

Buy EUR 7,10 (EUR 7,20) Kurs EUR 5,72 Upside 24,1 %	Wertindikatoren: EUR	Warburg ESG Risiko Score: 2,3	Beschreibung:
	DCF: 6,40 FCF-Value Potential: 7,87	ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 3,5 Markt Liquidität Score: 0,5	Cashflow-orientierte Finanz- und Beteiligungsholding
	Markt Snapshot: EUR Mio.	Aktionäre:	Kennzahlen (WRE): 2023e
	Marktkapitalisierung: 235,9 Aktienanzahl (Mio.): 41,2 EV: 327,3 Freefloat MC: 96,8 Ø Trad. Vol. (30T): 28,24 Tsd.	Freefloat 41,03 % Günther-Gruppe 58,97 % LOYS 10,00 % Werner Weber 4,16 % LBBW 3,57 %	Beta: 1,4 KBV: 2,0 x EK-Quote: 30 % Net Fin. Debt / EBITDA: 3,2 x Net Debt / EBITDA: 3,2 x

Verkauf von MA micro im Gange; Ausblick für GJ 24 progressiv

Berichtete Kennzahlen Q4/2023:				Kommentar zu den Kennzahlen:			
(EURm)	FY 23a	FY 22a	YOY	<ul style="list-style-type: none"> MA micro und Indat werden gemäß IFRS 5 im GJ 23e als nicht fortgeführte Aktivitäten ausgewiesen. Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch Zahlen, die diese Geschäftsbereiche beinhalten. MA micro ist deutlich größer. Die Umgliederung in die nicht fortgeführten Aktivitäten hat sich auch negativ auf die Steuerquote ausgewirkt, da MA micro steuerliche Verlustvorträge hatte. Im GJ 23e wurden bei NSM Abschreibungen auf den Firmenwert in Höhe von EUR 5 Mio. vorgenommen. Die Auswirkungen der Aktienkursentwicklung auf die Bewertung der Beteiligung an Zeal Networks beliefen sich auf EUR 6,6 Mio. und wurden direkt gegen das Eigenkapital gebucht. 			
Order intake	341,2	404,8	-16%				
Sales	349,1	342,7	2%				
Sales ex IFRS 5	443,1	409,2	8%				
EBITDA	34,6	29,4	18%				
EBITDA margin	9,9%	8,6%					
EBITDA ex IFRS5	43,2	32,7	32%				
EBITDA margin	9,7%	8,0%					
Net income	15,2	15,0	1%				

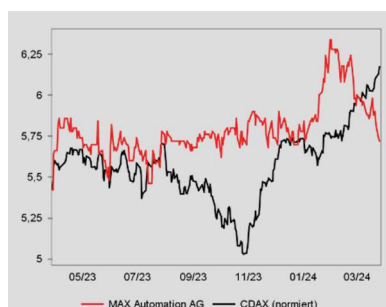
Das letzte Quartal war für Max Automation gemischt. Der Auftragseingang in Q4 war vergleichsweise schwach, da einige Aufträge bei bdtronic in das GJ 24 verschoben wurden, was zu einem Rückgang von 62% in Q4 ggü. Vj. führte. Gleichzeitig stieg der Auftragseingang bei bdtronic im GJ 23 um 11% auf ein dreistelliges Rekordniveau. Dennoch führte eine allgemeine Zurückhaltung bei Ausschreibungen im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld zu einem eher verhaltenen Book-to-Bill-Verhältnis von 0,86x.

Umsatz und EBITDA entwickelten sich positiv, wobei bdtronic und Elwema die stärksten Treiber waren. MA micro, das aufgrund des eingeleiteten Verkaufsprozesses nun als aufgegebenes Geschäftsbereich ausgewiesen wird, zeigte eine schwächere Entwicklung und steht vor einem herausfordernden GJ 24e, da sich Großaufträge weiterhin verzögern. Dennoch blieb die EBITDA-Marge trotz eines zweistelligen Umsatzrückgangs bei 20%.

