

<b>Buy</b> <b>EUR 61,00</b> (EUR 59,00)  Kurs <b>EUR 17,40</b> <b>Upside 250,6 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 60,78	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,0</b> ESG Score (MSCI basiert): n.a. Bilanz Score: 2,5 Markt Liquidität Score: 1,5	<b>Beschreibung:</b> Vollsortimenter für pflanzenbasierte Nahrungsmittel
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 21,3 Aktienanzahl (Mio.): 1,2 EV: 19,0 Freefloat MC: 14,3 Ø Trad. Vol. (30T): 80,99 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 67,40 % Jan Bredack: 17,90 % Paladin AM: 9,00 % Vegan Angels: 5,70 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 2,8 KBV: 4,2 x EK-Quote: 53 %

## Endgültige GJ-Zahlen im Rahmen der Guidance 2021; Kursziel angehoben

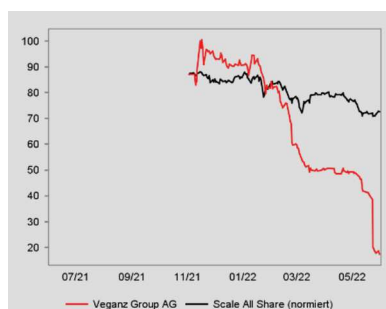
Berichtete Kennzahlen FY 2021	2021	2021e	2020	yoy	Kommentar zu den Kennzahlen:
in EUR m					
<b>Sales</b>	<b>30.4</b>	30.4	26.8	13.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Veganz hat im Februar seine Guidance für den Umsatz und das EBITDA angepasst, da sich der Covid-Lockdown in Q4/21 negativ auf beide KPIs ausgewirkt hat.</li> <li>Im Vergleich zu GJ 2020 führten höhere Marketingaufwendungen und Kosten im Zusammenhang mit dem Börsengang des Unternehmens zu höheren Ausgaben und folglich zu einer geringeren EBITDA-Generierung.</li> <li>Die Zinsaufwendungen waren jedoch höher als von uns erwartet, was auf die Bilanzrestrukturierung in 2021 zurückzuführen ist.</li> </ul>
<b>EBITDA</b>	<b>-9.8</b>	-9.8	-3.2	202.8%	
<i>margin</i>	<i>-32.2%</i>	<i>-32.2%</i>	<i>-12.1%</i>		
<b>EBITDA adjusted</b>	<b>-5.3</b>	-5.5	-3.2	63.9%	
<i>margin</i>	<i>-17.4%</i>	<i>-18.1%</i>	<i>-12.1%</i>		
<b>Net income</b>	<b>-13.3</b>	-12.9	-4.9	169.6%	
<i>margin</i>	<i>-43.8%</i>	<i>-42.6%</i>	<i>-18.5%</i>		

Veganz hat die endgültigen Zahlen für GJ 2021 veröffentlicht. Die Umsatz- und EBITDA-Entwicklung kam nicht überraschend, da Veganz bereits im Februar seine Guidance angepasst hatte, um die schwache Performance in Q4/21 während der Covid-bedingten Einschränkungen in Deutschland zu reflektieren. Auf EBITDA-Ebene ist der yoy-Rückgang auf höhere Marketingaufwendungen (TV-Kampagne & RB Leipzig-Kooperation) sowie auf die Kosten für den Börsengang und die Anleiheemission zurückzuführen. Bereinigt um die Sondereffekte erreichte das EBITDA EUR -5,3 Mio. (WRe: EUR -5,5 Mio.), was die höheren Kosten für Marketing, aber auch den Anlauf von Veganz' Overhead-Struktur zeigt. Der Finanzaufwand war höher als von uns angenommen (Delta von EUR 0,4 Mio.) und ist auf die Restrukturierung der Verbindlichkeiten von Veganz und die damit verbundene Rückzahlung von Gesellschafter- und Bankdarlehen zurückzuführen.

