

<b>Buy</b> <b>EUR 8,80</b> (EUR 8,50)  Kurs EUR 4,27 <b>Upside 106,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 8,80 FCF-Value Potential 24e: 5,00	<b>Warburg ESG Risiko Score: 3,0</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> Führende Kassensysteme für Gastronomie- und Bäckereibranche
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 34,1 Aktienanzahl (Mio.): 8,0 EV: 39,4 Freefloat MC: 20,0 Ø Trad. Vol. (30T): 23,85 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 58,60 % Thomas Stümmler 41,40 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2022e Beta: 1,3 KBV: 1,5 x EK-Quote: 57 %

## Transformative Akquisition ist ein willkommener Schritt

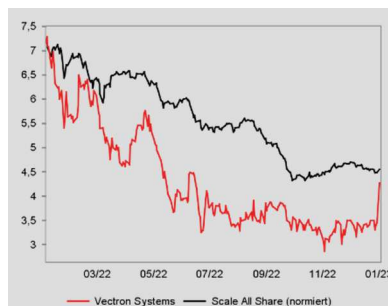
Vectron gab am Freitagnachmittag (30.12.2022) die **Übernahme der Dortmunder acardo group** bekannt. acardo beschäftigt 120 Mitarbeiter und ist **spezialisiert auf Coupon-Marketing** und andere Verkaufsförderkonzepte vor allem für den Lebensmittel-/Getränkhandel, Drogerien, Apotheken und Kinos mit Schwerpunkt im deutschsprachigen D/A/CH-Raum. acardo war vor ~20 Jahren ein Pionier des elektronischen Coupon-Clearings in Deutschland und hat sich zu einem der **führenden Clearinghäuser für Couponing** (Schnittstelle zwischen Handel und Konsumgüterunternehmen) in Deutschland entwickelt. Zu den Partnern von acardo zählen mehr als 30.000 Akzeptanzstellen des Handels sowie über 600 Konsumgütermarken wie Nestle, Unilever, Kellogg's oder Coca-Cola.

**acardo profitiert von der zunehmenden Digitalisierung des Handels** und vermarktet verschiedene Händler-Apps an die Konsumgüterindustrie, z.B. die Apps von Deutschlands führendem Lebensmitteleinzelhändler Edeka oder der Drogeriemarktkette Müller. Der Couponing-Markt ist in den letzten Jahren stetig gewachsen. Das über deutsche Clearinghäuser abgewickelte Rabattvolumen stieg um fast 50% von EUR 130 Mio. im Jahr 2018 auf EUR 190 Mio. im Jahr 2021. Die Nutzung von mobilen und Online-Gutscheinen hat sich in den letzten zwei Jahren jeweils mehr als verdoppelt. Alle großen Marken nutzen Couponing als Instrument zur Kundenaktivierung oder als Teil ihrer Treueprogramme. Es ist davon auszugehen, dass die Relevanz von Couponing für Markenartikel in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, in denen die Verbraucher möglicherweise nach billigeren Alternativen suchen, noch weiter zunehmen wird.

**Für das GJ 2023 erwartet acardo einen Umsatz von EUR 12,5 Mio. und ein EBITDA von EUR 2,8 Mio.** (nach HGB), was einer EBITDA-Marge von >20% entspricht. Aufgrund des Asset-Light-Geschäftsmodells sollte das EBIT nicht allzu weit unter dem EBITDA liegen. Der **anfängliche Kaufpreis beträgt EUR 10 Mio.**, der teilweise durch ein Verkäuferdarlehen finanziert wird. Zusätzlich wird es einen **Earn-Out in Höhe von EUR 4-25 Mio. auf Basis des von acardo im GJ 2024/25 erwirtschafteten EBIT** sowie einen kleineren, nicht bekannt gegebenen Earn-Out auf Basis des Nettoergebnisses geben. Die Earn-Outs werden im GJ 2026 fällig. Die **Earn-Out-Struktur spiegelt wider, dass acardo in den kommenden Geschäftsjahren ein signifikantes EBIT-Wachstum erzielen soll.** Das untere Ende spiegelt vermutlich ein Szenario ohne zusätzliche Ergebnissteigerung wider. In diesem Fall würde der resultierende Kaufpreis von ~EUR 14 Mio. einem EBIT-Multiplikator von 6-7x entsprechen. Es wird angenommen, dass der Multiplikator selbst bei steigenden EBIT-Beiträgen nicht wesentlich ansteigt, was zu einem potenziellen EBIT-Beitrag von EUR 5 Mio. bis 2024/25 führen würde. Der Transaktionsmultiplikator von ~7x wird als attraktiv angesehen.

