

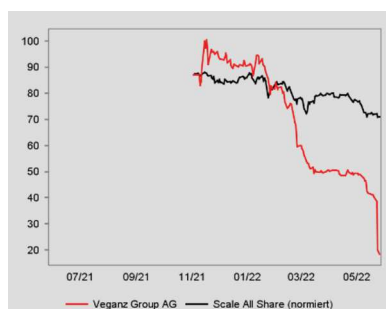
Buy EUR 59,00 (EUR 122,00) Kurs EUR 18,40 Upside 220,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 58,69	Warburg ESG Risiko Score: 2,0 ESG Score (MSCI basiert): n.a. Bilanz Score: 2,5 Markt Liquidität Score: 1,5	Beschreibung: Vollsortimenter für pflanzenbasierte Nahrungsmittel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 22,5 Aktienanzahl (Mio.): 1,2 EV: 21,9 Freefloat MC: 15,2 Ø Trad. Vol. (30T): 65,14 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 67,40 % Jan Bredack 17,90 % Paladin AM 9,00 % Vegan Angels 5,70 %	Kennzahlen (WRe): 2021e Beta: 2,8 KBV: 0,8 x EK-Quote: 48 %

Gewinnwarnung weniger alarmierend als zunächst befürchtet; Kursziel gesenkt

Veganz hat eine Ad-hoc-Mitteilung zur Q1-Performance, dem Ausbau der eigenen Produktionskapazitäten und der Guidance für das GJ 2022 veröffentlicht.

- (I) **Verhaltener Start ins Jahr:** Angesichts der durch den Krieg in der Ukraine ausgelösten offensichtlichen Engpässe bei einigen Grundnahrungsmitteln wie Mehl oder Sonnenblumenöl, sowie Lieferkettenunterbrechungen, die zu einer allgemeinen Verschlechterung der Produktverfügbarkeit führten, richteten Einzelhändler, und insbesondere Discounter, ihren Fokus auf die Sicherstellung der Grundversorgung, was es für Veganz äußerst schwierig machte, seine Produkte neu zu listen oder Aktionen durchzuführen. Solche Aktionsmaßnahmen sind für Veganz in der Kategorie der Discounter besonders wichtig, da das Unternehmen in diesen Geschäften keine Festleistungen hat. Der Umsatz von Veganz bei den Discountern ging in Q1 sehr stark zurück. Darüber hinaus wirkten sich steigende Rohstoffpreise, höhere Vertriebskosten und Unsicherheiten bei der Fremdproduktion negativ auf die Rohertragsmarge aus. Veganz konnte die gestiegenen Rohstoffpreise nicht sofort weitergeben, will dies aber ab Q2 tun. Infolgedessen sank der Umsatz in Q1 gegenüber dem Vorjahr auf EUR 6,3 Mio. (vs. EUR 8,0 Mio. in Q1/21), die Rohertragsmarge auf 29,5% (vs. 30,3%) und das EBITDA auf EUR -1,9 Mio. (vs. EUR -1,3 Mio.).
- (II) **Start der Produktion in der Veganz Food Factory wurde verschoben:** Ein Anstieg der Stahlpreise und längere Vorlaufzeiten für mehrere Produkte beeinträchtigten auch die Inbetriebnahme der geplanten Produktionsanlage von Veganz an der Havel. **Ein genauere Blick auf die Situation zeigt jedoch, dass die Verzögerung nicht so akut ist, wie es die Ad-hoc-Meldung vermuten lässt.** Die Maschinen und Anlagen für den Produktionsstart wurden bereits geliefert, aber weitere Versicherungsauflagen für den Brandschutz führten zu Umbaumaßnahmen am Standort Havel (Dachkonstruktion und Boden). Die zusätzlichen Bauarbeiten werden voraussichtlich zu einer Verzögerung von ca. neun Monaten (Produktionsbeginn frühestens in Q2/23) und zu höheren Kosten (+30%) führen, vor allem wegen des Bedarfs an Stahl, der nicht ohne Weiteres verfügbar ist und sich stark verteuert hat. Um die Kapazitätsverfehlung auszugleichen und die für 2022 vertraglich vereinbarten Mengen zu erreichen, wird Veganz die Maschinen an andere, kleinere Standorte verlagern und die Produktion dort wie geplant hochfahren. Sobald der größere Standort zur Verfügung steht, werden die bereits bestellten restlichen Anlagen und die verlagerten Maschinen installiert. **Daher sollte der Hochlauf der eigenen Kapazitäten nur geringfügig hinter dem Zeitplan zurückbleiben** und die Produktionsziele sollten mit einer geringen Verzögerung erreicht werden. *(Fortsetzung auf der nächsten Seite)*

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	
Umsatz	30,4	0,0 %	37,6	-24,2 %	60,6	-33,6 %	• Wir haben unseren Ausblick aufgrund der schwachen Performance in Q1 angepasst und unsere mittelfristigen Erwartungen in mehreren Punkten korrigiert. • Der EBITDA-Breakeven wird nun für das GJ 2024 erwartet, das EBIT sollte 2025 positiv werden.
EBITDA	-9,8	0,0 %	-1,5	n.m.	1,8	n.m.	
EBIT	-10,9	n.m.	-3,3	n.m.	0,0	n.m.	
Nettoergebnis	-13,0	n.m.	-4,8	n.m.	-1,4	n.m.	



Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-55,1 %
6 Monate:	-65,2 %
Jahresverlauf:	-62,5 %
Letzte 12 Monate:	n/a

Unternehmenstermine:
23.06.22 Warburg Highlights

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-25e)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	28,9 %	23,9	26,8	30,4	28,5	40,2	67,5	95,4
Veränd. Umsatz yoy		37,1 %	12,1 %	13,6 %	-6,3 %	41,2 %	67,9 %	41,2 %
Rohertragsmarge		31,2 %	29,9 %	30,6 %	28,6 %	32,5 %	38,1 %	40,5 %
EBITDA	-	-3,2	-3,2	-9,8	-10,2	-3,8	1,6	8,8
Marge		-13,5 %	-12,1 %	-32,2 %	-35,8 %	-9,5 %	2,4 %	9,3 %
EBIT	-	-4,1	-4,3	-10,8	-11,7	-5,9	-0,5	6,7
Marge		-17,4 %	-16,0 %	-35,6 %	-40,9 %	-14,7 %	-0,7 %	7,0 %
Nettoergebnis	-	-4,6	-4,9	-12,9	-13,2	-7,3	-1,9	4,1
EPS	-	-4,59	-4,94	-10,58	-10,77	-6,00	-1,52	3,34
EPS adj.	-	-4,59	-4,94	-10,58	-10,77	-6,00	-1,52	3,34
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		-2,52	-3,27	-10,87	-15,93	-12,23	2,54	7,26
FCF / MarktKap.		n.a.	n.a.	-59,1 %	-86,6 %	-66,4 %	13,8 %	37,6 %
EV / Umsatz		n.a.	n.a.	0,1 x	0,8 x	0,9 x	0,5 x	0,3 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,7 x	2,9 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8 x
FCF Potential Yield		n.a.	n.a.	-396,5 %	-46,5 %	-10,3 %	4,8 %	27,2 %
Nettoverschuldung		7,9	11,9	-20,1	-0,6	14,4	11,3	2,4
ROCE (NOPAT)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,2 %
Guidance:		GJ 2021: EBITDA EUR -5,5 Mio., EaT EUR -8,0 Mio.						

(III) **Guidance für das GJ 2022:** Die sehr schwache Performance in Q1, die anhaltende Unterbrechung der Lieferketten und Vertriebskanäle, die volatilen Rohstoffpreise und die steigenden Vertriebskosten dürften sich im GJ 2022 in der Gewinn- und Verlustrechnung bemerkbar machen. Veganz rechnet mit einem leichten Umsatz- und EBITDA-Rückgang gegenüber dem GJ 2021.

Nicht in der Guidance enthalten ist allerdings die überfällige Zahlung von Fördermitteln für den Produktionsstandort in Brandenburg (WRe: EUR 2,5-3,0 Mio.), die das Unternehmen noch erwartet, aber an Meilensteine der Produktionsaufnahme in Havel gebunden sind. Da sich die Inbetriebnahme verzögert hat, könnten die Subventionszahlungen nur teilweise im Jahr 2022 gezahlt oder sogar vollständig auf 2023 verschoben werden und sind in der diesjährigen Guidance nicht mehr enthalten.

Schätzungsänderungen: Wir haben unseren Ausblick grundlegend überarbeitet um die schwache Q1-Performance, die Verzögerung im Produktionsplan und den Druck auf den Rohstoffmärkten und in den Lieferketten zu berücksichtigen.