Das Gesamtbild bei Max Automation bleibt unverändert. Trotz des positiven FCF ist die Nettoverschuldung gegenüber dem Vorjahr gestiegen, da sie durch IFRS 5 beeinflusst ist und die Flexibilität bei Portfolioakquisitionen weiterhin einschränkt. Der erfolgreiche Verkauf von MA micro würde mehrere strategische Optionen eröffnen. Das Unternehmen gab kein Update zum laufenden Prozess und der aktuelle Markt für MA micro dürfte keinen Druck auf potenzielle Käufer ausüben. Für den Rest des Portfolios wird eine weiterhin gute operative Entwicklung erwartet. Der Ausblick für das GJ 24 ist progressiv und impliziert, dass einige Projekte bereits unterzeichnet wurden oder kurz vor der Unterzeichnung stehen.

Wir bewerten die Aktie weiterhin mit Kaufen und passen das Kursziel, das sich aus dem Durchschnitt der DCF- und FCF-Wertindikatoren ergibt, leicht von EUR 7,20 auf EUR 7,10 an.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Die Prognoseveränderungen sind im Wesentlichen auf die Behandlung von MA micro als aufgegebenes Geschäft zurückzuführen. Wir haben die Erwartungen für bdtronic und Elwema erhöht und für NSM reduziert. Wir haben MA micro in unserem DCF- und FCF-Wertmodell unter Verwendung der GJ 24 FCF-Prognosen und des aktuellen WACC als Teil der Investitionen berücksichtigt.
Umsatz	434,9	-11,0 %	492,8	-14,1 %	n.a.	n.m.	
EBITDA	44,8	-23,1 %	54,2	-28,7 %	n.a.	n.m.	
EBIT	32,2	-27,8 %	39,9	-33,9 %	n.a.	n.m.	
EPS	0,45	-15,6 %	0,56	-12,5 %	n.a.	n.m.	

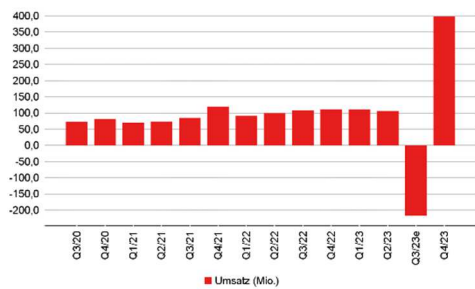


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-8,1 %
6 Monate:	-17,0 %
Jahresverlauf:	-8,7 %
Letzte 12 Monate:	-8,0 %

Unternehmenstermine:	
14.05.24	Q1
30.05.24	HV
02.08.24	Q2
08.11.24	Q3

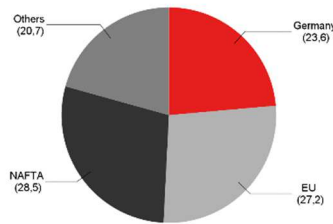
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	3,8 %	307,0	349,1	409,2	397,4	387,0	423,5	445,0
Veränd. Umsatz yoy		-27,8 %	13,7 %	17,2 %	-2,9 %	-2,6 %	9,4 %	5,1 %
Rohertragsmarge		52,9 %	51,3 %	52,3 %	52,1 %	53,9 %	53,5 %	53,6 %
EBITDA	6,5 %	5,7	25,7	32,7	34,6	34,5	38,6	41,7
Marge		1,8 %	7,4 %	8,0 %	8,7 %	8,9 %	9,1 %	9,4 %
EBIT	14,6 %	-19,5	11,6	22,0	19,2	23,3	26,4	28,8
Marge		-6,3 %	3,3 %	5,4 %	4,8 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %
Nettoergebnis	16,0 %	-26,5	-1,4	14,7	15,2	15,7	20,0	23,7
EPS	15,5 %	-0,90	-0,05	0,39	0,37	0,38	0,49	0,57
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,10	0,10
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9 %	1,7 %	1,7 %
FCFPS		0,78	0,72	-0,32	0,16	0,48	0,47	0,65
FCF / Marktkap.		21,5 %	16,4 %	-7,4 %	2,8 %	8,4 %	8,2 %	11,4 %
EV / Umsatz		0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA		34,1 x	7,9 x	7,9 x	9,8 x	9,5 x	8,0 x	6,9 x
EV / EBIT adj.		n.a.	17,6 x	11,8 x	13,9 x	14,1 x	11,8 x	10,0 x
KGV		n.a.	n.a.	11,2 x	15,1 x	15,1 x	11,7 x	10,0 x
FCF Potential Yield		1,7 %	9,0 %	10,5 %	9,8 %	8,6 %	10,7 %	12,9 %
Nettoverschuldung		86,4	74,0	96,3	109,5	91,3	74,1	51,3
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	13,5 %	4,7 %	7,4 %	8,5 %	9,3 %
Guidance:		Umsatz von EUR 390-450 Mio. und EBITDA von EUR 31-38 Mio.						

