

<b>Buy</b> <b>EUR 37,00</b> (EUR 33,00)  Kurs <b>EUR 32,00</b> <b>Upside 15,6 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 36,65	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>Beschreibung:</b> InVision ist ein führender Anbieter von Software für das WFM und von Onlineschulungen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 71,5 Aktienanzahl (Mio.): 2,2 EV: 76,2 Freefloat MC: 26,7 Ø Trad. Vol. (30T): 24,38 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 37,3 % Peter Bollenbeck 17,0 % InVision Holding GmbH 16,1 % Matthias Schroer 11,3 % Armand Zohari 10,0 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 1,8 KBV: 9,5 x EK-Quote: 45 %

## Umsetzung der ehrgeizigen Pläne

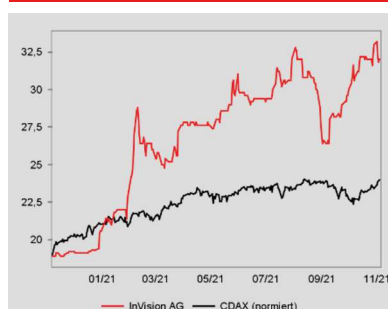
<b>Berichtete Kennzahlen Q3/2021:</b> in EUR m	Q3/21    Q3/21e    Q3/20    yoy <b>Sales</b> 3.3    3.4    3.1    9.0% <b>EBIT</b> -0.4    -0.3    0.3    - <i>margin</i> -11.7%    -8.8%    11.0% 9M/21    9M/20    yoy <b>Sales</b> 10.1    9.4    6.9% <b>EBIT</b> -0.4    0.8    - <i>margin</i> -3.5%    8.3%	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Am 4. November 2021 hat die InVision AG die Geschäftszahlen für das dritte Quartal und die ersten neun Monate von 2021 veröffentlicht.</li> <li>Diese lagen im Rahmen der Erwartungen und zeigten auf der Kostenseite den geplanten Aufbau von Strukturen in Vorbereitung auf eine mittelfristig aggressivere Marktentwicklung.</li> </ul>
---	---	--

Die Quartalszahlen überraschen zwar nicht, zeigen aber einen deutlichen Ausbau der Strukturen bei den Personalkosten (EUR 2,7 Mio., +35% vs. Q3/20) und damit die geplante Umsetzung der aggressiven Wachstumsstrategie. Im Rahmen des Quartalsberichts bestätigte das Unternehmen einmal mehr seine Pläne, in den kommenden Jahren deutlich zu wachsen.

Ein wesentlicher Bestandteil des Investitionsprogramms ist die Einstellung von bis zu 400 zusätzlichen Mitarbeitern in allen Unternehmensbereichen. Für 2021 liegt ein besonderer Fokus auf dem massiven Ausbau der Kapazitäten im Kundenservice und in angrenzenden Bereichen. Das Unternehmen geht davon aus, dass die Investitionen in den Jahren 2021 und 2022 kumuliert vorübergehend ein negatives EBIT von bis zu minus EUR 6 Mio. (WRe: EUR -4 Mio.) generieren werden. In der Folge erwartet das Unternehmen von 2022 bis 2025 nachhaltige durchschnittliche Wachstumsraten von jährlich mindestens 30% (WRe: 26%). In 2025 erwartet das Unternehmen einen jährlichen Umsatz von mehr als EUR 50 Mio. (WRe: EUR 34 Mio.) und eine EBIT-Marge von mehr als 25% (WRe: 25%). Gleichzeitig wurde wie geplant ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (Aktienoptionen) umgesetzt.

