

05. Mai 2026

Künstliche Intelligenz mit Geschmack

Circus als Pionier der autonomen Food-Produktion

Kontaktdaten

Bastian Brach – Analyst
+49 40 41111 37 66
b.brach@montega.de

| | |
|--|------------------|
| Empfehlung | Kaufen |
| Kursziel | 10,00 EUR |
| Kurspotenzial | 26% |
| Aktien­daten | |
| Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR) | 7,93 |
| Aktienzahl (in Mio.) | 22,6 |
| Marketkap. (in Mio. EUR) | 179,4 |
| Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien) | 67,9 |
| Enterprise Value (in Mio. EUR) | 166,6 |
| Ticker | XTRA:CA1 |
| Guidance | |
| Umsatz (in Mio. EUR) | 44 bis 55 |
| EBITDA (in Mio. EUR) | -8 bis -6 |

Aktienkurs (EUR)



Quelle: Capital IQ

| | |
|--------------------------|-------|
| Aktionärsstruktur | |
| Streubesitz | 41,0% |
| Nikolas Bullwinkel | 24,0% |
| BlackMars Capital GmbH | 23,0% |
| Management + inst. | 12,0% |

| | |
|----------------|--------|
| Termine | |
| Q2 Update | 16.07. |
| | - |
| | - |

| | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Prognoseanpassung | | | |
| | 2025e | 2026e | 2027e |
| Umsatz (alt) | 1,1 | 44,2 | 84,4 |
| Δ | - | - | - |
| EBIT (alt) | -23,6 | -13,4 | -0,2 |
| Δ | - | - | - |
| EPS (alt) | -0,91 | -0,53 | -0,02 |
| Δ | - | - | - |

| | |
|--------------------|--|
| Analyst | |
| Bastian Brach | |
| +49 40 41111 37 66 | |
| b.brach@montega.de | |

| | |
|--------------------|--------------|
| Publikation | |
| Initialstudie | 05. Mai 2026 |

Künstliche Intelligenz mit Geschmack - Circus als Pionier der autonomen Food-Produktion

Die Circus SE ist ein technologisch führender Anbieter im Bereich der autonomen Food-Produktion, mit Fokus auf KI-gesteuerte Kochrobotik und dem Flagship-Produkt CA-1, der vollautomatisch auf 7qm bis zu 100 Mahlzeiten pro Stunde produzieren kann. Das ergänzende CA-M-System ist für den militärischen Einsatz optimiert und bietet eine höhere Kapazität sowie zusätzliche Sicherheits- und Hygienefunktionen. Beide Systeme werden durch das proprietäre Betriebssystem CircusOS gesteuert, das Produktion, Menüplanung, Wartung und Kundeninteraktion intelligent vernetzt.

Circus profitiert dabei vom dynamisch wachsenden Markt für Kochroboter, der sich aufgrund seines frühen Stadiums in einer starken Wachstumsphase befindet und laut Marktforschungsinstitut Zion Market Research bis 2034 mit einer CAGR von 15,1% auf 10,24 Mrd. USD anwächst. Die strukturellen Treiber dieser Entwicklung sind vor allem der anhaltende Fachkräftemangel in der Gastronomie kombiniert mit steigenden Lohnkosten, die die Attraktivität von Automatisierung signifikant erhöhen.

Circus ist in diesem Markt technologisch gut positioniert und zeichnet sich durch eine integrierte Systemlösung aus, die Robotik-Hardware und Software kombiniert. Die Partnerschaft mit dem Auftragsfertiger Celestica ermöglicht eine skalierbare, asset-light Produktion und reduziert gleichzeitig Time-to-Market sowie operative Risiken im Vergleich zu vollständig vertikal integrierten Modellen. Auf der Kundenseite verfügt Circus bereits über namhafte Referenzen, u.a. REWE (Exklusivpartnerschaft im Retail-Bereich), Mercedes, Secura, Tamoil und Meta auf der zivilen Seite sowie die Bundeswehr und die ukrainische Armee. Der bestehende Auftragsbestand umfasst laut Management mehr als 500 CA-1-Systeme, was die starke Nachfrage unterstreicht.

Wir erwarten für Circus im Jahr 2026 einen deutlichen Umsatzanstieg auf 44,2 Mio. EUR, getragen durch den beginnenden Skalierungsprozess im Hardwaregeschäft sowie erste nennenswerte Softwareerlöse in der zweiten Jahreshälfte. In den Folgejahren dürfte sich das Wachstum mit steigenden Auslieferungszahlen weiter beschleunigen, sodass wir für 2028 ein Umsatzniveau von 139,9 Mio. EUR prognostizieren. Treiber dieser Entwicklung ist insbesondere der Hochlauf der CA-1-Auslieferungen, die im Zuge des Produktions-Ramp-ups auf rund 170 Einheiten in 2026 und 350 Einheiten bis 2028 ansteigen dürften. Parallel unterstellen wir einen moderaten Rückgang des durchschnittlichen CA-1-Stückpreises auf etwa 170 TEUR, was typische Skaleneffekte widerspiegelt. Ergänzend dürfte das Softwaregeschäft zunehmend an Bedeutung gewinnen und bis 2028 auf über 50 Mio. EUR Umsatz anwachsen. Darüber hinaus erwarten wir zusätzliche Impulse durch den CA-M, der perspektivisch rund 30% der Hardwareerlöse beitragen sollte und damit einen wesentlichen Diversifikations- und Wachstumstreiber darstellt.

Fazit: Circus SE befindet sich aktuell in einer dynamischen Ramp-Up-Phase, konnte jedoch bereits namhafte Kunden gewinnen und verfügt über ein gut gefülltes Auftragsbuch. Das Unternehmen ist technologisch stark aufgestellt, profitiert von dem strukturellen Wachstumstreiber Fachkräftemangel und hat mit Celestica einen starken Auftragsfertiger als Lieferanten gewonnen. Sollte der Produktionshochlauf erfolgreich verlaufen und das Kundeninteresse anhalten, sehen wir Circus gut positioniert, um ab 2027 die operative Gewinnzone zu erreichen. Auf Basis dieser Faktoren nehmen wir die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 10 EUR in die Coverage auf.

| Geschäftsjahresende: 31.12. | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------------|--------|--------|---------|---------|-------|
| Umsatz | 0,6 | 0,3 | 1,1 | 44,2 | 84,4 |
| Veränderung yoy | n.m. | -60,4% | 318,3% | 4109,5% | 91,0% |
| EBITDA | -4,1 | -11,7 | -20,0 | -9,4 | 4,4 |
| EBIT | -4,8 | -14,9 | -23,6 | -13,4 | -0,2 |
| Jahresüberschuss | -5,0 | -15,2 | -24,2 | -14,2 | -0,6 |
| Rohrertragsmarge | 95,4% | 289,2% | 126,2% | 28,0% | 41,8% |
| EBITDA-Marge | n.m. | n.m. | n.m. | -21,3% | 5,2% |
| EBIT-Marge | n.m. | n.m. | n.m. | -30,4% | -0,3% |
| Net Debt | -0,2 | 8,9 | -12,6 | 4,7 | 18,0 |
| Net Debt/EBITDA | 0,1 | -0,8 | 0,6 | -0,5 | 4,1 |
| ROCE | -26,5% | -99,6% | -191,6% | -94,1% | -1,1% |
| EPS | -0,22 | -0,67 | -0,91 | -0,53 | -0,02 |
| FCF je Aktie | -0,30 | -0,40 | -0,94 | -0,65 | -0,50 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Umsatz | 262,7 | 663,7 | 158,6 | 3,8 | 2,0 |
| EV/EBITDA | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 38,2 |
| EV/EBIT | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| KGV | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. |
| KBV | 9,8 | 59,7 | 7,1 | 16,1 | 17,1 |

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 7,93 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

| | |
|---|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Investment Case | 4 |
| Aussichtsreiche Perspektiven in stark wachsendem Food-Robotics-Markt | 5 |
| Überlegene Produktqualität durch patentierte Kombination aus Hardware und proprietärer Software | 6 |
| Produktion | 9 |
| Partnerschaften | 9 |
| Wettbewerber | 11 |
| Dreistelliger Mio.-EUR-Umsatz bei erfolgreichem Ramp-Up erwartet ab 2028 | 12 |
| Steigender Anteil der Softwareerlöse sollte zweistellige Gewinnmargen ermöglichen | 13 |
| Bilanz durch Vorauszahlungen und Cashbestand geprägt | 14 |
| Free Cashflow dürfte durch Margenexpansion signifikant ansteigen | 15 |
| Aktienkurs | 15 |
| Fazit | 16 |
| SWOT | 17 |
| Stärken | 17 |
| Schwächen | 17 |
| Chancen | 17 |
| Risiken | 17 |
| Bewertung | 18 |
| Bewertung | 18 |
| DCF | 19 |
| Peergroup | 20 |
| Unternehmenshintergrund | 22 |
| Key Facts | 22 |
| Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie | 22 |
| Fokusmärkte | 22 |
| Management | 23 |
| Aktionärsstruktur | 23 |
| Financials | 24 |
| DCF-Modell | 24 |
| Gewinn- und Verlustrechnung | 25 |
| Bilanz | 26 |
| Kapitalflussrechnung | 27 |
| Disclaimer | 28 |

Investment Case

Die Circus SE ist ein Technologieunternehmen im Bereich KI-gestützter Robotik für die Lebensmittelproduktion. Das Unternehmen entwickelt vollautomatisierte Kochroboter-Systeme, die die Zubereitung von Speisen in Standorten wie Supermärkten, Tankstellen oder im Militär automatisieren. Kernprodukte sind die autonomen Kochroboter CA-1 und CA-M (Militärbereich), die Zutaten, Zubereitung und Ausgabe von Mahlzeiten weitgehend ohne menschliches Eingreifen steuert. Strategisch adressiert das Unternehmen strukturelle Herausforderungen der Branche wie Fachkräftemangel, steigende Personalkosten sowie den Bedarf an standardisierter Qualität und hoher Produktionskapazität.

Key Facts

| | |
|-----------------|--|
| Sektor | Robotics |
| Ticker | XTRA: CA1 |
| Mitarbeiter | 84 |
| Umsatz | 0,3 Mio. EUR |
| EBIT | -15,8 Mio. EUR |
| EBIT-Marge | n.m. |
| Geschäftsmodell | Entwicklung und Vertrieb von autonomen Kochrobotern für die industrielle Zubereitung von Speisen |
| Kernkompetenz | Kombination aus Robotik-Hardware und KI-gestützter Software, um standardisierte Lebensmittelproduktion zu ermöglichen |
| Kundenstruktur | Kunden aus dem zivilen Bereich, wie Premium-Lebensmitteleinzelhandel (u.a. REWE), Restaurants, Tankstellen, Flughäfen, Betriebsküchen sowie dem Militärbereich |

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2024

Circus zeichnet sich als einer der wenigen Anbieter im Bereich Food-Robotik durch ausgeprägte technologische Produktqualitäten aus. Dazu gehört insbesondere die Kombination aus Hardware und proprietärer Software, die über zahlreiche Patente geschützt ist. Erste kommerzielle Kunden umfassen unter anderem den deutschen Lebensmitteleinzelhändler REWE, bei dem aktuell jeweils ein CA-1 in drei verschiedenen Standorten getestet wird, sowie weitere Partner aus dem zivilen Bereich (Schön-Kliniken, Mangal, Tamoil, Mercedes-Benz, Secura) und dem Militärbereich (Bundeswehr, Ukraine). Die industrielle Serienproduktion der Systeme erfolgt über den globalen Elektronik-Fertigungsdienstleister Celestica, wodurch Circus eine skalierbare und kapitaleffiziente Produktionsstruktur aufbauen kann. Strategisch fokussiert sich das Unternehmen in den kommenden Jahren auf den internationalen Rollout des CA-1-Systems sowie die Etablierung automatisierter Küchenstandorte in hochfrequentierten Umgebungen.