- (I) Wir haben unsere Prognose für das Jahr 2022 auf EUR 28,5 Mio. Umsatz und ein EBITDA von EUR -10,2 Mio. gesenkt, was deutlich geringere Absatzmengen bei den Discountern und die Erwartung eines leichten Rückgangs in allen anderen Vertriebskanälen widerspiegelt. Darüber hinaus erwarten wir, dass das Volumen der Eigenproduktion unter unseren bisherigen Erwartungen liegen wird und aufgrund höherer Rohstoffkosten und einer Verzögerung von ca. 2-3 Monaten gegenüber dem ursprünglichen Zeitplan eine geringere Rohertragsmarge erzielt wird. Marketingaufwendungen und höhere Vertriebskosten belasten das EBITDA zusätzlich, da Veganz plant, das hohe Niveau der Marketingaktivitäten zur Steigerung der Markenbekanntheit beizubehalten, während die Kosten für Versand und Transport erheblich gestiegen sind.
- (II) In den kommenden Jahren (2023-2025) rechnen wir mit dem Hochlauf der großen Produktionsanlage in Havel, sind aber vorsichtiger, was Produktionsvolumen und Rohertragsmargen angeht. Höhere Rohstoffkosten, Inflation und Unsicherheiten in der Lieferkette dürften die Rohertragsmarge belasten, während die Marketing- und Vertriebskosten hoch bleiben sollten, was sich auf die EBITDA-Generierung auswirken wird. Was die Preise angeht, sollte Veganz unserer Ansicht nach in der Lage sein, die höheren Rohstoffkosten weiterzugeben, allerdings mit einer Verzögerung von mindestens einem Quartal und nicht in vollem Umfang, da wir mit einer Verschärfung des Wettbewerbs auf dem Markt für pflanzliche Lebensmittel rechnen. Der Breakeven auf EBITDA-Ebene wird nun im GJ 2024 erwartet (vorher 2023) und die anschließende Hockey-Stick-Entwicklung von Umsatz und Margengenerierung ist weniger steil.
- (III) Für den Produktionsstandort gehen wir von Investitionsausgaben im oberen Bereich der Guidance aus (EUR 16,4 Mio.), die sich auf die GJ 2022 und 2023 verteilen, und wir berücksichtigen die Zahlung von Subventionen in Höhe von EUR 3 Mio. im Jahr 2023. Der Working-Capital-Bedarf dürfte ebenfalls steigen, da die Lieferkettenunterbrechungen länger andauern könnten, was ein längeres Warehousing erforderlich macht.

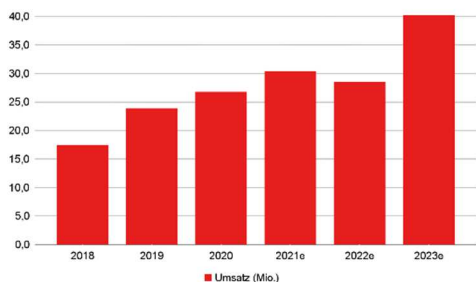
Liquidität ist eine Gratwanderung: Der überarbeitete GuV-Ausblick wirkt sich insbesondere auf die FCF-Generierung und die Cash-Position von Veganz aus. Geht man von der vollständigen Rückzahlung der ausstehenden Anleihe im GJ 2025 (EUR 10 Mio.) ohne Ersatz aus, verbleibt nur noch eine geringe Cash-Position von EUR 1,1 Mio. In den Folgejahren sollte der FCF steil ansteigen, aber zwischen GJ 2023 und 2025 ist der Spielraum für zusätzlichen Cash-Burn sehr begrenzt. Unser GuV-Ausblick dürfte nun jedoch ein Basisszenario darstellen, und wir halten das Risiko eines Liquiditätsengpasses für begrenzt. Darüber hinaus sind mehrere positive Trigger wie ein sehr dynamisches Marktwachstum, die führende Position von Veganz in der Branche und die damit verbundene Preismacht, weitere Produktinnovationen und Chancen in der White-Label-Produktion sowie im Foodservice in unserem Ausblick nicht vollständig berücksichtigt. Daher könnte die operative Entwicklung unseren derzeitigen Ausblick übertreffen, was sich positiv auf die Cash-Position auswirken würde. Auch könnte Veganz die Anleihe durch eine neue Anleihe ersetzen oder Bankkredite oder andere Finanzierungsquellen (Crowd Funding) nutzen, um die Liquiditätslage stabil zu halten. Da wir grundsätzlich an die Investment-Story von Veganz glauben, deren Kern die eigene Produktionsanlage und die damit verbundene Margenausweitung ist, haben die aufgetretenen Probleme die Realisierung lediglich um ca. ein Jahr verschoben und zerstören den Investment Case nicht.

Bewertung wird auf ein Basisszenario zurückgesetzt: Der überarbeitete Finanzausblick wird auch in unserer DCF-Bewertung sichtbar. Darüber hinaus haben wir mehrere Anpassungen unseres Modells in Bezug auf die mittelfristige Margengenerierung und Risikofaktoren vorgenommen:

- (I) Wir haben die Spitzen-EBIT-Marge auf 11,5% gesenkt (vorher 13,5%), ebenso wie die Margenabschwächung in den Folgejahren und die Marge für unseren TV (vorher 10%, jetzt 9%).
- (II) Das Wachstum ist weniger steil und die ewige Wachstumsrate wurde um 50 BP auf 2,0% gesenkt.
- (III) Der Working-Capital-Bedarf wurde erhöht, um die anhaltende Unterbrechung der Lieferketten widerzuspiegeln, die einen größeren Vorratesaufbau erforderlich macht.
- (IV) Wie bei allen DCF-Modellen von Warburg Research beträgt der risikofreie Zinssatz nun 2% (+50 BP) und wir haben auch die Fremdkapitalkosten von Veganz auf 9% erhöht.
- (V) Das Beta steigt auf 2,8 (+0,4), um die angespannte Marktsituation, die Ausführungsrisiken und die mittelfristig knappen Liquiditätsreserven zu berücksichtigen. Entsprechend steigt der WACC auf 15,09% (vs. 12,87%), was wir als angemessene Risikoprämie für Veganz betrachten.