**Übergangsjahr:** Wie bereits in der letzten Woche angekündigt, befindet sich Veganz aufgrund externer Faktoren, die nicht im Einflussbereich des Unternehmens liegen, in einem Umbruch. Steigende Rohstoffpreise, massive Störungen in der Lieferkette und weitere Brandschutzaufgaben für die Produktionsstätte in Havel haben den Umsatz in Q1/22 sowie den Zeitplan für den Produktionshochlauf beeinträchtigt. Die gute Nachricht ist jedoch, dass Veganz die bereits gelieferten Maschinen und Anlagen an andere angemietete Standorte verlagert hat und die eigene Produktion in Q3/22 aufnehmen kann. Somit können die bestellten Volumen für Käse, Fisch und TVP geliefert werden und sobald der große Standort in Havel fertig ist, kann Veganz dort (Q2/23) mit bereits geschultem Personal und den bereits etablierten Produktionsprozessen die Produktion hochfahren. Gegenüber dem ursprünglichen Zeitplan würden wir eine Verzögerung von 2-3 Monaten erwarten, während der Output leicht unter unseren bisherigen Schätzungen liegen sollte. Unser Ausblick wurde bereits in unserer letzten Veröffentlichung angepasst ("Gewinnwarnung weniger alarmierend als zunächst befürchtet; Kursziel gesenkt" vom 27.05.2022).

**Erfreuliche Entwicklung im Bereich Food Services:** Der Bereich Foodservice hat 2021 ca. EUR 0,21 Mio. zum Umsatz beigetragen, aber durch die neue Kooperation mit Aramark und Eurowings sollte der Umsatz 2022 bis zu 10% zum Gesamtumsatz beitragen (WRe: EUR 2 Mio.). Darüber hinaus hat das Management während der Ergebnis-Telefonkonferenz erwähnt, dass es sich in Gesprächen befindet, um weitere Food-Service-Kunden zu gewinnen, so dass wir davon ausgehen, dass 2022 mindestens ein weiterer Kunde bekannt gegeben wird. Für die GuV-Entwicklung ist der Vorteil von Food Services die recht hohe Visibilität in Bezug auf Umsatzvolumen und Laufzeit, was die Traktion in den Folgejahren erhöhen sollte und der Diversifizierung der Veganz-Vertriebskanäle dient.

Aufgrund der Modellverlängerung erhöht sich unser Kursziel leicht auf EUR 61 je Aktie.

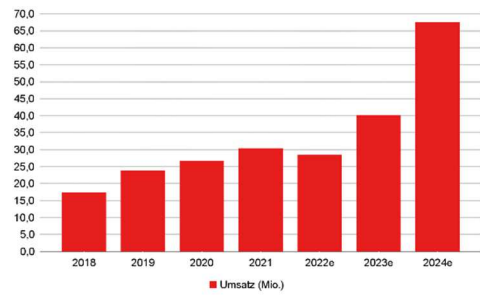


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-58,4 %
6 Monate:	-66,5 %
Jahresverlauf:	-65,4 %
Letzte 12 Monate:	n/a

**Unternehmenstermine:**  
23.06.22 Warburg Highlights

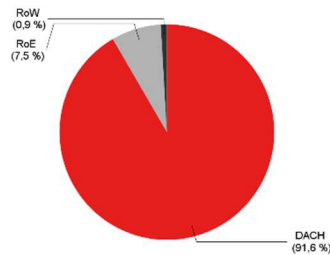
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	30,5 %	17,4	23,9	26,8	30,4	28,5	40,2	67,5
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		n.a.	37,1 %	12,1 %	13,6 %	-6,3 %	41,2 %	67,9 %
<b>Rohertragsmarge</b>		25,0 %	31,2 %	29,9 %	30,7 %	28,6 %	32,5 %	38,1 %
<b>EBITDA</b>	-	-2,9	-3,2	-3,2	-9,8	-10,2	-3,8	1,6
<b>Marge</b>		-16,4 %	-13,5 %	-12,1 %	-32,2 %	-35,8 %	-9,5 %	2,4 %
<b>EBIT</b>	-	-3,2	-4,1	-4,3	-10,8	-11,6	-5,9	-0,5
<b>Marge</b>		-18,4 %	-17,4 %	-16,0 %	-35,5 %	-40,8 %	-14,7 %	-0,7 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-3,8	-4,6	-4,9	-13,3	-13,1	-7,3	-1,9
<b>EPS</b>	-	-3,78	-4,59	-4,94	-10,88	-10,74	-6,00	-1,51
<b>EPS adj.</b>	-	-3,78	-4,59	-4,94	-10,88	-10,74	-6,00	-1,51
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPS</b>		-1,76	-2,52	-3,27	-11,19	-13,31	-12,96	2,30
<b>FCF / MarktKap.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	-12,2 %	-76,5 %	-74,5 %	13,2 %
<b>EV / Umsatz</b>		n.a.	n.a.	n.a.	3,1 x	0,7 x	0,9 x	0,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,6 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCF Potential Yield</b>		n.a.	n.a.	n.a.	-10,1 %	-53,8 %	-10,9 %	5,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		3,5	7,9	11,9	-18,6	-2,3	13,5	10,7
<b>ROCE (NOPAT)</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Guidance:</b>		GJ 2021: EBITDA EUR -5,5 Mio., EaT EUR -8,0 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