Diese **transformative Übernahme ist ein willkommener Schritt.** Vectron erweitert damit sein zunehmend digitales Geschäftsmodell um ein weiteres Standbein. Die starke Flotte an Kassensystemen im deutschen Gastgewerbe sollte die **Basis für zukünftige Cross-Marketing-Konzepte bilden.** Es ist leicht vorstellbar, dass die Marketingkonzepte von acardo auch für Restaurants, Bars oder Bäckereien übernommen werden können. **acardo bringt ein erhebliches Ergebnispotenzial mit.** Ein **Transaktionsmultiplikator von WRe ~7x wird als attraktiv und etwas wertsteigernd angesehen.** Das **Kursziel wird leicht auf EUR 8,80 angehoben** (der Wertzuwachs gleicht die niedrigeren Schätzungen aus) und die **Kaufempfehlung wird bestätigt.**

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	
Umsatz	28,6	-5,6 %	34,0	24,2 %	35,2	32,8 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Anpassung der Schätzungen für 22/23 aufgrund der herausfordernden Branchenbedingungen</li> <li>Hochprofitable acardo wird ab Anfang 2023 konsolidiert</li> <li>Einschließlich acardo sollte Vectron <b>bis 2025 wieder eine EBIT-Marge von 10% erreichen</b> (vor potenziellen PPA-Effekten)</li> </ul>
EBITDA	-1,7	n.m.	2,7	5,9 %	3,4	48,1 %	

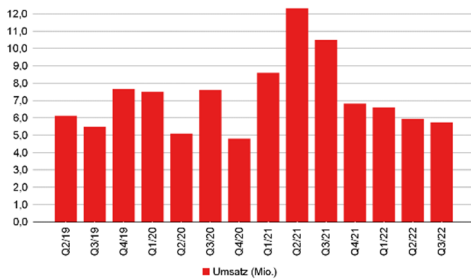


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	25,4 %
6 Monate:	29,3 %
Jahresverlauf:	22,5 %
Letzte 12 Monate:	-4,1 %

Unternehmenstermine:	
28.04.23	FY 2022
13.06.23	HV
31.08.23	Q2

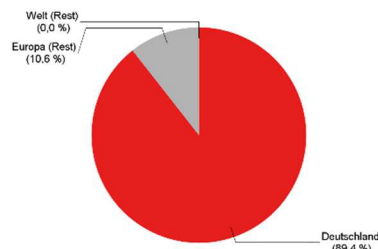
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	6,9 %	24,8	25,2	25,0	38,2	27,0	42,2	46,7
Veränd. Umsatz yoy		-23,3 %	1,4 %	-0,7 %	52,9 %	-29,5 %	56,6 %	10,7 %
Rohertragsmarge		53,7 %	57,8 %	62,7 %	68,8 %	65,7 %	70,0 %	69,0 %
EBITDA	2,0 %	-3,8	-1,4	-1,7	4,7	-2,6	2,8	5,0
Marge		-15,2 %	-5,5 %	-6,7 %	12,3 %	-9,8 %	6,6 %	10,7 %
EBIT	0,5 %	-5,4	-1,8	-3,0	3,1	-4,2	1,1	3,2
Marge		-22,0 %	-7,1 %	-12,0 %	8,2 %	-15,5 %	2,6 %	6,8 %
Nettoergebnis	-5,4 %	-3,9	-1,4	-2,3	2,4	-3,0	0,2	2,1
EPS	-4,7 %	-0,59	-0,19	-0,29	0,30	-0,37	0,02	0,26
EPS adj.	-4,7 %	-0,59	-0,19	-0,29	0,30	-0,37	0,02	0,26
DPS	-	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,3 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		-0,40	-0,38	-0,31	1,03	-0,43	-0,11	0,38
FCF / MarktKap.		-2,1 %	-3,4 %	-3,0 %	9,4 %	-10,0 %	-2,6 %	8,9 %
EV / Umsatz		n.a.	3,2 x	3,2 x	2,2 x	1,2 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	17,7 x	n.a.	14,0 x	7,5 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	26,6 x	n.a.	36,3 x	11,7 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	36,2 x	n.a.	213,5 x	16,4 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	36,2 x	n.a.	213,5 x	16,4 x
FCF Potential Yield		n.a.	-1,4 %	-1,4 %	4,5 %	-4,8 %	4,5 %	10,1 %
Nettoverschuldung		1,2	-0,9	-3,2	-4,0	-0,6	5,3	3,3
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	11,8 %	n.a.	0,8 %	7,8 %
Guidance:		2022: Umsatz EUR 27 - 30 Mio.; EBITDA EUR -2,05 - -0,45 Mio. (inkl. Einmaleff.)						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



