

<b>Empfehlung</b>	<b>Kaufen</b>
<b>Kursziel</b>	<b>10,00 EUR</b>
<b>Kurspotenzial</b>	<b>+43%</b>
<b>Aktien­daten</b>	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	6,98
Aktienzahl (in Mio.)	33,7
Marketkap. (in Mio. EUR)	235,2
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	6,1
Enterprise Value (in Mio. EUR)	180,7
Ticker	XTRA:HXCK
<b>Guidance 2025</b>	
Umsatz (in Mio. EUR)	152 - 162
EBIT (in Mio. EUR)	87 - 102

Aktienkurs (EUR)



Quelle: Capital IQ

<b>Aktionärsstruktur</b>	
Streubesitz	24,7%
Döhle Group	38,5%
J.P. Döhle & J.D. Döhle	36,8%
-	-
-	-

<b>Termine</b>	
EKF	24. November 2025
-	-
-	-

<b>Prognoseanpassung</b>			
	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Umsatz (alt)</b>	<b>153,5</b>	<b>157,4</b>	<b>142,0</b>
Δ	3,4%	-5,8%	-6,7%
<b>EBIT (alt)</b>	<b>88,5</b>	<b>56,7</b>	<b>38,0</b>
Δ	3,9%	-30,3%	-43,4%
<b>EPS (alt)</b>	<b>1,72</b>	<b>1,34</b>	<b>0,95</b>
Δ	9,9%	-23,9%	-34,7%

<b>Analyst</b>	
Christoph Hoffmann	Christian Bruns, CFA
+49 40 41111 3785	+49 40 41111 37 87
c.hoffmann@montega.de	c.bruns@montega.de

<b>Publikation</b>	
Comment	14. November 2025

## Ernst Russ mit starkem Q3 und weiteren Transaktionen

Ernst Russ hat am 11.11. Q3-Zahlen veröffentlicht, die im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Positiv überrascht haben uns neben den bereits bekannten sechs Transaktionen, die wir im letzten Comment thematisiert hatten, noch zwei weitere Anteilskäufe sowie ein Schiffsverkauf. Im Rahmen der Q3-Zahlen wurde die FY-Guidance in Bezug auf den Umsatz konkretisiert (bislang: 147 bis 167 Mio. EUR; angepasst: 152 bis 162 Mio. EUR), während die Ergebnis-Guidance ebenso konkretisiert bzw. leicht erhöht wurde. So erwartete das Unternehmen zuvor ein EBIT von 75 bis 105 Mio. EUR und avisiert nun 87 bis 102 Mio. EUR. Auf das operative Geschäft (exklusive Erträge durch mehrere Schiffsveräußerungen) sollen nun 48 bis 63 Mio. EUR entfallen, nachdem zuvor 43 bis 73 Mio. EUR in Aussicht gestellt wurden. Insbesondere im Zuge der weiteren Veräußerungsgewinne erhöhen wir unsere EBIT-Prognose von bislang 88,5 Mio. EUR auf 92,0 Mio. EUR. Darüber hinaus haben wir u.a. den Schiffsverkauf und die negativen Entwicklungen im EUR/USD (zuvor: 1,10; neu: 1,15) modellseitig abgebildet.

**Weitere Transaktionen in Q4 umgesetzt:** Neben dem im letzten Comment erläuterten Deal über den Kauf der Minderheitsanteile bei sechs Schiffen, hat Ernst Russ ein 1.700-TEU-Schiff (BJ: 2007) veräußert, das zusammen mit dem langjährigen Partner Eimskip in einer JV-Struktur gehalten wurde (Closing 12/2025 erwartet). Wir gehen davon aus, dass sich der Buchgewinn auf einen mittleren einstelligen Mio.-EUR-Betrag beläuft. Daneben wurde der Anteil an zwei 800-TEU-Schiffen um mindestens 22 PP erhöht, sodass nun ein Mehrheitsanteil gehalten wird. Wir gehen davon aus, dass der Erlös aus dem Verkauf des größeren Schiffs die Aufstockung bei den beiden kleineren 800-TEU-Schiffen in etwa ausgleicht und das Management somit, wie von uns erwartet, weiter Kapital "recycelt". Nach Abschluss der Transaktionen bestehen noch Minderheitsanteile bei 12 der 25 Schiffe. Da u.a. die strategische Partnerschaft mit Eimskip, die zukünftig noch 7 Schiffe betrifft, fortgesetzt werden dürfte, erwarten wir kurz- bis mittelfristig Transaktionen bei 2 Schiffen, um die Vereinfachung der Struktur ganz abzuschließen.

