

<b>Buy</b> <b>EUR 38,50</b> (EUR 40,50)  Kurs <b>EUR 35,25</b> <b>Upside 9,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 38,48 FCF-Value Potential 21e: 35,29	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 3,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b>  Beteiligungsgesellschaft
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 948 Aktienanzahl (Mio.): 27 EV: 1.453 Freefloat MC: 666 Ø Trad. Vol. (30T): 359,66 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 70,2 % Versicherungskammer Bayern 17,7 % H.J.Selzer et al. 5,7 % Wirtgen Invest 3,7 % Epina GmbH & Co. KG 2,7 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 1,2 KBV: 1,1 x EK-Quote: 44 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,5 x Net Debt / EBITDA: 2,7 x

## Gemischte Q3-Ergebnisse führen zu Aktualisierung der Guidance für das GJ 21

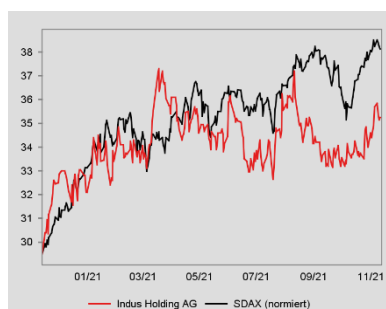
<b>Berichtete Kennzahlen Q3/2021:</b> <b>INDUS Holding - Q3 2021</b>	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Der Umsatz stieg in Q3 um 14,4% ggü. Vj. auf EUR 446 Mio. (WRe: EUR 438 Mio., Konsens: EUR 432 Mio.), angetrieben von einer soliden Erholung im Bereich Maschinen- und Anlagenbau.</li> <li>Das bereinigte EBIT stieg in Q3 um 35% ggü. Vj. auf EUR 30,5 Mio. (WRe: EUR 30 Mio., Konsens: EUR 29,4 Mio.) und die Marge verbesserte sich um 1,0 PP ggü. Vj. auf 6,8%. INDUS verbuchte Wertminderungen in Höhe von EUR 8 Mio. Das ausgewiesene EBIT lag daher in Q3 mit EUR 22,3 Mio. lediglich auf dem Niveau des Vorjahres.</li> <li>Während INDUS seine Umsatzprognose von EUR 1.600-1.750 Mio. (WRe: EUR 1.683 Mio., Konsens: EUR 1.689 Mio.) bestätigte, wurde das EBIT-Ziel auf EUR 95-110 Mio. reduziert (bisher: EUR 100-115 Mio., WRe: EUR 115 Mio., Konsens: EUR 120 Mio.).</li> </ul>																																																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>in EUR m</th> <th>Q3/21</th> <th>Q3/21e</th> <th>Q3/20</th> <th>yoy</th> <th>Consensus</th> <th>9M/21</th> <th>9M/20</th> <th>yoy</th> <th>FY 2021 Consensus</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sales</td> <td>446.1</td> <td>438.0</td> <td>389.9</td> <td>14.4%</td> <td>432.2</td> <td>1,296.4</td> <td>1,164.1</td> <td>11.4%</td> <td>1,685.0</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>22.3</td> <td>30.0</td> <td>22.6</td> <td>-1.2%</td> <td>29.4</td> <td>78.6</td> <td>4.2</td> <td>n.m</td> <td>120.0</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>5.0%</td> <td>6.8%</td> <td>5.8%</td> <td></td> <td>6.8%</td> <td>6.1%</td> <td>0.4%</td> <td></td> <td>7.1%</td> </tr> <tr> <td>EPS in EUR</td> <td>0.39</td> <td>0.41</td> <td>0.23</td> <td>69.6%</td> <td>n.a</td> <td>1.48</td> <td>-1.41</td> <td>-</td> <td>2.54</td> </tr> </tbody> </table>	in EUR m	Q3/21	Q3/21e	Q3/20	yoy	Consensus	9M/21	9M/20	yoy	FY 2021 Consensus	Sales	446.1	438.0	389.9	14.4%	432.2	1,296.4	1,164.1	11.4%	1,685.0	EBIT	22.3	30.0	22.6	-1.2%	29.4	78.6	4.2	n.m	120.0	margin	5.0%	6.8%	5.8%		6.8%	6.1%	0.4%		7.1%	EPS in EUR	0.39	0.41	0.23	69.6%	n.a	1.48	-1.41	-	2.54	
in EUR m	Q3/21	Q3/21e	Q3/20	yoy	Consensus	9M/21	9M/20	yoy	FY 2021 Consensus																																										
Sales	446.1	438.0	389.9	14.4%	432.2	1,296.4	1,164.1	11.4%	1,685.0																																										
EBIT	22.3	30.0	22.6	-1.2%	29.4	78.6	4.2	n.m	120.0																																										
margin	5.0%	6.8%	5.8%		6.8%	6.1%	0.4%		7.1%																																										
EPS in EUR	0.39	0.41	0.23	69.6%	n.a	1.48	-1.41	-	2.54																																										

Die Q3-Ergebnisse zeigen, dass INDUS mit einem dynamischen Umsatzwachstum von 14% ggü. Vj. von der wirtschaftlichen Erholung nach COVID profitiert. Damit bestätigte das Unternehmen seine Umsatzprognose für das GJ 21 von EUR 1.600-1.750 Mio., was eine Verlangsamung auf ein Wachstum im niedrigen einstelligen Bereich ggü. Vj. in Q4 impliziert. Dies ist unserer Ansicht nach gut erreichbar und wir erwarten nun, dass INDUS die obere Hälfte dieser Spanne erreicht.