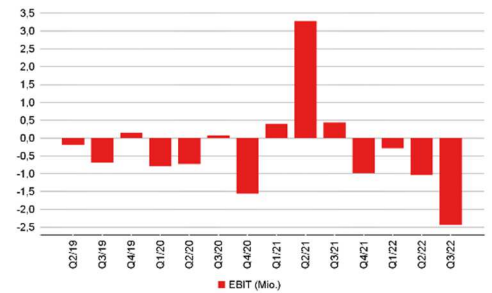
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

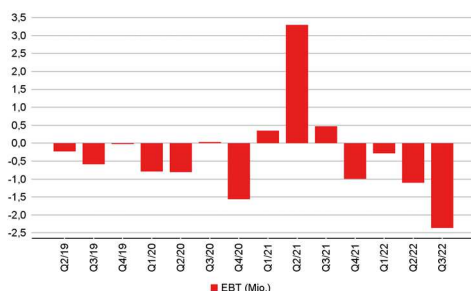
## Unternehmenshintergrund

- Vectron ist ein führender Anbieter von Kassensystemen. Die Produkte sind im mittleren bis zum Premium-Segment positioniert. Mit einem hohen Grad an Funktionalität zählt Vectron zu den Technologie- und Innovationsführern.
- Vectron fokussiert den Markt für proprietäre Kassensysteme (30% des Gesamtmarktes). PC-basierte Systeme (Großteil des Marktes) sind meist wartungsintensiver und werden vor allem von Großfilialisten eingesetzt.
- Einen hohen Marktanteil erreicht Vectron insbesondere in den Branchen Gastronomie und Bäckereien. Hier ist Vectron in der deutschsprachigen Region bei proprietären Systemen mit einem Marktanteil von ca. 25% Marktführer.
- Vectron beschäftigt rund 180 Mitarbeiter. Ca. ein Drittel hiervon entfällt auf den Bereich Entwicklung & Produktmanagement, um die Technologieführerschaft auch zukünftig aufrecht erhalten zu können.
- Mit der Übernahme von acardo erschließt sich Vectron ein zweites Standbein im wachsenden Markt (digitales) Couponing, welcher auch Möglichkeiten für Cross-Marketing mit dem POS-Geschäft bieten sollte.