Wettbewerbsqualität



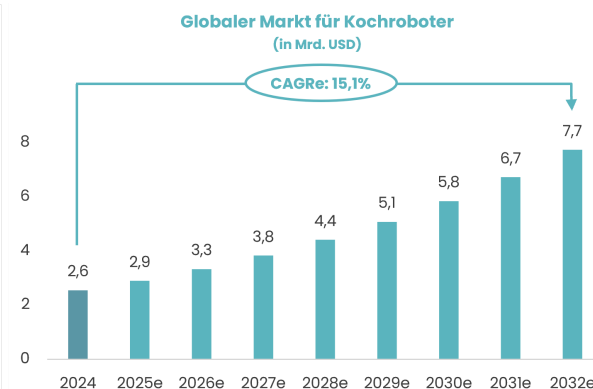
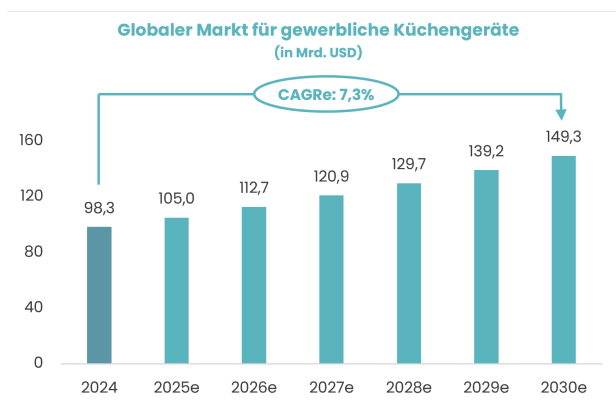
Quelle: Montega

Aussichtsreiche Perspektiven in stark wachsendem Food-Robotics-Markt



- Fachkräftemangel und steigende Lohnkosten führen zu zunehmender Automatisierung in der Food-Branche
- Multifunktionale Kochroboter als besonders attraktives Marktsegment

Der globale Markt für gewerbliche Küchengeräte belief sich laut Researchanbieter GrandView Research auf 98,3 Mrd. USD und dürfte mit einer CAGR von 7,3% bis ins Jahr 2030 auf rund 150 Mrd. USD wachsen. Dieses Wachstum wird primär durch die fortschreitende Digitalisierung und den stetig steigenden Foodservice-Markt getrieben. Besonders stark wächst dabei der Markt für Kochroboter, der sich in einer frühen, aber dynamischen Wachstumsphase befindet. Laut dem Research-Institut Zion Market Research belief sich das weltweite Marktvolumen im Jahr 2024 auf 2,55 Mrd. USD und wird bis 2034 auf 10,24 Mrd. USD anwachsen, was einer jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 15,1% entspricht. Zu den strukturellen Nachfragetreibern gehören einerseits der anhaltende Fachkräftemangel in Kombination mit steigenden Lohnkosten im Gastgewerbe, die aus ökonomischer Sicht den zunehmenden Einsatz von Kochrobotern begünstigen und andererseits die technologischen Fortschritte im Bereich von Automatisierungslösungen.



Quelle: GrandView Research, Zion Market Research, Montega

Innerhalb des Kochroboter-Marktes wird zwischen multifunktionalen Kochsystemen und einfunktionalen, auf ein einzelnes Gericht oder eine einzige Aufgabe spezialisierten Robotern unterschieden. Laut Zion Market Research entfielen auf multifunktionale Kochroboter im Jahr 2024 mit rund zwei Dritteln der mit Abstand größten Anteil am Gesamtmarkt, welcher in den kommenden Jahren aufgrund der überdurchschnittlichen Wachstumsrate weiter zunehmen sollte. Diese Systeme sind in der Lage, eine höhere Anzahl an Zubereitungsschritten abzubilden, von der Portionierung über das Kochen bis hin zur Reinigung, und können dabei eine Vielzahl unterschiedlicher Gerichte verarbeiten.

Einfunktionale Spezialsysteme, die lediglich ein spezifisches Produkt wie z.B. Pizza, Kaffee oder Salate in immer gleicher Weise herstellen, adressieren demgegenüber vor allem hochvolumige, standardisierte Fast-Food-Umgebungen. Allerdings sind solche Systeme weniger flexibel und erfordern bei Konzeptänderungen in der Regel kostspielige Hardware-Upgrades oder Systemwechsel, während multifunktionale Kochroboter ein breites Menüangebot bedienen, ohne dass für jedes Gericht eine separate Maschine benötigt wird.

Marktsegmentierung nach Funktionalität



Quelle: Zion Market Research, Montega

Überlegene Produktqualität durch patentierte Kombination aus Hardware und proprietärer Software



- Breite Kundenbasis im zivilen und militärischen Bereich wird durch CA-1 und CA-M adressiert
- Aussichtsreichste Zielmärkte aufgrund der hohen Besuchsfrequenz im Bereich Retail, Großkantinen und Militäreinrichtungen

Im Zentrum der Produktstrategie der Circus SE steht der autonome Kochroboter CA-1, der als technologisches Flaggschiff die Grundlage für die industrielle Skalierung automatisierter Lebensmittelproduktion bildet. Während der CA-1 auf kommerzielle Anwendungen im Food-Service-Bereich ausgerichtet ist, adressiert das parallel entwickelte System CA-M spezifische Anforderungen im militärischen Umfeld. Der CA-1 befindet sich aktuell in der vierten Produktgeneration.

CA-1

Der CA-1 ist als vollautonomer Küchenroboter konzipiert und benötigt lediglich eine Fläche von rund 7m², wodurch eine Integration in bestehende Infrastrukturen wie Supermärkte, Kantinen oder Food-Courts ermöglicht wird. Das System ist in der Lage, bis zu 100 Mahlzeiten pro Stunde zu produzieren und arbeitet dabei nahezu ohne Personaleinsatz (ca. eine Stunde täglicher Wartungs- bzw. Befüllungsaufwand). Durch einen durchgängig automatisierten Prozess von der Zutatenlagerung über die Zubereitung bis hin zur Ausgabe stellt der CA-1 eine End-to-End-Lösung für die standardisierte Essensproduktion dar.

Technologisch integriert der CA-1 eine vollständige Robotik-Plattform mit Sensorik, Kamerasystemen und der eigens entwickelten Software CircusOS, die präzise Arbeitsabläufe und eine gleichbleibend hohe Qualität sicherstellen. Die Ausstattung umfasst unter anderem 36 Zutatenbehälter, vier Kochstationen auf Induktionsbasis, ein integriertes Kühlsystem sowie eine automatisierte Spül- und Reinigungsfunktion. Ergänzt wird das System durch acht Ausgabefächer sowie ein integriertes Bestellterminal, wodurch ein vollständig autonomer Kundenprozess ermöglicht wird. Der Fokus liegt dabei im Gegensatz zu Single-Use-Foodrobotern auf einer breiten Mahlzeitenvielfalt, die u.a. Currys, Pastagerichte, Bowls und Salate abdeckt. Die durchschnittliche Zubereitungszeit pro Gericht liegt bei bis zu fünf Minuten, wobei individualisierte Mahlzeiten innerhalb von zwei bis drei Minuten bereitgestellt werden können.

Ein zentraler Vorteil des CA-1 liegt in seiner modularen Bauweise, die eine einfache Installation vor Ort sowie eine skalierbare Produktion erlaubt. Die Systeme werden in kompakten Einheiten geliefert und vor Ort zusammengesetzt, was die Komplexität beim Aufbau signifikant senkt. Gleichzeitig ermöglicht die flexible Softwarearchitektur eine individuelle Anpassung der Menüs an Kundenbedürfnisse, wodurch unterschiedliche Einsatzszenarien abgedeckt werden können.

Die Markteinführung des CA-1 erfolgte Ende 2025 mit ersten Auslieferungen und Pilotprojekten. Besonders hervorzuheben ist die Kooperation mit der REWE Group, in deren Rahmen aktuell Tests in mehreren Supermärkten durchgeführt werden. Diese exklusive Partnerschaft im Lebensmitteleinzelhandel unterstreicht die strategische Ausrichtung von Circus auf hochfrequentierte, standardisierbare Absatzkanäle und dient als wichtiger Proof-of-Concept für die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.



Quelle: Unternehmen

Marktpotenzial Deutschland

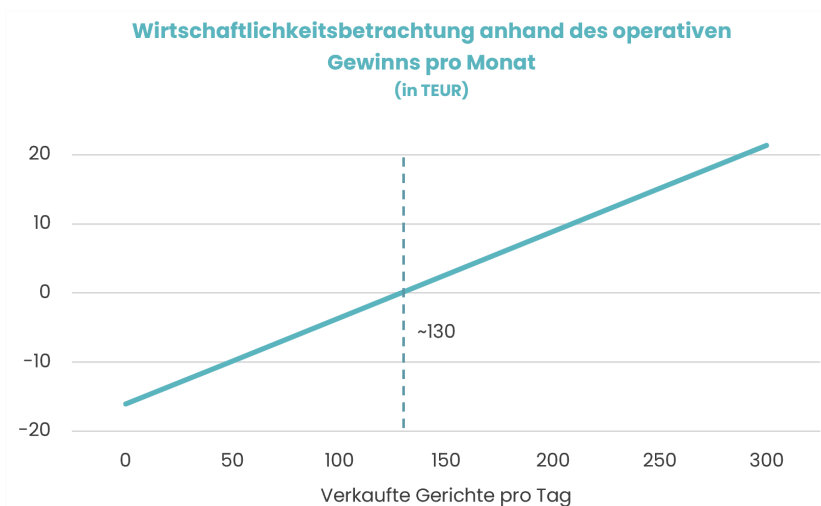
Zur Quantifizierung des Total Addressable Market (TAM) im deutschen Kernmarkt verwenden wir einen Top-Down-Ansatz, der sich strikt auf Standorte mit überdurchschnittlicher Kundenfrequenz und struktureller Nachfrage nach warmer Verpflegung fokussiert. Wir betrachten kleinere Standorte sowie Lagen mit geringerer Kundenfrequenz als unzureichend für den CA-1, da dort der notwendige Schwellenwert von >150 verkauften Gerichten pro Tag voraussichtlich nicht erreicht werden kann. Die folgende Analyse identifiziert somit ausschließlich das Potenzial innerhalb Deutschlands, bei dem die operativen Kostenvorteile der Automatisierung durch den entsprechenden Volumendurchsatz realisiert werden können.

| Standorte (Fokus) | Gesamtanzahl | Fokuspotenzial | Anteil |
|---|--------------|----------------|--------------|
| Supermärkte (Premiumbereich & Flagshipstores) | 38.000 | 8% | 3.040 |
| Tankstellen (Autobahnstationen) | 14.000 | 6% | 840 |
| Kliniken (größten 20%) | 1.900 | 20% | 380 |
| Industriestandorte (Betriebe >500 Mitarbeitende) | 45.000 | 5% | 2.250 |
| Flughäfen/Bahnhöfe (int. Flughäfen & Fernverkehr) | 1.000 | 30% | 300 |
| Universitäten (Große Campus-Standorte) | 400 | 20% | 80 |
| Fitness (Premium-Studios) | 9.000 | 4% | 360 |
| Total Adressable Market | | | 7.250 |

Quelle: Montega

Wirtschaftlichkeitsmodell

Die Wirtschaftlichkeit des CA-1 lässt sich auf Standortebene insbesondere über die Substitution von Personalkosten sowie die Standardisierung der Produktionskosten herleiten. Für einen typischen Retail-Standort (u.a. Supermarkt) ergeben sich bei nach unseren Annahmen monatliche Betriebskosten von rund 16,6 TEUR, bestehend aus der Circus-Softwarelizenz (~10,0 EUR), der laufenden Abschreibung auf den CA-1 (240 TEUR Anschaffungspreis über 8 Jahre = 2,5 TEUR/Monat), Mietkosten für ca. 7m² in guter Lage (200 EUR/qm = 1,4 TEUR), geringem Personalaufwand (bei ca. 10h/Woche = 0,7 TEUR) sowie sonstigen Betriebskosten (Strom, Wasser etc. = 2,0 TEUR). Bei einem Deckungsbeitrag von rund 5 EUR pro Gericht, der einem Verkaufspreis von rund 7 EUR entspricht, ergibt sich ein Break-even bei ca. 130 verkauften Gerichten pro Tag sowie signifikanten Ergebnisbeiträgen bereits bei moderater Auslastung von 200 täglich verkauften Gerichten.