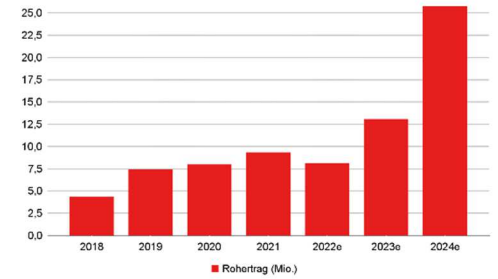
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Rohertrag**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

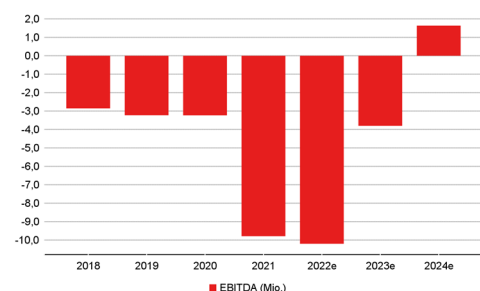
## Unternehmenshintergrund

- 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

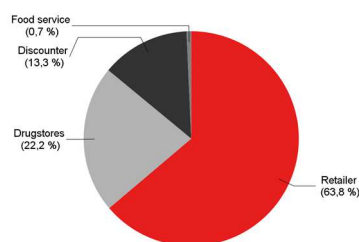
- Veganz ist ein Vollsortimenter für pflanzliche Lebensmittel und bietet Produkte in allen relevanten Lebensmittelkategorien an. Der Produktmix ermöglicht Veganz eine hohe Kundendurchdringung und Portfoliodiversifizierung.
- Dank seines einzigartigen Produktentwicklungszyklus, der Marktforschung, Forschungsk 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



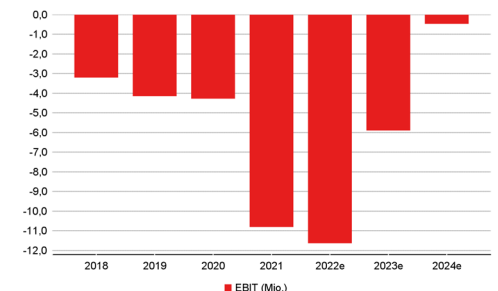
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Absatzkanal**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021	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	173,8	205,5	237,9	268,6	293,6	303,9	
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	-11,6	-5,9	-0,5	6,7	13,6	15,9	19,1	22,6	25,0	26,9	29,4	27,3	
EBIT-Marge	-35,5 %	-40,8 %	-14,7 %	-0,7 %	7,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	28,4 %	29,3 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	-10,6	-11,6	-5,9	-0,5	4,8	9,6	10,3	12,4	14,7	16,2	17,5	19,1	17,8	
Abschreibungen	1,0	1,4	2,1	2,1	2,1	2,2	1,6	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
Abschreibungsquote	3,3 %	5,0 %	5,2 %	3,1 %	2,2 %	1,8 %	1,1 %	1,1 %	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	4,1	-2,1	0,7	-3,1	-2,8	-2,1	-4,5	-2,1	-2,2	-2,2	-1,9	-1,3	-0,2	
- Investitionen	0,5	6,7	9,9	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,2	1,7	2,1	2,6	3,0	
Investitionsquote	1,5 %	23,4 %	24,6 %	0,8 %	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	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)	-14,1	-14,8	-14,4	4,2	9,0	13,4	15,8	15,6	17,7	19,1	19,9	20,7	17,9	19
Barwert FCF	0,0	-13,6	-11,5	2,9	5,4	7,0	7,2	6,2	6,1	5,7	5,2	4,7	3,5	24
Anteil der Barwerte	<b>-39,48 %</b>			<b>96,18 %</b>										<b>43,30 %</b>