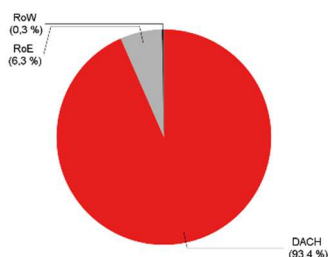
Unser Kursziel sinkt deutlich auf EUR 59 je Aktie, aber wir bleiben bei unserer Kaufempfehlung auf dem aktuellen Kursniveau, das ein deutliches Aufwärtspotenzial bietet, wenn Veganz seine strategischen Ziele (Margenausweitung, eigene Produktion, White-Labeling) erreichen kann. Wir werden die Umsetzung der Strategie genau beobachten und rechnen mit weiterem Aufwärtspotenzial, wenn Veganz höhere Margen oder bessere Wachstumsraten erzielt als derzeit erwartet. Solange Veganz jedoch keine Ergebnisse liefert, werden wir bei der Bewertung keine Vorschusslorbeeren gewähren.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



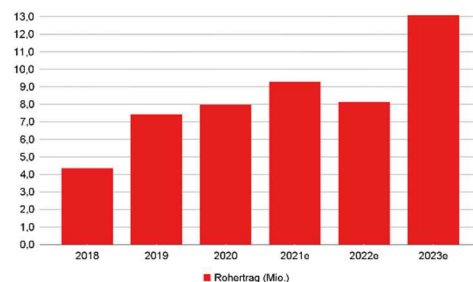
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Rohertrag
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

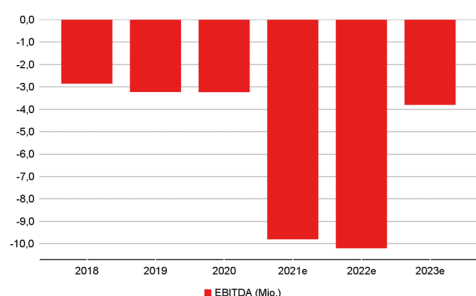
Unternehmenshintergrund

- Die Wurzeln von Veganz liegen in der Gründung einer veganen Supermarktkette durch J. Bredack im Jahr 2011, die sich durch Nutzung ihres Lieferantennetzwerks zu einem Großhändler für pflanzliche Lebensmittel entwickelte.
- 2018 verlagerte sich der Schwerpunkt auf die Entwicklung und Lieferung von Produkten der Marke Veganz, die von führenden Lebensmittelketten in ganz Europa verkauft werden.
- Nach dem Verkauf eines Großteils der Supermärkte sind nur noch die Berliner Läden übrig, begleitet von einer kleinen Manufaktur für veganen Käse.
- Derzeit ist Veganz dabei, die Lebensmittelwertschöpfungskette vertikal zu integrieren, indem es eine eigene große Produktionsanlage für seine Produkte in Brandenburg errichtet.
- Der Fokus von Veganz liegt auf der pflanzlichen Lebensmittelproduktion. Alle Produkte werden von der unabhängigen Stiftung "Eaternity" gekennzeichnet, die den ökologischen Fußabdruck der Produkte bewertet.

Wettbewerbsqualität

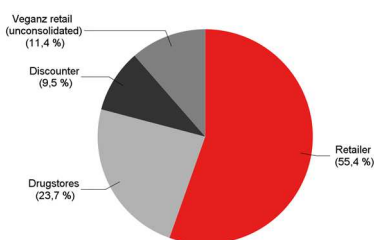
- Veganz ist ein Vollsortimenter für pflanzliche Lebensmittel und bietet Produkte in allen relevanten Lebensmittelkategorien an. Der Produktmix ermöglicht Veganz eine hohe Kundendurchdringung und Portfoliodiversifizierung.
- Dank seines einzigartigen Produktentwicklungszyklus, der Marktforschung, Forschungsk Kooperationen, Kundenfeedback und interne Entwicklung umfasst, ist Veganz in der Lage, innovative pflanzliche Lebensmittel anzubieten.
- Veganz hat ein starkes Supply-Chain-Netzwerk aufgebaut und verfügt über Erfahrung in der Lebensmittelverarbeitung, sodass die gesamte Lieferkette intern abgedeckt werden kann.
- Mit der geplanten Produktionsstätte in Deutschland wird Veganz die Wertschöpfungskette vertikal integrieren, was zu einer höheren Margengenerierung führen sollte.
- Veganz hat verschiedene Vertriebskanäle mit Supermärkten, Drogerien und Einzelhändlern aufgebaut, was eine schnelle Expansion ermöglicht und die Markteintrittsbarrieren für mögliche Wettbewerber erhöht.