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



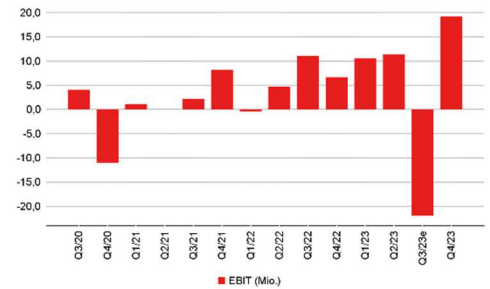
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2023; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

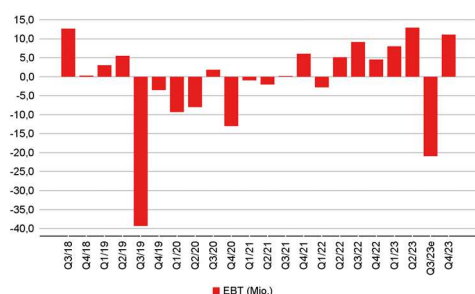
Unternehmenshintergrund

- 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

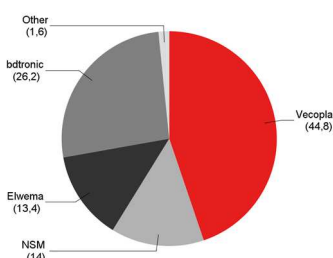
- Alle Töchter der MAX sind in ihren Geschäftsfeldern als Technologieführer positioniert und bieten individuelle und kundenspezifische Automationslösungen an.
- MAX ist fokussiert auf die Entwicklung und Produktion von komplexen Komponenten und kompletten Systemlösungen, die auf einem tiefen Know-how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



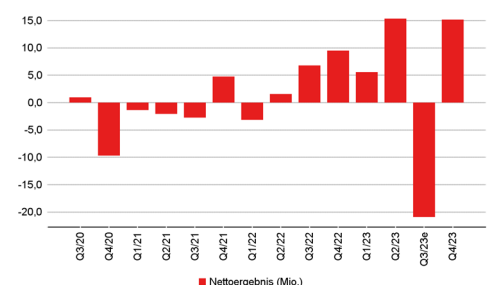
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2023; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	397,4	387,0	423,5	445,0	462,8	480,1	496,9	513,1	528,8	543,9	558,5	572,4	585,8	
Umsatzwachstum	-2,9 %	-2,6 %	9,4 %	5,1 %	4,0 %	3,7 %	3,5 %	3,3 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %
EBIT	19,2	23,3	26,4	28,8	30,1	31,2	32,3	33,4	34,4	35,4	36,3	37,2	38,1	
EBIT-Marge	4,8 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Steuerquote (EBT)	49,6 %	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	9,7	16,5	18,7	20,5	21,4	22,2	22,9	23,7	24,4	25,1	25,8	26,4	27,0	
Abschreibungen	15,4	11,2	12,3	12,9	13,4	13,9	14,4	14,9	15,3	15,8	16,2	16,6	17,0	
Abschreibungsquote	3,9 %	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	10,3	-2,4	3,5	0,2	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	
- Investitionen	10,8	9,5	9,5	9,5	9,3	9,6	9,9	10,3	10,6	10,9	11,2	11,4	11,7	
Investitionsquote	2,7 %	2,5 %	2,2 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
- Sonstiges	0,0	4,5	4,5	4,5	5,1	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0	6,1	6,3	6,4	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	3,9	16,1	13,5	19,2	17,1	18,0	18,8	19,6	20,4	21,2	21,9	22,7	23,4	25
Barwert FCF	0,0	15,5	11,9	15,5	12,6	12,1	11,6	11,1	10,6	10,0	9,5	9,0	8,5	113
Anteil der Barwerte	16,59 %			39,80 %										43,61 %