Gleichzeitig bleibt das Fahrzeugtechnikgeschäft herausfordernd. Während das Segment in Q3 um solide 6% ggü. Vj. wuchs, musste das Unternehmen im Rahmen des jährlichen Werthaltigkeitstests Wertminderungen in Höhe von EUR 8 Mio. auf zwei Tochtergesellschaften des Segments vornehmen (davon ca. EUR 2,5 Mio. Wertminderung für Geschäfts- oder Firmenwert). Dies dürfte auch erklären, warum die GJ 21-Guidance für das EBIT auf EUR 95-110 Mio. gesenkt wurde. Dies impliziert eine EBIT-Marge von 5,7% in Q4, verglichen mit 6,8% in Q3 (bereinigt um Wertminderungen) und 5,3% in Q4 20. Da die meisten Portfoliounternehmen in der Lage sein sollten, die Inputkosteninflation an die Kunden weiterzugeben, sollte dies erreichbar sein.

Das Unternehmen bestätigte sein mittelfristiges Ziel von mindestens EUR 2 Mrd. Umsatz und einer EBIT-Marge von 10% im Jahr 2025e. Zudem zeigte sich das Management zuversichtlich, kurzfristig eine weitere Akquisition im Bereich der Automatisierung, einem der Zielsegmente von INDUS, abschließen zu können. Da die Aktie lediglich mit einem KGV von 11 gehandelt wird, erscheint die Bewertung anspruchslos und wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von EUR 38,50.

<b>Schätzungsänderungen:</b>	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Anhebung der Umsatzschätzungen spiegelt solide Erholung und besseres Wachstum in Q3 als erwartet wider</li> <li>EBIT-Schätzungen für 2021 aufgrund von Wertminderungen im Segment Fahrzeugtechnik gesenkt</li> <li>2022 &amp; 2021 EBIT-Schätzungen angesichts anhaltender Lieferkettenengpässe leicht gesenkt</li> <li>EPS-Schätzungen gesenkt, um jüngste Kapitalerhöhung zu berücksichtigen</li> </ul>																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2021e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2022e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2023e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>1.683</td> <td>1,9 %</td> <td>1.767</td> <td>0,9 %</td> <td>1.845</td> <td>1,3 %</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>115</td> <td>-14,9 %</td> <td>155</td> <td>-4,8 %</td> <td>168</td> <td>-0,8 %</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>2,59</td> <td>-29,0 %</td> <td>3,69</td> <td>-13,8 %</td> <td>4,04</td> <td>-9,9 %</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	Umsatz	1.683	1,9 %	1.767	0,9 %	1.845	1,3 %	EBIT	115	-14,9 %	155	-4,8 %	168	-0,8 %	EPS	2,59	-29,0 %	3,69	-13,8 %	4,04	-9,9 %	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -																							
Umsatz	1.683	1,9 %	1.767	0,9 %	1.845	1,3 %																							
EBIT	115	-14,9 %	155	-4,8 %	168	-0,8 %																							
EPS	2,59	-29,0 %	3,69	-13,8 %	4,04	-9,9 %																							

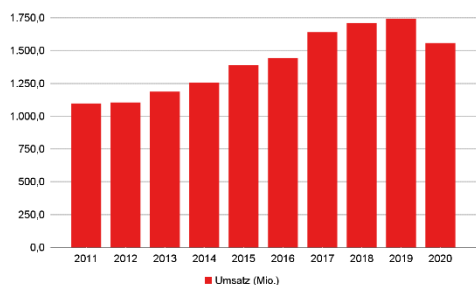


<b>Rel. Performance vs SDAX:</b>	
1 Monat:	-1,8 %
6 Monate:	-7,5 %
Jahresverlauf:	-5,3 %
Letzte 12 Monate:	-11,8 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
23.03.22	FY 2021
05.05.22	Q1
31.05.22	HV
04.08.22	Q2