## Wettbewerbsqualität

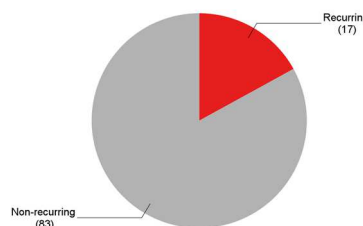
- In den Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei, geprägt durch eine atomistische Kundenstruktur, werden Faktoren wie eine hohe Zuverlässigkeit, einfache Bedienung und geringe Folgekosten (Wartung/Support) nachgefragt.
- Dies erklärt die hohe Penetrationsrate der proprietären Kassensysteme. Da große Kassenhersteller vor allem PC-basierte Kassen anbieten, sieht sich Vectron vor allem kleinen Wettbewerbern gegenüber.
- Gegenüber den vorwiegend kleineren Wettbewerbern differenziert sich Vectron durch die konsequente Weiterentwicklung der Kassensysteme und einen hohen Zusatznutzen, der eine hohe Funktionalität erlaubt.
- Mit dem Fokus auf das Premiumsegment vermeidet Vectron die typische Problematik im unteren Segment, die alleinige Differenzierung über den Preis. Rohmargen von ca. 55% und ROCEs deutlich über 10% verdeutlichen dies.
- Wachstumsmöglichkeiten bieten die Digitalisierung der Hospitalisierungsbranche und das neue Standbein Couponing.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



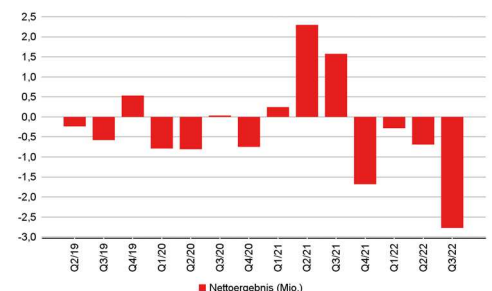
Quelle: Warburg Research

**Widerkehrende Umsätze**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	27,0	42,2	46,7	52,0	58,0	63,2	68,2	73,0	77,4	82,0	86,1	90,4	92,3	
Umsatzwachstum	-29,5 %	56,6 %	10,7 %	11,3 %	11,4 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	-4,2	1,1	3,2	5,2	6,5	7,7	8,9	9,5	10,1	10,7	11,2	11,8	12,0	
EBIT-Marge	-15,5 %	2,6 %	6,8 %	10,0 %	11,3 %	12,2 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	81,2 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	-2,9	0,2	2,2	3,6	4,6	5,4	6,2	6,6	7,0	7,5	7,8	8,2	8,4	
Abschreibungen	1,5	1,7	1,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	
Abschreibungsquote	5,6 %	4,1 %	3,9 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
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	0,1	2,2	0,4	0,8	1,0	0,3	0,8	0,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	
Investitionsquote	2,2 %	1,4 %	1,2 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
- Sonstiges	0,9	0,9	0,9	0,0	19,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,9	-1,8	2,1	2,8	-15,9	5,1	5,4	6,6	6,4	6,8	7,2	7,6	8,1	8
Barwert FCF	-3,3	-1,9	2,1	2,5	-13,1	3,9	3,8	4,2	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	51
Anteil der Barwerte	<b>-4,59 %</b>			<b>28,39 %</b>										<b>76,20 %</b>

### Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	16,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>8,76 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,30</b>

### Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	16		
Terminal Value	51		
Zinstr. Verbindlichkeiten	12		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	15	Aktienzahl (Mio.)	8,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>70</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,76</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	<b>2,00 %</b>	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	<b>+0,0 pp</b>	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,52</b>	9,8 %	6,77	6,91	7,06	<b>7,22</b>	7,39	7,57	7,77	<b>1,52</b>	9,8 %	5,94	6,37	6,79	<b>7,22</b>	7,65	8,08	8,51
<b>1,41</b>	9,3 %	7,40	7,57	7,74	7,93	8,14	8,36	8,59	<b>1,41</b>	9,3 %	6,56	7,02	7,48	7,93	8,39	8,85	9,31
<b>1,35</b>	9,0 %	7,74	7,93	8,12	8,33	8,55	8,80	9,06	<b>1,35</b>	9,0 %	6,91	7,38	7,86	8,33	8,80	9,28	9,75
<b>1,30</b>	8,8 %	8,11	8,31	8,53	<b>8,76</b>	9,00	9,27	9,56	<b>1,30</b>	8,8 %	7,28	7,77	8,27	<b>8,76</b>	9,25	9,74	10,23
<b>1,25</b>	8,5 %	8,51	8,73	8,96	9,22	9,49	9,79	10,11	<b>1,25</b>	8,5 %	7,69	8,20	8,71	9,22	9,73	10,24	10,75
<b>1,19</b>	8,3 %	8,94	9,18	9,44	9,72	10,02	10,35	10,71	<b>1,19</b>	8,3 %	8,13	8,66	9,19	9,72	10,25	10,78	11,31
<b>1,08</b>	7,8 %	9,89	10,18	10,50	10,85	11,22	11,64	12,09	<b>1,08</b>	7,8 %	9,12	9,69	10,27	10,85	11,42	12,00	12,57