**Charterraten weiter auf hohem Niveau:** Mit einer durchschnittlichen Charterrate von 18.601 USD pro Tag hat sich das Niveau sowohl ggü. dem Vorjahr als auch gegenüber dem Vorquartal (rd. 18.000 USD/Tag) nochmals erhöht. Der Umsatz lag in Q3 bei 39,4 Mio. EUR und konnte mit einer Auslastung von 98,5% ohne signifikante Ausfälle abgeschlossen werden. Das EBITDA belief sich in Q3 auf 28,6 Mio. EUR, was einer Marge von rd. 73% entspricht (9M: EBITDA-Marge 83,8%; EBITDA 99,9 Mio. EUR) und mitunter auf Buchgewinne im Zuge von Schiffsveräußerungen zurückzuführen ist. Auf Ebene des EBIT erreichte Ernst Russ in Q3 22,0 Mio. EUR (9M: 77,6 Mio. EUR). Im abgelaufenen Quartal konnte neben den Charterverträgen der beiden Neubauten noch ein neuer 1-Jahres-Vertrag für ein 1.700-TEU-Schiff geschlossen werden. Dieser dürfte einen Umsatz von ca. 9 Mio. EUR und einen Free Cashflow von -5 Mio. EUR mit sich bringen. In den nächsten Quartalen erwarten wir den Abschluss weiterer hochprofitabler Charterverträge, vor allem bei dem mit Abstand wichtigstem Schiff Rome Express, das u.E. über zwei Jahre ein EBITDA von ca. 30-40 Mio. EUR erzielen könnte.

**Fazit:** Nach einem guten Q3 und den getätigten Transaktionen ist Ernst Russ operativ weiter auf Kurs, ein starkes Jahr mit großen strategischen Fortschritten abzuschließen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	202,7	172,7	158,7	148,3	132,5
Veränderung yoy	5,7%	-14,8%	-8,1%	-6,6%	-10,6%
EBITDA	115,4	98,4	119,1	68,7	49,2
EBIT	83,4	71,0	92,0	39,5	21,5
Jahresüberschuss	55,0	42,5	63,8	34,5	20,9
Rohertagsmarge	55,2%	51,0%	55,0%	54,9%	46,3%
EBITDA-Marge	56,9%	57,0%	75,1%	46,3%	37,2%
EBIT-Marge	41,1%	41,1%	58,0%	26,6%	16,3%
Net Debt	-63,9	-107,6	-162,5	-214,3	-251,5
Net Debt/EBITDA	-0,6	-1,1	-1,4	-3,1	-5,1
ROCE	47,6%	40,0%	63,0%	33,0%	23,2%
EPS	1,64	1,26	1,89	1,02	0,62
FCF je Aktie	2,54	2,83	2,71	2,07	1,53
Dividende	1,00	0,20	0,20	0,20	0,20
Dividendenrendite	14,3%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
EV/Umsatz	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4
EV/EBITDA	1,6	1,8	1,5	2,6	3,7
EV/EBIT	2,2	2,5	2,0	4,6	8,4
KGV	4,3	5,5	3,7	6,8	11,3
KBV	1,4	1,3	1,0	0,9	0,8

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 6,98 EUR

## Unternehmenshintergrund

Die Ernst Russ AG fokussiert sich als international tätige Reederei aktuell auf kleine Containerschiffe (sogenannte Feeder) mit einer Kapazität von bis zu 4.200 TEU (TEU: Twenty-foot Equivalent Unit, Standardcontainer). Darüber hinaus prüft das Management ebenso laufend Opportunitäten in anderen Schiffsklassen wie beispielsweise Tankern oder Massengutfrachtern. Derzeit umfasst die Flotte 26 Schiffe. Neben kleinen Containerschiffen hält Ernst Russ ebenso ein größeres Containerschiff (13.400 TEU), ein Multipurpose-Schiff sowie einen Bulker (Massengutfrachter), der beispielsweise zum Transport von Kohle oder Eisenerz genutzt wird. Darüber hinaus wurden zwei Containerschiffsneubauten bestellt. Die Schiffe verchartert ("vermietet") Ernst Russ primär an Linienreeder wie Hapag-Lloyd oder Maersk und schloss in der Vergangenheit vorzugsweise 12-24 monatige Verträge ab, die dem Unternehmen planbare Erträge verschaffen. Zudem verfolgt Ernst Russ eine tendenziell konservative Finanzierungsstrategie, um resilient gegenüber zyklischen Tiefs zu sein und jederzeit Opportunitäten wahrnehmen zu können.

<b>Sektor</b>	Shipping
<b>Ticker</b>	HXCK
<b>Mitarbeiter</b>	~30 Mitarbeiter an Land
<b>Umsatz</b>	172,2 Mio. EUR
<b>EBITDA</b>	98,4 Mio. EUR
<b>EBITDA-Marge</b>	57,0%
<b>Geschäftsmodell</b>	International tätige Reederei (Non-Operating-Owner)
<b>Kundenstruktur</b>	Breiter, internationaler Kundenstamm an Linienreedern