Sobald sich der Erfolg der Strategie an einzelnen Wachstumsindikatoren wie dem Umsatz oder der Entwicklung bestimmter Regionen ablesen lässt, d.h. im Rahmen der Veröffentlichung des Geschäftsberichts, sollte auch der Kapitalmarkt aufhorchen. Die Aktie wird nun mit einem leicht reduzierten Beta von 1,8 (2,0) bewertet, da es dem Unternehmen offenbar gelingt, trotz der extrem schwierigen IT-Marktbedingungen geeignete Mitarbeiter einzustellen. Da die Visibilität der Umsätze aber immer noch vergleichsweise gering ist, bleibt der wichtigste Unsicherheitsfaktor, das Beta, generell auf einem sehr hohen Niveau. **Die Aktie wird weiterhin mit Kaufen und einem Kursziel von EUR 37 (EUR 33, Beta-Reduktion) bewertet.**

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2021e (alt)    +/-    2022e (alt)    +/-    2023e (alt)    +/- <b>Umsatz</b> 14,0    -3,8 %    17,5    -3,0 %    21,9    -1,4 % <b>EBIT</b> -1,1    n.m.    -3,2    n.m.    -2,8    n.m. <b>EPS</b> -0,64    n.m.    -1,23    n.m.    -1,14    n.m. <b>DPS</b> 0,00    0,0 %    0,00    0,0 %    0,00    0,0 %	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Die vorgelegten Geschäftszahlen lassen einen etwas geringeren Umsatz im Geschäftsjahr 2021 realistisch erscheinen.</li> <li>Die mittelfristigen Prognosen bleiben jedoch unverändert.</li> </ul>
--	--	--

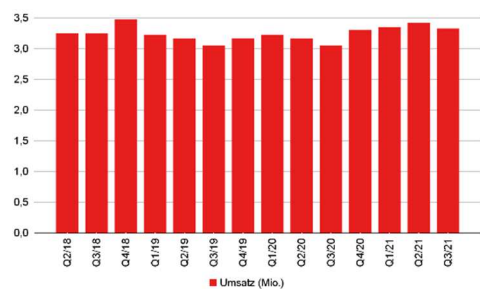


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-1,7 %
6 Monate:	11,0 %
Jahresverlauf:	41,3 %
Letzte 12 Monate:	43,1 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	

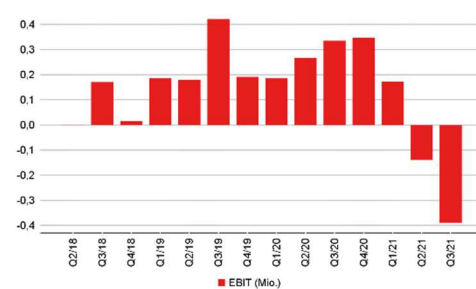
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e) 19,2 %	<b>2017</b> <b>2018</b> <b>2019</b> <b>2020</b> <b>2021e</b> <b>2022e</b> <b>2023e</b> <b>Umsatz</b> 13,2    13,1    12,6    12,8    13,5    17,0    21,6 Veränd. Umsatz yoy    5,9 %    -0,7 %    -3,4 %    1,1 %    5,9 %    26,0 %    27,0 % <b>Rohertragsmarge</b> 98,9 %    98,6 %    100,0 %    100,0 %    98,5 %    98,5 %    98,5 % <b>EBITDA</b> -    1,9    0,8    1,7    1,8    -0,3    -2,6    -2,3 Marge    14,3 %    6,3 %    13,6 %    14,1 %    -2,5 %    -15,5 %    -10,5 % <b>EBIT</b> -    1,4    0,2    1,0    1,1    -0,8    -3,2    -3,0 Marge    10,4 %    1,8 %    7,8 %    8,9 %    -6,0 %    -19,0 %    -14,0 % <b>Nettoergebnis</b> -    0,8    -0,2    2,9    0,3    -1,2    -2,8    -2,7 <b>EPS</b> -    0,36    -0,09    1,32    0,13    -0,55    -1,25    -1,19 EPS adj.    -    0,36    -0,09    1,32    0,13    -0,55    -1,25    -1,19 <b>DPS</b> -    0,00    0,00    0,00    0,00    0,00    0,00    0,00 Dividendenrendite    n.a.    n.a.    n.a.    n.a.    n.a.    n.a.    n.a. <b>FCF/MS</b> 0,03    -0,16    0,73    0,39    -0,13    -0,81    -0,90 <b>FCF / Marktkap.</b> 0,1 %    -0,7 %    4,1 %    2,0 %    -0,4 %    -2,5 %    -2,8 % <b>EV / Umsatz</b> 5,0 x    3,6 x    3,1 x    3,3 x    5,6 x    4,6 x    3,7 x <b>EV / EBITDA</b> 35,3 x    57,9 x    23,0 x    23,5 x    n.a.    n.a.    n.a. <b>EV / EBIT</b> 48,5 x    203,6 x    40,3 x    37,3 x    n.a.    n.a.    n.a. <b>KGV</b> 83,2 x    n.a.    13,4 x    148,3 x    n.a.    n.a.    n.a. KGV ber.    83,2 x    n.a.    13,4 x    148,3 x    n.a.    n.a.    n.a. <b>FCF Potential Yield</b> 1,1 %    0,1 %    10,0 %    2,4 %    -0,9 %    -2,8 %    -2,3 % <b>Nettoverschuldung</b> -0,7    -0,4    0,0    -0,8    4,7    6,5    8,5 <b>ROCE (NOPAT)</b> 9,8 %    n.a.    28,9 %    3,3 %    n.a.    n.a.    n.a. <b>Guidance:</b> n.a.
--------------------------------	-------------------------	---