- Fiskalische Regulierung im Modell berücksichtigt
- Umsatz und Profitabilität steigt durch höhere Durchdringung mit digitalen Produkten
- Margenstarkes Couponing-Geschäft unterstützt positive Ergebnisentwicklung.

## 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	2022e	2023e	2024e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,4	-2,3	2,4	-3,0	0,2	2,1	
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	1,3	1,6	1,5	1,7	1,8	
- Zinsergebnis (netto)	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	-1,4 %	-1,4 %	4,5 %	-4,8 %	4,5 %	10,1 %	
WACC	8,76 %	8,76 %	8,76 %	8,76 %	8,76 %	8,76 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>79,9</b>	<b>79,8</b>	<b>83,4</b>	<b>33,5</b>	<b>39,4</b>	<b>37,4</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>42,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>20,4</b>	<b>43,1</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	5,3	3,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	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	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>43,1</b>	<b>n.a.</b>	<b>15,1</b>	<b>39,9</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,2	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,36</b>	<b>n.a.</b>	<b>1,88</b>	<b>4,95</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-56,1 %	16,0 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>							
	11,76 %	n.a.	n.a.	4,04	n.a.	1,24	3,61
	10,76 %	n.a.	n.a.	4,41	n.a.	1,42	3,99
	9,76 %	n.a.	n.a.	4,85	n.a.	1,63	4,44
WACC	<b>8,76 %</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,36</b>	<b>n.a.</b>	<b>1,88</b>	<b>4,95</b>
	7,76 %	n.a.	n.a.	6,08	n.a.	2,22	5,69
	6,76 %	n.a.	n.a.	6,97	n.a.	2,64	6,59
	5,76 %	n.a.	n.a.	8,17	n.a.	3,22	7,80

- Steigende Wertindikation mit ansteigendem Umsatzvolumen...
- ...durch hohen operativen Hebel mit Rohmargen von >50%

Wertermittlung							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	12,6 x	5,8 x	3,6 x	3,4 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,51	1,88	2,89	3,05	2,67	-0,81	-0,55
EV / Umsatz	n.a.	3,2 x	3,2 x	2,2 x	1,2 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	17,7 x	n.a.	14,0 x	7,5 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	26,6 x	n.a.	36,3 x	11,7 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	26,6 x	n.a.	36,3 x	11,7 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	10,6 x	n.a.	n.a.	11,3 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	36,2 x	n.a.	213,5 x	16,4 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	36,2 x	n.a.	213,5 x	16,4 x
Dividendenrendite	0,3 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	-1,4 %	-1,4 %	4,5 %	-4,8 %	4,5 %	10,1 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>24,8</b>	<b>25,2</b>	<b>25,0</b>	<b>38,2</b>	<b>27,0</b>	<b>42,2</b>	<b>46,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	-23,3 %	1,4 %	-0,7 %	52,9 %	-29,5 %	56,6 %	10,7 %
Bestandsveränderungen	0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,9	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>25,0</b>	<b>25,2</b>	<b>25,3</b>	<b>38,5</b>	<b>26,1</b>	<b>42,2</b>	<b>46,7</b>
Materialaufwand	11,7	10,7	9,6	12,2	8,4	12,7	14,5
<b>Rohertrag</b>	<b>13,3</b>	<b>14,5</b>	<b>15,7</b>	<b>26,3</b>	<b>17,7</b>	<b>29,6</b>	<b>32,3</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>53,7 %</b>	<b>57,8 %</b>	<b>62,7 %</b>	<b>68,8 %</b>	<b>65,7 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>69,0 %</b>
Personalaufwendungen	10,2	9,3	9,6	12,0	11,0	17,1	17,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,3	0,9	0,1	0,4	0,6	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4	7,0	8,6	9,7	9,8	10,3	10,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>
<b>Marge</b>	<b>-15,2 %</b>	<b>-5,5 %</b>	<b>-6,7 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>-9,8 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>10,7 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,2	1,2	1,5	1,3	1,5	1,6
<b>EBITA</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>
<b>Marge</b>	<b>-22,0 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>-12,0 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>-15,5 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>6,8 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>
<b>Marge</b>	<b>-22,6 %</b>	<b>-7,8 %</b>	<b>-12,5 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>-16,2 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>6,4 %</b>
Steuern gesamt	-1,7	-0,6	-0,8	0,7	-1,4	0,7	0,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>
<b>Marge</b>	<b>-15,6 %</b>	<b>-5,5 %</b>	<b>-9,2 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>-11,2 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>4,4 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,6	7,2	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>EPS</b>	<b>-0,59</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>-0,37</b>	<b>0,02</b>	<b>0,26</b>
EPS adj.	-0,59	-0,19	-0,29	0,30	-0,37	0,02	0,26

