

|  |   |  |   |
|--|---|--|---|
| <b>Buy</b><br><b>EUR 14,50</b> (EUR 16,00)<br><br>Kurs <b>EUR 8,45</b><br><b>Upside 71,6 %</b> | <b>Wertindikatoren:</b> EUR<br>DCF: 14,48   | <b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b><br>ESG Score (MSCI basiert): 3,0<br>Bilanz Score: 4,0<br>Markt Liquidität Score: 0,0                                | <b>Beschreibung:</b><br>InVision ist ein führender Anbieter von Software für das WFM und von Onlineschulungen |
|  | <b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.<br>Marktkapitalisierung: 18,9<br>Aktienanzahl (Mio.): 2,2<br>EV: 23,0<br>Freefloat MC: 8,2<br>Ø Trad. Vol. (30T): 3,74 Tsd. | <b>Aktionäre:</b><br>Freefloat 43,60 %<br>InVision Holding GmbH 18,10 %<br>Peter Bollenbeck 17,00 %<br>Matthias Schroer 11,30 %<br>Armand Zohari 10,00 % | <b>Kennzahlen (WRe):</b> 2023e<br>Beta: 1,8<br>KBV: 3,2 x<br>EK-Quote: 38 %                                   |

## Geringeres Wachstum, aber auch niedrigere Kosten

|   |   |   |
|---|---|---|
| <b>Berichtete Kennzahlen Q1/2023:</b><br>in EUR m | Q1/23    Q1/23e    Q1/22    yoy    2023e    2022    yoy | <b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Am 11. Mai 2023 hat die Invision AG die Zahlen für das erste Quartal 2023 veröffentlicht.</li> <li>Der Umsatz lag unter den Erwartungen und das Wachstum etwas schwächer als angenommen (WRe).</li> <li>Andererseits führten niedrigere Kosten insbesondere im Personalbereich dazu, dass sich das schwächere Wachstum nur geringfügig im Ergebnis reflektierte und das erwartete EBIT-Niveau in etwa erreicht wurde.</li> </ul> |
| <b>Sales</b>                                      | 3.7    3.9    3.6    4.7%    15.9    14.5    10.0%      |   |
| <b>EBIT margin</b>                                | -0.6    -0.6    -0.6    13.9%    -2.9    -3.1    -6.5%  |   |
|   | -17.1%    -15.4%    -15.7%    -18.2%    -21.4%          |   |

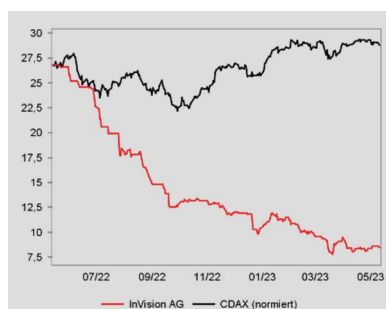
Zu Beginn des Geschäftsjahres 2021 hat das Unternehmen einen Paradigmenwechsel in seiner Wachstumspolitik angekündigt (siehe vorherige Comments). Im Zentrum dieses Wechsels stand der deutliche Ausbau der Belegschaft mit dem Ziel, basierend auf einem strukturierten Vertriebsprozess ein hohes Umsatzwachstum zu erzielen. Es ist offensichtlich, dass dieses Projekt nicht in dem Umfang umgesetzt werden kann, wie es das Unternehmen ursprünglich beabsichtigt hatte. Nach dem anfänglichen Kapazitätsaufbau scheint sich das Unternehmen nun in einer Phase zu befinden, in der die Zahl der Vertriebsmitarbeiter nicht mehr wächst. Stattdessen liegt der Schwerpunkt auf der Verbesserung der Vertriebsperformance.

Die Konsequenz für die Planung ist ein deutlich verlangsamter Personalausbau bei gleichzeitig kurzfristig nur moderat wachsendem Umsatz. Dies wirkt sich negativ auf die Bewertung der Aktie aus, da der Kern der Planungen hohe Risikoanpassungen sind (Beta 1,8). Niedrigere kurzfristige Erwartungen reduzieren die Bewertung deutlich.

Mit liquiden Mitteln in Höhe von EUR 8,2 Mio. zum Quartalsende ist die Rückkehr zur Profitabilität aus heutiger Sicht finanzierungstechnisch unproblematisch.

**Die Aktie wird weiterhin mit Kaufen und einem reduzierten Kursziel von EUR 14,50 (16) bewertet.**

|  |  |  |
|--|--|--|
| <b>Schätzungsänderungen:</b><br>GJ Ende: 31.12.<br>in EUR Mio. | 2023e    +/-    2024e    +/-    2025e    +/-     | <b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Kurz- und langfristig zeichnet sich ein geringeres Umsatzwachstum ab als bisher angenommen (WRe).</li> <li>Aufgrund der Annahme niedrigerer Kosten führt dies zu etwas besseren Ergebnissen als ursprünglich erwartet im Berichtszeitraum. Andererseits belasten die niedrigeren Umsätze den DCF-Wert.</li> <li>Die Kernannahme des Modells bleibt das Erreichen einer EBIT-Marge von 25% im GJ 2031, wenn auch nun mit einer niedrigeren Umsatzbasis.</li> </ul> |
| <b>Umsatz</b>  | 16,5    -3,5 %    18,6    -6,1 %    n.a.    n.m. |  |
| <b>EBIT</b>  | -2,8    n.m.    -0,8    n.m.    n.a.    n.m.     |  |
| <b>EPS</b>   | -1,31    n.m.    -0,52    n.m.    n.a.    n.m.   |  |
| <b>DPS</b>   | 0,00    0,0 %    0,00    0,0 %    n.a.    0,0 %  |  |