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	1,30
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,40
WACC	9,30 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	146		
Terminal Value	113		
Zinstr. Verbindlichkeiten	132		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	115	Aktienzahl (Mio.)	41,2
Liquide Mittel	23	Wert je Aktie (EUR)	6,39
Eigenkapitalwert	264		

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,61	10,3 %	5,45	5,51	5,57	5,63	5,70	5,77	5,84	1,61	10,3 %	4,14	4,64	5,13	5,63	6,13	6,62	7,12
1,51	9,8 %	5,77	5,84	5,91	5,99	6,07	6,15	6,24	1,51	9,8 %	4,40	4,93	5,46	5,99	6,51	7,04	7,57
1,45	9,6 %	5,95	6,02	6,10	6,18	6,27	6,36	6,47	1,45	9,6 %	4,55	5,09	5,64	6,18	6,73	7,27	7,82
1,40	9,3 %	6,14	6,22	6,30	6,39	6,49	6,59	6,71	1,40	9,3 %	4,70	5,27	5,83	6,39	6,96	7,52	8,08
1,35	9,1 %	6,34	6,43	6,52	6,62	6,73	6,84	6,96	1,35	9,1 %	4,87	5,45	6,03	6,62	7,20	7,79	8,37
1,29	8,8 %	6,55	6,65	6,75	6,86	6,98	7,11	7,25	1,29	8,8 %	5,05	5,65	6,26	6,86	7,46	8,07	8,67
1,19	8,3 %	7,02	7,14	7,27	7,40	7,55	7,71	7,88	1,19	8,3 %	5,44	6,10	6,75	7,40	8,05	8,71	9,36

- Das Beta reflektiert die Zyklizität des Industriesektors.
- IFRS 16 Abschreibungen sind unter "sonstige" bereinigt
- 1.27m Zeal Network Aktien sind Teil von Marktwert von Beteiligungen
- MA micro wird unter Marktwert von Beteiligungen gezeigt und als ewige Rente mit dem FCF 24 und WACC berechnet

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-26,3	-0,9	15,0	15,2	15,7	20,0	23,7	
+ Abschreibung + Amortisation	25,1	14,2	10,8	15,4	11,2	12,3	12,9	
- Zinsergebnis (netto)	-9,0	-8,3	-6,0	-8,1	-10,4	-10,1	-9,8	
- Erhaltungsinvestitionen	4,5	3,3	4,6	5,4	4,8	4,8	4,8	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,5	-4,5	-4,5	
= Free Cash Flow Potential	3,3	18,4	27,1	33,2	28,0	33,2	37,2	
FCF Potential Yield (on market EV)	1,7 %	9,0 %	10,5 %	9,8 %	8,6 %	10,7 %	12,9 %	
WACC	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	9,30 %	
= Enterprise Value (EV)	193,1	203,4	259,0	339,3	327,3	310,0	287,2	
= Fair Enterprise Value	35,6	197,3	291,1	357,3	301,3	356,4	399,4	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	109,0	109,0	109,0	109,0	90,8	73,6	50,8	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- 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	114,6	114,6	114,6	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	87,8	181,6	247,8	324,6	396,9	462,7	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,5	29,5	37,3	41,2	41,2	41,2	41,2	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	n.a.	2,98	4,87	6,01	7,87	9,62	11,22	
Premium (-) / Discount (+) in %					37,6 %	68,2 %	96,1 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	12,30 %	n.a.	0,96	2,68	3,90	6,09	7,52	8,86
	11,30 %	n.a.	1,28	3,15	4,47	6,58	8,09	9,50
	10,30 %	n.a.	1,66	3,72	5,17	7,16	8,78	10,28
WACC	9,30 %	n.a.	2,98	4,87	6,01	7,87	9,62	11,22
	8,30 %	n.a.	2,70	5,25	7,05	8,75	10,66	12,38
	7,30 %	n.a.	3,44	6,34	8,38	9,87	11,99	13,87
	6,30 %	n.a.	4,40	7,76	10,13	11,35	13,74	15,83

- 1.27m Zeal Network Aktien sind Teil von Marktwert von Beteiligungen
- MA micro wird unter Marktwert von Beteiligungen gezeigt und als ewige Rente mit dem FCF 24 und WACC berechnet