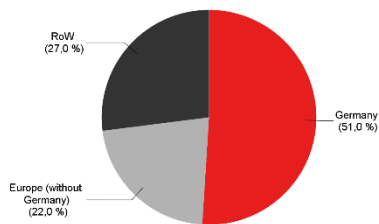
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	6,2 %	1.641	1.711	1.743	1.559	1.714	1.783	1.869
Veränd. Umsatz yoy		13,6 %	4,3 %	1,9 %	-10,6 %	10,0 %	4,0 %	4,8 %
Rohermargemarge		55,2 %	55,1 %	54,2 %	54,4 %	54,6 %	54,9 %	55,1 %
EBITDA	7,9 %	215	218	226	192	183	219	241
Marge		13,1 %	12,8 %	13,0 %	12,3 %	10,7 %	12,3 %	12,9 %
EBIT	88,1 %	153	151	118	25	98	148	167
Marge		9,3 %	8,8 %	6,8 %	1,6 %	5,7 %	8,3 %	8,9 %
Nettoergebnis	-	82	87	59	-27	49	85	98
EPS	-	3,37	3,55	2,43	-1,10	1,84	3,18	3,64
EPS adj.	-	3,37	4,20	2,26	-1,10	1,84	3,18	3,64
DPS	20,5 %	1,50	1,50	0,80	0,80	1,00	1,30	1,40
Dividendenrendite		2,5 %	2,8 %	2,0 %	2,6 %	2,8 %	3,7 %	4,0 %
FCFPS		1,84	-0,66	2,82	4,20	0,88	3,28	3,42
FCF / Marktkap.		3,0 %	-1,2 %	7,1 %	13,9 %	2,5 %	9,3 %	9,7 %
EV / Umsatz		1,2 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA		9,0 x	8,5 x	7,0 x	6,8 x	7,9 x	6,4 x	5,6 x
EV / EBIT		12,6 x	12,3 x	13,3 x	52,2 x	14,8 x	9,4 x	8,0 x
KGV		18,0 x	15,2 x	16,3 x	n.a.	19,2 x	11,1 x	9,7 x
KGV ber.		18,0 x	12,8 x	17,6 x	n.a.	19,2 x	11,1 x	9,7 x
FCF Potential Yield		6,6 %	6,3 %	9,1 %	5,9 %	7,2 %	9,0 %	10,3 %
Nettoverschuldung		443	526	599	569	504	444	389
ROCE (NOPAT)		9,1 %	8,5 %	5,6 %	n.a.	4,6 %	7,0 %	7,7 %
Guidance:		Umsatz EUR 1,6 - 1,75 Mrd.; EBIT EUR 95-110m						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



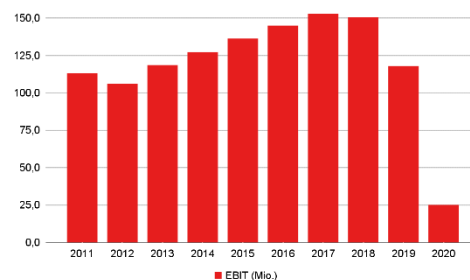
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2020; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

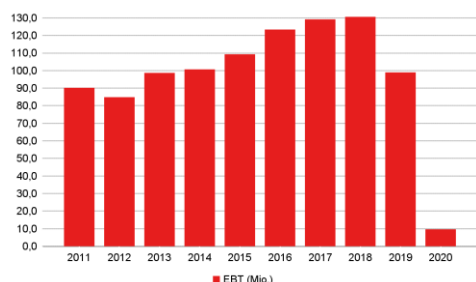
## Unternehmenshintergrund

- Indus Holding ist eine Beteiligungsgesellschaft, die seit 1986 ein Portfolio aufbaut. Mittlerweile gehören 48 Unternehmen zur Holding, in der Regel zu 100% und ohne Exit-Absichten.
- Akquisitionskandidaten müssen ein klares Anforderungsprofil erfüllen: Gesucht werden Mittelständler, die industriell fertigen und bei einem Umsatz zwischen EUR 20 und 100 Mio. profitabel sind und Cash generieren.
- Die Firmen sollen sich den Sektoren Bau/ Infrastruktur, Fahrzeugtechnik, Maschinen- und Anlagenbau, Metalltechnik oder Medizin- und Gesundheitstechnik zuordnen lassen.
- Die Akquisition löst meist ein Nachfolgeproblem. Indus Holding unterstützt bei der Finanzierung und Verwaltung und in strategischer Hinsicht, die Beteiligungen bleiben aber operativ eigenständig.
- Indus Holding finanziert sich über Ausschüttungen und Gebühren der Beteiligungen. Wertsteigerungen des Portfolios werden nicht durch Exits realisiert, sondern schlagen sich im operativen Ergebnis nieder.