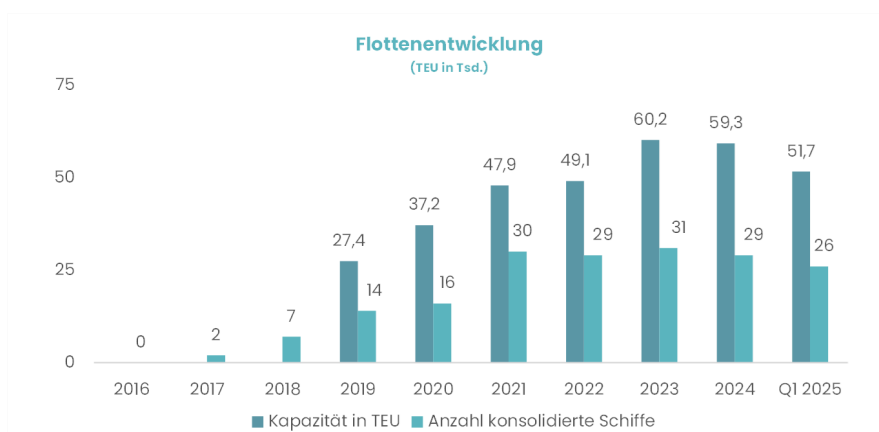
Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2024

## Wichtige Ereignisse in der Unternehmensgeschichte



## Flottenübersicht- und Strategie

Ernst Russ hat seine, primär aus kleinen Containerschiffen bestehende, Flotte durch mehrere Einzel- und Portfoliokäufe deutlich bis auf 26 Schiffe ausgebaut und verfolgt ein aktives Flottenmanagement. Dabei steht grundsätzlich nicht ein kontinuierliches Wachstum, sondern die Erzielung möglichst hoher Kapitalrenditen im Vordergrund. Hierzu prüft das Management laufend Opportunitäten in verschiedenen Schiffsklassen (Container, Tanker, Massengutfrachter usw.). In der Vergangenheit orderte Ernst Russ i.d.R. keine Neubauten (zuletzt Mitte 2025 zwei 2.300 TEU Schiffe zusammen mit dem JV-Partner Eimskip), sondern erwarb ca. 5-15 Jahre alte Schiffe, die preislich teils signifikant unter dem Niveau von Neubauten liegen. Zuletzt nutzte das Management auch die hohen Preise, um einige ältere Schiffe mit sehr hohen Veräußerungsgewinnen zu verkaufen.



Quelle: Unternehmen

An 12 der 25 Schiffe des Unternehmens sind historisch bzw. strategisch bedingt noch **Minderheitsgesellschafter** beteiligt, sodass Ernst Russ nicht die vollständige Eigentümerschaft an der gesamten Flotte innehat. So befinden sich eine Reihe von Schiffen (MONe: 7) in strategischen JV-Strukturen mit dem börsennotierten Shipping- und Logistikunternehmen Eimskip aus Island. Drei weitere Schiffe hält Ernst Russ in einem strategischen Joint Venture mit einer anderen europäischen Reederei und ein weiteres Schiff gemeinschaftlich mit der Peter Döhle KG. Wie angekündigt, arbeitet Ernst Russ aktuell an der deutlichen Reduktion nicht strategischer Minderheitsanteile, um die Komplexität des Unternehmens zu reduzieren. Hierzu erwägt das Unternehmen sowohl Verkäufe als auch Käufe einzelner Schiffe und konnte im laufenden Jahr mit dem Kauf von Minderheitsanteilen an diversen Schiffen sowie dem Verkauf von drei Schiffen mit Minderheitsanteilen bereits den Großteil der nötigen Transaktionen abschließen.

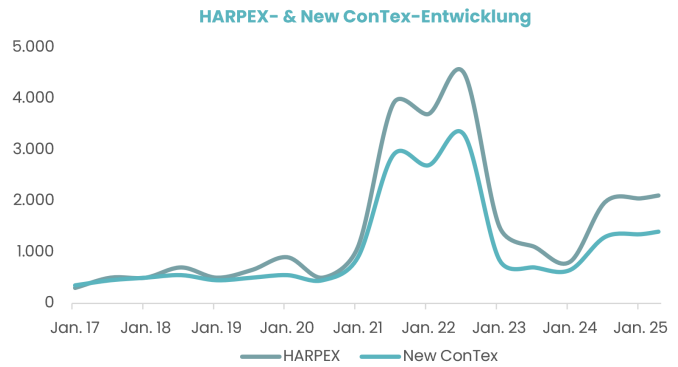
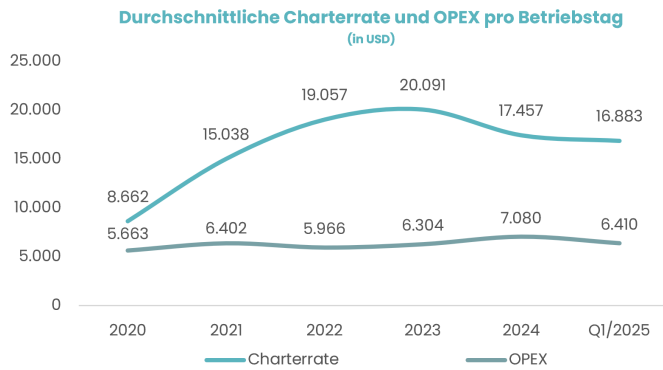
Der Durchschnittsanteil von Ernst Russ an der konsolidierten Schiffsflotte beläuft sich auf 76,2%, wobei der nach **Tragkapazität gewichtete ER-Anteil bereits bei 83,3%** liegt. Neben der Reduktion von Minorities steht bei einem aktuellen **Flottenalter von knapp 17 Jahren** (typische Middle-Age-Flotte) die partielle Verjüngung der Flotte im Vordergrund.