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



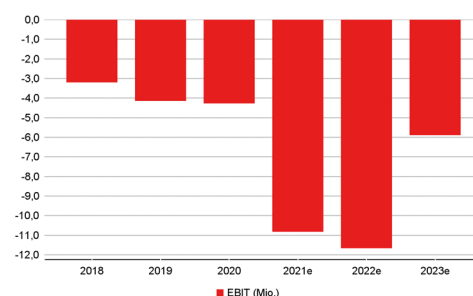
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Absatzkanal
2020; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
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	30,4	28,5	40,2	67,5	95,4	118,2	144,5	173,9	205,6	238,0	268,8	293,7	304,0	
Umsatzwachstum	13,6 %	-6,3 %	41,2 %	67,9 %	41,2 %	24,0 %	22,2 %	20,3 %	18,2 %	15,8 %	12,9 %	9,3 %	3,5 %	2,0 %
EBIT	-10,8	-11,7	-5,9	-0,5	6,7	13,6	15,9	19,1	21,6	23,8	26,9	26,4	27,4	
EBIT-Marge	-35,6 %	-40,9 %	-14,7 %	-0,7 %	7,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %	30,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	-10,7	-11,7	-5,9	-0,5	4,7	9,5	10,3	12,4	14,0	15,5	17,5	17,2	17,8	
Abschreibungen	1,0	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	1,6	1,7	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
Abschreibungsquote	3,4 %	5,1 %	5,2 %	3,1 %	2,3 %	1,9 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
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	0,7	1,1	-0,2	-3,4	-3,4	-2,5	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-1,9	-1,3	-0,2	
- Investitionen	0,7	6,7	9,9	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,2	1,7	2,2	2,9	3,0	
Investitionsquote	2,3 %	23,4 %	24,6 %	0,8 %	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,0 %	
- 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)	-11,1	-18,0	-13,5	4,5	9,5	13,7	13,5	15,5	17,1	18,3	19,9	18,5	17,9	18
Barwert FCF	-11,2	-15,8	-10,3	3,0	5,5	6,9	5,9	5,8	5,6	5,2	4,9	4,0	3,4	26
Anteil der Barwerte	-95,78 %			128,70 %										67,08 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	3,00
FK-Zins (nach Steuern)	5,8 %	Liquidität (Aktie)	3,00
Marktrendite	7,50 %	Zyklizität	3,00
Risikofreie Rendite	2,00 %	Transparenz	3,00
		Sonstiges	2,00
WACC	15,09 %	Beta	2,80

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	13	Aktienzahl (Mio.)	1,2
Terminal Value	26	Wert je Aktie (EUR)	58,69
Zinstr. Verbindlichkeiten	13		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	45		
Eigenkapitalwert	72		

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
3,03	16,1 %	52,08	52,37	52,67	52,98	53,31	53,64	53,99	3,03	16,1 %	44,16	47,10	50,04	52,98	55,92	58,87	61,81
2,91	15,6 %	54,70	55,03	55,37	55,72	56,09	56,47	56,86	2,91	15,6 %	46,47	49,55	52,64	55,72	58,81	61,89	64,97
2,86	15,3 %	56,09	56,44	56,80	57,17	57,56	57,97	58,39	2,86	15,3 %	47,69	50,85	54,01	57,17	60,34	63,50	66,66
2,80	15,1 %	57,53	57,90	58,29	58,69	59,11	59,54	59,99	2,80	15,1 %	48,97	52,21	55,45	58,69	61,93	65,17	68,41
2,74	14,8 %	59,03	59,43	59,84	60,27	60,71	61,18	61,66	2,74	14,8 %	50,30	53,62	56,95	60,27	63,59	66,91	70,24
2,69	14,6 %	60,60	61,02	61,46	61,92	62,39	62,89	63,40	2,69	14,6 %	51,69	55,10	58,51	61,92	65,33	68,74	72,15
2,57	14,1 %	63,94	64,42	64,92	65,44	65,98	66,55	67,14	2,57	14,1 %	54,65	58,25	61,84	65,44	69,03	72,63	76,22

- Um den Hochlauf der eigenen Produktion zu berücksichtigen, haben wir eine detaillierte Prognose bis 2026 erstellt.
- Langfristige EBIT-Marge von 10% wurde von etablierten Wettbewerbern mit einer breiten Wertschöpfungskette abgeleitet.
- Wachstumsraten sind aus dem Produktionsplan von Veganz abgeleitet. Als langfristige Wachstumsrate setzen wir 2,5 % an.
- Um das frühe Stadium des pflanzlichen Lebensmittelmarktes widerzuspiegeln, beträgt das Beta 2,4 und WACC 13,06%.
- Analog zum Hochlauf der eigenen Produktion nehmen wir eine steigende WC-Quote und Instandhaltungsinvestitionen an.