## Wettbewerbsqualität

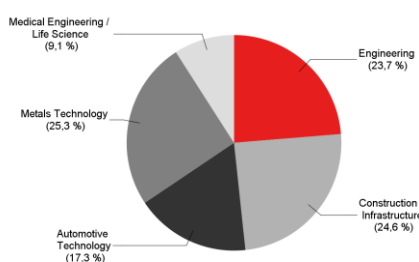
- Indus Holding hat 30 Jahre Erfahrung in der Akquisition und Steuerung mittelständischer Unternehmen mit dem Fokus auf wenige, definierte Branchen und einem guten Track Record.
- Die operative Eigenständigkeit und Langfristigkeit des Engagements sind für viele geschäftsführende GmbH-Gesellschafter attraktiver als der befristete Einstieg eines Beteiligungs-Fonds oder eines Industriepartners.
- Kleine Mittelständler benötigen häufig strategische und finanzielle Unterstützung bei der Internationalisierung des Geschäftes oder bei Akquisitionen. Das kann Indus Holding eher bieten als ein reiner Finanzinvestor.
- Der Vorstand wird in seinen Entscheidungen inhaltlich nicht von den Aktionären beeinflusst und ist damit unabhängiger als Investoren, die zu Banken, der öffentlichen Hand o.ä. gehören oder die über Fonds einsteigen.
- Indus Holding ist nicht abhängig von gelungenen Exits, da erfolgreiche Unternehmen im Portfolio verbleiben.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



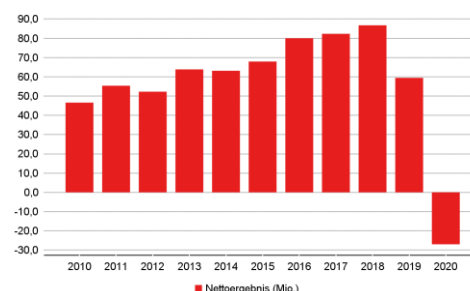
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2020; 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	1.714	1.783	1.869	1.953	2.035	2.114	2.190	2.262	2.330	2.393	2.451	2.502	2.540	
Umsatzwachstum	10,0 %	4,0 %	4,8 %	4,5 %	4,2 %	3,9 %	3,6 %	3,3 %	3,0 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	106	148	167	166	171	175	180	183	186	189	191	193	193	
EBIT-Marge	6,2 %	8,3 %	8,9 %	8,5 %	8,4 %	8,3 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %	
Steuerquote (EBT)	36,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	68	96	108	108	111	114	117	119	121	123	124	125	125	
Abschreibungen	77	72	74	79	85	90	96	99	100	100	100	99	101	
Abschreibungsquote	4,5 %	4,0 %	4,0 %	4,1 %	4,2 %	4,3 %	4,4 %	4,4 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	
Veränd. Rückstellungen	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2	1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	83	11	16	24	22	22	21	20	18	17	15	14	10	
- Investitionen	75	78	87	89	90	92	93	94	94	94	94	94	102	
Investitionsquote	4,3 %	4,3 %	4,6 %	4,5 %	4,4 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %	4,0 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-11	81	82	78	86	93	101	107	110	113	116	119	116	117
Barwert FCF	-11	76	72	63	65	66	67	66	63	61	58	55	50	886
Anteil der Barwerte	8,36 %			37,46 %										54,18 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	1,10
FK-Zins (nach Steuern)	3,3 %	Liquidität (Aktie)	1,20
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>7,22 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,22</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	750		
Terminal Value	886		
Zinstr. Verbindlichkeiten	681		
Pensionsrückstellungen	53		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	135	Aktienzahl (Mio.)	26,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>1.035</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>38,48</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,45	8,2 %	26,54	27,32	28,16	29,06	30,03	31,08	32,21	17,29	21,21	25,13	29,06	32,98	36,91	40,83
1,33	7,7 %	30,31	31,26	32,28	33,39	34,59	35,90	37,32	20,69	24,92	29,16	33,39	37,63	41,86	46,09
1,28	7,5 %	32,40	33,46	34,60	35,83	37,17	38,64	40,24	22,61	27,01	31,42	35,83	40,24	44,65	49,06
1,22	7,2 %	34,66	35,83	37,10	<b>38,48</b>	39,99	41,64	43,46	24,69	29,29	33,89	<b>38,48</b>	43,08	47,68	52,28
1,16	7,0 %	37,11	38,41	39,83	41,38	43,08	44,95	47,02	26,97	31,77	36,58	41,38	46,19	50,99	55,80
1,11	6,7 %	39,76	41,22	42,81	44,56	46,48	48,61	50,97	29,46	34,49	39,53	44,56	49,59	54,62	59,65
0,99	6,2 %	45,79	47,64	49,67	51,92	54,42	57,22	60,37	35,25	40,81	46,36	51,92	57,48	63,04	68,60

- Die EBIT-Marge erreicht ab 2022 8,3% im Vergleich zu 9,3% in 2017
- Die WACC liegen bei 7,22% (Beta von 1,18 bei einer erwarteten Marktrendite von 7% und Fremdkapitalkosten von 3,3%)

### Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	83	71	60	-27	58	86	98	
+ Abschreibung + Amortisation	62	68	108	133	77	72	74	
- Zinsergebnis (netto)	-24	-20	-19	-15	-15	-15	-15	
- Erhaltungsinvestitionen	41	43	44	44	46	48	50	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>128</b>	<b>116</b>	<b>143</b>	<b>78</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>138</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,6 %	6,3 %	9,1 %	5,9 %	7,2 %	9,0 %	10,3 %	
WACC	7,22 %	7,22 %	7,22 %	7,22 %	7,22 %	7,22 %	7,22 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>1.931</b>	<b>1.847</b>	<b>1.572</b>	<b>1.309</b>	<b>1.453</b>	<b>1.394</b>	<b>1.339</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>1.776</b>	<b>1.609</b>	<b>1.984</b>	<b>1.075</b>	<b>1.455</b>	<b>1.731</b>	<b>1.906</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	519	519	519	519	452	391	333	
- Pensionsverbindlichkeiten	50	50	50	50	52	54	56	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	2	2	2	2	2	2	2	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>1.205</b>	<b>1.039</b>	<b>1.414</b>	<b>505</b>	<b>949</b>	<b>1.285</b>	<b>1.516</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	24	24	24	24	27	27	27	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>49,30</b>	<b>42,48</b>	<b>57,83</b>	<b>20,64</b>	<b>35,29</b>	<b>47,78</b>	<b>56,35</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					0,1 %	35,5 %	59,9 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,22 %	25,43	21,06	30,91	7,03	19,41	28,88	35,54
	9,22 %	30,49	25,64	36,57	10,09	23,56	33,82	40,97
	8,22 %	36,78	31,34	43,60	13,90	28,71	39,95	47,72
WACC	<b>7,22 %</b>	<b>44,81</b>	<b>38,62</b>	<b>52,57</b>	<b>18,77</b>	<b>35,29</b>	<b>47,78</b>	<b>56,35</b>
	6,22 %	55,43	48,24	64,44	25,20	43,99	58,13	67,75
	5,22 %	70,12	61,55	80,85	34,09	56,02	72,45	83,52
	4,22 %	91,77	81,18	105,05	47,20	73,76	93,56	106,77

- Die EBIT-Marge erreicht ab 2022 8,3% im Vergleich zu 9,3% in 2017
- Die WACC liegen bei 7,22% (Beta von 1,18 bei einer erwarteten Marktrendite von 7% und Fremdkapitalkosten von 3,3%)
- D&A in 2019 und 2020 wird belastet durch außergewöhnliche Abschreibungen aufgrund der Rezession

Wertermittlung	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	2,2 x	1,9 x	1,3 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,37	8,09	5,46	4,73	10,39	14,00	17,65
EV / Umsatz	1,2 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA	9,0 x	8,5 x	7,0 x	6,8 x	7,9 x	6,4 x	5,6 x
EV / EBIT	12,6 x	12,3 x	13,3 x	52,2 x	14,8 x	9,4 x	8,0 x
EV / EBIT adj.*	12,6 x	11,1 x	13,8 x	19,6 x	14,8 x	9,4 x	8,0 x
Kurs / FCF	33,1 x	n.a.	14,1 x	7,2 x	39,9 x	10,7 x	10,3 x
KGV	18,0 x	15,2 x	16,3 x	n.a.	19,2 x	11,1 x	9,7 x
KGV ber.*	18,0 x	12,8 x	17,6 x	n.a.	19,2 x	11,1 x	9,7 x
Dividendenrendite	2,5 %	2,8 %	2,0 %	2,6 %	2,8 %	3,7 %	4,0 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,6 %	6,3 %	9,1 %	5,9 %	7,2 %	9,0 %	10,3 %
*Adjustiert um:	-						

**GuV**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>1.641</b>	<b>1.711</b>	<b>1.743</b>	<b>1.559</b>	<b>1.714</b>	<b>1.783</b>	<b>1.869</b>
Veränd. Umsatz yoy	13,6 %	4,3 %	1,9 %	-10,6 %	10,0 %	4,0 %	4,8 %
Bestandsveränderungen	5	35	-23	-28	66	7	10
Aktivierete Eigenleistungen	5	8	8	6	8	8	8
<b>Gesamterlöse</b>	<b>1.651</b>	<b>1.754</b>	<b>1.727</b>	<b>1.537</b>	<b>1.788</b>	<b>1.797</b>	<b>1.887</b>
Materialaufwand	746	812	782	690	852	819	857
<b>Rohrertrag</b>	<b>905</b>	<b>942</b>	<b>945</b>	<b>847</b>	<b>936</b>	<b>979</b>	<b>1.030</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>55,2 %</i>	<i>55,1 %</i>	<i>54,2 %</i>	<i>54,4 %</i>	<i>54,6 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>55,1 %</i>
Personalaufwendungen	480	507	527	501	545	553	574
Sonstige betriebliche Erträge	18	21	34	22	19	21	22
Sonstige betriebliche Aufwendungen	228	238	226	211	226	228	237
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>215</b>	<b>218</b>	<b>226</b>	<b>192</b>	<b>183</b>	<b>219</b>	<b>241</b>
<i>Marge</i>	<i>13,1 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>12,3 %</i>	<i>10,7 %</i>	<i>12,3 %</i>	<i>12,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	49	53	92	116	61	55	58
<b>EBITA</b>	<b>167</b>	<b>165</b>	<b>134</b>	<b>76</b>	<b>122</b>	<b>164</b>	<b>183</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	14	15	16	17	16	16	16
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	34	8	0	0
<b>EBIT</b>	<b>153</b>	<b>151</b>	<b>118</b>	<b>25</b>	<b>98</b>	<b>148</b>	<b>167</b>
<i>Marge</i>	<i>9,3 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>8,9 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>153</b>	<b>166</b>	<b>114</b>	<b>67</b>	<b>98</b>	<b>148</b>	<b>167</b>
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	24	20	20	17	17	17	17
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	1	1	1	1	1
<b>EBT</b>	<b>129</b>	<b>131</b>	<b>99</b>	<b>10</b>	<b>83</b>	<b>132</b>	<b>151</b>
<i>Marge</i>	<i>7,9 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>0,6 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>8,1 %</i>
Steuern gesamt	46	44	39	37	33	46	53
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>60</b>	<b>-27</b>	<b>50</b>	<b>86</b>	<b>98</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>60</b>	<b>-27</b>	<b>50</b>	<b>86</b>	<b>98</b>
Minderheitenanteile	1	0	1	0	1	1	1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>59</b>	<b>-27</b>	<b>49</b>	<b>85</b>	<b>98</b>
<i>Marge</i>	<i>5,0 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>-1,7 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>5,2 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	24	24	24	24	27	27	27
<b>EPS</b>	<b>3,37</b>	<b>3,55</b>	<b>2,43</b>	<b>-1,10</b>	<b>1,84</b>	<b>3,18</b>	<b>3,64</b>
EPS adj.	3,37	4,20	2,26	-1,10	1,84	3,18	3,64