Quelle: Montega

In der Gesamtsicht verschiebt Circus damit die Kostenstruktur von einem stark variablen, personalgetriebenen Modell hin zu einem überwiegend fixkostenbasierten System (Anschaffungspreis + Softwarekosten). Dies erhöht zwar die Abhängigkeit von Auslastung und Standortfrequenz, bietet bei erfolgreichem Rollout jedoch signifikante Skaleneffekte und eine deutlich verbesserte Planbarkeit der Margen.

Darüber hinaus ergeben sich für den Einzelhandel signifikante Folgeeffekte. Als technologisches Highlight fungiert der CA-1 als Frequenzbringer, der durch sein innovatives Food-Angebot Neukunden anzieht und so einen Magneteffekt für den Standort erzeugt. Diese gesteigerte Passantenfrequenz führt in der Folge zu Cross-Selling-Potenzialen im Kernsortiment des Supermarktes, da der automatisierte Verpflegungspunkt die Verweildauer erhöht und den Standort insgesamt für den täglichen Bedarf aufwertet.

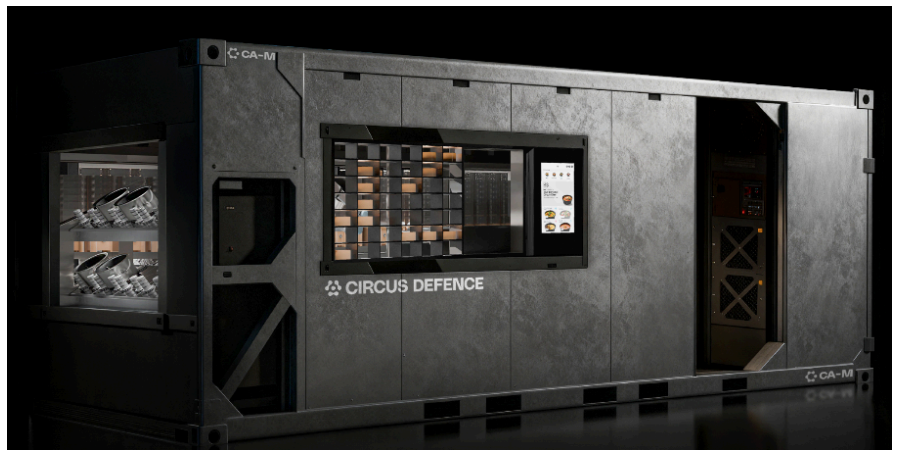
CA-M

Der CA-M stellt die militärische Weiterentwicklung des CA-1 dar und erweitert die autonome Essensproduktion gezielt für die Anforderungen im Defence-Bereich. Die erste Auslieferung ist für 2026 geplant, wobei das System sowohl auf festen militärischen Standorten wie Kasernen als auch in mobilen Einsatzumgebungen genutzt werden kann.

Auf Stützpunkten und in Kasernen dient der CA-M der kontinuierlichen Versorgung von Soldaten und soll den Basisbetrieb unterstützen. Dabei kann das System rund um die Uhr mit minimalem Personaleinsatz betrieben werden. Für den Feldeinsatz ist der CA-M speziell auf mobile Feldmissionen ausgerichtet. Die containerisierte Bauweise erlaubt einen schnellen und flexiblen Aufbau, wodurch eine hohe Einsatzbereitschaft gewährleistet wird. Technologisch bietet der CA-M im Vergleich zum CA-1 mehrere Optimierungen für den Einsatz:

- Vollautomatisierte Zubereitung und Ausgabe rund um die Uhr
- 40 Abholstationen (vs. 8 beim CA-1)
- 10 Kochstationen parallel (vs. 4 beim CA-1)
- Verbesserte Nachfüllsysteme für Zutaten

Als Pilotkunde konnte die Deutsche Bundeswehr gewonnen werden. Das erste System soll in einer Kaserne in Deutschland installiert werden, um eine verlässliche, 24/7-Versorgung der Soldaten sicherzustellen, unabhängig von Dienstzeiten oder Rückkehrzeiten von Übungen und Operationen. Zudem konnte Ende 2025 eine Partnerschaft mit den Streitkräften der Ukraine geschlossen werden.



Quelle: Unternehmen

CircusOS

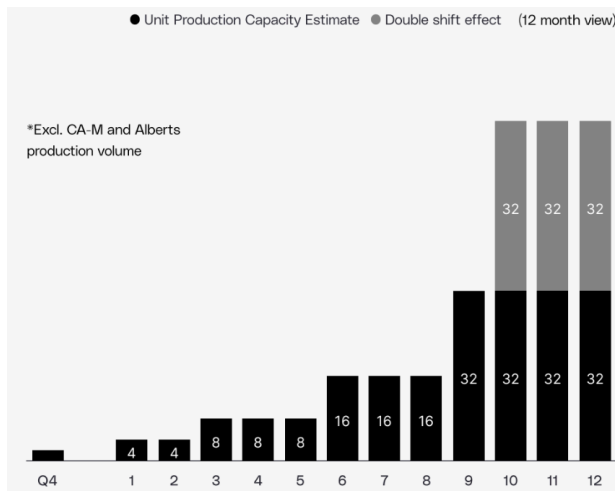
Das CircusOS fungiert als zentrales Betriebssystem für die Steuerung und Überwachung der autonomen Roboterlösungen CA-1 und CA-M. Anders als klassische Steuerungssoftware dient CircusOS nicht nur der Ausführung standardisierter Aufgaben, sondern interpretiert Systemdaten, erkennt potenzielle Störungen und unterstützt bei komplexen Abläufen. Ziel ist es, die operative Effizienz zu erhöhen und eine konsistente, qualitativ hochwertige Lebensmittelproduktion sicherzustellen.

Auf funktionaler Ebene umfasst CircusOS die Live-Systemkontrolle mehrerer Roboter-Einheiten sowie die Verwaltung von Rezepten, Zutaten und Lagerbeständen. KI-basierte Auswertungen prognostizieren die laufende Nachfrage, um die rechtzeitige Wiederauffüllung von Zutaten sicherzustellen. Über Schnittstellen lassen sich zudem externe Systeme integrieren, wodurch eine durchgängige Daten- und Prozesssteuerung ermöglicht wird.

Für operative Anwender stellt CircusOS proaktive, Schritt-für-Schritt-Anleitungen bereit und unterstützt Wartungs- und Serviceprozesse durch AI-basierte Diagnostik und automatische Problemlösungen, optimalerweise bevor sie den Produktionsablauf beeinträchtigen. Durch Sensortechnologie und Computer-Vision-Systeme werden gleichzeitig Hygiene- und Lebensmittelsicherheitsprotokolle (HACCP) überwacht und dokumentiert, wodurch die Einhaltung regulatorischer Anforderungen sichergestellt wird. Gleichzeitig ermöglicht das System interaktive Kundenfunktionen wie Bestellannahme, Spracherkennung und bargeldlose Zahlungen, wodurch eine durchgängige Automatisierung vom Produktionsprozess bis zur Kundeninteraktion erreicht wird.

Produktion

Um die notwendige Skalierung des Rollouts operativ abzusichern, setzt Circus auf eine strategische Partnerschaft mit dem Auftragsfertigungsunternehmen Celestica Inc. (NYSE: CLS). Celestica ist ein weltweit führender Anbieter von Electronics Manufacturing Services mit einem Jahresumsatz von über 12 Mrd. USD im Jahr 2025 und langjähriger Expertise in komplexen Industrien wie Luftfahrt und Medizintechnik. Im März 2025 wurde die dedizierte Produktionslinie für den CA-1 implementiert, gefolgt von der ersten Fertigstellung der vierten Generation (Gen-4) des CA-1 im September 2025.



Quelle: Unternehmen, Montega

Aus unserer Sicht stellt Celestica für Circus einen idealen Partner dar, da das Unternehmen die für den Massenmarkt kritische Brücke zwischen Prototyping und industrieller Hochvolumen-Serie schlägt, gleichzeitig jedoch den Kapitalbedarf auf Seiten von Circus signifikant reduziert. Mit einer Kapazität von bis zu 17 Einheiten pro Tag bei maximalem Ramp-up bietet Celestica die notwendige Infrastruktur, um den hohen Auftragsbestand von Circus zu bedienen. Über die reine Fertigung hinaus unterstützt Celestica den gesamten Produktlebenszyklus. Das Serviceangebot umfasst Reparaturen, Garantieleistungen und eine datengestützte Optimierung der Geräte, um die Systemverfügbarkeit beim Endkunden zu maximieren und die langfristige Kundenzufriedenheit sicherzustellen. Zudem profitieren Kunden von der spezifischen Bauweise des Robotersystems. Der CA-1 ist modular aufgebaut und wird direkt beim Kunden vor Ort endmontiert. Dies erleichtert die Integration in bestehende Infrastrukturen erheblich und verkürzt die Installationszeiten vor Ort.

Partnerschaften

Die Kundenstruktur der Circus SE lässt sich anhand der zwei Segmente Zivile Kunden und Verteidigung darstellen. Der feste Auftragsbestand umfasst aktuell etwas über 500 CA-1 und CA-M, wobei aktuell 17 Systeme aktiv sind oder sich in der fortgeschrittenen Integration befinden. Nachfolgend sind ausgewählte Kundenbeziehungen vorgestellt:

Ziviles Segment

- **REWE Group:** Der REWE-Konzern ist mit rund 16.000 Standorten (davon 3.300 Märkte in Deutschland) einer der größten Lebensmittelhändler Europas und beschäftigt rund 170.000 Mitarbeitende. Circus SE betreibt drei Piloten in Westdeutschland, bei dem der CA-1 vollständig autonom Gerichte für Endkunden zubereitet.
- **Mercedes-Benz Gastronomie GmbH:** Die Mercedes-Benz Gastronomie GmbH versorgt täglich bis zu 70.000 Mitarbeitende am Standort Sindelfingen. Ab Sommer 2026 soll der CA-1 in der Werkskantine eingesetzt werden, um Kapazitätsengpässe im Mehrschichtbetrieb zu überbrücken.
- **Meta Platforms:** Am Deutschlandhauptsitz in München mit mehreren hundert Mitarbeitenden wurde der Betrieb des CA-1 der 4. Generation im Oktober 2025 gestartet. Darüber hinaus wird Metas KI-Modell Llama in das CircusOS integriert, was die Partnerschaft über die reine Hardware-Lieferung hinaus strategisch erweitert.
- **Secura GmbH:** Secura ist ein führender Anbieter für Corporate Facility Management mit über 200 Enterprise-Kunden, darunter Shell, BMW, Audi und Thyssenkrupp. Secura fungiert als strategischer Vertriebspartner von Circus SE und soll den CA-1 bei seinen Großkunden etablieren. Die erste Installation erfolgte Ende 2025 im Technologie-Hub "Quartier G" in Ingolstadt.
- **Deutsche Tamoil GmbH:** Die Deutsche Tamoil, Teil der niederländischen Oilinvest-Gruppe, betreibt über 400 HEM-Tankstellen in Deutschland und ca. 2.450 Stationen europaweit. Die im Juni 2025 bekannt gegebene Partnerschaft mit Circus SE umfasst die geplante Integration des CA-1 in Teile der Tankstelleninfrastruktur.
- **Schön Kliniken:** Mit rund 13.600 Beschäftigten an 17 Standorten ist die Schön Klinik Gruppe die größte familiengeführte Klinikgruppe Deutschlands.

Verteidigungssegment

- **Bundeswehr:** Die Bundeswehr umfasst ca. 186.000 aktive Soldatinnen und Soldaten sowie rund 80.000 zivile Beschäftigte. Im Januar 2026 erteilte sie Circus Defence den ersten offiziellen Vertrag für den Einsatz des CA-1 (Einsatz ab April 2026) zur autonomen Lebensmittelversorgung in einer deutschen Militärkaserne
- **Ukraine (Brave1 + 3rd Assault Brigade):** BRAVE1 ist die offizielle Verteidigungstechnologie-Plattform der ukrainischen Regierung mit mehr als 200 Standorten, welche im Nov. 2025 mit Circus Defense eine Rahmenvereinbarung über den Einsatz autonomer Versorgungssysteme unterzeichnete. Ende 2025 folgte ein weiteres Abkommen mit der 3. Angriffsbrigade über die unmittelbare Ausstattung von bis zu 25 CA-1-Einheiten für taktische Verpflegung in Ausbildungslagern.
- **Litauische Armee:** Ausrüstung der NATO-Ostflanke der litauischen Streitkräfte in Vilnius. Die Integration in die Kaserneninfrastruktur beginnt bereits 2026.
- **U.S. Army:** Die Circus SE besitzt eine offizielle Lieferantenzertifizierung für KI-Robotik-Einsätze des Department of Defense, wodurch Circus die Möglichkeit erhält bei zukünftigen Ausschreibungen der U.S. Army und angrenzenden Ministerien mitzuwirken.