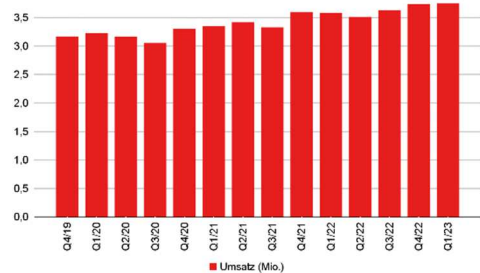


|                                  |         |
|----------------------------------|---------|
| <b>Rel. Performance vs CDAX:</b> |         |
| 1 Monat:                         | 5,6 %   |
| 6 Monate:                        | -43,8 % |
| Jahresverlauf:                   | -30,5 % |
| Letzte 12 Monate:                | -77,7 % |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| <b>Unternehmenstermine:</b> |    |
| 24.08.23                    | Q2 |
| 02.11.23                    | Q3 |

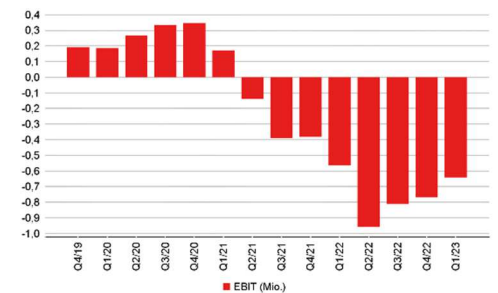
|                                |                  |         |         |         |         |         |        |         |
|--------------------------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| GJ Ende: 31.12.<br>in EUR Mio. | CAGR<br>(22-25e) | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023e   | 2024e  | 2025e   |
| <b>Umsatz</b>                  | 10,0 %           | 12,6    | 12,8    | 13,7    | 14,5    | 15,9    | 17,5   | 19,3    |
| <b>Veränd. Umsatz yoy</b>      |                  | -3,4 %  | 1,1 %   | 7,4 %   | 5,6 %   | 10,0 %  | 10,0 % | 10,0 %  |
| <b>Rohertragsmarge</b>         |                  | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 100,0 % | 98,5 %  | 98,5 % | 98,5 %  |
| <b>EBITDA</b>                  | -                | 1,7     | 1,8     | 0,0     | -2,4    | -1,2    | -0,1   | 0,8     |
| <b>Marge</b>                   |                  | 13,6 %  | 14,1 %  | -0,3 %  | -16,5 % | -7,7 %  | -0,7 % | 4,3 %   |
| <b>EBIT</b>                    | -                | 1,0     | 1,1     | -0,7    | -3,1    | -1,8    | -0,7   | 0,2     |
| <b>Marge</b>                   |                  | 7,8 %   | 8,9 %   | -5,4 %  | -21,4 % | -11,2 % | -4,2 % | 0,8 %   |
| <b>Nettoergebnis</b>           | -                | 2,9     | 0,3     | -1,6    | -4,1    | -1,9    | -0,9   | 0,0     |
| <b>EPS</b>                     | -                | 1,32    | 0,13    | -0,70   | -1,78   | -0,86   | -0,38  | 0,01    |
| <b>EPS adj.</b>                | -                | 1,32    | 0,13    | -0,70   | -1,78   | -0,86   | -0,38  | 0,01    |
| <b>DPS</b>                     | -                | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00   | 0,00    |
| <b>Dividendenrendite</b>       |                  | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | n.a.    |
| <b>FCFPS</b>                   |                  | 0,73    | 0,39    | -0,36   | -1,08   | -0,62   | -0,11  | 0,21    |
| <b>FCF / MarktKap.</b>         |                  | 4,1 %   | 2,0 %   | -1,3 %  | -5,2 %  | -7,4 %  | -1,4 % | 2,5 %   |
| <b>EV / Umsatz</b>             |                  | 3,1 x   | 3,3 x   | 4,6 x   | 3,4 x   | 1,5 x   | 1,4 x  | 1,2 x   |
| <b>EV / EBITDA</b>             |                  | 23,0 x  | 23,5 x  | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | 28,2 x  |
| <b>EV / EBIT</b>               |                  | 40,3 x  | 37,3 x  | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | 151,8 x |
| <b>KGV</b>                     |                  | 13,4 x  | 148,3 x | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | 855,0 x |
| <b>KGV ber.</b>                |                  | 13,4 x  | 148,3 x | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | 855,0 x |
| <b>FCF Potential Yield</b>     |                  | 10,0 %  | 2,4 %   | -1,6 %  | -6,6 %  | -5,7 %  | -1,0 % | 3,1 %   |
| <b>Nettoverschuldung</b>       |                  | 0,0     | -0,8    | 0,0     | 2,7     | 4,1     | 4,4    | 3,9     |
| <b>ROCE (NOPAT)</b>            |                  | 28,9 %  | 3,3 %   | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.   | 1,6 %   |
| <b>Guidance:</b>               | n.a.             |         |         |         |         |         |        |         |