Wertermittlung							
	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
KBV	n.a.	n.a.	0,8 x	1,6 x	3,2 x	4,3 x	2,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-13,37	-17,30	12,72	2,73	-2,49	-3,24	0,87
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	0,1 x	0,8 x	0,9 x	0,5 x	0,3 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,7 x	2,9 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,2 x	2,7 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	n.a.	-396,5 %	-46,5 %	-10,3 %	4,8 %	27,2 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz (inkl. Veganz Retail)	26,4	29,7	33,0	31,1	42,8	70,2	98,1

GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	23,9	26,8	30,4	28,5	40,2	67,5	95,4
Veränd. Umsatz yoy	37,1 %	12,1 %	13,6 %	-6,3 %	41,2 %	67,9 %	41,2 %
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
Gesamterlöse	23,9	26,8	30,4	28,5	40,2	67,5	95,4
Materialaufwand	16,4	18,8	21,1	20,4	27,1	41,8	56,7
Rohrertrag	7,4	8,0	9,3	8,1	13,1	25,8	38,7
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>31,2 %</i>	<i>29,9 %</i>	<i>30,6 %</i>	<i>28,6 %</i>	<i>32,5 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>40,5 %</i>
Personalaufwendungen	2,8	2,9	3,3	4,2	5,2	5,5	6,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,5	0,0	0,0	3,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,0	8,8	15,8	14,1	14,7	18,6	23,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,2	-3,2	-9,8	-10,2	-3,8	1,6	8,8
<i>Marge</i>	<i>-13,5 %</i>	<i>-12,1 %</i>	<i>-32,2 %</i>	<i>-35,8 %</i>	<i>-9,5 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>9,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	1,0	0,1	0,5	1,1	1,2	1,2
EBITA	-4,1	-4,3	-9,9	-10,7	-4,9	0,5	7,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EBIT	-4,1	-4,3	-10,8	-11,7	-5,9	-0,5	6,7
<i>Marge</i>	<i>-17,4 %</i>	<i>-16,0 %</i>	<i>-35,6 %</i>	<i>-40,9 %</i>	<i>-14,7 %</i>	<i>-0,7 %</i>	<i>7,0 %</i>
EBIT adj.	-4,1	-4,3	-10,8	-11,7	-5,9	-0,5	6,7
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,6	0,9	2,2	1,5	1,4	1,4	0,8
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-4,7	-5,1	-13,1	-13,2	-7,3	-1,9	5,8
<i>Marge</i>	<i>-19,7 %</i>	<i>-19,2 %</i>	<i>-43,0 %</i>	<i>-46,2 %</i>	<i>-18,2 %</i>	<i>-2,8 %</i>	<i>6,1 %</i>
Steuern gesamt	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-4,6	-4,9	-12,9	-13,2	-7,3	-1,9	4,1
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4,6	-4,9	-12,9	-13,2	-7,3	-1,9	4,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-4,6	-4,9	-12,9	-13,2	-7,3	-1,9	4,1
<i>Marge</i>	<i>-19,2 %</i>	<i>-18,5 %</i>	<i>-42,6 %</i>	<i>-46,2 %</i>	<i>-18,2 %</i>	<i>-2,8 %</i>	<i>4,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EPS	-4,59	-4,94	-10,58	-10,77	-6,00	-1,52	3,34
EPS adj.	-4,59	-4,94	-10,58	-10,77	-6,00	-1,52	3,34

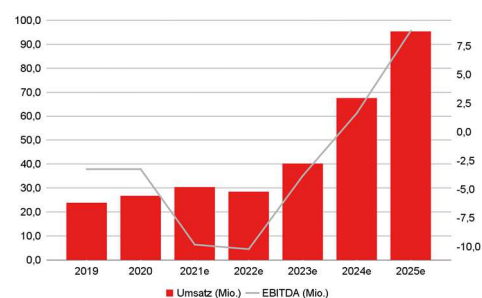
*Adjustiert um:

Guidance: GJ 2021: EBITDA EUR -5,5 Mio., EaT EUR -8,0 Mio.

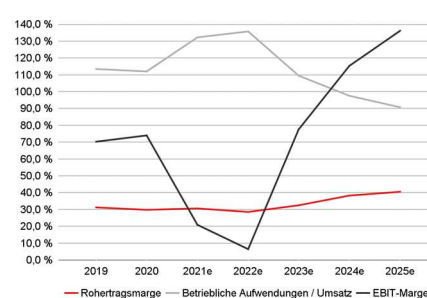
Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	113,5 %	112,1 %	132,2 %	135,8 %	109,5 %	97,6 %	90,7 %
Operating Leverage	0,8 x	0,3 x	11,3 x	-1,2 x	-1,2 x	-1,4 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1,2 x	10,7 x
Steuerquote (EBT)	2,6 %	3,8 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	391.349	405.535	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