Name	Schiffstyp	Kapazität in TEU	Flagge	Beschäftigung	Baujahr	Alter	Anteile	Min. Charter
Rome Express	Container	13.400	Portugal	Charter	2010	15	99%	Q1/2026
Venetia	Container	4.178	Portugal	Charter	2010	15	99%	Q2/2028
EF Olivia	Container	3.091	Portugal	Charter	2006	19	52%	Q2/2027
Hebe	Container	3.091	Portugal	Charter	2007	18	99%	Q1/2027
Lodur	Container	3.091	Antigua & Barbuda	Charter	2003	22	51%	Q3/2027
Rita	Container	2.785	Portugal	Charter	2007	18	99%	Q1/2027
Frida Russ	Container	2.194	Portugal	Charter	2017	8	99%	Q4/2026
ESL Winner	Container	1.841	Portugal	Pool	2008	17	99%	Q2/2027
EF Emira	Container	1.710	Portugal	Charter	2008	17	52%	Q3/2025
EF Emma	Container	1.700	Portugal	Charter	2008	17	52%	Q4/2025
EF Eldra	Container	1.341	Portugal	Pool	2010	15	52%	Q3/2025
Baldur	Container	1.341	Portugal	Pool	2010	15	99%	Q2/2027
Isabella B	Container	1.036	Portugal	Charter	2012	13	51%	Q4/2029
Bakkafoss	Container	1.025	Antigua & Barbuda	Charter	2009	16	52%	Q2/2026
Faith	Container	917	Portugal	Charter	2006	19	99%	Q1/2026
Trouper	Container	868	Portugal	Charter	2005	20	99%	Q1/2026
Visitor	Container	862	Portugal	Charter	2004	21	99%	Q1/2027
Dream	Container	803	Portugal	Charter	2006	19	51%	Q2/2028
Ido	Container	803	Portugal	Charter	2006	19	99%	Q4/2026
Meandi	Container	803	Portugal	Charter	2006	19	51%	Q4/2028
Mirror	Container	803	Portugal	Charter	2007	18	99%	Q1/2028
EF Ava	Container	698	Portugal	Charter	2008	17	52%	Q2/2026
Skogafoss	Container	679	Antigua & Barbuda	Charter	2007	18	51%	Q4/2027
Rubina	Bulker	600/39,959*	Portugal	Pool	2018	7	99%	Pool
Louise Auerbach	Multipurpose	665	Liberia	Charter	2007	18	51%	Q2/2026
Newbuild #1	Container	2.280	-	Charter	2028	-	52%	H2/2038
Newbuild #2	Container	2.280	-	Charter	2028	-	52%	H2/2038
<b>Anzahl:</b> 25	<b>Gesamte TEU:</b> 50.325			<b>Durchschnittsalter:</b> 16,8				
	<b>Median TEU:</b> 1.036			<b>ER Durchschnittsanteil:</b> 76,2%	Anteil Dream, Meandi MONe			
	<b>ER anteilige TEU:</b> 41.925			<b>ER gewichteter Flottenanteil:</b> 83,3%	* in DWT			