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

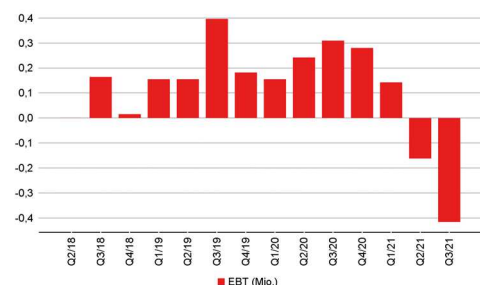
**Unternehmenshintergrund**

- Die InVision bietet Workforce Management Software und E-Learning für Call-Center-Mitarbeiter an.
- Bereits seit 2011 bietet InVision neue cloudbasierte Softwareangebote (Software as a Service, SaaS, Cloud), die einen zunehmend wichtigen Erlösstrom des Konzerns darstellen.

**Wettbewerbsqualität**

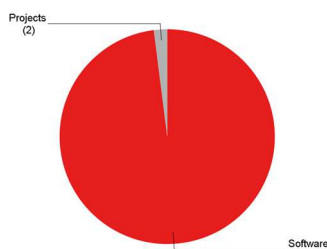
- InVision verfügt über jahrelange Erfahrung im Bereich Call Center / WFM.
- Auf dieser Basis wurde seit 2011 an cloudbasierten Produkten gearbeitet. InVision wurde so "first mover" im Bereich cloudbasierter WFM-Lösungen. Dies gilt auch für die zweite Produktreihe der cloudbasierten Schulungen.
- Das Angebot im SaaS-Umfeld weist eine sehr moderne Softwarearchitektur und Struktur (dezentraler Ansatz) auf.
- Wichtige Markteintrittsbarrieren stellen die Entwicklungskosten, die akquirierte Kundenbasis und der Technologievorsprung ("first mover") dar.
- Das SaaS-Modell ist vor allem für den riesigen Markt kleiner Anwender sehr interessant.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