Wertermittlung

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	2,7 x	3,3 x	1,7 x	2,0 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,07	-0,08	1,21	2,14	2,48	2,92	3,39
EV / Umsatz	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	34,1 x	7,9 x	7,9 x	9,8 x	9,5 x	8,0 x	6,9 x
EV / EBIT	n.a.	17,6 x	11,8 x	17,7 x	14,1 x	11,8 x	10,0 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	17,6 x	11,8 x	13,9 x	14,1 x	11,8 x	10,0 x
Kurs / FCF	4,7 x	6,1 x	n.a.	35,9 x	11,9 x	12,2 x	8,8 x
KGV	n.a.	n.a.	11,2 x	15,1 x	15,1 x	11,7 x	10,0 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	11,2 x	11,4 x	15,1 x	11,7 x	10,0 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9 %	1,7 %	1,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	1,7 %	9,0 %	10,5 %	9,8 %	8,6 %	10,7 %	12,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	307,0	349,1	409,2	397,4	387,0	423,5	445,0
Veränd. Umsatz yoy	-27,8 %	13,7 %	17,2 %	-2,9 %	-2,6 %	9,4 %	5,1 %
Bestandsveränderungen	-10,0	3,6	21,6	7,8	6,6	4,8	4,9
Aktiviere Eigenleistungen	2,2	1,2	0,5	1,4	0,8	0,8	0,8
Gesamterlöse	299,2	353,8	431,3	406,6	394,4	429,1	450,7
Materialaufwand	136,9	174,7	217,3	199,5	185,8	202,4	212,3
Rohertrag	162,3	179,1	214,0	207,1	208,6	226,7	238,4
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>52,9 %</i>	<i>51,3 %</i>	<i>52,3 %</i>	<i>52,1 %</i>	<i>53,9 %</i>	<i>53,5 %</i>	<i>53,6 %</i>
Personalaufwendungen	121,2	122,5	133,7	122,4	127,7	136,4	144,2
Sonstige betriebliche Erträge	14,1	19,8	10,7	6,7	7,7	8,0	8,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	49,6	50,7	58,2	56,9	54,2	59,7	61,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,7	25,7	32,7	34,6	34,5	38,6	41,7
<i>Marge</i>	<i>1,8 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>9,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,5	5,3	5,9	5,1	5,8	6,4	6,7
EBITA	1,1	20,4	26,9	29,4	28,7	32,3	35,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	13,0	8,9	4,9	5,1	5,4	5,9	6,2
Goodwill-Abschreibung	7,6	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	-19,5	11,6	22,0	19,2	23,3	26,4	28,8
<i>Marge</i>	<i>-6,3 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,5 %</i>
EBIT adj.	-19,5	11,6	22,0	24,4	23,3	26,4	28,8
Zinserträge	0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	9,4	8,3	9,1	12,8	13,5	13,2	12,9
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	2,7	4,6	3,0	3,0	3,0
EBT	-28,5	3,2	16,0	11,1	12,9	16,3	19,0
<i>Marge</i>	<i>-9,3 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,3 %</i>
Steuern gesamt	-2,2	4,1	1,0	5,5	3,7	4,7	5,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-26,3	-0,9	15,0	5,6	9,1	11,5	13,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	9,6	6,5	8,5	10,2
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-26,3	-0,9	15,0	15,2	15,7	20,0	23,7
Minderheitenanteile	0,1	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-26,5	-1,4	14,7	15,2	15,7	20,0	23,7
<i>Marge</i>	<i>-8,6 %</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>5,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,5	29,5	37,3	41,2	41,2	41,2	41,2
EPS	-0,90	-0,05	0,39	0,37	0,38	0,49	0,57
EPS adj.	-0,90	-0,05	0,39	0,49	0,38	0,49	0,57

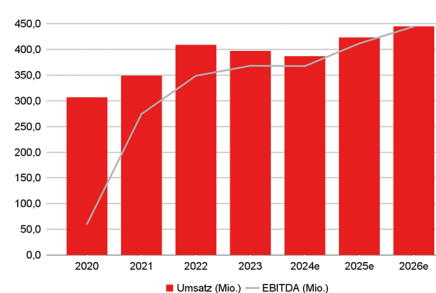
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz von EUR 390-450 Mio. und EBITDA von EUR 31-38 Mio.