Das Defense-Segment dürfte in den kommenden Jahren zusätzlich durch politischen Rückenwind profitieren. Zentrale Treiber sind insbesondere die Aufrüstung innerhalb der NATO, das Sondervermögen der Bundeswehr in Höhe von 100 Mrd. EUR sowie die zunehmende Diskussion um eine nachhaltige Erhöhung der Verteidigungsausgaben auf bis zu 5% des BIP in einzelnen Mitgliedsstaaten. Diese Entwicklungen führen zu strukturell steigenden Budgets und einer verstärkten Nachfrage nach effizienzsteigernden, skalierbaren Versorgungslösungen. Circus positioniert sich damit in einem Marktsegment, das kurz- und langfristig von erhöhten Budgets profitiert.

Akquisition Alberts

Ergänzend plant die Circus SE die Übernahme des belgischen Food-Robotik-Start-ups Alberts, die für Mitte 2026 vorgesehen ist und vollständig in Aktien bezahlt werden soll. Alberts bietet kompakte Systeme auf rund 1 m² Fläche zur automatisierten Zubereitung von Pasta, Suppen und Smoothies ("Blend-and-Steam"-Technologie) und ist bereits in sechs Ländern aktiv. Das Unternehmen generiert aktuell Umsätze im einstelligen Millionenbereich, die nach der Integration aus unserer Sicht deutlich skaliert werden könnten. Strategisch erweitert die Transaktion das bestehende Produktportfolio um kleinere, flexibel einsetzbare Systeme und erschließt zusätzliche Anwendungsfelder mit geringeren Eintrittsbarrieren. Die Übernahme ist in unseren aktuellen Prognosen noch nicht berücksichtigt und wird erst ab dem Closing reflektiert.



Quelle: Unternehmen

Wettbewerber

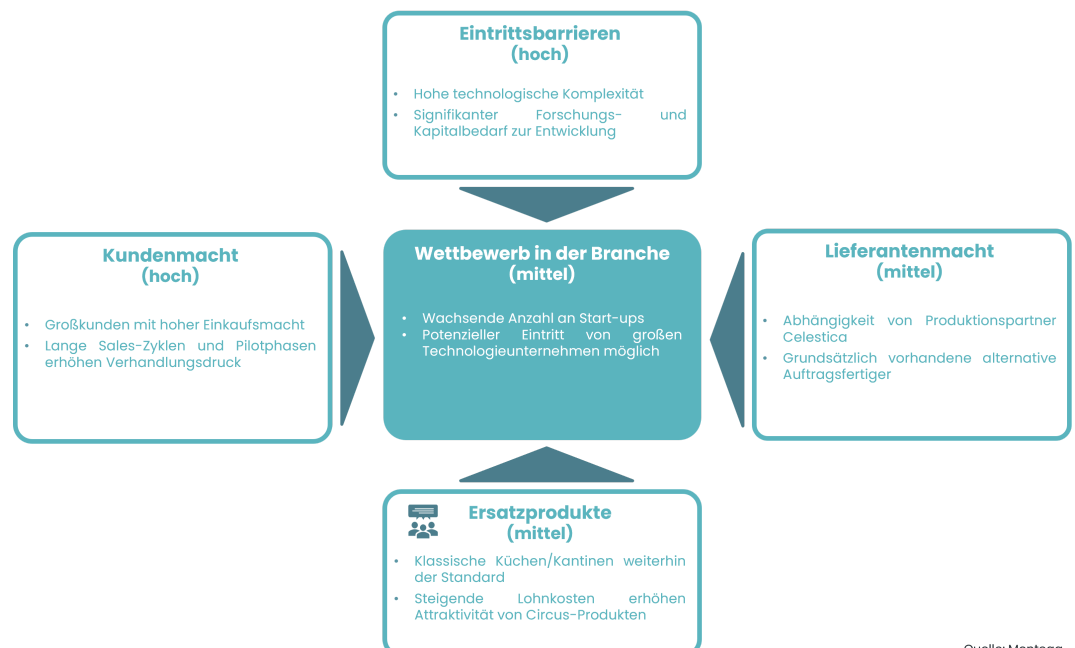
Aufgrund der noch geringen Marktreife sind bisher wenige vergleichbare Wettbewerber vorhanden. Bei den meisten Wettbewerbern handelt es sich daher um Startups.

- **goodBytz:** Das 2021 in Hamburg gegründete Unternehmen bietet modulare KI-gestützte Kochroboter-Stationen an. Bis zu 42 Zutaten können in bis zu acht parallelen Gerichten und anschließender autonomer Reinigung verarbeitet werden. Mit dem Uniklinikum Tübingen (seit Mai 2024), dem Vertriebspartner Transgourmet (seit Juni 2025) und dem Pilotprojekt einer US-Militärbasis in Südkorea (seit 2025) adressiert goodBytz ähnliche Zielmärkte. Im Gegensatz zu Circus bietet das Unternehmen seine Produkte über ein Mietmodell an. GoodBytz ist nicht börsennotiert und hat unter anderem die Block-Gruppe (Blockhouse) als Corporate Investor und strategischen Partner an der Seite.
- **Miso Robotics:** Das 2016 in den USA gegründete private Unternehmen ist ein spezialisierter Anbieter von Fry-Station-Robotern. Mithilfe der integrierten Kitchen AI werden in der Station Einzelaufgaben und Abläufe (teil-)automatisiert. Der Fokus liegt auf der Kundengruppe der Systemgastronomie, zu der u.a. White Castle (13 aktive Einheiten seit 2025) und Jack in the Box zählen. Einer der Eigentümer ist der in der Gastronomie ausgezeichnet vernetzte strategische Investor Ecolab.
- **RoboEatz:** Entwickelt ein vollautonomes Küchensystem (ARK-Plattform) mit Roboterarm, welches bis zu 80 frische Zutaten in bis zu vier Gerichten gleichzeitigen verarbeiten und sich anschließend selbst reinigen kann. Das Unternehmen wurde 2018 in Lettland gegründet, befindet sich jedoch noch in einer früheren Pilotphase in kleinerer Skalierung und ohne Defense-Fokus. Das private Unternehmen hat an der Seite von Investoren (Aramark Healthcare+, ABB Robotics sowie WellSpan Health) Pilotprojekte etwa im Krankenhaus-Bereich laufen.
- **Rational AG:** Der börsennotierte weltweite Anbieter hat ein breites Produktangebot an intelligenten teilautomatisierten Kochgeräten (z.B. Kombidämpfer-Systeme mit KI-gesteuerter Temperaturkontrolle), die im Gegensatz zu Circus bisher nicht als vollautonomes Kochsystem kombiniert sind.
- **Bionicook:** Entwickelt vollautomatisierte Fast-Food-Automaten auf Basis eines Roboterarms und bietet Snacks, Getränke sowie Desserts an.

Im Wettbewerbsvergleich zeigen sich u.E. folgende Wettbewerbsvorteile der Circus SE:

- **Breite Kundenbasis im zivilen und militärischen Bereich:** Viele namhafte Pilotkunden, deren Kooperation potenzielle Weiterentwicklungen fördert und durch deren Netzwerk neue Kundengruppen angesprochen werden können.
- **Starke Positionierung im Defense-Segment:** Circus ist der weltweit einzige Kochroboter-Anbieter mit NATO-Lieferantenstatus und hat bereits Rahmenverträge mit der Bundeswehr sowie der ukrainischen Armee abgeschlossen.
- **Full-Stack-Ansatz:** Circus kombiniert Hardware (CA-1) und ein proprietäres Betriebssystem (Circus OS) mit KI-Technologie. Dieses attraktive Angebotsmodell ist durch einmalige Käuferlöse und wiederkehrende Softwareerlöse charakterisiert.

Wettbewerbsposition von Circus SE



Quelle: Montega

Dreistelliger Mio.-EUR-Umsatz bei erfolgreichem Ramp-Up erwartet ab 2028



- Ramp Up der Produktion und weitere Auftragsgewinne als entscheidende Faktoren für die Umsatzentwicklung
- Bruttomarge dürfte mit zunehmendem Softwareanteil signifikant ansteigen, während die weiteren Kostenquoten unterproportional steigen dürften

Die bisherige finanzielle Entwicklung der Circus SE ist stark durch die frühe Phase der Produktentwicklung und den Übergang zur Kommerzialisierung geprägt. Bis einschließlich H1 2025 wurden daher keine nennenswerten Umsätze generiert. Erst seit H2 2025 befindet sich das Unternehmen in der initialen Rollout-Phase, in deren Zuge bislang 17 Kochrobotersysteme ausgeliefert wurden oder in der finalen Setup-Phase sind. Parallel dazu konnte das Auftragsbuch signifikant aufgebaut werden: Nach Unternehmensangaben umfasst dieses derzeit über 500 feste Bestellungen, was bei einem angenommenen durchschnittlichen Hardwarepreis von rund 200 TEUR einem potenziellen Umsatzvolumen von etwa 100 Mio. EUR (exkl. Softwareerlöse) allein aus bestehenden Aufträgen und einem Potenzial aus Softwareerlösen von rund 50-60 Mio. EUR jährlich entspricht.

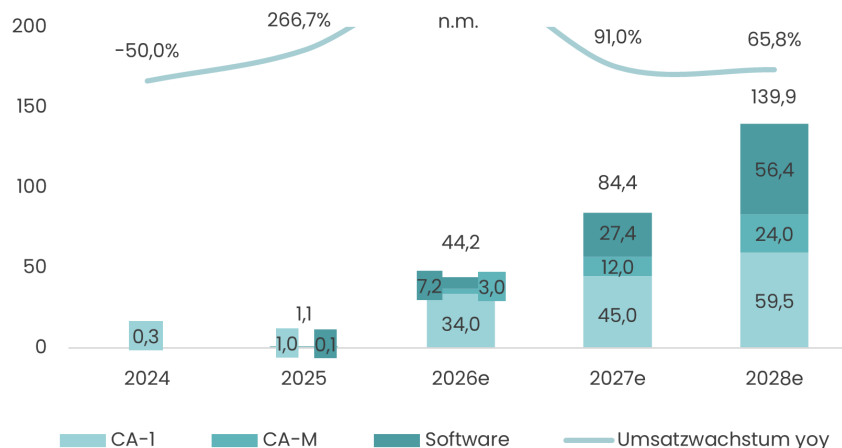
Auf der Kostenseite dominieren bislang klar die Personalkosten, insbesondere für hochqualifizierte Ingenieure in den Bereichen Robotik, Software und Systemintegration. Der zweite relevante Posten innerhalb der Kostenstruktur sind die sonstigen betriebliche Aufwendungen, wobei rund die Hälfte daraus auf externe Softwareentwicklungsleistungen entfallen. Insgesamt spiegelt die Kostenstruktur damit ein typisches Bild eines technologiegetriebenen Unternehmens in der frühen Kommerzialisierungsphase wider, in der signifikante Vorleistungen für Produktreife, Skalierbarkeit und Markteintritt erbracht werden.