\*Adjustiert um:

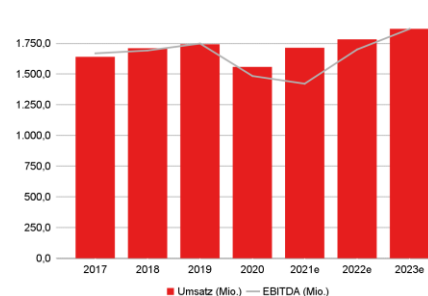
**Guidance: Umsatz EUR 1,6 - 1,75 Mrd.; EBIT EUR 95-110m**

**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,5 %	89,7 %	86,2 %	88,5 %	93,6 %	88,5 %	88,1 %
Operating Leverage	0,4 x	-0,3 x	-11,6 x	7,4 x	29,1 x	12,7 x	2,7 x
EBITDA / Interest expenses	9,0 x	10,8 x	11,3 x	11,6 x	11,1 x	13,3 x	14,6 x
Steuerquote (EBT)	35,7 %	33,3 %	39,3 %	379,2 %	39,6 %	35,0 %	35,0 %
Ausschüttungsquote	44,1 %	42,1 %	32,6 %	n.m.	53,9 %	40,6 %	38,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	160.690	162.932	159.890	137.925	151.718	157.786	165.360

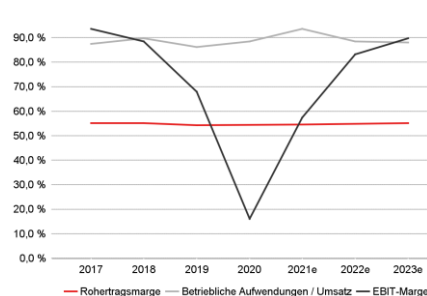
**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