Kennzahlen

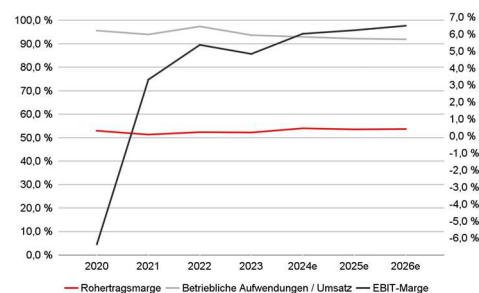
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,6 %	94,0 %	97,4 %	93,6 %	93,0 %	92,2 %	91,9 %
Operating Leverage	-0,8 x	n.a.	5,2 x	4,4 x	-8,2 x	1,4 x	1,9 x
EBITDA / Interest expenses	0,6 x	3,1 x	3,6 x	2,7 x	2,6 x	2,9 x	3,2 x
Steuerquote (EBT)	7,7 %	128,2 %	6,5 %	49,6 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	22,6 %	35,7 %	30,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	184.829	210.161	246.353	239.234	232.992	254.967	267.911

Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



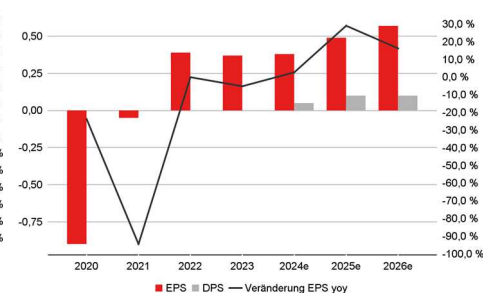
Quelle: Warburg Research

Operative Performance in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

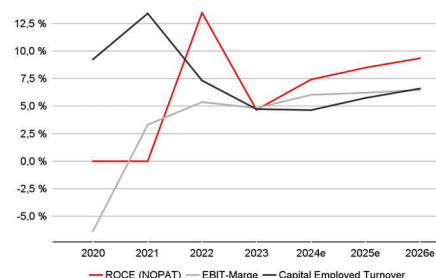


Quelle: Warburg Research

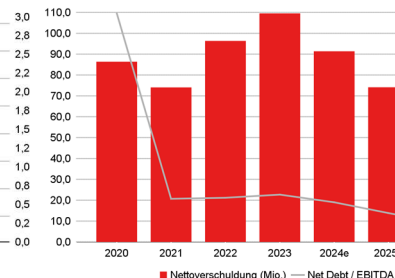
Bilanz							
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	41,7	42,3	43,4	26,5	26,5	26,5	26,5
davon übrige imm. VG	3,2	3,7	4,8	4,7	4,7	4,7	4,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	38,6	38,6	38,6	21,7	21,7	21,7	21,7
Sachanlagen	44,1	43,2	46,1	50,7	50,9	50,5	49,9
Finanzanlagen	8,3	7,1	42,6	47,4	47,4	47,4	47,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	14,8	12,5	11,1	11,3	9,4	7,0	4,2
Anlagevermögen	108,9	105,1	143,2	135,9	134,1	131,4	127,9
Vorräte	76,8	90,4	131,8	122,7	120,9	128,3	130,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,1	31,9	40,1	49,8	46,7	51,1	53,6
Liquide Mittel	47,7	30,2	35,7	23,2	41,4	58,6	81,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	21,3	20,2	22,6	53,4	53,4	53,4	53,4
Umlaufvermögen	172,9	172,7	230,2	249,1	262,4	291,5	319,3
Bilanzsumme (Aktiva)	281,8	277,8	373,4	385,0	396,5	422,8	447,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	29,5	29,5	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2
Kapitalrücklage	18,9	18,9	55,6	55,6	55,6	55,6	55,6
Gewinnrücklagen	24,2	24,2	24,1	9,2	24,9	42,9	62,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-33,0	-32,8	-27,7	8,8	7,2	7,2	7,2
Buchwert	39,5	39,8	93,3	114,9	128,9	146,9	166,5
Anteile Dritter	0,4	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	39,9	40,6	94,1	114,9	128,9	146,9	166,5
Rückstellungen gesamt	20,9	16,3	19,7	18,8	18,8	18,8	18,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	133,0	103,3	131,5	132,2	132,2	132,2	132,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	86,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	64,8	91,7	100,2	90,5	88,0	96,3	101,2
Sonstige Verbindlichkeiten	23,2	25,9	27,9	28,7	28,7	28,7	28,7
Verbindlichkeiten	241,9	237,2	279,3	270,1	267,6	275,9	280,8
Bilanzsumme (Passiva)	281,8	277,8	373,4	385,0	396,5	422,8	447,3