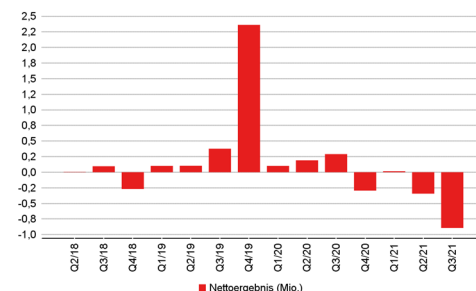
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	
Umsatz	13,5	17,0	21,6	27,0	33,8	40,5	47,8	55,0	62,1	67,1	70,4	74,0	77,7	3,0 %
Umsatzwachstum	5,9 %	26,0 %	27,0 %	25,0 %	25,0 %	20,0 %	18,0 %	15,0 %	13,0 %	8,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
EBIT	-0,8	-3,2	-3,0	0,0	5,4	8,5	11,9	13,7	15,5	16,8	17,6	18,5	19,4	
EBIT-Marge	-6,0 %	-19,0 %	-14,0 %	0,0 %	16,0 %	21,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
Steuerquote (EBT)	-27,6 %	17,3 %	16,1 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	-1,0	-2,7	-2,5	0,0	4,1	6,4	9,0	10,3	11,6	12,6	13,2	13,9	14,6	
Abschreibungen	0,5	0,6	0,8	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	
Abschreibungsquote	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
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	-0,6	-0,5	0,9	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	
- Investitionen	0,1	0,1	0,1	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	
Investitionsquote	0,8 %	0,6 %	0,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
Sonstiges	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	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,1	-1,7	-2,8	-0,2	3,8	6,1	8,7	10,0	11,4	12,4	13,1	13,7	14,4	
Barwert FCF	-0,1	-1,5	-2,2	-0,2	2,4	3,5	4,5	4,7	4,7	4,6	4,4	4,1	3,9	48
Anteil der Barwerte	-4,69 %			45,37 %										59,32 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,80
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,80
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,80
<b>WACC</b>	<b>11,40 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,80</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	33		
Terminal Value	48		
Zinstr. Verbindlichkeiten	7		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	2,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>82</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>36,65</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %	3,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,98	12,4 %	29,97	30,37	30,79	31,24	31,71	32,21	32,74	1,98	12,4 %	28,80	29,62	30,43	31,24	32,06	32,87	33,68
1,89	11,9 %	32,29	32,76	33,26	33,79	34,34	34,93	35,56	1,89	11,9 %	31,19	32,05	32,92	33,79	34,65	35,52	36,38
1,85	11,7 %	33,55	34,06	34,60	35,18	35,78	36,42	37,11	1,85	11,7 %	32,49	33,39	34,28	35,18	36,07	36,96	37,86
1,80	11,4 %	34,89	35,44	36,03	36,65	37,31	38,02	38,77	1,80	11,4 %	33,88	34,80	35,73	36,65	37,58	38,50	39,43
1,75	11,2 %	36,31	36,91	37,55	38,23	38,95	39,72	40,54	1,75	11,2 %	35,36	36,31	37,27	38,23	39,19	40,15	41,10
1,71	10,9 %	37,82	38,47	39,17	39,91	40,70	41,55	42,45	1,71	10,9 %	36,93	37,93	38,92	39,91	40,91	41,90	42,89
1,62	10,4 %	41,13	41,91	42,75	43,64	44,59	45,62	46,71	1,62	10,4 %	40,43	41,50	42,57	43,64	44,71	45,78	46,85

- Die Basis der Umsatz- und Ertragsersparung bildet eine moderate Nachfrage nach Cloud-Lösungen.
- Potential birgt der Bereich SaaS/Cloud. Der Anteil dieses Umsatzes sollte sich kontinuierlich erhöhen.
- Das hohe Beta ist Ausdruck von Unsicherheiten im Kontext der offensiven Markterschließung