Wir erwarten in 2026 einen deutlichen Umsatzanstieg auf 44,2 Mio. EUR sowie eine anhaltende Steigerung der Auslieferungen in den Folgejahren mit signifikant steigenden wiederkehrenden Umsätze aus Softwareerlösen. Für 2028 resultiert dies in einem Top Line-Niveau von 139,9 Mio. EUR, welches im Wesentlichen auf den folgenden Umsatzanteilen beruht:

- Deutlicher Anstieg der CA-1-Auslieferungen im Zuge des Produktions-Ramp-Ups auf 170 in 2026 und 350 Stück in 2028
- Sinkender durchschnittlicher Verkaufspreis des CA-1 auf 170 TEUR bis 2028
- Starker Ausbau der Softwareerlöse auf über 50 Mio. EUR bis 2028
- Zusätzliche Umsatzbeiträge durch CA-M, mit einem Anteil von rund 30% der Hardwareerlöse bis 2028

Umsatzentwicklung nach Segment

(in Mio. EUR; in %)

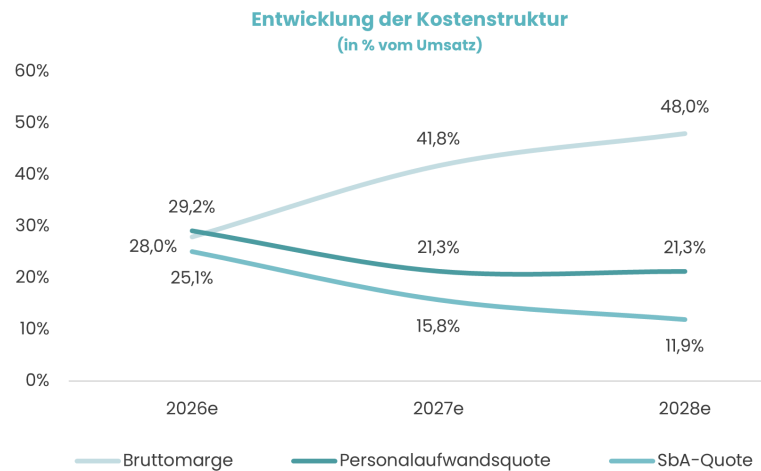


Quelle: Unternehmen, Montega

Diese Prognosen sind maßgeblich davon abhängig, dass der geplante Produktions-Ramp-up gemeinsam mit dem Fertigungspartner Celestica erfolgreich umgesetzt wird. Voraussetzung hierfür ist, dass die bestehenden festen Aufträge planmäßig in Auslieferungen überführt werden können und parallel eine kontinuierliche Generierung zusätzlicher Orders gelingt. Verzögerungen im Produktionshochlauf, operative Herausforderungen in der Lieferkette oder eine schwächere Nachfrageentwicklung könnten sich entsprechend negativ auf die Umsatzrealisierung und die Skalierungsgeschwindigkeit auswirken.

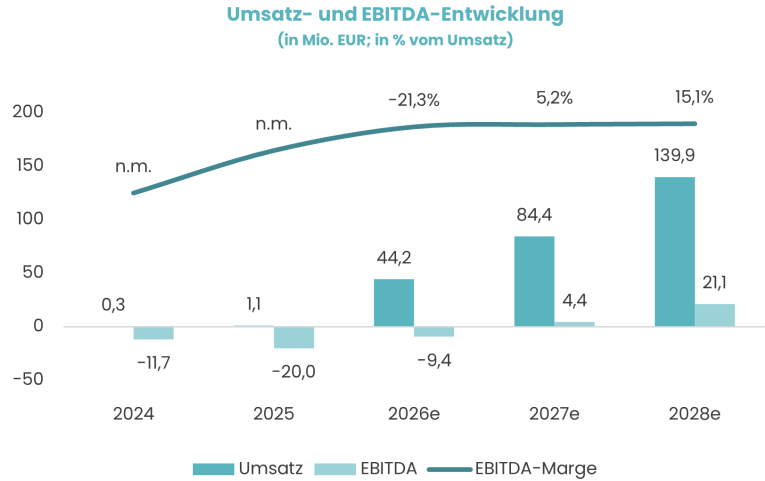
Steigender Anteil der Softwareerlöse sollte zweistellige Gewinnmargen ermöglichen

Die Kostenstruktur von Circus dürfte zukünftig der eines hochspezialisierten Robotikunternehmens mit hohen Softwareerlösen entsprechen. Mit zunehmendem Softwareanteil am Gesamtumsatz gehen wir von stetig steigenden Bruttomargen auf, die zum Ende des Detailplanungszeitraums 2028 knapp 50% betragen könnten. Der größte Kostenblock entfällt auf die Personalaufwendungen sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen.



- Bruttomarge:** Die Bruttomarge differenziert sich deutlich nach Umsatzkomponenten. Während der CA-1 aktuell eine Marge von rund 10% aufweist, dürfte die Marge des CA-M aufgrund höherer Verkaufspreise bei nur moderat steigenden Produktionskosten deutlich darüber liegen. Bruttomargen der Softwareerlöse bewegen sich strukturell im hohen zweistelligen Prozentbereich. In der Gesamtbetrachtung erwarten wir eine Bruttomarge von rund 25% in 2026, die bis 2028 infolge des steigenden Softwareanteils sowie Skaleneffekten auf etwa 46% ansteigen dürfte.
- Personalkosten:** Die Personalkosten bleiben der größte Kostenblock und dürften 2026 rund 29,2% des Umsatzes ausmachen. Mit zunehmender Skalierung erwarten wir jedoch ein unterproportionales Wachstum, sodass der Anteil bis 2028 auf etwa 21% zurückgehen sollte. Gleichzeitig ist von weiterem Personalaufbau insbesondere in den Bereichen Vertrieb, Technik und Service auszugehen, um die internationale Expansion zu unterstützen.
- Sonstige betriebliche Aufwendungen:** Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dürften absolut gesehen ebenfalls ansteigen, insbesondere durch weiterhin bezogene externe Softwareentwicklungsleistungen (aktuell rund 50% der sbA) sowie Beratungsaufwendungen. Mittelfristig erwarten wir hier einen Anteil im niedrigen zweistelligen Prozentbereich des Umsatzes.

Insgesamt prognostizieren wir vor dem Hintergrund der beschriebenen Skalierungs- und Investitionsphase für 2026 noch ein weiteres Verlustjahr. Mit zunehmender Durchdringung und insbesondere dem **deutlich steigenden Anteil wiederkehrender Softwareerlöse** erwarten wir jedoch bereits im Folgejahr den Übergang in die operative Gewinnzone auf EBITDA-Basis. Bis zum Geschäftsjahr 2028 sollte sich diese Entwicklung weiter verstärken und in einer **EBITDA-Marge von rund 15,1%** münden, getragen von Skaleneffekten, einem höheren Softwareanteil sowie einer sich relativierenden Kostenbasis.



Quelle: Unternehmen, Montega

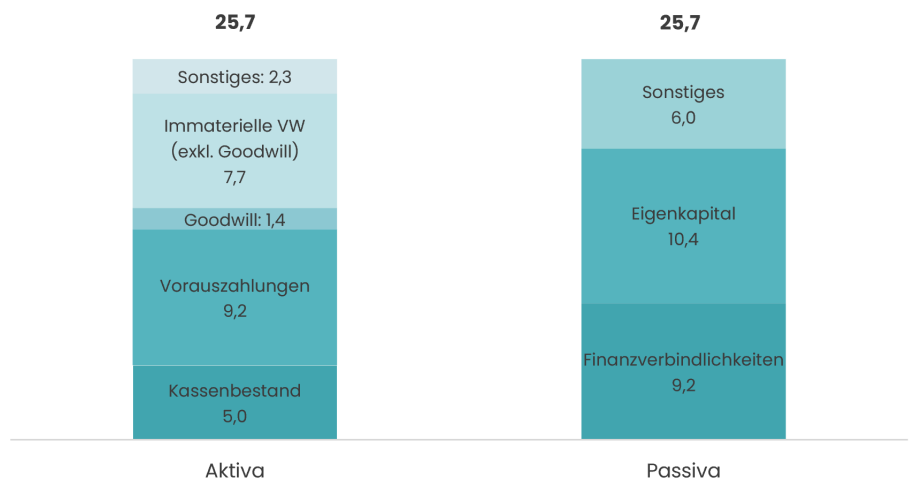
Bilanz durch Vorauszahlungen und Cashbestand geprägt

Die Bilanz der Circus SE zum 30.06.2025 spiegelt die frühe Entwicklungsphase wider und ist auf der Aktivseite maßgeblich durch immaterielle Vermögenswerte geprägt. Diese belaufen sich auf 16,9 Mio. EUR und umfassen insbesondere Goodwill in Höhe von 1,4 Mio. EUR sowie erworbene Lizenzen von 4,6 Mio. EUR. Ergänzt wird dies durch Anzahlungen von 1,4 Mio. EUR, die im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Serienproduktion stehen, sowie eine Liquiditätsposition von 5,0 Mio. EUR infolge der Kapitalerhöhung im März 2025. Mit dem Übergang in die Kommerzialisierungsphase ist davon auszugehen, dass insbesondere die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Zuge zunehmender Auslieferungen deutlich ansteigen werden. Zudem wurde die Liquiditätsbasis durch eine Kapitalerhöhung (Platzierungspreis: 12,20 EUR pro Aktie) in Höhe von rund 30 Mio. EUR im Dezember signifikant gestärkt.

Auf der Passivseite weist Circus ein Eigenkapital von 10,4 Mio. EUR aus, inklusive kumulierter Verluste in Höhe von 31,2 Mio. EUR. Darüber hinaus bestehen Anleihenverbindlichkeiten von 9,2 Mio. EUR aus einer im Jahr 2023 begebenen Wandelanleihe mit 2% Coupon und Laufzeit bis Dezember 2030, die einen wesentlichen Bestandteil der Fremdfinanzierung darstellt. Circus hat eine Rückkaufoption für 30 Mio. EUR, die bis 2028 gezogen werden kann. Sollte diese nicht gezogen werden, würde sich aufgrund des niedrigen vereinbarten Wandlungspreises von unter 2€ je Aktie eine erhebliche Verwässerung (~25% neue Aktien) ergeben.

Durch die im Dezember durchgeführte Kapitalerhöhung dürfte sich die Eigenkapitalbasis zum Jahresende jedoch deutlich verbessert haben und bildet damit eine wichtige Grundlage für den weiteren Skalierungsprozess.

Bilanzstruktur (in Mio. EUR; zum 30.06.2025)



Free Cashflow dürfte durch Margenexpansion signifikant ansteigen

Wir erwarten in den kommenden Jahren eine signifikante Verbesserung des Free Cashflows, getragen durch den deutlichen Anstieg des EBITDA auf 21,1 Mio. EUR im Jahr 2028 bei gleichzeitig nur geringem Investitionsbedarf. Auf operativer Ebene dürfte das EBITDA mit dem Hochlauf der Auslieferungen sowie dem steigenden Anteil der Softwareerlöse erstmals im Jahr 2028 positiv werden und bereits im Folgejahr zweistellige operative Margen erreichen. Auf Investitionsebene ist aufgrund der Partnerschaft mit dem Auftragsfertiger Celestica nur ein geringes Niveau an Sachanlageninvestitionen erforderlich. Gleichzeitig dürften die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte (insbesondere Softwarelizenzen) auf 4,9 Mio. EUR in 2028 steigen, um die Skalierung und Weiterentwicklung von CircusOS zu unterstützen.

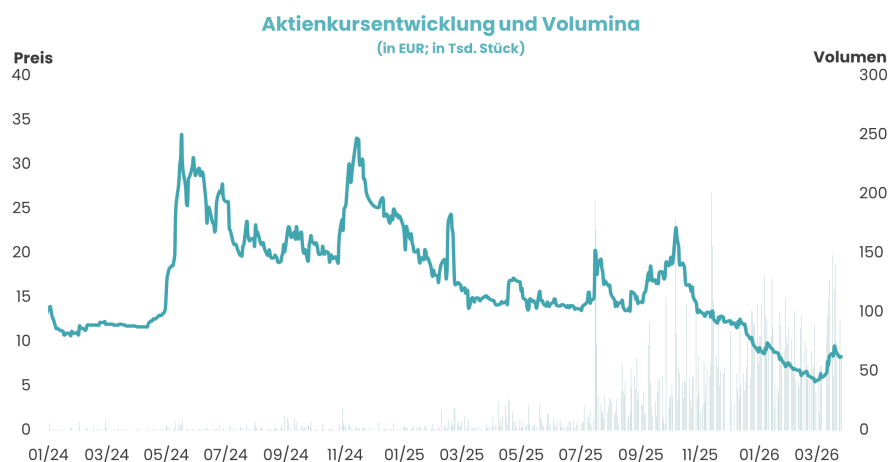
Auf der Working-Capital-Ebene erwarten wir mittelfristig ein Niveau von rund 20% der Umsätze. Die Höhe der Vorräte sollte auch im Produktionshochlauf gering ausfallen, da die Systeme direkt von Celestica an die Kunden geliefert und vor Ort montiert werden. Mit zunehmendem Umsatz dürften jedoch der Aufbau von Forderungen gegenüber Kunden und parallel die Verbindlichkeiten gegenüber Celestica zunehmen. Kundenvorauszahlungen von bis zu 50% des Kaufpreises werden dabei direkt an Celestica weitergereicht, wodurch die Liquiditätsbindung verringert und das Working-Capital-Management effizient gestaltet wird.