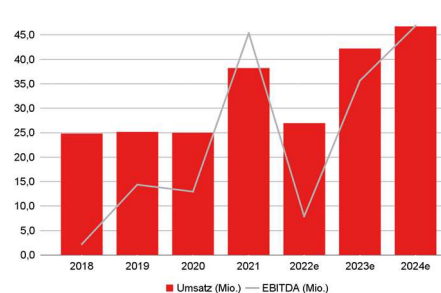
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2022: Umsatz EUR 27 - 30 Mio.; EBITDA EUR -2,05 - -0,45 Mio. (inkl. Einmaleff.)**

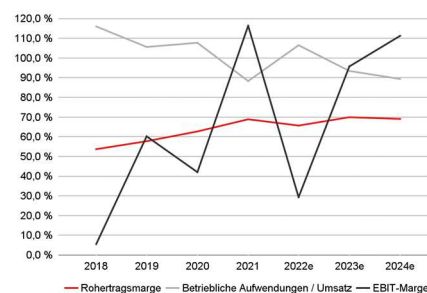
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	116,1 %	105,6 %	107,7 %	88,4 %	106,5 %	93,4 %	89,3 %
Operating Leverage	n.a.	-48,6 x	-103,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	18,0 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	16,0 x	n.m.	14,0 x	25,0 x
Steuerquote (EBT)	31,0 %	28,7 %	26,0 %	22,0 %	31,0 %	81,2 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	n.m.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	154.193	156.331	139.676	211.199	149.773	255.903	286.798

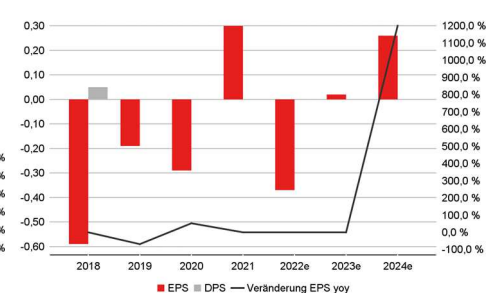
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