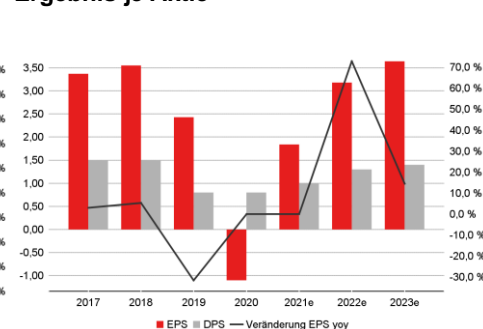


**Operative Performance**

in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

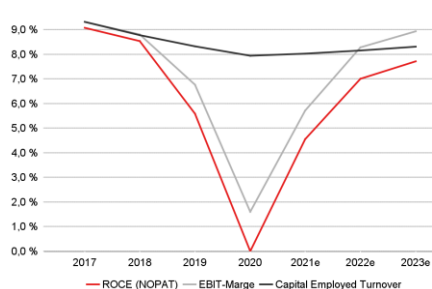
**Bilanz**

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	515	509	592	560	571	566	561
davon übrige imm. VG	86	91	177	179	171	166	162
davon Geschäfts- oder Firmenwert	429	419	415	381	400	400	400
Sachanlagen	397	418	431	405	452	483	512
Finanzanlagen	30	28	16	21	21	21	21
Sonstiges langfristiges Vermögen	11	13	19	16	20	22	22
<b>Anlagevermögen</b>	<b>954</b>	<b>969</b>	<b>1.058</b>	<b>1.002</b>	<b>1.063</b>	<b>1.091</b>	<b>1.116</b>
Vorräte	339	409	381	332	399	405	415
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	198	203	203	162	207	210	215
Liquide Mittel	136	110	135	195	232	293	351
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	27	31	31	38	32	34	35
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>700</b>	<b>752</b>	<b>750</b>	<b>727</b>	<b>869</b>	<b>943</b>	<b>1.016</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>1.653</b>	<b>1.720</b>	<b>1.808</b>	<b>1.729</b>	<b>1.932</b>	<b>2.034</b>	<b>2.132</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	64	64	64	64	64	64	64
Kapitalrücklage	240	240	240	240	240	240	240
Gewinnrücklagen	368	404	423	372	451	509	571
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0	0	0	0	96	130	162
Buchwert	671	707	726	675	850	942	1.036
Anteile Dritter	3	3	2	1	1	1	1
<b>Eigenkapital</b>	<b>674</b>	<b>710</b>	<b>728</b>	<b>676</b>	<b>851</b>	<b>943</b>	<b>1.037</b>
Rückstellungen gesamt	119	119	129	128	131	134	137
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	44	44	53	50	52	54	56
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	535	592	681	714	684	684	684
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	95	127	135	160	182	182	182
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	66	66	56	49	75	73	72
Sonstige Verbindlichkeiten	260	233	214	162	190	199	201
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>979</b>	<b>1.010</b>	<b>1.080</b>	<b>1.052</b>	<b>1.081</b>	<b>1.091</b>	<b>1.094</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>1.653</b>	<b>1.720</b>	<b>1.808</b>	<b>1.729</b>	<b>1.932</b>	<b>2.034</b>	<b>2.132</b>

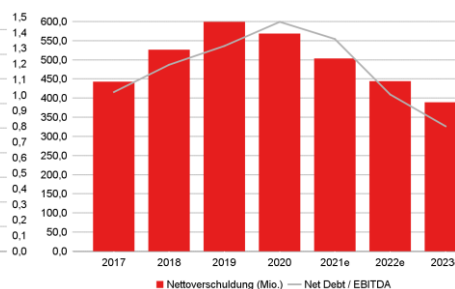
**Kennzahlen**

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,9 x	1,8 x	1,9 x	1,9 x	1,8 x	1,8 x	1,8 x
Capital Employed Turnover	1,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x
ROA	8,6 %	9,0 %	5,6 %	-2,7 %	4,6 %	7,8 %	8,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	9,1 %	8,5 %	5,6 %	n.a.	4,6 %	7,0 %	7,7 %
ROE	12,5 %	12,6 %	8,3 %	-3,9 %	6,5 %	9,5 %	9,9 %
Adj. ROE	12,5 %	14,9 %	7,7 %	-3,9 %	6,5 %	9,5 %	9,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	443	526	599	569	504	444	389
Nettofinanzverschuldung	399	483	546	519	452	391	333
Net Gearing	65,7 %	74,2 %	82,3 %	84,1 %	59,1 %	47,1 %	37,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	185,3 %	221,1 %	242,0 %	270,8 %	246,3 %	178,1 %	138,3 %
Buchwert je Aktie	27,4	28,9	29,7	27,6	31,6	35,0	38,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,4	8,1	5,5	4,7	10,4	14,0	17,7

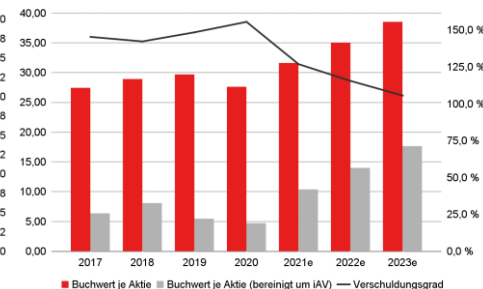
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