### 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
<b>WACC</b>	<b>15,09 %</b>	<b>Beta</b>	<b>2,80</b>

### Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	32		
Terminal Value	24		
Zinstr. Verbindlichkeiten	11		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	29	Aktienzahl (Mio.)	1,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>74</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>60,78</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	<b>2,00 %</b>	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	<b>+0,0 pp</b>	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>3,03</b>	16,1 %	53,97	54,24	54,52	54,81	55,11	55,42	55,74	<b>3,03</b>	16,1 %	45,90	48,87	51,84	54,81	57,78	60,75	63,72
<b>2,91</b>	15,6 %	56,73	57,03	57,35	57,68	58,02	58,37	58,74	<b>2,91</b>	15,6 %	48,33	51,44	54,56	57,68	60,79	63,91	67,03
<b>2,86</b>	15,3 %	58,18	58,51	58,85	59,20	59,56	59,94	60,33	<b>2,86</b>	15,3 %	49,61	52,81	56,00	59,20	62,39	65,58	68,78
<b>2,80</b>	15,1 %	59,70	60,04	60,40	<b>60,78</b>	61,17	61,57	61,99	<b>2,80</b>	15,1 %	50,95	54,23	57,50	<b>60,78</b>	64,05	67,33	70,60
<b>2,74</b>	14,8 %	61,27	61,64	62,03	62,43	62,84	63,27	63,72	<b>2,74</b>	14,8 %	52,35	55,71	59,07	62,43	65,79	69,15	72,51
<b>2,69</b>	14,6 %	62,91	63,31	63,72	64,15	64,59	65,05	65,53	<b>2,69</b>	14,6 %	53,80	57,25	60,70	64,15	67,59	71,04	74,49
<b>2,57</b>	14,1 %	66,40	66,85	67,32	67,81	68,32	68,85	69,40	<b>2,57</b>	14,1 %	56,90	60,54	64,17	67,81	71,45	75,09	78,72

- 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							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	n.a.	n.a.	n.a.	4,2 x	1,5 x	3,3 x	4,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-5,56	-13,37	-17,30	12,60	2,63	-2,59	-3,33
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	n.a.	3,1 x	0,7 x	0,9 x	0,5 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,6 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,6 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	n.a.	n.a.	-10,1 %	-53,8 %	-10,9 %	5,1 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (inkl. Veganz Retail)	15,9	26,4	29,7	33,0	31,1	42,8	70,2

## GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>17,4</b>	<b>23,9</b>	<b>26,8</b>	<b>30,4</b>	<b>28,5</b>	<b>40,2</b>	<b>67,5</b>
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	37,1 %	12,1 %	13,6 %	-6,3 %	41,2 %	67,9 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>17,4</b>	<b>23,9</b>	<b>26,8</b>	<b>30,4</b>	<b>28,5</b>	<b>40,2</b>	<b>67,5</b>
Materialaufwand	13,1	16,4	18,8	21,1	20,4	27,1	41,8
<b>Rohrertrag</b>	<b>4,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,1</b>	<b>13,1</b>	<b>25,8</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>25,0 %</i>	<i>31,2 %</i>	<i>29,9 %</i>	<i>30,7 %</i>	<i>28,6 %</i>	<i>32,5 %</i>	<i>38,1 %</i>
Personalaufwendungen	3,0	2,8	2,9	3,4	4,2	5,2	5,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,1	0,5	0,2	0,0	3,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,1	8,0	8,8	15,9	14,1	14,7	18,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,6</b>
<i>Marge</i>	<i>-16,4 %</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>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,9	1,0	1,0	0,5	1,1	1,2
<b>EBITA</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>0,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9
<b>EBIT</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>-11,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,5</b>
<i>Marge</i>	<i>-18,4 %</i>	<i>-17,4 %</i>	<i>-16,0 %</i>	<i>-35,5 %</i>	<i>-40,8 %</i>	<i>-14,7 %</i>	<i>-0,7 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>-11,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,5</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,7	0,6	0,9	3,0	1,5	1,4	1,4
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,9</b>
<i>Marge</i>	<i>-22,2 %</i>	<i>-19,7 %</i>	<i>-19,2 %</i>	<i>-44,6 %</i>	<i>-46,1 %</i>	<i>-18,3 %</i>	<i>-2,7 %</i>
Steuern gesamt	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-13,3</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,9</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-13,3</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,9</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-13,3</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,9</b>
<i>Marge</i>	<i>-21,7 %</i>	<i>-19,2 %</i>	<i>-18,5 %</i>	<i>-43,8 %</i>	<i>-46,1 %</i>	<i>-18,3 %</i>	<i>-2,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>EPS</b>	<b>-3,78</b>	<b>-4,59</b>	<b>-4,94</b>	<b>-10,88</b>	<b>-10,74</b>	<b>-6,00</b>	<b>-1,51</b>
EPS adj.	-3,78	-4,59	-4,94	-10,88	-10,74	-6,00	-1,51