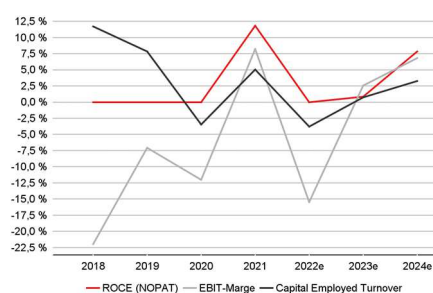
## Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,1	0,1	1,2	1,2	29,2	29,2
davon übrige imm. VG	0,2	0,1	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,0	28,0
Sachanlagen	0,6	0,5	1,9	9,6	8,6	8,5	7,3
Finanzanlagen	1,8	2,1	2,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>38,1</b>	<b>36,8</b>
Vorräte	5,8	5,0	6,7	4,9	3,9	5,3	5,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,3	5,0	3,5	3,6	3,0	4,6	5,1
Liquide Mittel	11,6	11,3	8,3	19,9	13,1	6,3	7,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,7	2,8	9,4	8,2	9,5	9,5	9,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>22,3</b>	<b>24,1</b>	<b>27,9</b>	<b>36,5</b>	<b>29,5</b>	<b>25,7</b>	<b>27,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>24,9</b>	<b>26,7</b>	<b>31,9</b>	<b>47,7</b>	<b>39,7</b>	<b>63,8</b>	<b>64,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	6,6	7,3	8,0	8,1	8,1	8,1	8,1
Kapitalrücklage	5,4	9,7	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,0	-2,8	-0,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,9	-3,3	-5,0	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Buchwert	10,1	13,8	23,2	25,6	22,5	22,7	24,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>23,2</b>	<b>25,6</b>	<b>22,5</b>	<b>22,7</b>	<b>24,8</b>
Rückstellungen gesamt	1,0	1,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	12,8	10,4	5,1	15,8	12,5	11,6	10,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	10,4	1,9	5,1	2,1	2,1	2,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,6	0,9	2,3	3,2	1,5	2,3	2,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,4	1,0	3,0	3,0	27,0	26,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>14,7</b>	<b>12,9</b>	<b>8,7</b>	<b>22,2</b>	<b>17,2</b>	<b>41,1</b>	<b>39,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>24,9</b>	<b>26,7</b>	<b>31,9</b>	<b>47,7</b>	<b>39,7</b>	<b>63,8</b>	<b>64,2</b>

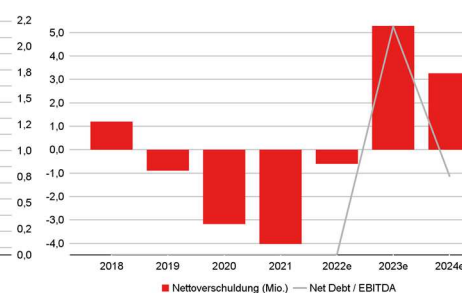
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,1 x	2,6 x	2,6 x	2,6 x	1,9 x	2,6 x	3,1 x
Capital Employed Turnover	2,2 x	1,9 x	1,3 x	1,8 x	1,2 x	1,5 x	1,7 x
ROA	-151,1 %	-52,7 %	-57,7 %	21,8 %	-29,5 %	0,4 %	5,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	11,8 %	n.a.	0,8 %	7,8 %
ROE	-31,7 %	-11,6 %	-12,5 %	10,0 %	-12,5 %	0,7 %	8,7 %
Adj. ROE	-31,7 %	-11,6 %	-12,5 %	10,0 %	-12,5 %	0,7 %	8,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	1,2	-0,9	-3,2	-4,0	-0,6	5,3	3,3
Nettofinanzverschuldung	1,2	-0,9	-3,2	-4,0	-0,6	5,3	3,3
Net Gearing	11,9 %	-6,5 %	-13,7 %	-15,8 %	-2,7 %	23,3 %	13,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	188,4 %	65,2 %
Buchwert je Aktie	1,5	1,9	2,9	3,2	2,8	2,8	3,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,5	1,9	2,9	3,0	2,7	-0,8	-0,6

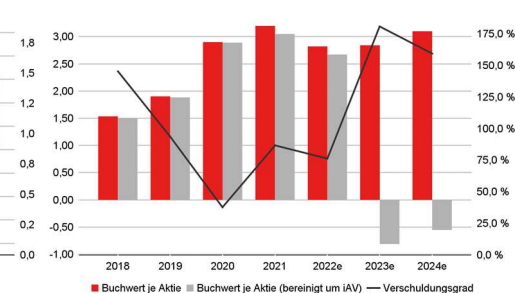
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