Auf der steuerlichen Seite sollte Circus ab Erreichen der Gewinnschwelle von hohen Verlustvorträgen in den vergangenen Jahren profitieren. Diese dürften in den kommenden Jahren einen wesentlichen Teil der steuerlichen Belastung kompensieren, sodass trotz der erwarteten stark steigenden Ergebnisbeiträge ab 2027 nur eine vergleichsweise geringe Cash-Steuerquote anfällt.

Aktienkurs

Der Kursverlauf ist von einigen hohen kurzfristigen Schwankungen und einem ab Mitte 2025 ansteigendem Handelsvolumen geprägt. Nach dem Börsengang am 22. Januar 2024 über ein Direct Listing folgte aufgrund von positiven Ankündigungen (Pilotierung des CA-1-Systems in Pekinger Bildungseinrichtungen und im Flughafen Berlin-Brandenburg) für einen Kursanstieg auf 33€. In den folgenden Monaten konsolidierte die Aktie bis die Partnerschaft mit Celestica, einem globalen Marktführer für High-Tech-Auftragsfertigung, die Aktie Ende 2024 wieder bis auf 32€ ansteigen ließ.

Weitere Partnerschaften, die ersten Implementierungen des CA-1-Systems (z.B. in einem REWE-Supermarkt) und die Ankündigung der Rahmenvereinbarung mit dem ukrainischen Militär für den CA-M brachten bis November 2025 wieder Impulse in die Aktie der Circus SE. Eine Kapitalerhöhung für den Weg in die Serienproduktion Ende 2025 zu 12,20 EUR je Aktie (Mittelzufluss: 30 Mio. EUR) und ein bisher geopolitisch, bzw. makroökonomisch herausforderndes Jahr 2026 ließen die Aktie dann auf rund 6€ fallen. Unabhängig davon erzielte die Circus SE operative Erfolge etwa durch die am 20. Januar 2026 geschlossene Partnerschaft mit der Bundeswehr, wonach im Laufe des Jahres der CA-M auf einem Trainingsgelände getestet werden soll. Nach der erfolgreichen System-Integration bei der Bundeswehr im April 2026 und dem weiteren Voranschreiten des operativen Ramp-Ups (bereits 17 Systeme aktiv oder in Integration) stieg die Aktie zuletzt auf rund 8€.



Quelle: S&P Capital IQ, Montega

Fazit

Circus befindet sich aktuell in der Ramp-up-Phase und profitiert von einem hohen Kundeninteresse in dem stark wachsenden Markt für Food-Robotik. Technologisch und kommerziell ist das Unternehmen aus unserer Sicht gut aufgestellt. Mit den Systemen CA-I und CA-M sowie der Plattform CircusOS deckt Circus die zentralen Anforderungen an Automatisierung und Skalierbarkeit ab. Das Partner-Setup ist strategisch sinnvoll mit Celestica auf Lieferantenseite für eine asset-light Produktion sowie attraktiven Kunden (u.a. Exklusivpartnerschaft mit REWE). Sollten die laufenden Testphasen erfolgreich abgeschlossen werden, der Produktionshochlauf planmäßig erfolgen und das Kundeninteresse anhalten, ist Circus nach unserer Einschätzung hervorragend positioniert, um nachhaltig vom strukturellen Wachstumstrend im Food-Robotik-Markt zu profitieren.

Aufgrund der hohen operativen Hebelwirkung dürfte der Erlösanstieg ab dem Jahr 2028 mit zweistelligen EBITDA-Margen einhergehen, während die Top Line auch mittelfristig zweistellig wachsen sollte. Wir erwarten im Geschäftsjahr 2028 einen Umsatz von 139,9 Mio. EUR bei einem EBITDA von 21,1 Mio. EUR (EBITDA-Marge: 15,1%). Wir nehmen Circus mit der Empfehlung "Kaufen" und einem DCF-basierten Kursziel von 10,00 EUR in unsere Coverage auf.

SWOT

Stärken

- **Ganzheitlicher Anbieter:** Circus kombiniert Hardware, KI-Software und Cloud-Steuerung in einem geschlossenen System. Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern, die sich auf einzelne Prozessschritte fokussieren, adressiert Circus die gesamte Wertschöpfungskette der Essenszubereitung.
- **Skalierbares Plattformmodell:** Durch die Kombination mit der Softwareplattform CircusOS entsteht ein integriertes, skalierbares Ökosystem. Neben Hardwareerlösen eröffnet dies perspektivisch wiederkehrende Umsätze (Software, Services) mit strukturell höheren Margen.
- **Attraktive Zielmärkte mit strukturellem Rückenwind:** Der adressierte Food-Service- und Retail-Markt ist durch Fachkräftemangel, steigende Lohnkosten und zunehmenden Automatisierungsdruck geprägt. Diese strukturellen Trends begünstigen die Nachfrage nach automatisierten Lösungen wie dem CA-1.
- **Asset-light Produktionsstrategie:** Die Partnerschaft mit Celestica ermöglicht eine Skalierung ohne signifikante eigene Produktionsinvestitionen. Gleichzeitig werden Time-to-Market verkürzt und Produktionsrisiken im Vergleich zu vertikal integrierten Modellen reduziert.

Schwächen

- **Sehr frühe Kommerzialisierungsphase:** Das Unternehmen befindet sich noch am Anfang der Marktdurchdringung mit bislang wenigen ausgelieferten Systemen. Die operative Skalierbarkeit ist daher noch nicht vollständig validiert.
- **Komplexität der Systemintegration:** Die Kombination aus Robotik, Software, Food-Logistik und Kundeninteraktion führt zu hoher technologischer und operativer Komplexität, was die Fehleranfälligkeit im Realbetrieb erhöhen kann.
- **Weiterer Kapitalbedarf denkbar:** Der Hochlauf der Produktion und der internationale Rollout könnten zusätzlichen Kapitalbedarf erzeugen, insbesondere bei verzögerter Skalierung.
- **Begrenzte bisherige Referenzbasis:** Die geringe Anzahl installierter Systeme limitiert die Aussagekraft hinsichtlich Wartungskosten, Lebensdauer, tatsächlicher Auslastung sowie Kundenakzeptanz im täglichen Betrieb.

Chancen

- **Großer adressierbarer Markt:** Der globale Markt für Food Service und Retail bietet vor dem Hintergrund steigender Automatisierungsanforderungen ein erhebliches Marktvolumen.
- **Skalierung über Großkunden:** Partnerschaften mit Akteuren wie der REWE Group oder Betreibern von Tankstellen ermöglichen schnelle Rollouts über größere Filialnetzwerke.
- **CA-M als zusätzlicher Wachstumstreiber:** Mit dem militärischen System CA-M erschließt Circus ein weiteres Marktsegment mit spezifischen Anforderungen und potenziell hoher Nachfrage.
- **Entwicklung kleinerer Systeme:** Ein kompakterer Food-Roboter könnte Eintrittsbarrieren für kleinere Standorte senken und die Marktdurchdringung beschleunigen.
- **Technologische Lernkurve:** Mit zunehmender installierter Basis entstehen Effizienzgewinne durch Daten, Prozessoptimierung und reduzierte Ausfallraten.

Risiken

- **Technologisches und operatives Risiko im Rollout:** Fehlfunktionen, Wartungsprobleme oder unzureichende Zuverlässigkeit könnten die Skalierung verlangsamen und die Wirtschaftlichkeit einzelner Standorte beeinträchtigen.
- **Wettbewerb durch Start-ups und große Technologieunternehmen:** Neben spezialisierten Start-ups wie GoodBytz könnten auch kapitalstarke Technologieunternehmen in den Markt eintreten und Preisdruck erzeugen.
- **Kundenakzeptanz noch nicht vollständig etabliert:** Die Akzeptanz von robotergestützter Essenszubereitung ist noch nicht flächendeckend gegeben und stellt einen Unsicherheitsfaktor für die Nachfrage dar.
- **Regulatorische Anforderungen:** Lebensmittel- und Hygienevorschriften können je nach Markt den Rollout verlangsamen und zusätzliche Kosten verursachen.
- **Abhängigkeit von Produktionspartnern:** Die starke Abhängigkeit von Celestica birgt Risiken hinsichtlich Lieferkettenstabilität, Qualitätssicherung und Verhandlungsmacht.

Bewertung

Wir haben die Bewertung von Circus anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells und die Peergroup werden im Folgenden dargestellt. Da die Peergroup-Analyse u.E. aufgrund der geringen Vergleichbarkeit und der geringen Anzahl an börsennotierten Konkurrenten von Circus nicht sinnvoll erscheint, hat diese keinen Einfluss auf den fairen Wert der Aktie.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die starken Wachstumsperspektiven von Circus, die sich auf Basis des hohen Auftragsbuchs und der langfristigen Investitionsbereitschaft auf Kundenseite im Zukunftsmarkt Food-Robotics ergeben, die bereits kurzfristig zu weiteren Auftragsgewinnen sowohl von bestehenden Partnern als auch von Neukunden führen dürfte. Dies spiegelt sich u.E. auch in der Exklusivpartnerschaft mit REWE wieder, die nach Abschluss der Testphase mit drei CA-1 auch mittelfristig zu den Top-Kunden gehören dürfte. Neben den Umsätzen aus CA-1 und CA-M sollte Circus infolge der Auslieferungen in der Lage sein, die Softwareerlöse in den kommenden Jahren signifikant zu steigern und so das Ertragsprofil signifikant zu verbessern.

Langfristig haben wir eine Normalisierung des Top Line-Wachstums unterstellt, was sich im Terminal Value in einer Steigerungsrate von 2,5% widerspiegelt. Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass das die starken Wachstumsraten der kommenden Jahre in Kombination mit einem höheren Softwareanteil bei unterproportional steigenden Fixkosten zu einer deutlichen Steigerung des operativen Ergebnisses sowie einer zweistelligen operativen Marge führt.

Die Rohertragsmarge sehen wir in Abhängigkeit des Softwareanteils mittelfristig bei knapp 50%, während die Kostenfaktoren zwar absolut ansteigen, relativ zum Erlös jedoch rückläufig sein dürften, sodass wir eine EBITDA-Marge von 15,1% zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2028 sowie eine Terminal Value EBIT-Marge von 16% erwarten. Das verwendete Beta von 1,8 reflektiert einerseits die Stärke des Wachstumsmarkts Food-Robotics und die starke Kundenstruktur. Zudem überzeugt die hohe Visibilität aufgrund des mehrjährigen Auftragsbestandes. Andererseits besteht im Geschäftsmodell von Circus ein inhärentes Risiko aufgrund der frühphasigen Entwicklung, sodass der Produktions-Ramp Up, das langfristige Kundeninteresse und die weitere Auftragsentwicklung insgesamt noch schwierig einzuschätzen sind.

Das laufende Geschäftsjahr betrachten wir als Grundlage für die Entwicklung in den kommenden Jahren, indem Circus durch den Ramp Up der Auslieferungen des CA-1 erstmals relevante Umsätze generieren dürfte. Dies sollte auf der Bottom Line eine Verbesserung des EBITDAs und ein Erreichen der Break-Even-Schwelle im kommenden Jahr ermöglichen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere von bonitätsstarken Emittenten mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 35% bei einem Fremdkapitalzins i.H.v. 7,5% ergibt sich ein WACC von 11,63%. Für die Circus ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 10,00 EUR.