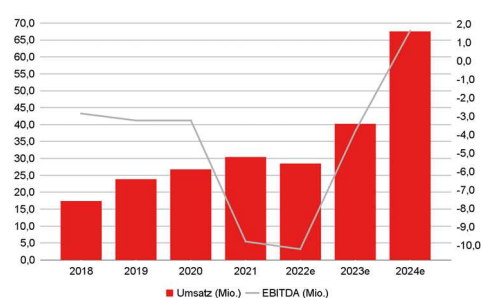
\*Adjustiert um:

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

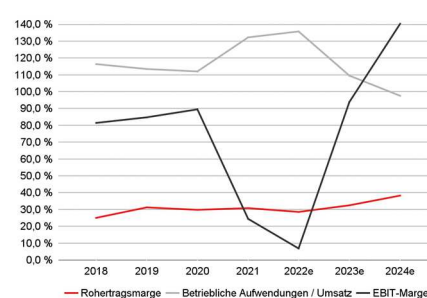
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	116,4 %	113,5 %	112,1 %	132,2 %	135,8 %	109,5 %	97,6 %
Operating Leverage	n.a.	0,8 x	0,3 x	11,2 x	-1,2 x	-1,2 x	-1,4 x
EBITDA / Interest expenses	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1,2 x
Steuerquote (EBT)	2,3 %	2,6 %	3,8 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	248.740	391.349	405.535	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

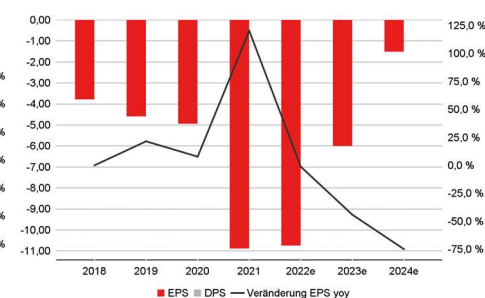
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

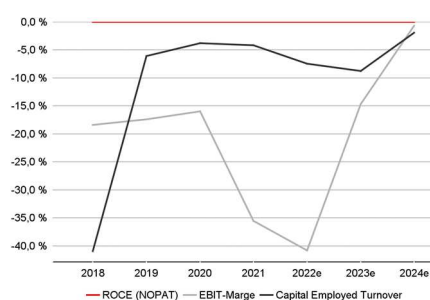
## Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	13,6	12,6	11,6	10,7	9,7	8,8
davon übrige imm. VG	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	13,4	12,6	11,6	10,7	9,7	8,8
Sachanlagen	0,2	0,1	0,4	0,8	7,0	15,7	15,1
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,7</b>	<b>13,2</b>	<b>18,4</b>	<b>26,2</b>	<b>24,6</b>
Vorräte	1,9	1,9	2,1	2,8	3,2	5,7	6,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,9	2,5	2,1	3,5	3,3	4,4	7,0
Liquide Mittel	0,5	0,2	0,1	28,7	17,7	1,2	3,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,8	1,7	2,1	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>37,6</b>	<b>26,8</b>	<b>13,9</b>	<b>19,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>6,2</b>	<b>20,8</b>	<b>20,2</b>	<b>50,7</b>	<b>45,2</b>	<b>40,1</b>	<b>44,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,7	0,7	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Kapitalrücklage	9,7	3,8	3,8	48,3	48,3	48,3	48,3
Gewinnrücklagen	-15,8	-4,2	-9,2	-22,5	-35,6	-43,0	-44,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	-5,4	0,2	-4,7	27,0	13,9	6,5	4,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>27,0</b>	<b>13,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>
Rückstellungen gesamt	1,1	1,5	1,3	2,8	2,8	2,8	2,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	4,0	8,1	12,0	10,0	15,4	14,7	14,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,5	5,8	6,7	4,7	7,0	9,9	16,7
Sonstige Verbindlichkeiten	3,0	5,2	4,9	6,1	6,1	6,1	6,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>11,7</b>	<b>20,6</b>	<b>24,9</b>	<b>23,7</b>	<b>31,3</b>	<b>33,5</b>	<b>39,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>6,2</b>	<b>20,8</b>	<b>20,2</b>	<b>50,7</b>	<b>45,2</b>	<b>40,1</b>	<b>44,4</b>