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

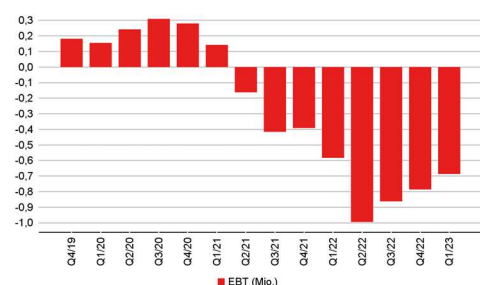
**Unternehmenshintergrund**

- 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**

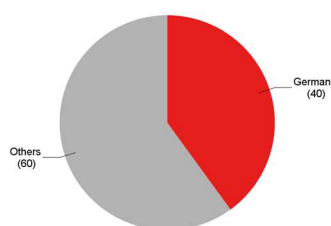
- InVision verfügt über jahrelange Erfahrung im Bereich Call Center / WFM.
- Auf dieser Basis wurde seit 2011 an cloudbasierten Produkten gearbeitet. InVision wurde so "first mover" im Bereich cloudbasierter WFM-Lösungen. Dies gilt auch für die zweite Produktreihe der cloudbasierten Schulungen.
- Das 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



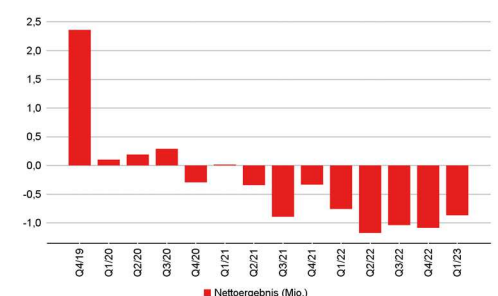
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2022e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio.       | Detailplanung |        |        | Übergangsphase |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
|                              | 2023e         | 2024e  | 2025e  | 2026e          | 2027e  | 2028e  | 2029e  | 2030e  | 2031e  | 2032e  | 2033e  | 2034e  | 2035e  |             |
| Umsatz                       | 15,9          | 17,5   | 19,3   | 21,2           | 23,3   | 25,6   | 28,2   | 31,0   | 34,1   | 37,5   | 40,9   | 42,9   | 45,1   | 3,0 %       |
| Umsatzwachstum               | 10,0 %        | 10,0 % | 10,0 % | 10,0 %         | 10,0 % | 10,0 % | 10,0 % | 10,0 % | 10,0 % | 10,0 % | 9,0 %  | 5,0 %  | 5,0 %  |             |
| EBIT                         | -1,8          | -0,7   | 0,2    | 0,4            | 1,2    | 2,0    | 5,4    | 7,1    | 8,5    | 9,4    | 10,2   | 10,7   | 11,3   |             |
| EBIT-Marge                   | -11,2 %       | -4,2 % | 0,8 %  | 2,0 %          | 5,0 %  | 8,0 %  | 19,0 % | 23,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % |             |
| Steuerquote (EBT)            | 0,0 %         | 0,0 %  | 0,0 %  | 5,0 %          | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % | 25,0 % |             |
| NOPAT                        | -1,8          | -0,7   | 0,2    | 0,4            | 0,9    | 1,5    | 4,0    | 5,3    | 6,4    | 7,0    | 7,7    | 8,1    | 8,5    |             |
| Abschreibungen               | 0,6           | 0,6    | 0,7    | 0,4            | 0,5    | 0,5    | 0,6    | 0,6    | 0,7    | 0,8    | 0,8    | 0,9    | 0,9    |             |
| 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            | 0,0           | -0,1   | -0,5   | 0,1            | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |             |
| - Investitionen              | 0,1           | 0,1    | 0,1    | 0,4            | 0,5    | 0,5    | 0,6    | 0,6    | 0,7    | 0,8    | 0,8    | 0,9    | 0,9    |             |
| Investitionsquote            | 0,7 %         | 0,6 %  | 0,6 %  | 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) | -1,3          | -0,1   | 1,2    | 0,3            | 0,8    | 1,4    | 3,9    | 5,2    | 6,3    | 6,9    | 7,5    | 8,0    | 8,4    |             |
| Barwert FCF                  | -1,2          | -0,1   | 0,9    | 0,2            | 0,5    | 0,7    | 1,8    | 2,1    | 2,2    | 2,2    | 2,1    | 2,0    | 1,9    | 20          |
| Anteil der Barwerte          | -1,11 %       |        |        | 44,57 %        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 56,54 %     |