Quelle: Unternehmen

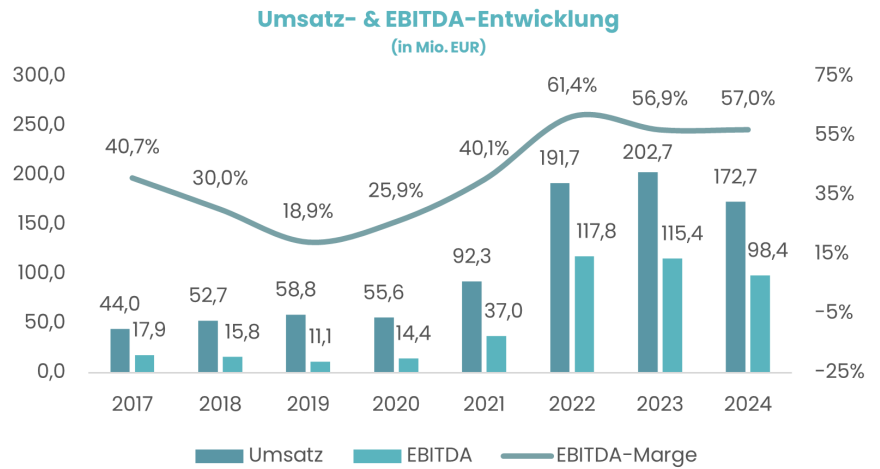
### Historische operative Entwicklung

In den letzten Jahren hat sich Ernst Russ hervorragend entwickelt, was teils auf ein vorteilhaftes Marktumfeld zurückzuführen ist. Auf den nachstehenden Abbildungen ist der deutliche Anstieg der Charterraten in 2021/2022 sowie der nur unterproportionalen, inflationsbedingten Anstieg der OPEX zu erkennen, wodurch sich eine Vervielfachung des Gewinns ergab. Durch den Abschluss von 12- bis 24-monatigen Charterverträgen gelang es dem Unternehmen, die hohen Preise mittelfristig zu sichern, sodass trotz des Einbruchs der Charterraten in 2023 ein sehr starkes Ergebnis eingefahren werden konnte. In 2024, als u.E. viele hochprofitable Charterverträge ausliefen, stiegen die Rates erneut an, da wiederholte Angriffe der Huthi-Rebellen im Roten Meer zu einer branchenweiten Umfahrung des Roten Meeres und damit zu einer Verknappung der Frachtkapazitäten führten.



Quelle: Montega, Harper Petersen & Co., Unternehmen

Die damit einhergehende sehr gute operative Entwicklung des Unternehmens haben wir in der folgenden Grafik dargestellt. Dank der weit überwiegend fixen Kostenbasis stieg neben dem Umsatz auch die EBITDA-Marge auf ca. 60% an.



Quelle: Unternehmen

## Management

Das amtierende Vorstandsteam besteht zwei Co-CEOs, die Ende 2024 bzw. 2025 zum Unternehmen stießen und jahrzehntelange Branchen- und Finanzexpertise mitbringen.



**Dr. Christopher Eilers** ist seit August 2025 **Co-CEO** und **CFO** der Ernst Russ. Der promovierte Wirtschaftswissenschaftler bekleidete vor seinem Eintritt zahlreiche Führungspositionen im Bereich des (maritimen) Asset Managements und der Asset Finanzierung. Ebenfalls bringt er Erfahrung aus der Wirtschaftsprüfung sowie als kaufmännischer Leiter einer mittelständischen Reederei mit. Zuletzt war er als Managing Director und Co-Founder eines auf eine alternative Asset-Klasse spezialisierten Start-Ups tätig.

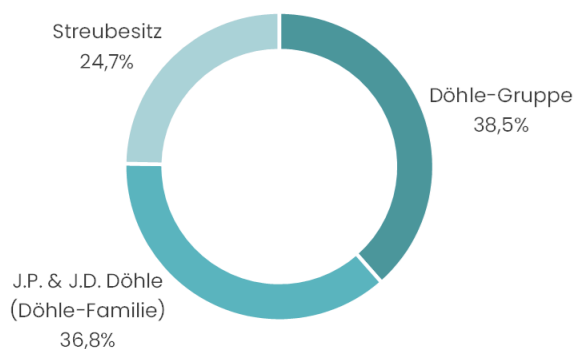


**Joseph Schuchmann** ist seit Dezember 2024 **CCO** (Chief Commercial Officer) und seit Mitte 2025 **Co-CEO** der Ernst Russ AG. Bereits mit der Ausbildung zum Schifffahrtskaufmann bei Peter Döhle legte er den Grundstein für seine maritime Karriere. Nach seinem Studium in Technologie und Management an der TU München sowie einem Masterabschluss in Schifffahrt, Handel & Finanzen an der Cass Business School in London war Joseph Schuchmann in verschiedenen europäischen Reedereien in der Unternehmensentwicklung tätig. Vor seinem Eintritt in die Ernst Russ AG arbeitete er bei einem börsennotierten Unternehmen aus Norwegen, das sich auf Autotransporter spezialisiert hat.

## Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Ernst Russ AG beträgt 33.689.311 EUR und teilt sich in ebenso viele nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil von je 1,00 EUR auf. Die Aktien der Ernst Russ AG sind seit 2005 an der Deutschen Börse gelistet und notieren seit 2017 im Scale Segment. Die Aktionärsstruktur prägt sich durch eine Mehrheitsbeteiligung i.H.v. 75,3% der Döhle-Familie, die zu 38,5% durch die Döhle Unternehmensgruppe und zu 36,8% durch Gesellschaften der Söhne Jan Peter Döhle und Jost Diedrich Döhle gehalten wird. Die Döhle-Gruppe zählt mit einer Flotte von über 300 Containerschiffen und Bulkern und mehr als 5500 Beschäftigten zu den größten Reedereien und maritimen Dienstleistern der Welt. Mit Herrn Jochen Thomas Döhle, der seine Ausbildung zum Schifffahrtskaufmann 1975 bei Ernst Russ begann und die Döhle-Gruppe seit 1989 als persönlich haftender Gesellschafter führt sowie Herrn Jan Peter Döhle ist die Familie ebenfalls mit zwei von vier Sitzen im Aufsichtsrat vertreten. Die restlichen 24,7% der Aktien befinden sich im Streubesitz. Im Zuge einer Wahldividende in den Jahren 2023 und 2024 hat sich die Aktienzahl jeweils um 1,1 Millionen bzw. 0,2 Millionen Aktien erhöht.

### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

## DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>158,7</b>	<b>148,3</b>	<b>132,5</b>	<b>121,0</b>	<b>131,9</b>	<b>131,9</b>	<b>131,9</b>	<b>134,5</b>
Veränderung	-8,1%	-6,6%	-10,6%	-8,7%	9,0%	0,0%	0,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>92,0</b>	<b>39,5</b>	<b>21,5</b>	<b>7,9</b>	<b>20,4</b>	<b>19,1</b>	<b>17,8</b>	<b>18,2</b>
EBIT-Marge	58,0%	26,6%	16,3%	6,5%	15,5%	14,5%	13,5%	13,5%
<b>NOPAT</b>	<b>94,5</b>	<b>38,5</b>	<b>21,0</b>	<b>7,7</b>	<b>19,9</b>	<b>18,6</b>	<b>17,4</b>	<b>17,7</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>27,1</b>	<b>29,2</b>	<b>27,7</b>	<b>25,7</b>	<b>23,7</b>	<b>25,1</b>	<b>26,4</b>	<b>26,9</b>
in % vom Umsatz	17,1%	19,7%	20,9%	21,2%	18,0%	19,0%	20,0%	20,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-1,7	-1,8	-1,9	-45,5	-27,7	-27,7	-27,7	-28,2
Investitionsquote	1,1%	1,2%	1,4%	37,6%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>Übriges</b>	<b>-61,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>58,0</b>	<b>54,9</b>	<b>39,3</b>	<b>-9,9</b>	<b>13,5</b>	<b>13,3</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</b>
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	60,8	52,4	34,2	-7,8	9,7	8,7	8,0	94,2
<b>Kumuliert</b>	<b>60,8</b>	<b>113,2</b>	<b>147,4</b>	<b>139,6</b>	<b>149,3</b>	<b>158,0</b>	<b>165,9</b>	<b>260,1</b>

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	260,1
Terminal Value	94,2
Anteil vom Tpv-Wert	36%
Verbindlichkeiten	43,1
Liquide Mittel	110,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>327,7</b>

Aktienzahl (Mio.)	33,69
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>9,73</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>39%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>6,98</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,9%
ewiges Wachstum	2,0%

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	-8,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	-3,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	26,8%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	21,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	13,5%

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,38%	9,25	9,39	9,46	9,54	9,72
10,13%	9,37	9,51	9,59	9,68	9,86
<b>9,88%</b>	<b>9,48</b>	<b>9,64</b>	<b>9,73</b>	<b>9,82</b>	<b>10,02</b>
9,63%	9,61	9,78	9,87	9,97	10,19
9,38%	9,74	9,93	10,03	10,13	10,37

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	EBIT-Marge ab 2032e				
	13,00%	13,25%	13,50%	13,75%	14,00%
10,38%	9,34	9,40	9,46	9,53	9,59
10,13%	9,46	9,53	9,59	9,66	9,72
<b>9,88%</b>	<b>9,59</b>	<b>9,66</b>	<b>9,73</b>	<b>9,79</b>	<b>9,86</b>
9,63%	9,73	9,80	9,87	9,94	10,01
9,38%	9,88	9,95	10,03	10,10	10,17