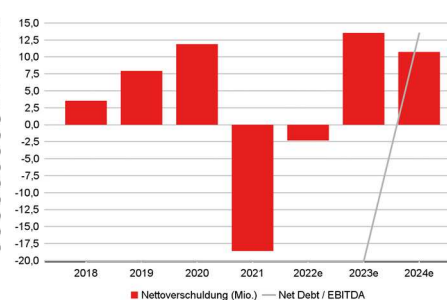
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	-33,1 x	-18,6 x	-12,7 x	12,9 x	4,4 x	2,5 x	5,5 x
Capital Employed Turnover	-9,2 x	2,9 x	3,8 x	3,6 x	2,5 x	2,0 x	4,4 x
ROA	-331,4 %	-31,6 %	-35,9 %	-101,3 %	-71,5 %	-28,0 %	-7,5 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	139,1 %	175,0 %	217,0 %	-119,5 %	-64,3 %	-71,9 %	-33,0 %
Adj. ROE	139,1 %	175,0 %	217,0 %	-119,5 %	-64,3 %	-71,9 %	-33,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	3,5	7,9	11,9	-18,6	-2,3	13,5	10,7
Nettofinanzverschuldung	3,5	7,9	11,9	-18,6	-2,3	13,5	10,7
Net Gearing	-65,1 %	4107,9 %	-250,3 %	-68,8 %	-16,7 %	207,0 %	228,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	656,2 %
Buchwert je Aktie	-5,4	0,2	-4,7	22,1	11,3	5,3	3,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-5,6	-13,4	-17,3	12,6	2,6	-2,6	-3,3

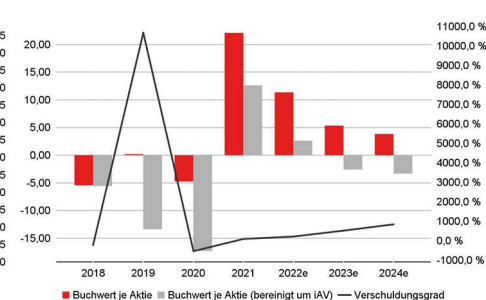
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



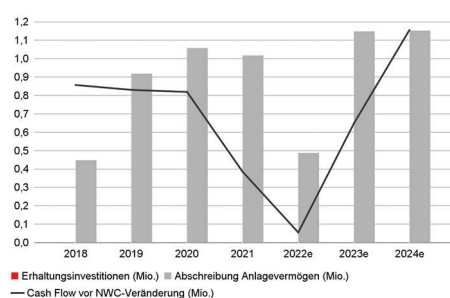
## Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,8	-4,6	-4,9	-13,3	-13,1	-7,3	-1,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,9	1,1	1,0	0,5	1,1	1,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	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	1,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	0,4	0,5	2,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>-11,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>0,2</b>
Veränderung Vorräte	2,6	-1,5	-0,2	0,0	-0,4	-2,5	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,2	-1,1	-2,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,2	2,4	0,6	-2,4	2,3	2,9	6,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	1,3	0,9	0,4	-5,1	2,1	-0,7	3,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-13,2</b>	<b>-9,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>3,3</b>
Investitionen in iAV	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-6,7	-9,9	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,7</b>	<b>-9,9</b>	<b>-0,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,2	2,3	5,6	2,0	5,3	-0,6	-0,6
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	0,0	45,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,4	-0,1	-0,9	-3,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,8</b>	<b>44,1</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>30,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-16,5</b>	<b>2,2</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,4	0,5	-2,1	28,6	17,7	1,2	3,4