Wertermittlung							
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	6,4 x	4,7 x	3,0 x	3,2 x	9,5 x	15,2 x	35,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,49	4,41	5,06	5,27	2,62	1,36	0,17
EV / Umsatz	5,0 x	3,6 x	3,1 x	3,3 x	5,6 x	4,6 x	3,7 x
EV / EBITDA	35,3 x	57,9 x	23,0 x	23,5 x	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	48,5 x	203,6 x	40,3 x	37,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	48,5 x	203,6 x	40,3 x	37,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	909,7 x	n.a.	24,2 x	49,8 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	83,2 x	n.a.	13,4 x	148,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	83,2 x	n.a.	13,4 x	148,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	1,1 %	0,1 %	10,0 %	2,4 %	-0,9 %	-2,8 %	-2,3 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Market Potential Cloud Computing (Gartner)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Market Potential Cloud Computing (Forrester)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>12,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,5</b>	<b>17,0</b>	<b>21,6</b>
Veränd. Umsatz yoy	5,9 %	-0,7 %	-3,4 %	1,1 %	5,9 %	26,0 %	27,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>12,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,5</b>	<b>17,0</b>	<b>21,6</b>
Materialaufwand	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
<b>Rohertrag</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>	<b>12,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>16,8</b>	<b>21,3</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>98,9 %</b>	<b>98,6 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,5 %</b>
Personalaufwendungen	8,1	8,7	8,2	8,7	10,5	16,3	19,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,1	3,5	2,9	2,3	3,2	3,2	4,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>
<b>Marge</b>	<b>14,3 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>13,6 %</b>	<b>14,1 %</b>	<b>-2,5 %</b>	<b>-15,5 %</b>	<b>-10,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8
<b>EBITA</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>
<b>Marge</b>	<b>10,4 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>-6,0 %</b>	<b>-19,0 %</b>	<b>-14,0 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>
<b>Marge</b>	<b>10,1 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>-19,9 %</b>	<b>-14,7 %</b>
Steuern gesamt	0,4	0,5	-2,1	0,6	0,3	-0,6	-0,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</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>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
<b>Marge</b>	<b>6,1 %</b>	<b>-1,5 %</b>	<b>23,3 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>-16,4 %</b>	<b>-12,3 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
<b>EPS</b>	<b>0,36</b>	<b>-0,09</b>	<b>1,32</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,55</b>	<b>-1,25</b>	<b>-1,19</b>
EPS adj.	0,36	-0,09	1,32	0,13	-0,55	-1,25	-1,19

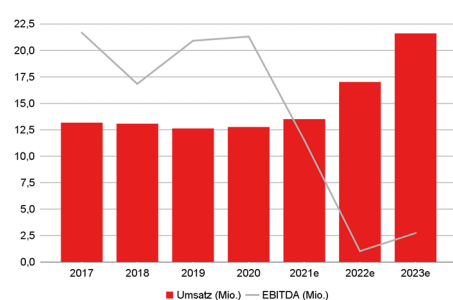
\*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

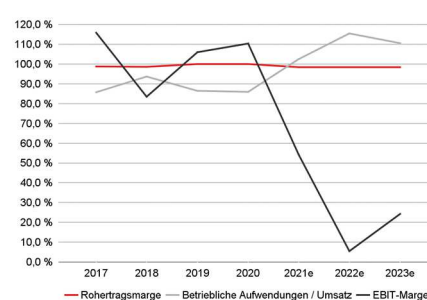
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	85,7 %	93,7 %	86,4 %	85,9 %	102,5 %	115,5 %	110,5 %
Operating Leverage	-10,4 x	113,2 x	-93,2 x	14,8 x	n.a.	11,5 x	-0,2 x
EBITDA / Interest expenses	46,9 x	105,0 x	15,9 x	12,1 x	n.m.	n.m.	n.m.
Steuerquote (EBT)	33,0 %	205,4 %	-236,9 %	62,1 %	-27,6 %	17,3 %	16,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	106.153	107.988	104.273	105.391	111.570	140.579	178.535

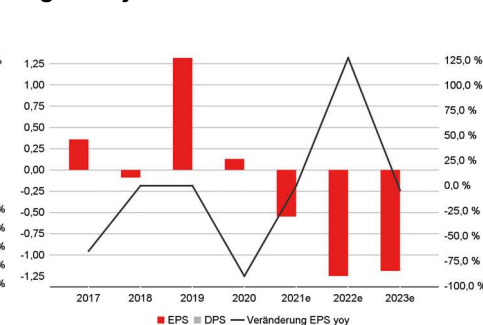
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