Quelle: Montega

G&V (in Mio. EUR) Ernst Russ AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>191,7</b>	<b>202,7</b>	<b>172,7</b>	<b>158,7</b>	<b>148,3</b>	<b>132,5</b>
Bestandsveränderungen	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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>191,7</b>	<b>202,7</b>	<b>172,7</b>	<b>158,7</b>	<b>148,3</b>	<b>132,5</b>
Materialaufwand	85,6	90,8	84,6	71,4	66,8	71,2
<b>Rohrertrag</b>	<b>106,2</b>	<b>111,9</b>	<b>88,1</b>	<b>87,3</b>	<b>81,4</b>	<b>61,3</b>
Personalaufwendungen	9,0	9,0	8,4	8,2	8,3	8,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,8	11,5	9,1	22,0	7,2	6,3
Sonstige betriebliche Erträge	36,4	24,0	27,8	62,0	2,7	2,8
<b>EBITDA</b>	<b>117,8</b>	<b>115,4</b>	<b>98,4</b>	<b>119,1</b>	<b>68,7</b>	<b>49,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	31,2	31,2	26,6	26,5	29,0	27,5
<b>EBITA</b>	<b>86,6</b>	<b>84,2</b>	<b>71,8</b>	<b>92,6</b>	<b>39,7</b>	<b>21,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,6	0,6	0,6	0,4	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>85,6</b>	<b>83,4</b>	<b>71,0</b>	<b>92,0</b>	<b>39,5</b>	<b>21,5</b>
Finanzergebnis	-1,3	-1,2	2,5	3,5	3,8	4,7
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>84,3</b>	<b>82,2</b>	<b>73,5</b>	<b>95,5</b>	<b>43,3</b>	<b>26,2</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>84,3</b>	<b>82,2</b>	<b>73,5</b>	<b>95,5</b>	<b>43,3</b>	<b>26,2</b>
EE-Steuer	0,4	0,6	1,8	-2,6	1,1	0,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>83,9</b>	<b>81,6</b>	<b>71,8</b>	<b>98,1</b>	<b>42,2</b>	<b>25,6</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>83,9</b>	<b>81,6</b>	<b>71,8</b>	<b>98,1</b>	<b>42,2</b>	<b>25,6</b>
Anteile Dritter	36,6	26,6	29,3	34,3	7,7	4,7
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>47,3</b>	<b>55,0</b>	<b>42,5</b>	<b>63,8</b>	<b>34,5</b>	<b>20,9</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Ernst Russ AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	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%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	44,6%	44,8%	49,0%	45,0%	45,1%	53,7%
<b>Rohrertrag</b>	<b>55,4%</b>	<b>55,2%</b>	<b>51,0%</b>	<b>55,0%</b>	<b>54,9%</b>	<b>46,3%</b>
Personalaufwendungen	4,7%	4,4%	4,9%	5,2%	5,6%	6,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,2%	5,7%	5,3%	13,9%	4,9%	4,8%
Sonstige betriebliche Erträge	19,0%	11,8%	16,1%	39,1%	1,8%	2,1%
<b>EBITDA</b>	<b>61,4%</b>	<b>56,9%</b>	<b>57,0%</b>	<b>75,1%</b>	<b>46,3%</b>	<b>37,2%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	16,3%	15,4%	15,4%	16,7%	19,6%	20,8%
<b>EBITA</b>	<b>45,1%</b>	<b>41,5%</b>	<b>41,6%</b>	<b>58,4%</b>	<b>26,8%</b>	<b>16,4%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>44,6%</b>	<b>41,1%</b>	<b>41,1%</b>	<b>58,0%</b>	<b>26,6%</b>	<b>16,3%</b>
Finanzergebnis	-0,7%	-0,6%	1,5%	2,2%	2,6%	3,5%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>44,0%</b>	<b>40,6%</b>	<b>42,6%</b>	<b>60,2%</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>44,0%</b>	<b>40,6%</b>	<b>42,6%</b>	<b>60,2%</b>	<b>29,2%</b>	<b>19,8%</b>
EE-Steuer	0,2%	0,3%	1,0%	-1,6%	0,7%	0,5%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>43,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>61,8%</b>	<b>28,5%</b>	<b>19,3%</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>43,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>61,8%</b>	<b>28,5%</b>	<b>19,3%</b>
Anteile Dritter	19,1%	13,1%	17,0%	21,6%	5,2%	3,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>24,6%</b>	<b>27,1%</b>	<b>24,6%</b>	<b>40,2%</b>	<b>23,2%</b>	<b>15,8%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) Ernst Russ AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	1,5	0,8	0,3	0,3	0,3
Sachanlagen	196,1	252,0	227,1	202,1	174,7	148,9
Finanzanlagen	6,8	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>205,2</b>	<b>256,7</b>	<b>230,8</b>	<b>205,4</b>	<b>178,0</b>	<b>152,2</b>
Vorräte	1,7	2,5	2,7	2,6	2,5	2,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,9	2,7	2,1	1,9	1,8	1,6
Liquide Mittel	57,7	67,3	110,7	165,6	217,4	254,6
Sonstige Vermögensgegenstände	13,7	11,2	8,7	8,7	8,7	8,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>78,1</b>	<b>83,6</b>	<b>124,2</b>	<b>178,8</b>	<b>230,4</b>	<b>267,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>283,3</b>	<b>340,3</b>	<b>355,0</b>	<b>384,2</b>	<b>408,4</b>	<b>419,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>118,0</b>	<b>170,7</b>	<b>180,8</b>	<b>237,9</b>	<b>265,6</b>	<b>279,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>89,5</b>	<b>89,4</b>	<b>85,5</b>	<b>57,9</b>	<b>54,6</b>	<b>51,5</b>
Rückstellungen	13,0	7,5	16,2	16,2	16,2	16,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,1	3,4	2,8	2,6	2,4	2,2
Sonstige Verbindlichkeiten	54,5	67,0	67,6	67,6	67,6	67,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>75,8</b>	<b>80,2</b>	<b>88,6</b>	<b>88,4</b>	<b>88,2</b>	<b>88,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>283,3</b>	<b>340,3</b>	<b>355,0</b>	<b>384,2</b>	<b>408,4</b>	<b>419,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Ernst Russ AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Sachanlagen	69,2%	74,0%	64,0%	52,6%	42,8%	35,5%
Finanzanlagen	2,4%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>72,4%</b>	<b>75,4%</b>	<b>65,0%</b>	<b>53,5%</b>	<b>43,6%</b>	<b>36,3%</b>