DCF Modell

| Angaben in Mio. EUR | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | Terminal Value |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Umsatz | 1,1 | 44,2 | 84,4 | 139,9 | 209,9 | 283,3 | 354,1 | 363,0 |
| Veränderung | 318,3% | 4109,5% | 91,0% | 65,8% | 50,0% | 35,0% | 25,0% | 2,5% |
| EBIT | -23,6 | -13,4 | -0,2 | 14,8 | 30,4 | 45,3 | 60,2 | 58,1 |
| EBIT-Marge | -2245,2% | -30,4% | -0,3% | 10,6% | 14,5% | 16,0% | 17,0% | 16,0% |
| NOPAT | -23,9 | -13,8 | -0,2 | 14,1 | 25,9 | 34,0 | 45,2 | 43,6 |
| Abschreibungen | 3,6 | 4,0 | 4,6 | 6,3 | 8,5 | 10,3 | 11,6 | 11,9 |
| in % vom Umsatz | 342,9% | 9,0% | 5,5% | 4,5% | 4,1% | 3,6% | 3,3% | 3,3% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | |
| - Working Capital | -1,7 | -3,9 | -13,4 | -9,5 | -10,6 | -7,6 | -7,8 | -1,3 |
| - Investitionen | -2,7 | -3,2 | -3,9 | -5,3 | -7,2 | -8,7 | -9,8 | -10,0 |
| Investitionsquote | 257,1% | 7,2% | 4,6% | 3,8% | 3,4% | 3,1% | 2,8% | 2,8% |
| Übriges | | | | | | | | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -24,7 | -16,9 | -12,9 | 5,6 | 16,6 | 28,1 | 39,2 | 44,1 |
| WACC | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% |
| Present Value | -26,4 | -16,2 | -11,1 | 4,3 | 11,4 | 17,3 | 21,6 | 238,6 |
| Kumuliert | -26,4 | -42,5 | -53,6 | -49,3 | -37,9 | -20,6 | 1,0 | 239,6 |

Wertermittlung (Mio. EUR)

| | |
|---------------------------|--------------|
| Total present value (Tpv) | 239,6 |
| Terminal Value | 238,6 |
| Anteil vom Tpv-Wert | 100% |
| Verbindlichkeiten | 9,1 |
| Liquide Mittel | 0,3 |
| Eigenkapitalwert | 230,8 |

| | |
|----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.) | 22,62 |
| Wert je Aktie (EUR) | 10,20 |
| +Upside / -Downside | 29% |
| Aktienkurs (EUR) | 7,93 |

Modellparameter

| | |
|---------------------|-------|
| Fremdkapitalquote | 30,0% |
| Fremdkapitalzins | 7,5% |
| Marktrendite | 9,0% |
| risikofreie Rendite | 2,50% |
| Beta | 1,80 |
| WACC | 11,6% |
| ewiges Wachstum | 2,5% |

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

| | | |
|--------------------------------|-----------|---------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum | 2025-2028 | 409,9% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2025-2031 | 163,8% |
| Langfristiges Umsatzwachstum | ab 2032 | 2,5% |
| Kurzfristige EBIT-Marge | 2025-2028 | -566,3% |
| Mittelfristige EBIT-Marge | 2025-2031 | -316,8% |
| Langfristige EBIT-Marge | ab 2032 | 16,0% |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| WACC | ewiges Wachstum | | | | |
|---------------|-----------------|-------|--------------|-------|-------|
| | 1,75% | 2,25% | 2,50% | 2,75% | 3,25% |
| 12,13% | 8,62 | 9,08 | 9,32 | 9,58 | 10,15 |
| 11,88% | 9,00 | 9,49 | 9,75 | 10,03 | 10,63 |
| 11,63% | 9,40 | 9,92 | 10,20 | 10,50 | 11,15 |
| 11,38% | 9,82 | 10,38 | 10,68 | 11,00 | 11,69 |
| 11,13% | 10,27 | 10,86 | 11,19 | 11,53 | 12,28 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| WACC | EBIT-Marge ab 2032e | | | | |
|---------------|---------------------|--------|--------------|--------|--------|
| | 15,50% | 15,75% | 16,00% | 16,25% | 16,50% |
| 12,13% | 9,02 | 9,17 | 9,32 | 9,47 | 9,62 |
| 11,88% | 9,44 | 9,59 | 9,75 | 9,91 | 10,06 |
| 11,63% | 9,88 | 10,04 | 10,20 | 10,36 | 10,53 |
| 11,38% | 10,34 | 10,51 | 10,68 | 10,85 | 11,02 |
| 11,13% | 10,83 | 11,01 | 11,19 | 11,36 | 11,54 |

Quelle: Montega

Peergroup

Die Peergroup-Zusammenstellung zeigt, dass es aufgrund der geringen Marktreife wenig direkte börsennotierte Wettbewerber gibt. Circus befindet sich die in einer deutlich früheren Unternehmensphase im Vergleich zur Peergroup, besitzt aber eine ausgeprägte Wettbewerbsposition im FoodTech/Robotics-Bereich. Insgesamt erscheint uns ein direkter Vergleich mit den aktuellen relevantesten Peers aufgrund der einzigartigen Hardware und Software-Kombination in diesem Bereich wenig sinnvoll und wir bemessen der Bewertung der Peers wenig Bedeutung bei.

Die Peergroup besteht aus den nachfolgend beschriebenen Unternehmen:

- **Rational AG** ist ein globaler Marktführer von intelligenten teilautomatisierten Küchengeräten (z.B. Kombidämpfer-Systeme mit KI-gesteuerter Temperaturkontrolle). Das Unternehmen adressiert mit >1 Mio. installierten Geräten ähnliche Kundensegmente wie Circus (Systemgastronomie, Betriebsrestaurants, Kliniken, Hotels) und gilt als konzeptionelle Benchmark für teilautomatisierte B2B-Verpflegung.
- **Serve Robotics Inc.** ist ein aus Postmates hervorgegangenes amerikanisches Unternehmen, welches mit Uber und DoorDash als Kernpartnern eine wachsende Flotte autonomer Lieferroboter in US-Metropolen betreibt. Das wachstumsstarke Unternehmen ist auf dem globalen "Physical AI" Markt aktiv, erwirtschaftete 2025 2,7 Mio. USD mit noch negativem Nettoergebnis.
- **The Middleby Corporation** ist der führende US-amerikanische Hersteller von Commercial-Foodservice-Equipment mit einem Jahresumsatz von 3,2 Mrd. USD (2025) und adressiert Systemgastronomie, Hotels, institutionelle Küchen und Lebensmittelverarbeitung.
- **Symbotic Inc.** ist ein amerikanisches Technologieunternehmen und hat sich auf eine KI-gestützte End-to-End Robotikplattform spezialisiert. Diese trägt zur Automatisierung von Lagerhäusern und Lieferketten für einige der größten Lebensmitteleinzelhändler der Welt, u.a. Walmart, Target und Albertsons, bei. Symbotic kann als eine Art skalierte Referenz für KI-Robotik im Food-Retail-Ökosystem bezeichnet werden. 2024 berichtete der Konzern 2,2 Mrd. USD an Umsatz mit einem adjustierten EBITDA von 147 Mio. USD.
- **Teradyne Inc.** ist als amerikanischer Mischkonzern durch die Tochtergesellschaft Universal Robots, einem globalen Marktführer für kollaborative Roboterarme, ein entfernter Peer von Circus. Diese Roboterarme (Cobots) sind flexibel einsetzbar in Produktion, Lebensmittelverarbeitung und Gastronomie. Neben Hardware entwickelt Universal Robots außerdem, ähnlich zu Circus, auch die proprietäre Software-Plattform PolyScope. Universal Robots macht knapp 10% des Konzernumsatzes aus und ist noch nicht profitabel.

Peergroup Circus SE

| Unternehmen | Kurs | EV / Umsatz | | | | Umsatzwachstum yoy | | | |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|----------------|--------------|--------------|
| | (LW) | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
| RATIONAL Aktiengesellschaft | 619,50 | 5,2 | 4,8 | 4,5 | 4,2 | 5,5% | 6,8% | 7,6% | 6,7% |
| Serve Robotics Inc. | 9,35 | 176,6 | 18,0 | 6,1 | 3,5 | 46,3% | 880,4% | 194,3% | 74,0% |
| The Middleby Corporation | 137,20 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | - 17,4% | 3,7% | 3,3% | 4,2% |
| Symbotic Inc. | 57,00 | 2,5 | 2,1 | 1,6 | 1,2 | 23,3% | 23,2% | 29,1% | 28,3% |
| Teradyne, Inc. | 337,44 | 16,5 | 11,8 | 9,7 | 7,9 | 13,1% | 39,8% | 22,3% | 21,9% |
| Median | | 5,2 | 4,8 | 4,5 | 3,5 | 13,1% | 23,2% | 22,3% | 21,9% |
| Circus SE | 7,93 | 158,0 | 3,9 | 2,1 | 1,2 | 266,7% | 3918,2% | 91,0% | 65,8% |
| Potenzial/Differenz | | - 97% | 23% | 118% | 183% | 253,5 PP | 3895 PP | 68,7 PP | 43,9 PP |
| Fairer Wert je Aktie | | 0,82 | 10,02 | 17,34 | 22,33 | | | | |

| Unternehmen | EV | EV / EBITDA | | | | EBITDA- Marge | | | |
|-----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------|----------------|--------------|--------------|
| | (Mio. LW) | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
| RATIONAL Aktiengesellschaft | 6.499 | 17,6 | 16,9 | 15,5 | 14,5 | 29,3% | 28,6% | 28,9% | 29,0% |
| Serve Robotics Inc. | 468 | neg. | neg. | neg. | neg. | - 2963,1% | - 545,9% | - 136,0% | - 80,3% |
| The Middleby Corporation | 8.467 | 10,6 | 11,1 | 10,4 | 10,0 | 24,9% | 23,0% | 23,8% | 23,7% |
| Symbotic Inc. | 5.675 | 38,5 | 18,1 | 11,3 | 7,6 | 6,6% | 11,3% | 14,0% | 16,4% |
| Teradyne, Inc. | 52.655 | 62,8 | 34,6 | 27,3 | 22,2 | 26,3% | 34,1% | 35,4% | 35,6% |
| Median | | 28,0 | 17,5 | 13,4 | 12,3 | 24,9% | 23,0% | 23,8% | 23,7% |
| Circus SE | 174 | neg. | neg. | 39,5 | 8,2 | - 1818,2% | - 21,3% | 5,2% | 15,1% |
| Potenzial/Differenz | | n.a. | n.a. | - 66% | 49% | - 1843,1 PP | - 44,3 PP | - 18,6 PP | - 8,6 PP |
| Fairer Wert je Aktie | | n.a. | n.a. | 3,18 | 12,02 | | | | |

| Unternehmen | EV | EV/EBIT | | | | EBIT- Marge | | | |
|-----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|----------------|---------------|--------------|
| | (Mio. LW) | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
| RATIONAL Aktiengesellschaft | 6.499 | 19,5 | 18,9 | 17,3 | 16,1 | 26,4% | 25,6% | 25,9% | 26,1% |
| Serve Robotics Inc. | 468 | neg. | neg. | neg. | neg. | - 4253,8% | - 752,9% | - 225,2% | - 127,0% |
| The Middleby Corporation | 8.467 | 12,1 | 12,9 | 12,1 | 11,6 | 21,8% | 19,7% | 20,4% | 20,4% |
| Symbotic Inc. | 5.675 | neg. | 89,8 | 25,1 | 9,1 | - 5,1% | 2,3% | 6,3% | 13,6% |
| Teradyne, Inc. | 52.655 | 74,2 | 39,0 | 29,3 | 23,4 | 22,3% | 30,3% | 32,9% | 33,9% |
| Median | | 19,5 | 28,9 | 21,2 | 13,9 | 21,8% | 19,7% | 20,4% | 20,4% |
| Circus SE | 174 | neg. | neg. | neg. | 11,7 | - 2145,5% | - 30,3% | - 0,2% | 10,6% |
| Potenzial/Differenz | | n.a. | n.a. | n.a. | 18% | - 2167,3 PP | - 50 PP | - 20,6 PP | - 9,8 PP |
| Fairer Wert je Aktie | | n.a. | n.a. | n.a. | 9,66 | | | | |

| Unternehmen | EV | KGV | | | | Free Cashflow - Yield | | | |
|-----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------------|---------------|---------------|--------------|
| | (Mio. LW) | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
| RATIONAL Aktiengesellschaft | 6.499 | 27,7 | 26,3 | 24,3 | 22,5 | 3,4% | 3,9% | 4,2% | 4,5% |
| Serve Robotics Inc. | 468 | neg. | neg. | neg. | neg. | - 25,1% | - 40,3% | - 39,2% | - 38,0% |
| The Middleby Corporation | 8.467 | 14,8 | 14,8 | 13,1 | 11,2 | 5,8% | 6,6% | 5,7% | 6,0% |
| Symbotic Inc. | 5.675 | 28,8 | 113,8 | 76,0 | 44,1 | 13,9% | 8,5% | 11,1% | 16,9% |
| Teradyne, Inc. | 52.655 | 85,2 | 47,0 | 35,5 | 27,5 | 0,9% | 2,2% | 2,2% | 3,5% |
| Median | | 28,3 | 36,7 | 29,9 | 25,0 | 3,4% | 3,9% | 4,2% | 4,5% |
| Circus SE | 174 | neg. | neg. | neg. | 15,9 | - 14,3% | - 6,9% | - 2,2% | 12,0% |
| Potenzial/Differenz | | n.a. | n.a. | n.a. | 58% | - 17,7 PP | - 10,8 PP | - 6,4 PP | 7,4 PP |
| Fairer Wert je Aktie | | n.a. | n.a. | n.m. | 12,50 | | | | |