Kennzahlen							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,7 x	4,7 x	3,5 x	3,0 x	3,0 x	3,2 x	3,3 x
Capital Employed Turnover	2,4 x	3,0 x	2,1 x	1,8 x	1,8 x	1,9 x	2,0 x
ROA	-24,3 %	-1,3 %	10,3 %	11,2 %	11,7 %	15,2 %	18,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	13,5 %	4,7 %	7,4 %	8,5 %	9,3 %
ROE	-49,3 %	-3,6 %	22,1 %	14,6 %	12,9 %	14,5 %	15,1 %
Adj. ROE	-49,3 %	-3,6 %	22,1 %	19,6 %	12,9 %	14,5 %	15,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	86,4	74,0	96,3	109,5	91,3	74,1	51,3
Nettofinanzverschuldung	85,3	73,1	95,8	109,0	90,8	73,6	50,8
Net Gearing	216,4 %	182,4 %	102,4 %	95,3 %	70,9 %	50,4 %	30,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	1507,7 %	284,2 %	292,5 %	315,3 %	263,3 %	190,4 %	121,6 %
Buchwert je Aktie	1,3	1,4	2,3	2,8	3,1	3,6	4,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,1	-0,1	1,2	2,1	2,5	2,9	3,4

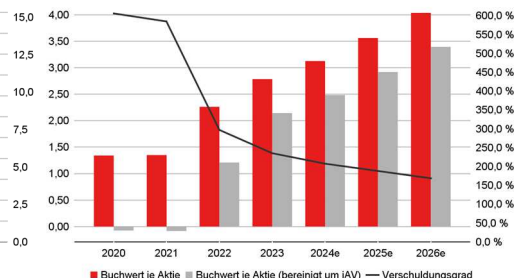
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

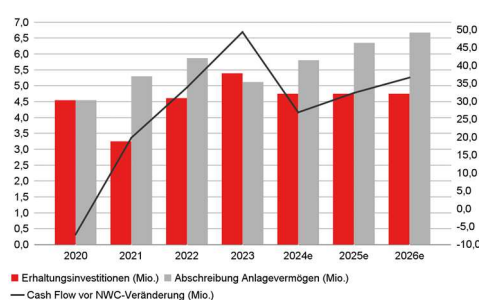
Cash flow

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-26,3	-0,9	15,0	15,2	15,7	20,0	23,7
Abschreibung Anlagevermögen	4,5	5,3	5,9	5,1	5,8	6,4	6,7
Amortisation Goodwill	7,6	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	13,0	8,9	4,9	5,1	5,4	5,9	6,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-6,0	6,7	8,5	18,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	-7,2	19,8	33,8	49,3	26,9	32,3	36,6
Veränderung Vorräte	18,2	-13,5	-41,4	-7,3	1,8	-7,4	-2,6
Veränderung Forderungen aus L+L	18,3	-4,8	-8,2	-12,8	3,1	-4,4	-2,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3,7	26,9	8,6	-22,1	-2,5	8,3	4,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	6,4	-0,7	4,4	10,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	39,2	7,8	-36,7	-32,1	2,4	-3,5	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	32,0	27,7	-2,9	17,2	29,3	28,8	36,4
Investitionen in iAV	-3,1	-2,0	-1,7	-1,9	-3,5	-3,5	-3,5
Investitionen in Sachanlagen	-6,0	-4,5	-7,5	-8,9	-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	0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,8	3,2	0,8	1,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-5,2	-3,3	-8,4	-9,1	-9,5	-9,5	-9,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-8,8	-29,8	28,2	4,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	-4,1
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	47,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-11,0	-12,3	-59,2	-21,7	-5,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-19,8	-42,0	16,3	-17,3	-5,0	-2,1	-4,1
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	7,0	-17,7	5,0	-9,1	14,8	17,2	22,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	47,7	30,2	35,7	26,6	41,4	58,6	81,4