Modell-Parameter

|                        |                |                        |             |
|------------------------|----------------|------------------------|-------------|
| Herleitung WACC:       |                | Herleitung Beta:       |             |
| Fremdkapitalquote      | 0,00 %         | Finanzielle Stabilität | 1,80        |
| FK-Zins (nach Steuern) | 4,2 %          | Liquidität (Aktie)     | 1,80        |
| Marktrendite           | 8,25 %         | Zyklizität             | 1,80        |
| Risikofreie Rendite    | 2,75 %         | Transparenz            | 1,80        |
|                        |                | Sonstiges              | 1,80        |
| <b>WACC</b>            | <b>12,65 %</b> | <b>Beta</b>            | <b>1,80</b> |

Wertermittlung (Mio.)

|                            |           |                            |              |
|----------------------------|-----------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2035e         | 15        |                            |              |
| Terminal Value             | 20        |                            |              |
| Zinstr. Verbindlichkeiten  | 9         |                            |              |
| Pensionsrückstellungen     | 0         |                            |              |
| Hybridkapital              | 0         |                            |              |
| Minderheiten               | 0         |                            |              |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0         |                            |              |
| Liquide Mittel             | 6         | Aktienzahl (Mio.)          | 2,2          |
| <b>Eigenkapitalwert</b>    | <b>32</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>14,48</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 | 13,7 % | 11,77           | 11,92  | 12,08  | 12,25  | 12,42  | 12,60  | 12,79  | 1,98 | 13,7 % | 10,94            | 11,38   | 11,81   | 12,25   | 12,68   | 13,12   | 13,55   |
| 1,89 | 13,2 % | 12,76           | 12,93  | 13,11  | 13,30  | 13,51  | 13,72  | 13,94  | 1,89 | 13,2 % | 11,93            | 12,39   | 12,85   | 13,30   | 13,76   | 14,22   | 14,68   |
| 1,85 | 12,9 % | 13,29           | 13,47  | 13,67  | 13,88  | 14,10  | 14,33  | 14,57  | 1,85 | 12,9 % | 12,46            | 12,94   | 13,41   | 13,88   | 14,35   | 14,82   | 15,29   |
| 1,80 | 12,7 % | 13,85           | 14,05  | 14,26  | 14,48  | 14,72  | 14,97  | 15,23  | 1,80 | 12,7 % | 13,03            | 13,52   | 14,00   | 14,48   | 14,97   | 15,45   | 15,94   |
| 1,75 | 12,4 % | 14,44           | 14,65  | 14,88  | 15,13  | 15,38  | 15,65  | 15,94  | 1,75 | 12,4 % | 13,63            | 14,13   | 14,63   | 15,13   | 15,63   | 16,12   | 16,62   |
| 1,71 | 12,2 % | 15,06           | 15,30  | 15,55  | 15,81  | 16,09  | 16,38  | 16,69  | 1,71 | 12,2 % | 14,27            | 14,78   | 15,30   | 15,81   | 16,32   | 16,84   | 17,35   |
| 1,62 | 11,7 % | 16,42           | 16,70  | 16,99  | 17,30  | 17,63  | 17,98  | 18,35  | 1,62 | 11,7 % | 15,67            | 16,21   | 16,76   | 17,30   | 17,85   | 18,39   | 18,94   |

- 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                       |        |         |        |        |        |        |         |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                                      | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e   |
| KBV                                  | 3,0 x  | 3,2 x   | 5,3 x  | 5,9 x  | 3,2 x  | 3,7 x  | 3,7 x   |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 5,06   | 5,27    | 4,69   | 2,94   | 2,09   | 1,71   | 1,76    |
| EV / Umsatz                          | 3,1 x  | 3,3 x   | 4,6 x  | 3,4 x  | 1,5 x  | 1,4 x  | 1,2 x   |
| EV / EBITDA                          | 23,0 x | 23,5 x  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 28,2 x  |
| EV / EBIT                            | 40,3 x | 37,3 x  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 151,8 x |
| EV / EBIT adj.*                      | 40,3 x | 37,3 x  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 151,8 x |
| Kurs / FCF                           | 24,2 x | 49,8 x  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 39,9 x  |
| KGV                                  | 13,4 x | 148,3 x | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 855,0 x |
| KGV ber.*                            | 13,4 x | 148,3 x | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 855,0 x |
| Dividendenrendite                    | n.a.   | n.a.    | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    |
| FCF Potential Yield (on market EV)   | 10,0 % | 2,4 %   | -1,6 % | -6,6 % | -5,7 % | -1,0 % | 3,1 %   |
| *Adjustiert um:                      | -      |         |        |        |        |        |         |