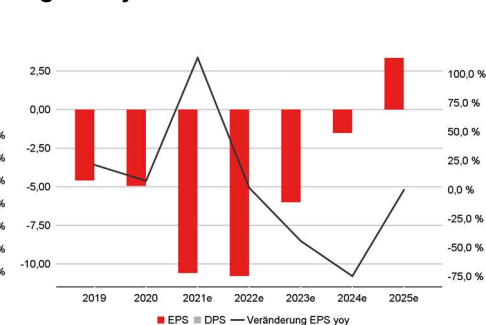
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

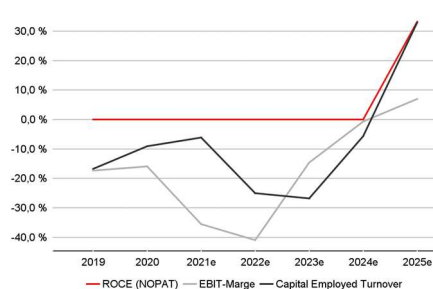
Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	13,6	12,6	12,0	11,1	10,1	9,2	8,2
davon übrige imm. VG	0,1	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,4	12,6	11,6	10,7	9,7	8,8	7,8
Sachanlagen	0,1	0,4	0,6	6,8	15,5	14,9	14,4
Finanzanlagen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	14,5	13,7	13,4	18,6	26,5	24,9	23,5
Vorräte	1,9	2,1	3,4	4,1	5,7	6,8	7,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,5	2,1	2,4	2,2	3,1	5,2	7,4
Liquide Mittel	0,2	0,1	36,1	15,9	0,4	2,8	1,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Umlaufvermögen	6,3	6,4	44,0	24,4	11,3	17,0	18,5
Bilanzsumme (Aktiva)	20,8	20,2	57,4	43,0	37,7	41,8	42,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,7	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kapitalrücklage	3,8	3,8	48,5	48,5	48,5	48,5	48,5
Gewinnrücklagen	-4,2	-9,2	-22,1	-35,3	-42,6	-44,5	-40,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	0,2	-4,7	27,6	14,4	7,1	5,2	9,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	0,2	-4,7	27,6	14,4	7,1	5,2	9,3
Rückstellungen gesamt	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	8,1	12,0	16,0	15,4	14,7	14,1	3,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,8	6,7	7,6	7,0	9,7	16,3	23,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Verbindlichkeiten	20,6	24,9	29,9	28,6	30,7	36,7	32,7
Bilanzsumme (Passiva)	20,8	20,2	57,4	43,0	37,7	41,8	42,0

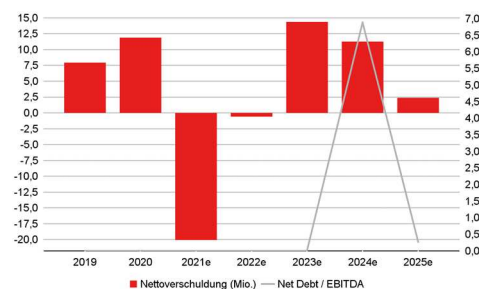
Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	-18,6 x	-12,7 x	-25,4 x	4,7 x	2,8 x	6,4 x	14,1 x
Capital Employed Turnover	2,9 x	3,8 x	4,1 x	2,1 x	1,9 x	4,1 x	8,2 x
ROA	-31,6 %	-35,9 %	-96,4 %	-70,7 %	-27,8 %	-7,5 %	17,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,2 %
ROE	175,0 %	217,0 %	-113,4 %	-62,8 %	-68,4 %	-30,4 %	56,4 %
Adj. ROE	175,0 %	217,0 %	-113,4 %	-62,8 %	-68,4 %	-30,4 %	56,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	7,9	11,9	-20,1	-0,6	14,4	11,3	2,4
Nettofinanzverschuldung	7,9	11,9	-20,1	-0,6	14,4	11,3	2,4
Net Gearing	4107,9 %	-250,3 %	-72,8 %	-4,1 %	203,7 %	216,9 %	25,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	688,8 %	27,0 %
Buchwert je Aktie	0,2	-4,7	22,5	11,8	5,8	4,2	7,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-13,4	-17,3	12,7	2,7	-2,5	-3,2	0,9

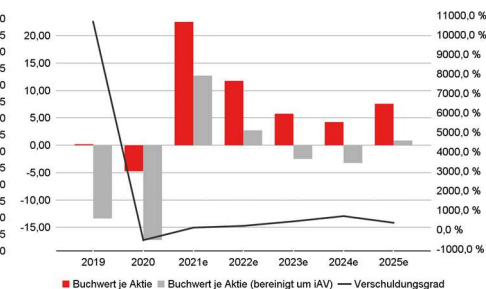
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