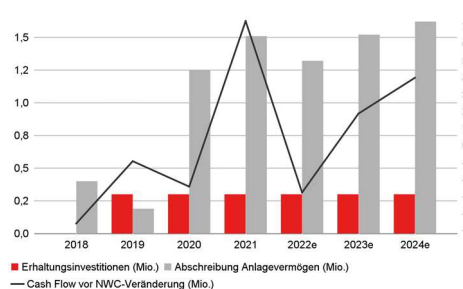
## Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,9	-1,4	-2,3	2,4	-3,0	0,2	2,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,2	1,2	1,5	1,3	1,5	1,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,4	0,1	-1,5	3,3	-1,3	0,0	0,1
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>7,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>
Veränderung Vorräte	1,8	0,8	-1,8	1,8	1,0	-1,4	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	1,0	-2,7	1,6	-0,1	0,6	-1,6	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,8	0,3	1,4	0,9	-1,7	0,8	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	2,3	-1,6	1,2	2,5	-0,1	-2,2	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>9,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,6</b>
Investitionen in iAV	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-29,0	-1,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,5	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-29,6</b>	<b>-1,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	8,9	-2,3	-10,4	1,6	-3,3	-0,9	-0,9
Dividende Vorjahr	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	5,1	11,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	24,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>8,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>5,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>23,1</b>	<b>-0,9</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>6,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>15,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>1,1</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,0</b>	<b>23,3</b>	<b>13,1</b>	<b>6,3</b>	<b>7,4</b>

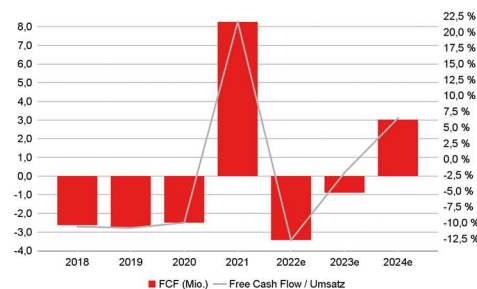
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-2,6	-2,7	-2,5	8,3	-3,4	-0,9	3,0
Free Cash Flow / Umsatz	-10,6 %	-10,8 %	-10,0 %	21,6 %	-12,7 %	-2,1 %	6,5 %
Free Cash Flow Potential	n.a.	-1,1	-1,2	3,7	-1,6	1,8	3,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	67,8 %	196,0 %	108,0 %	338,8 %	113,6 %	-535,5 %	146,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	0,2 %	2,4 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,5 %	1,7 %	4,7 %	2,8 %	1,4 %	1,7 %	1,8 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	2,3 %	2,3 %	2,3 %	1,5 %	2,2 %	1,4 %	1,2 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	1,2 %	1,2 %	0,8 %	1,1 %	0,7 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	34,5 %	148,7 %	43,3 %	36,8 %	38,2 %	33,7 %	31,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	34,1 %	32,8 %	33,8 %	17,3 %	19,9 %	15,4 %	16,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	375,5 %	541,0 %	150,5 %	112,9 %	200,0 %	200,0 %	196,2 %
Vorratumschlag	2,0 x	2,1 x	1,4 x	2,5 x	2,1 x	2,4 x	2,6 x
Receivables collection period (Tage)	33	73	50	34	41	40	40
Payables payment period (Tage)	19	32	87	94	66	66	65
Cash conversion cycle (Tage)	196	211	219	88	145	126	113

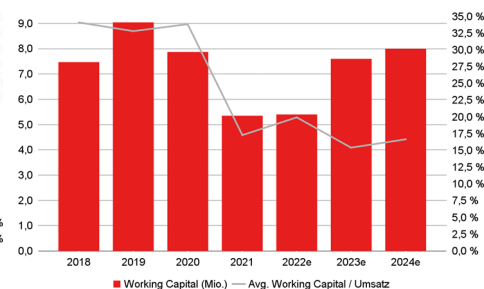
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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)
Vectron Systems AG	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KEXC7.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KEXC7.htm</a>

## ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	161	75
Halten	43	20
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>214</b>	<b>100</b>

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	44	86
Halten	6	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	2
<b>Gesamt</b>	<b>51</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VECTRON SYSTEMS AG] AM [03.01.2023]



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

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

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

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

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

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

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

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

**Mustafa Hidir** +49 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers mhidir@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

**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

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

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

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

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

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

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

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

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

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

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

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

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Refinitiv [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

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

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