| Unternehmensspezifische Kennzahlen           |      |      |      |      |       |       |       |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| 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.   | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023e          | 2024e         | 2025e         |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatz</b>   | <b>12,6</b>    | <b>12,8</b>    | <b>13,7</b>    | <b>14,5</b>    | <b>15,9</b>    | <b>17,5</b>   | <b>19,3</b>   |
| Veränd. Umsatz yoy                                      | -3,4 %         | 1,1 %          | 7,4 %          | 5,6 %          | 10,0 %         | 10,0 %        | 10,0 %        |
| 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>12,6</b>    | <b>12,8</b>    | <b>13,7</b>    | <b>14,5</b>    | <b>15,9</b>    | <b>17,5</b>   | <b>19,3</b>   |
| Materialaufwand   | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,2            | 0,3           | 0,3           |
| <b>Rohertrag</b>  | <b>12,6</b>    | <b>12,8</b>    | <b>13,7</b>    | <b>14,5</b>    | <b>15,7</b>    | <b>17,2</b>   | <b>19,0</b>   |
| <i>Rohertragsmarge</i>                                  | <i>100,0 %</i> | <i>100,0 %</i> | <i>100,0 %</i> | <i>100,0 %</i> | <i>98,5 %</i>  | <i>98,5 %</i> | <i>98,5 %</i> |
| Personalaufwendungen                                    | 8,2            | 8,7            | 10,5           | 13,1           | 13,2           | 13,7          | 14,4          |
| Sonstige betriebliche Erträge                           | 0,1            | 0,1            | 0,1            | 0,1            | 0,1            | 0,1           | 0,2           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                      | 2,9            | 2,3            | 3,3            | 3,9            | 3,8            | 3,9           | 3,9           |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                      | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBITDA</b>   | <b>1,7</b>     | <b>1,8</b>     | <b>0,0</b>     | <b>-2,4</b>    | <b>-1,2</b>    | <b>-0,1</b>   | <b>0,8</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>13,6 %</i>  | <i>14,1 %</i>  | <i>-0,3 %</i>  | <i>-16,5 %</i> | <i>-7,7 %</i>  | <i>-0,7 %</i> | <i>4,3 %</i>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                          | 0,7            | 0,7            | 0,7            | 0,7            | 0,6            | 0,6           | 0,7           |
| <b>EBITA</b>  | <b>1,0</b>     | <b>1,1</b>     | <b>-0,7</b>    | <b>-3,1</b>    | <b>-1,8</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>0,2</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>1,0</b>     | <b>1,1</b>     | <b>-0,7</b>    | <b>-3,1</b>    | <b>-1,8</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>0,2</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>7,8 %</i>   | <i>8,9 %</i>   | <i>-5,4 %</i>  | <i>-21,4 %</i> | <i>-11,2 %</i> | <i>-4,2 %</i> | <i>0,8 %</i>  |
| <b>EBIT adj.</b>  | <b>1,0</b>     | <b>1,1</b>     | <b>-0,7</b>    | <b>-3,1</b>    | <b>-1,8</b>    | <b>-0,7</b>   | <b>0,2</b>    |
| Zinserträge   | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| Zinsaufwendungen  | 0,1            | 0,1            | 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>0,9</b>     | <b>1,0</b>     | <b>-0,8</b>    | <b>-3,2</b>    | <b>-1,9</b>    | <b>-0,9</b>   | <b>0,0</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>7,0 %</i>   | <i>7,7 %</i>   | <i>-6,0 %</i>  | <i>-22,3 %</i> | <i>-12,0 %</i> | <i>-4,9 %</i> | <i>0,1 %</i>  |
| Steuern gesamt  | -2,1           | 0,6            | 0,8            | 0,8            | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>3,0</b>     | <b>0,4</b>     | <b>-1,6</b>    | <b>-4,0</b>    | <b>-1,9</b>    | <b>-0,9</b>   | <b>0,0</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>2,9</b>     | <b>0,3</b>     | <b>-1,6</b>    | <b>-4,1</b>    | <b>-1,9</b>    | <b>-0,9</b>   | <b>0,0</b>    |
| Minderheitenanteile                                     | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0           |
| <b>Nettoergebnis</b>                                    | <b>2,9</b>     | <b>0,3</b>     | <b>-1,6</b>    | <b>-4,1</b>    | <b>-1,9</b>    | <b>-0,9</b>   | <b>0,0</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>23,3 %</i>  | <i>2,3 %</i>   | <i>-11,4 %</i> | <i>-28,1 %</i> | <i>-12,0 %</i> | <i>-4,9 %</i> | <i>0,1 %</i>  |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich)                         | 2,2            | 2,2            | 2,2            | 2,3            | 2,2            | 2,3           | 2,3           |
| <b>EPS</b>  | <b>1,32</b>    | <b>0,13</b>    | <b>-0,70</b>   | <b>-1,78</b>   | <b>-0,86</b>   | <b>-0,38</b>  | <b>0,01</b>   |
| EPS adj.  | 1,32           | 0,13           | -0,70          | -1,78          | -0,86          | -0,38         | 0,01          |

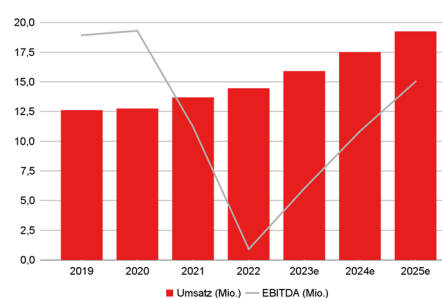
\*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