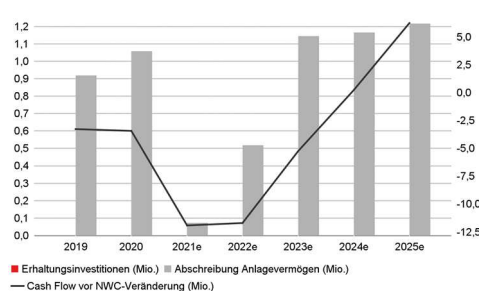
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4,6	-4,9	-12,9	-13,2	-7,3	-1,9	4,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,9	1,1	0,1	0,5	1,1	1,2	1,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	-3,3	-3,4	-11,9	-11,7	-5,2	0,2	6,2
Veränderung Vorräte	-1,5	-0,2	-1,3	-0,7	-1,6	-1,1	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,9	-2,1	-2,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,4	0,6	0,9	-0,6	2,7	6,6	6,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,9	0,4	-0,7	-1,1	0,2	3,4	3,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	-2,3	-3,0	-12,6	-12,8	-5,0	3,6	9,6
Investitionen in iAV	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,1	-0,3	-0,3	-6,7	-9,9	-0,5	-0,8
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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	0,0	-0,3	-0,7	-6,7	-9,9	-0,5	-0,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,3	5,6	4,0	-0,6	-0,6	-0,6	-10,6
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	45,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	2,1	4,8	49,3	-0,6	-0,6	-0,6	-10,6
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-0,2	1,5	36,0	-20,1	-15,6	2,5	-1,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,5	n.a.	36,1	15,9	0,4	2,8	1,1

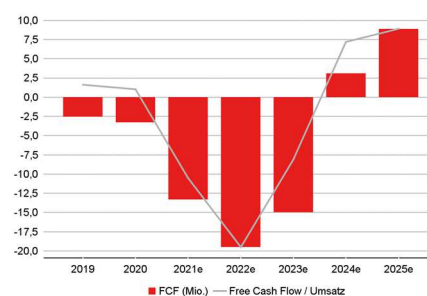
Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Kapitalfluss							
FCF	-2,5	-3,3	-13,3	-19,5	-15,0	3,1	8,9
Free Cash Flow / Umsatz	-10,6 %	-12,2 %	-43,8 %	-68,4 %	-37,2 %	4,6 %	9,3 %
Free Cash Flow Potential	-3,1	-3,0	-9,7	-10,2	-3,8	1,6	7,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	54,9 %	66,1 %	102,8 %	147,9 %	203,8 %	-166,8 %	217,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	6,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,4 %	8,7 %	16,1 %	9,6 %	9,6 %	9,6 %	9,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,7 %	1,1 %	2,3 %	23,4 %	24,6 %	0,8 %	0,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	19,3 %	27,0 %	68,7 %	455,4 %	473,6 %	25,6 %	35,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-4,5 %	-7,3 %	-7,0 %	-4,4 %	-2,0 %	-3,8 %	-6,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	43,3 %	31,1 %	31,6 %	31,4 %	32,0 %	31,9 %	32,2 %
Vorratumschlag	8,7 x	8,9 x	6,2 x	5,0 x	4,8 x	6,1 x	7,2 x
Receivables collection period (Tage)	39	28	29	28	28	28	28
Payables payment period (Tage)	130	129	131	126	130	142	148
Cash conversion cycle (Tage)	-49	-60	-44	-24	-26	-55	-69

Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Veganz Group AG	2, 3	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A3E5ED2.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

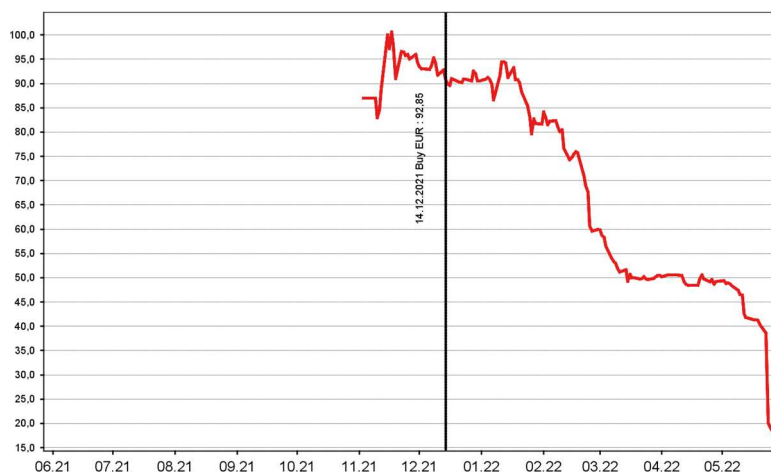
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	171	80
Halten	37	17
Verkaufen	3	1
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	213	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	50	86
Halten	6	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	58	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VEGANZ GROUP AG] AM [27.05.2022]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Thor Höfs +49 40 309537-255
Software, IT thoefs@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
Bloomberg RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

Refinitiv www.refinitiv.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

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

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