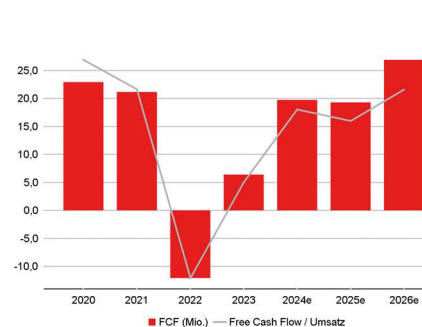
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitalfluss							
FCF	22,9	21,2	-12,1	6,4	19,8	19,3	26,9
Free Cash Flow / Umsatz	7,5 %	6,1 %	-3,0 %	1,6 %	5,1 %	4,6 %	6,0 %
Free Cash Flow Potential	3,3	18,4	27,1	33,2	28,0	33,2	37,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-86,7 %	-1494,5 %	-82,2 %	42,2 %	126,1 %	96,4 %	113,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,8 %	0,0 %	1,3 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,8 %	7,1 %	7,7 %	9,7 %	10,2 %	10,0 %	9,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	3,0 %	1,9 %	2,3 %	2,7 %	2,5 %	2,2 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %
CAPEX / Abschreibungen	36,1 %	45,9 %	85,8 %	70,0 %	84,6 %	77,4 %	73,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,1 %	10,0 %	12,5 %	19,3 %	20,9 %	19,2 %	18,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	41,8 %	34,8 %	40,0 %	55,0 %	53,1 %	53,1 %	53,0 %
Vorratumschlag	1,8 x	1,9 x	1,6 x	1,6 x	1,5 x	1,6 x	1,6 x
Receivables collection period (Tage)	32	33	36	46	44	44	44
Payables payment period (Tage)	173	192	168	166	173	174	174
Cash conversion cycle (Tage)	64	31	89	105	109	102	95

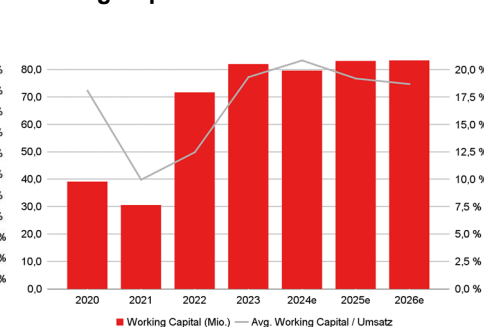
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

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

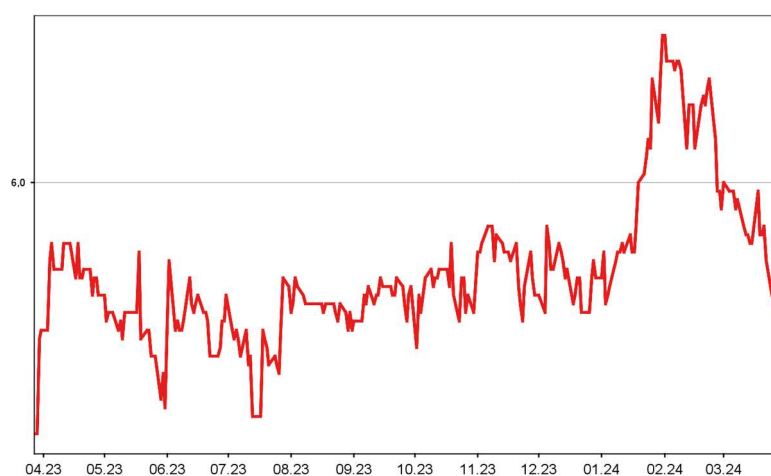
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	149	71
Halten	46	22
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	210	100

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	50	85
Halten	6	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
Gesamt	59	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MAX AUTOMATION] AM [27.03.2024]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

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

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

Sander Brockow +49 40 309537-248
Industrials sbrockow@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

DESIGNATED SPONSORING

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Designated Sponsoring mmagiera@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Designated Sponsoring jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html

Bloomberg RESP MMWA GO

FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.com

Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com