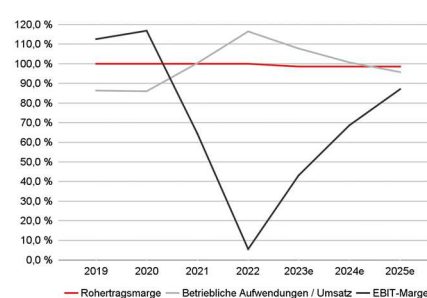
Kennzahlen

|                                    | 2019     | 2020    | 2021    | 2022    | 2023e   | 2024e   | 2025e   |
|------------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 86,4 %   | 85,9 %  | 100,3 % | 116,5 % | 107,7 % | 100,7 % | 95,7 %  |
| Operating Leverage                 | -93,2 x  | 14,8 x  | n.a.    | 56,7 x  | -4,2 x  | -5,9 x  | n.a.    |
| EBITDA / Interest expenses         | 15,9 x   | 12,1 x  | n.m.    | n.m.    | n.m.    | n.m.    | 6,2 x   |
| Steuerquote (EBT)                  | -236,9 % | 62,1 %  | -97,6 % | -23,3 % | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Ausschüttungsquote                 | 0,0 %    | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Umsatz je Mitarbeiter              | 104.273  | 112.852 | 106.959 | 112.992 | 123.080 | 130.970 | 136.208 |

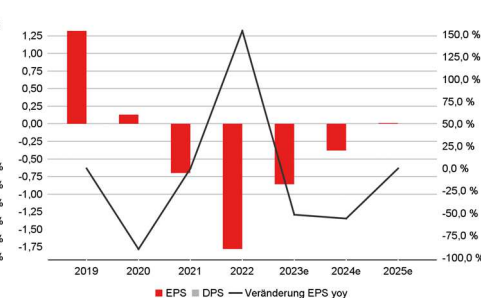
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

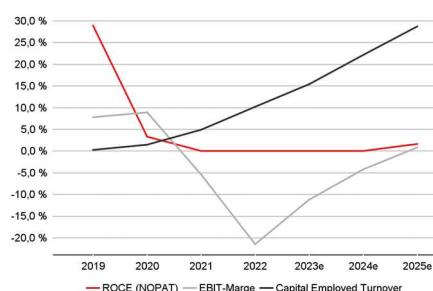
**Bilanz**

| In EUR Mio.                                  | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                                |             |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände            | 1,8         | 1,6         | 1,5         | 1,3         | 1,3         | 1,3         | 1,3         |
| davon übrige imm. VG                         | 1,8         | 1,6         | 1,5         | 1,3         | 1,3         | 1,3         | 1,3         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sachanlagen                                  | 8,9         | 8,9         | 8,3         | 7,9         | 7,4         | 6,9         | 6,4         |
| 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>10,8</b> | <b>10,6</b> | <b>9,7</b>  | <b>9,2</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,2</b>  | <b>7,7</b>  |
| Vorräte                                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen   | 1,2         | 1,2         | 1,3         | 1,6         | 1,5         | 1,5         | 1,6         |
| Liquide Mittel                               | 2,6         | 7,8         | 6,3         | 6,5         | 4,0         | 3,8         | 4,3         |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen             | 3,7         | 2,9         | 2,6         | 1,6         | 1,6         | 1,6         | 1,6         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                        | <b>7,5</b>  | <b>11,8</b> | <b>10,2</b> | <b>9,7</b>  | <b>7,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,5</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                  | <b>18,2</b> | <b>22,4</b> | <b>20,0</b> | <b>18,9</b> | <b>15,9</b> | <b>15,1</b> | <b>15,2</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         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         |
| Gewinnrücklagen                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -1,9        | -2,8        | -2,8        |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten             | 9,7         | 10,0        | 8,5         | 4,4         | 4,4         | 4,4         | 4,5         |
| Buchwert                                     | 13,1        | 13,4        | 11,9        | 8,0         | 6,1         | 5,2         | 5,3         |
| Anteile Dritter                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                          | <b>13,1</b> | <b>13,4</b> | <b>11,9</b> | <b>8,0</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,3</b>  |
| Rückstellungen gesamt                        | 0,2         | 0,2         | 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)             | 2,6         | 7,0         | 6,3         | 9,2         | 8,1         | 8,1         | 8,1         |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten         | 0,5         | 1,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen     | 0,2         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,1         | 0,2         | 0,2         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                   | 2,1         | 1,7         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                     | <b>5,1</b>  | <b>9,0</b>  | <b>8,1</b>  | <b>10,9</b> | <b>9,8</b>  | <b>9,9</b>  | <b>9,9</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>                 | <b>18,2</b> | <b>22,4</b> | <b>20,0</b> | <b>18,9</b> | <b>15,9</b> | <b>15,1</b> | <b>15,2</b> |

