.com |
| FactSet | www.factset.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