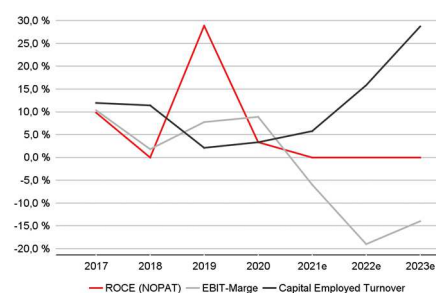
**Bilanz**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7
davon übrige imm. VG	0,3	0,3	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	9,6	9,3	8,9	8,9	8,6	8,1	7,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,3	1,4	1,2	1,2	0,6	0,2	0,2
Liquide Mittel	2,2	0,7	2,6	7,8	2,3	1,9	0,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,2	0,4	3,7	2,9	3,4	3,4	3,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>7,5</b>	<b>11,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,1</b>	<b>18,2</b>	<b>22,4</b>	<b>16,5</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Kapitalrücklage	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-4,0	-6,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	7,0	6,8	9,7	10,0	5,3	5,3	5,3
Buchwert	10,4	10,2	13,1	13,4	7,5	4,7	2,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>10,4</b>	<b>10,2</b>	<b>13,1</b>	<b>13,4</b>	<b>7,5</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>
Rückstellungen gesamt	0,3	0,4	0,2	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)	1,5	0,3	2,6	7,0	7,0	8,5	9,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,3	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Sonstige Verbindlichkeiten	1,4	1,0	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,3</b>	<b>1,9</b>	<b>5,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,1</b>	<b>18,2</b>	<b>22,4</b>	<b>16,5</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>

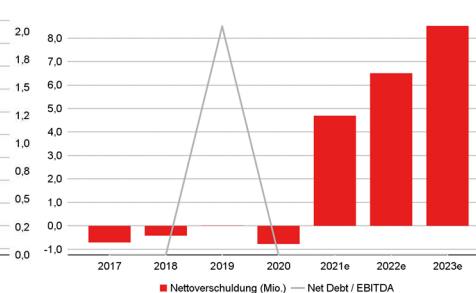
**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,5 x	2,1 x	2,9 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,3 x	1,0 x	1,0 x	1,1 x	1,5 x	2,0 x
ROA	8,1 %	-2,1 %	27,4 %	2,7 %	-12,0 %	-28,8 %	-29,3 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	9,8 %	n.a.	28,9 %	3,3 %	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	7,6 %	-1,9 %	25,3 %	2,2 %	-11,7 %	-45,9 %	-79,2 %
Adj. ROE	7,6 %	-1,9 %	25,3 %	2,2 %	-11,7 %	-45,9 %	-79,2 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-0,7	-0,4	0,0	-0,8	4,7	6,5	8,5
Nettofinanzverschuldung	-0,7	-0,4	0,0	-0,8	4,7	6,5	8,5
Net Gearing	-6,8 %	-4,1 %	0,1 %	-5,8 %	62,7 %	138,7 %	420,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	0,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,6	4,6	5,9	6,0	3,4	2,1	0,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,5	4,4	5,1	5,3	2,6	1,4	0,2

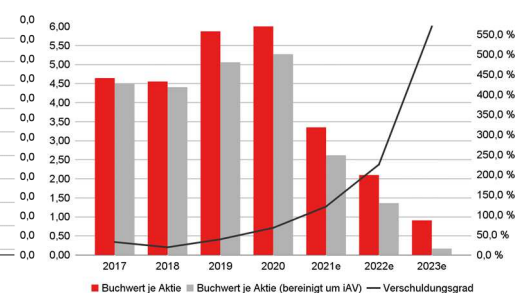
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

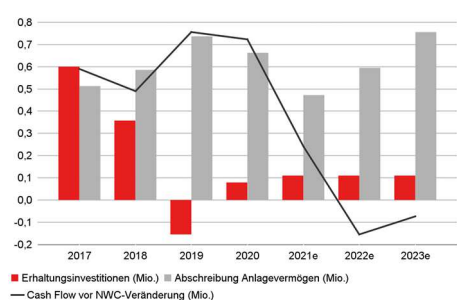
Cash flow

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,8	-0,2	2,9	0,3	-1,2	-2,8	-2,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,5	-0,3	-2,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,6	0,4	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,6	0,5	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	0,6	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
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	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,8	-1,3	2,4	4,4	0,0	1,4	1,0
Dividende Vorjahr	-1,1	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-1,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>5,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>