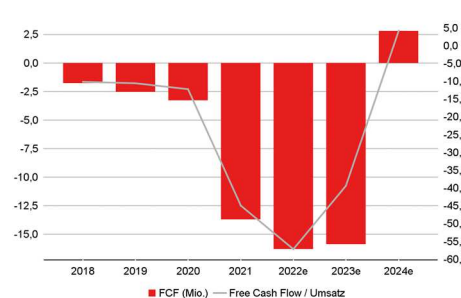
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-1,8	-2,5	-3,3	-13,7	-16,3	-15,9	2,8
Free Cash Flow / Umsatz	-10,1 %	-10,6 %	-12,2 %	-45,0 %	-57,1 %	-39,4 %	4,2 %
Free Cash Flow Potential	n.a.	-3,1	-3,0	-9,5	-10,2	-3,8	1,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	46,6 %	54,9 %	66,1 %	102,8 %	123,9 %	215,9 %	-151,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	7,3 %	0,6 %	6,5 %	1,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	34,4 %	9,4 %	8,7 %	27,4 %	11,9 %	9,6 %	9,6 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	0,6 %	0,7 %	1,1 %	1,5 %	23,4 %	24,6 %	0,8 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	28,5 %	19,3 %	27,0 %	45,2 %	464,9 %	472,9 %	25,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-2,1 %	-4,5 %	-7,3 %	-1,5 %	1,9 %	-0,4 %	-2,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	26,4 %	43,3 %	31,1 %	74,4 %	47,1 %	44,4 %	41,9 %
Vorratumschlag	7,0 x	8,7 x	8,9 x	7,5 x	6,4 x	4,8 x	6,1 x
Receivables collection period (Tage)	19	39	28	42	42	40	38
Payables payment period (Tage)	98	130	129	82	126	133	146
Cash conversion cycle (Tage)	-27	-49	-60	9	-26	-17	-49

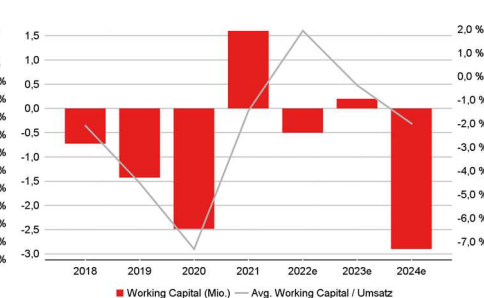
## Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



## 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	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A3E5ED2.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A3E5ED2.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

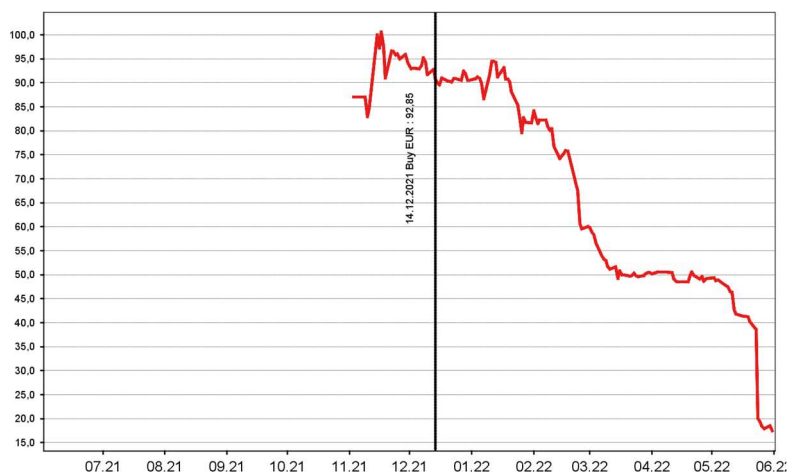
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	171	80
Halten	37	17
Verkaufen	3	1
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>213</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	51	86
Halten	6	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>59</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VEGANZ GROUP AG] AM [01.06.2022]



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](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