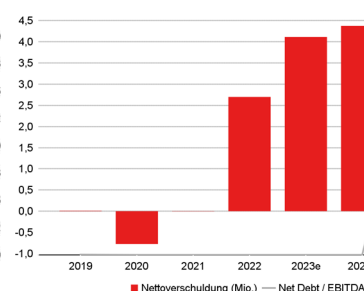
**Kennzahlen**

|                                      | 2019   | 2020   | 2021    | 2022    | 2023e   | 2024e   | 2025e   |
|--------------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Kapitaleffizienz</b>              |        |        |         |         |         |         |         |
| Operating Assets Turnover            | 1,3 x  | 1,3 x  | 1,4 x   | 1,5 x   | 1,8 x   | 2,1 x   | 2,5 x   |
| Capital Employed Turnover            | 1,0 x  | 1,0 x  | 1,1 x   | 1,4 x   | 1,6 x   | 1,8 x   | 2,1 x   |
| ROA                                  | 27,4 % | 2,7 %  | -16,0 % | -44,3 % | -21,9 % | -10,5 % | 0,3 %   |
| <b>Kapitalverzinsung</b>             |        |        |         |         |         |         |         |
| ROCE (NOPAT)                         | 28,9 % | 3,3 %  | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | 1,6 %   |
| ROE                                  | 25,3 % | 2,2 %  | -12,3 % | -40,8 % | -27,3 % | -15,4 % | 0,5 %   |
| Adj. ROE                             | 25,3 % | 2,2 %  | -12,3 % | -40,8 % | -27,3 % | -15,4 % | 0,5 %   |
| <b>Bilanzqualität</b>                |        |        |         |         |         |         |         |
| Nettoverschuldung                    | 0,0    | -0,8   | 0,0     | 2,7     | 4,1     | 4,4     | 3,9     |
| Nettofinanzverschuldung              | 0,0    | -0,8   | 0,0     | 2,7     | 4,1     | 4,4     | 3,9     |
| Net Gearing                          | 0,1 %  | -5,8 % | 0,0 %   | 33,9 %  | 68,0 %  | 84,4 %  | 73,2 %  |
| Net Fin. Debt / EBITDA               | 0,6 %  | n.a.   | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | 469,7 % |
| Buchwert je Aktie                    | 5,9    | 6,0    | 5,3     | 3,5     | 2,7     | 2,3     | 2,3     |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 5,1    | 5,3    | 4,7     | 2,9     | 2,1     | 1,7     | 1,8     |

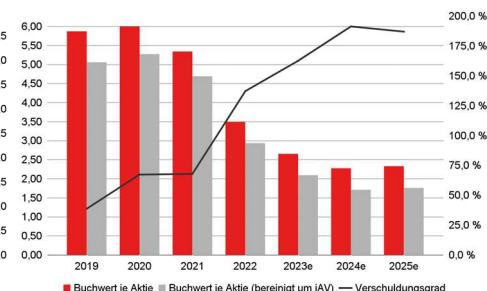
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

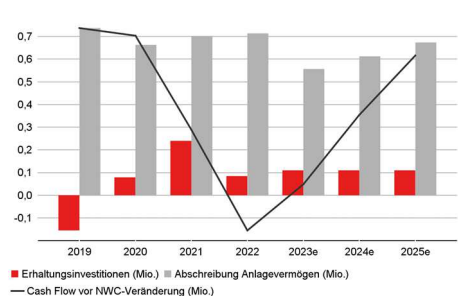
Cash flow

| In EUR Mio.                                      | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 2,9         | 0,3         | -1,6        | -4,1        | -1,9        | -0,9        | 0,0         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 0,6         | 0,6         | 0,7         |
| 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          | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -2,7        | -0,1        | 0,2         | 1,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>             | <b>1,1</b>  | <b>1,0</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-2,1</b> | <b>-1,4</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,7</b>  |
| Veränderung Vorräte                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | 0,2         | 0,0         | -0,2        | -0,3        | 0,1         | 0,0         | -0,1        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | 0,1         | -0,1        | 0,1         | 0,0         | -0,1        | 0,1         | 0,0         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital (gesamt)             | 0,3         | -0,1        | -0,1        | -0,3        | 0,0         | 0,1         | -0,1        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>    | <b>1,5</b>  | <b>0,9</b>  | <b>-0,6</b> | <b>-2,4</b> | <b>-1,3</b> | <b>-0,2</b> | <b>0,6</b>  |
| Investitionen in iAV                             | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Investitionen in Sachanlagen                     | -0,2        | 0,1         | 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                        | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>   | <b>-0,1</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,1</b> |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten              | 2,4         | 4,4         | -0,7        | 2,9         | -1,0        | 0,0         | 0,0         |
| Dividende Vorjahr                                | 0,0         | 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  | -1,8        | -0,1        | 0,0         | -0,2        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>  | <b>0,6</b>  | <b>4,3</b>  | <b>-0,7</b> | <b>2,7</b>  | <b>-1,0</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>    | <b>1,9</b>  | <b>5,2</b>  | <b>-1,5</b> | <b>0,2</b>  | <b>-2,5</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,5</b>  |
| Effekte aus Wechselkursänderungen                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                 | <b>2,6</b>  | <b>7,8</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,3</b>  |