**Cash flow**

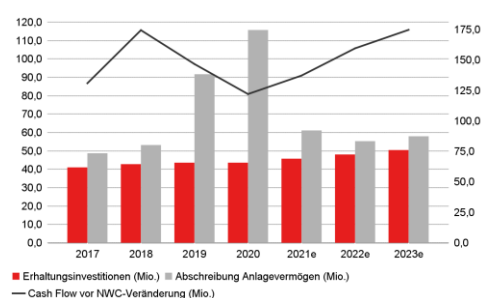
In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	83	71	60	-27	58	86	98
Abschreibung Anlagevermögen	49	53	92	116	61	55	58
Amortisation Goodwill	0	16	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	14	15	16	17	16	16	16
Veränderung langfristige Rückstellungen	15	0	9	-3	2	2	2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-29	20	-30	20	0	0	0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>131</b>	<b>175</b>	<b>147</b>	<b>122</b>	<b>137</b>	<b>160</b>	<b>175</b>
Veränderung Vorräte	-30	-70	27	49	-66	-7	-10
Veränderung Forderungen aus L+L	-22	-5	0	41	-45	-3	-5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	9	18	-10	-14	28	-1	-1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	36	-44	-17	-42	33	6	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-7	-100	1	33	-50	-5	-16
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>124</b>	<b>75</b>	<b>147</b>	<b>155</b>	<b>87</b>	<b>154</b>	<b>159</b>
Investitionen in iAV	-8	-12	-10	-8	-8	-11	-12
Investitionen in Sachanlagen	-74	-53	-79	-44	-55	-55	-55
Zugänge aus Akquisitionen	-32	-12	-29	-1	-63	0	0
Finanzanlageninvestitionen	2	1	1	1	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	4	5	32	2	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-110</b>	<b>-98</b>	<b>-76</b>	<b>-51</b>	<b>-126</b>	<b>-66</b>	<b>-67</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	31	58	-6	1	-30	0	0
Dividende Vorjahr	-33	-37	-37	-20	22	-27	-35
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	85	0	0
Sonstiges	-1	-24	-4	-23	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-46</b>	<b>-42</b>	<b>77</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>10</b>	<b>-26</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>37</b>	<b>61</b>	<b>57</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	-1	0	0	-1	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>136</b>	<b>110</b>	<b>135</b>	<b>195</b>	<b>232</b>	<b>293</b>	<b>351</b>

**Kennzahlen**

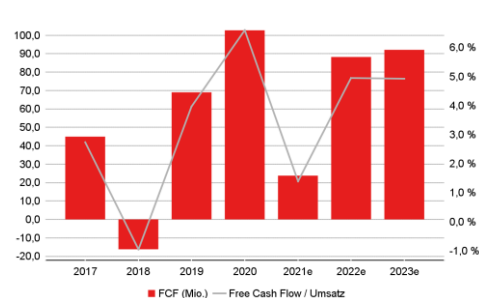
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	45	-16	69	103	24	88	92
Free Cash Flow / Umsatz	2,7 %	-0,9 %	4,0 %	6,6 %	1,4 %	4,9 %	4,9 %
Free Cash Flow Potential	128	116	143	78	105	125	138
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	54,6 %	-18,7 %	116,1 %	-380,6 %	48,1 %	103,3 %	94,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,6 %	3,6 %	3,1 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	5,0 %	3,8 %	5,1 %	3,4 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
CAPEX / Abschreibungen	130,8 %	96,2 %	82,6 %	31,5 %	74,3 %	92,2 %	90,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	26,2 %	28,1 %	28,7 %	29,1 %	26,7 %	28,3 %	27,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	298,6 %	308,4 %	362,1 %	331,0 %	274,9 %	286,6 %	299,9 %
Vorratsumschlag	2,2 x	2,0 x	2,1 x	2,1 x	2,1 x	2,0 x	2,1 x
Receivables collection period (Tage)	44	43	42	38	44	43	42
Payables payment period (Tage)	32	30	26	26	32	33	31
Cash conversion cycle (Tage)	168	181	177	172	169	177	174

**Investitionen und Cash Flow**

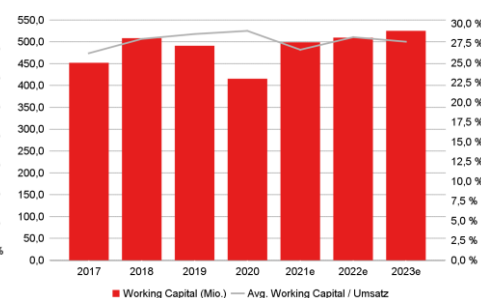
in Mio. EUR



**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 verbundene 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
INDUS Holding	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0006200108.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0006200108.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**

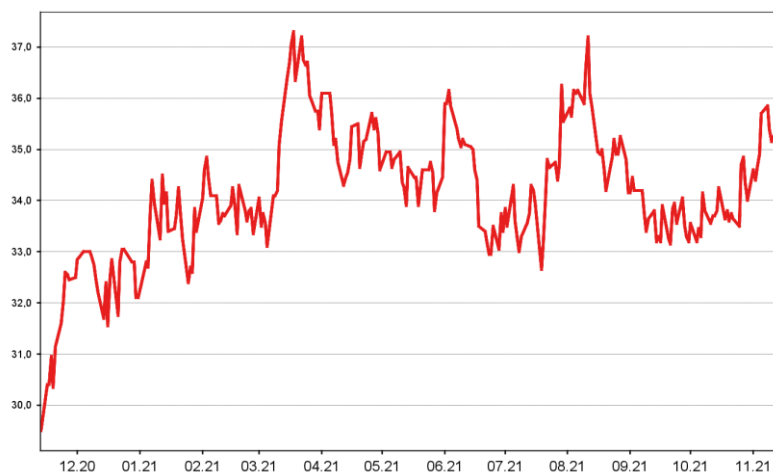
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	152	70
Halten	56	26
Verkaufen	5	2
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>216</b>	<b>100</b>

**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	49	83
Halten	8	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [INDUS HOLDING] AM [12.11.2021]**



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

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

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

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

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