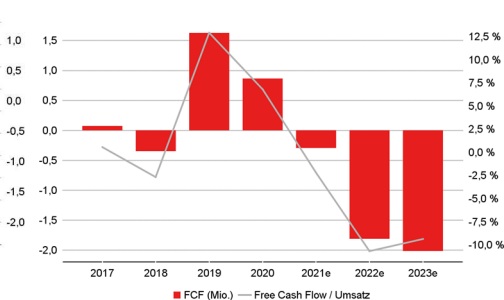
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	0,1	-0,3	1,6	0,9	-0,3	-1,8	-2,0
Free Cash Flow / Umsatz	0,6 %	-2,7 %	12,9 %	6,8 %	-2,2 %	-10,7 %	-9,3 %
Free Cash Flow Potential	0,8	0,0	3,9	1,0	-0,7	-2,2	-1,9
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	9,2 %	174,8 %	55,3 %	300,9 %	24,1 %	64,8 %	75,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,0 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,1 %	0,9 %	7,5 %	3,1 %	2,1 %	1,9 %	1,7 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	4,6 %	2,7 %	1,2 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %
Maint. Capex / Umsatz	4,6 %	2,7 %	-1,2 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	117,1 %	61,0 %	21,0 %	11,9 %	23,3 %	18,5 %	14,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,3 %	8,7 %	8,4 %	8,1 %	5,8 %	1,5 %	0,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1090,9 %	520,8 %	715,4 %	1246,2 %	600,0 %	100,0 %	100,0 %
Vorratumschlag	149682,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	35	39	34	33	16	4	3
Payables payment period (Tage)	283	551	20.390	69.417	180	286	225
Cash conversion cycle (Tage)	-248	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

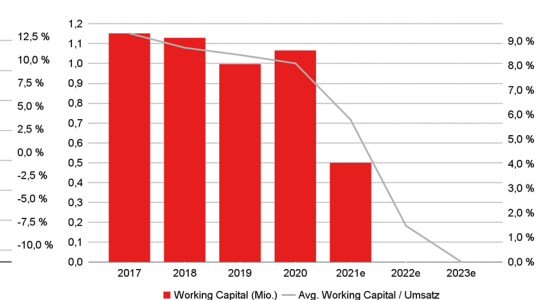
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. 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)
InVision	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005859698.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005859698.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**

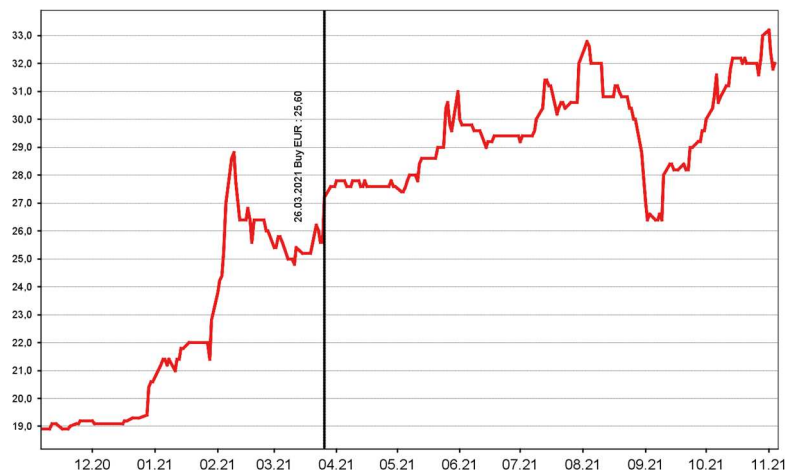
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	148	69
Halten	59	27
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>215</b>	<b>100</b>

**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	48	81
Halten	9	15
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INVISION] AM [05.11.2021]**



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

**Jonas Blum** +49 40 309537-240  
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

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

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

**Klaus Schilling** +49 69 5050-7400  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**SALES TRADING**

**Oliver 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	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