Vorräte	0,6%	0,7%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,7%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Liquide Mittel	20,4%	19,8%	31,2%	43,1%	53,2%	60,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,8%	3,3%	2,4%	2,3%	2,1%	2,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>27,6%</b>	<b>24,6%</b>	<b>35,0%</b>	<b>46,5%</b>	<b>56,4%</b>	<b>63,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>41,7%</b>	<b>50,2%</b>	<b>50,9%</b>	<b>61,9%</b>	<b>65,0%</b>	<b>66,7%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>31,6%</b>	<b>26,3%</b>	<b>24,1%</b>	<b>15,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,3%</b>
Rückstellungen	4,6%	2,2%	4,6%	4,2%	4,0%	3,9%
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,2%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	19,2%	19,7%	19,0%	17,6%	16,5%	16,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>26,8%</b>	<b>23,6%</b>	<b>25,0%</b>	<b>23,0%</b>	<b>21,6%</b>	<b>21,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Ernst Russ AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	83,9	81,6	71,8	98,1	42,2	25,6
Abschreibung Anlagevermögen	31,2	31,2	26,6	26,5	29,0	27,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	0,8	0,8	0,6	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-15,5	-23,1	-0,3	-32,2	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>100,4</b>	<b>90,4</b>	<b>98,7</b>	<b>93,0</b>	<b>71,4</b>	<b>53,3</b>
Veränderung Working Capital	-1,7	-0,2	-0,3	0,1	0,0	0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>98,8</b>	<b>90,2</b>	<b>98,5</b>	<b>93,1</b>	<b>71,4</b>	<b>53,6</b>
CAPEX	-5,8	-5,0	-3,5	-1,7	-1,8	-1,9
Sonstiges	18,4	-66,8	10,1	32,2	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>12,6</b>	<b>-71,8</b>	<b>6,5</b>	<b>30,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>
Dividendenzahlung	0,0	-1,9	-32,5	-6,7	-6,7	-6,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-75,9	-1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-4,8	-4,4	-33,5	-61,9	-11,0	-7,8
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-80,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>-66,2</b>	<b>-68,7</b>	<b>-17,7</b>	<b>-14,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,7	-1,5	4,6	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>30,7</b>	<b>11,1</b>	<b>38,8</b>	<b>54,9</b>	<b>51,8</b>	<b>37,2</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>57,8</b>	<b>67,3</b>	<b>110,7</b>	<b>165,6</b>	<b>217,4</b>	<b>254,6</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Kennzahlen Ernst Russ AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	55,4%	55,2%	51,0%	55,0%	54,9%	46,3%
EBITDA-Marge (%)	61,4%	56,9%	57,0%	75,1%	46,3%	37,2%
EBIT-Marge (%)	44,6%	41,1%	41,1%	58,0%	26,6%	16,3%
EBT-Marge (%)	44,0%	40,6%	42,6%	60,2%	29,2%	19,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	43,8%	40,3%	41,6%	61,8%	28,5%	19,3%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	48,7%	47,6%	40,0%	63,0%	33,0%	23,2%
ROE (%)	33,1%	26,5%	16,3%	23,9%	11,7%	6,5%
ROA (%)	16,7%	16,2%	12,0%	16,6%	8,4%	5,0%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-53,2	-63,9	-107,6	-162,5	-214,3	-251,5
Net Debt / EBITDA	-0,5	-0,6	-1,1	-1,4	-3,1	-5,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	92,9	85,1	94,9	91,4	69,6	51,7
Capex / Umsatz (%)	2%	1%	0%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4
EV/EBITDA	1,5	1,6	1,8	1,5	2,6	3,7
EV/EBIT	2,1	2,2	2,5	2,0	4,6	8,4
EV/FCF	1,9	2,1	1,9	2,0	2,6	3,5
KGV	4,8	4,3	5,5	3,7	6,8	11,3
KBV	2,0	1,4	1,3	1,0	0,9	0,8
Dividendenrendite	2,9%	14,3%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

## Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 14.11.2025):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

### Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

**Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:** Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### Bedeutung des Anlageurteils:

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

## Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (3) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Die Montega AG und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Die Montega AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit der Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Die Montega AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Die Montega AG hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.
- (11) Die Montega AG hat einem potentiellen Investor den Emittenten als Investmentmöglichkeit vorgestellt und erhält von dem potentiellen Investor eine Vergütung, sofern dieser in den Emittenten investiert.
- (12) Der Emittent hat die Montega AG mit der Erbringung von weiteren Dienstleistungen beauftragt, für welche die Montega AG eine Vergütung vom Emittenten erhält.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 14.11.2025)
Ernst Russ AG	1, 8, 9

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs (EUR)</b>	<b>Kursziel (EUR)</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Erststudie)	11.06.2025	7,22	10,00	+39%
Kaufen	09.09.2025	6,88	10,00	+45%
Kaufen	22.10.2025	6,68	10,00	+50%
Kaufen	30.10.2025	7,00	10,00	+43%
Kaufen	14.11.2025	6,98	10,00	+43%