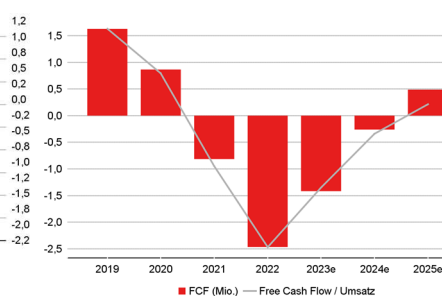
Kennzahlen

|   | 2019    | 2020     | 2021    | 2022     | 2023e    | 2024e   | 2025e    |
|---|---------|----------|---------|----------|----------|---------|----------|
| <b>Kapitalfluss</b>                     |         |          |         |          |          |         |          |
| FCF                                     | 1,6     | 0,9      | -0,8    | -2,5     | -1,4     | -0,3    | 0,5      |
| Free Cash Flow / Umsatz                 | 12,9 %  | 6,8 %    | -6,0 %  | -17,0 %  | -8,9 %   | -1,5 %  | 2,5 %    |
| Free Cash Flow Potential                | 3,9     | 1,0      | -1,0    | -3,3     | -1,3     | -0,2    | 0,7      |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss       | 55,3 %  | 300,9 %  | 52,4 %  | 60,7 %   | 74,2 %   | 30,3 %  | 1969,8 % |
| Zinserträge / Avg. Cash                 | 1,0 %   | 0,0 %    | 0,1 %   | 0,1 %    | 0,1 %    | 0,1 %   | 0,1 %    |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                 | 7,5 %   | 3,1 %    | 1,4 %   | 1,7 %    | 1,5 %    | 1,6 %   | 1,6 %    |
| <b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>     |         |          |         |          |          |         |          |
| Investitionsquote                       | 1,2 %   | 0,6 %    | 1,8 %   | 0,6 %    | 0,7 %    | 0,6 %   | 0,6 %    |
| Maint. Capex / Umsatz                   | -1,2 %  | 0,6 %    | 1,8 %   | 0,6 %    | 0,7 %    | 0,6 %   | 0,6 %    |
| CAPEX / Abschreibungen                  | 21,0 %  | 11,9 %   | 34,2 %  | 11,9 %   | 19,8 %   | 18,0 %  | 16,3 %   |
| Avg. Working Capital / Umsatz           | 8,4 %   | 8,1 %    | 8,1 %   | 9,0 %    | 8,9 %    | 7,7 %   | 7,0 %    |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 715,4 % | 1246,2 % | 866,9 % | 1058,3 % | 1500,0 % | 750,0 % | 800,0 %  |
| Vorratumschlag                          | n.a.    | n.a.     | n.a.    | n.a.     | n.a.     | n.a.    | n.a.     |
| Receivables collection period (Tage)    | 34      | 33       | 35      | 40       | 34       | 31      | 30       |
| Payables payment period (Tage)          | 20.390  | 69.417   | 18.526  | n.a.     | 153      | 278     | 253      |
| Cash conversion cycle (Tage)            | n.a.    | n.a.     | n.a.    | n.a.     | n.a.     | n.a.    | n.a.     |

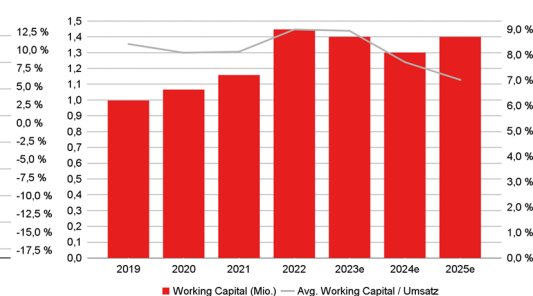
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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. 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)   |
|-------------|------------|---|
| 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**

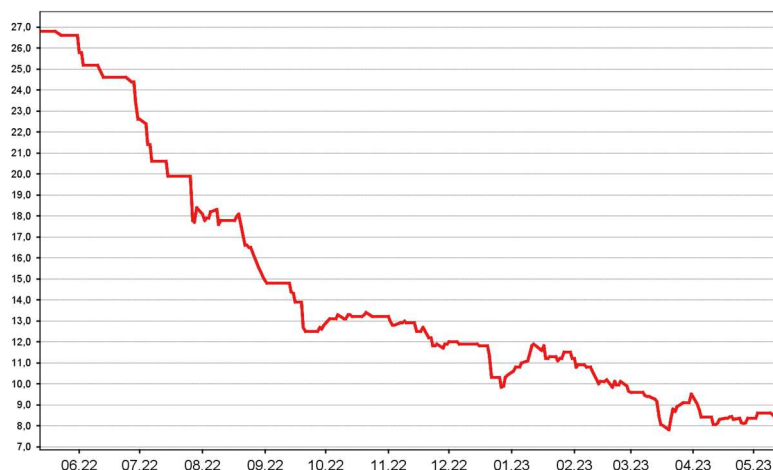
| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 160                | 75               |
| Halten           | 43                 | 20               |
| Verkaufen        | 7                  | 3                |
| Empf. ausgesetzt | 3                  | 1                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>213</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           | 46                 | 88               |
| Halten           | 5                  | 10               |
| Verkaufen        | 0                  | 0                |
| Empf. ausgesetzt | 1                  | 2                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>52</b>          | <b>100</b>       |

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INVISION] AM [12.05.2023]**



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SALES TRADING

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

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

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

**Jan-Philip Schmidt** +49 40 3282-2682  
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com

**Sebastian Schulz** +49 40 3282-2631  
Sales Trading sschulz@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