Unternehmenshintergrund

Die Circus SE ist ein Technologieunternehmen im Bereich KI-gestützter Robotik für die Lebensmittelproduktion. Das Unternehmen entwickelt vollautomatisierte Kochroboter-Systeme, die die Zubereitung von Speisen in Standorten wie Supermärkten, Tankstellen oder im Militär automatisieren. Kernprodukte sind die autonomen Kochroboter CA-1 und CA-M (Militärbereich), die Zutaten, Zubereitung und Ausgabe von Mahlzeiten weitgehend ohne menschliches Eingreifen steuert. Strategisch adressiert das Unternehmen strukturelle Herausforderungen der Branche wie Fachkräftemangel, steigende Personalkosten sowie den Bedarf an standardisierter Qualität und hoher Produktionskapazität.

Key Facts

| | |
|-----------------|--|
| Sektor | Robotics |
| Ticker | XTRA: CA1 |
| Mitarbeiter | 84 |
| Umsatz | 0,3 Mio. EUR |
| EBIT | -15,8 Mio. EUR |
| EBIT-Marge | n.m. |
| Geschäftsmodell | Entwicklung und Vertrieb von autonomen Kochrobotern für die industrielle Zubereitung von Speisen |
| Kernkompetenz | Kombination aus Robotik-Hardware und KI-gestützter Software, um standardisierte Lebensmittelproduktion zu ermöglichen |
| Kundenstruktur | Kunden aus dem zivilen Bereich, wie Premium-Lebensmitteleinzelhandel (u.a. REWE), Restaurants, Tankstellen, Flughäfen, Betriebsküchen sowie dem Militärbereich |

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2024

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 2021 Gründung in Hamburg, Deutschland und späterer Umzug des Hauptsitzes nach München
- 2024 Börsennotierung an der Frankfurter Wertpapierbörse am Anfang des Jahres
- 2025 Gründung der Tochter Circus Defence SE zur weiteren Fokussierung auf den Militärbereich und Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Wachstumsstrategie
- 2026 Ankündigung zur geplanten Übernahme des belgischen Food-Robotics-Unternehmens Alberts um u.a. das Produktportfolio zu erweitern

Fokusbereiche

Die Circus SE adressiert mit ihrem vollautonomen CA-1-Kochroboter und der militärischen Weiterentwicklung CA-M strukturell unterschiedliche, aber gleichermaßen skalierbare Absatzmärkte. Im zivilen Segment fokussiert sich das Unternehmen primär auf den Bereich der Gemeinschaftsverpflegung, zu dem Betriebsrestaurants von Großunternehmen, Universitätscampusse sowie Kliniken und Pflegeeinrichtungen zählen – allesamt Segmente mit chronischem Fachkräftemangel und hohem Kostendruck. Als zweite zivile Kerngruppe adressiert Circus die Systemgastronomie und den Premium-Lebensmitteleinzelhandel, wo gesunde und schnelle Gerichte Mehrwert schaffen. Darüber hinaus erschließt das Unternehmen das Mobilitätssegment – insbesondere Tankstellen, Flughäfen und Bahnhöfe im Fernverkehr – bei denen autonome Verpflegungslösungen rund um die Uhr an für bisherige Mitarbeitende unattraktiven Standorten mit weniger Personalaufwand betrieben werden können.

Im zweiten Hauptsegment, dem Verteidigungsbereich, operiert Circus SE über seine Tochtergesellschaft Circus Defence SE und adressiert nationale Streitkräfte sowie internationale Militärbündnisse, für die eine robuste, standortunabhängige Verpflegungsinfrastruktur operativ kritisch ist. Die Positionierung in beiden Segmenten folgt einer gemeinsamen Logik: überall dort, wo hohe Verpflegungsvolumina, Personalmangel und Anforderungen an 24/7-Betriebsfähigkeit zusammentreffen, entsteht ein struktureller Bedarf, den Circus adressiert. Die Dualität dieser Go-to-Market-Strategie, im Zusammenhang mit einmaligen Hardwarerlösen und wiederkehrenden Softwareerlösen bietet in beiden Segmenten Planbarkeit und Skalierbarkeit, während Verteidigungsaufträge darüber hinaus typischerweise höhere Margen und langfristige Vertragslaufzeiten aufweisen.

Management

Circus wird derzeit von einem vierköpfigen Managementteam geführt, das umfangreiche berufliche Erfahrung in relevanten Branchen und der Skalierung junger Unternehmen mit sich bringt.



Nikolas Bullwinkel (CEO & Gründer) ist Serienunternehmer und war unter anderem Mitgründer von dem Lieferdienst Flink und skalierte es in weniger als zwei Jahren zu einem europäischen Marktführer im Quick-Commerce. Er verkaufte 2021 seine Anteile und gründete im selben Jahr Circus.



Claus Holst-Gydesen (Co-CEO) ist seit Februar 2025 CO-CEO und u.a. zuständig für die globale Expansion. Mit 40 Jahren Erfahrung in der Skalierung von Unternehmen zu internationalen Marktführern und als CEO bei Viega, Zwilling, der Walt Disney Company und anderen namhaften Unternehmen bringt er langjährige Vorstandserfahrung mit.



Fabian Becker (CFO) ist seit Januar 2022 als CFO bei der Circus SE. Er ist ehemaliger Partner beim VC Flagship Founders und war zuvor in der Geschäftsleitung des globalen Logistikunternehmens Auerbach Schifffahrt tätig. Sein Studium absolvierte er bei der Leuphana Universität Lüneburg im Bereich Business Administration & Economics.

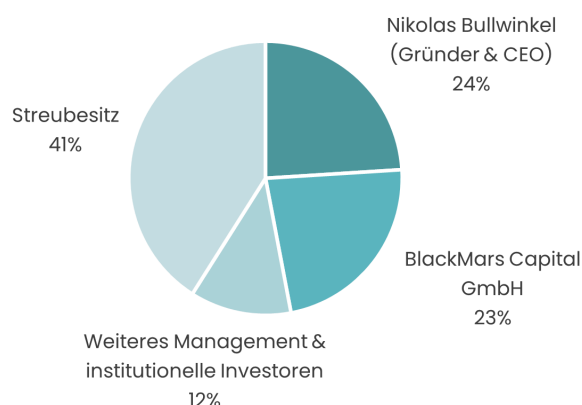


Frank Holtey (CCO) kam 2024 als Director Global Affairs zu Circus und baute seitdem zentrale internationale Geschäftsbeziehungen auf – darunter strategische Key Accounts wie REWE. Als CCO leitet er die Bereiche Vertrieb, Strategie, Marketing, Partner Relations und Customer Experience und treibt die globale Expansion voran. Frank Holtey bringt über 30 Jahre internationale Vertriebs Erfahrung mit in die kommerzielle Gesamtstrategie der Circus SE ein.

Aktionärsstruktur

Circus ist seit dem 22. Januar 2024 in Deutschland an der XETRA gelistet und weist eine von Management und Venture Capital-Investoren geprägte Aktionärsbasis mit anteiligem Streubesitz auf. Der größte Anteilseigner ist der Gründer und CEO Nikolas Bullwinkel mit etwa 24%, während die BlackMars Capital GmbH etwa 23% der Anteile hält. Weitere Management-Mitglieder und institutionelle Investoren halten etwa 12%, womit sich der restliche Streubesitz auf 41% summiert. Die genannten Aktionäre unterliegen dabei Lock-up-Vereinbarungen, die einen Verkauf für einen Zeitraum von 60 Monaten ab dem 22. September 2023 untersagen. Mit Zustimmung des Aufsichtsrats können jedoch 25% der Aktien nach 36, 42, 48 und 54 Monaten veräußert werden.

Aktionärsstruktur (zum 01.01.2026)



Quelle: Unternehmen, Montega

DCF Modell

| Angaben in Mio. EUR | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | Terminal Value |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Umsatz | 1,1 | 44,2 | 84,4 | 139,9 | 209,9 | 283,3 | 354,1 | 363,0 |
| Veränderung | 318,3% | 4109,5% | 91,0% | 65,8% | 50,0% | 35,0% | 25,0% | 2,5% |
| EBIT | -23,6 | -13,4 | -0,2 | 14,8 | 30,4 | 45,3 | 60,2 | 58,1 |
| EBIT-Marge | -2245,2% | -30,4% | -0,3% | 10,6% | 14,5% | 16,0% | 17,0% | 16,0% |
| NOPAT | -23,9 | -13,8 | -0,2 | 14,1 | 25,9 | 34,0 | 45,2 | 43,6 |
| Abschreibungen | 3,6 | 4,0 | 4,6 | 6,3 | 8,5 | 10,3 | 11,6 | 11,9 |
| in % vom Umsatz | 342,9% | 9,0% | 5,5% | 4,5% | 4,1% | 3,6% | 3,3% | 3,3% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | |
| - Working Capital | -1,7 | -3,9 | -13,4 | -9,5 | -10,6 | -7,6 | -7,8 | -1,3 |
| - Investitionen | -2,7 | -3,2 | -3,9 | -5,3 | -7,2 | -8,7 | -9,8 | -10,0 |
| Investitionsquote | 257,1% | 7,2% | 4,6% | 3,8% | 3,4% | 3,1% | 2,8% | 2,8% |
| Übriges | | | | | | | | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | -24,7 | -16,9 | -12,9 | 5,6 | 16,6 | 28,1 | 39,2 | 44,1 |
| WACC | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% |
| Present Value | -26,4 | -16,2 | -11,1 | 4,3 | 11,4 | 17,3 | 21,6 | 238,6 |
| Kumuliert | -26,4 | -42,5 | -53,6 | -49,3 | -37,9 | -20,6 | 1,0 | 239,6 |

Wertermittlung (Mio. EUR)

| | |
|---------------------------|--------------|
| Total present value (Tpv) | 239,6 |
| Terminal Value | 238,6 |
| Anteil vom Tpv-Wert | 100% |
| Verbindlichkeiten | 9,1 |
| Liquide Mittel | 0,3 |
| Eigenkapitalwert | 230,8 |

| | |
|----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.) | 22,62 |
| Wert je Aktie (EUR) | 10,20 |
| +Upside / -Downside | 29% |
| Aktienkurs (EUR) | 7,93 |

Modellparameter

| | |
|---------------------|-------|
| Fremdkapitalquote | 30,0% |
| Fremdkapitalzins | 7,5% |
| Marktrendite | 9,0% |
| risikofreie Rendite | 2,50% |
| Beta | 1,80 |
| WACC | 11,6% |
| ewiges Wachstum | 2,5% |

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

| | | |
|--------------------------------|-----------|---------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum | 2025-2028 | 409,9% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2025-2031 | 163,8% |
| Langfristiges Umsatzwachstum | ab 2032 | 2,5% |
| Kurzfristige EBIT-Marge | 2025-2028 | -566,3% |
| Mittelfristige EBIT-Marge | 2025-2031 | -316,8% |
| Langfristige EBIT-Marge | ab 2032 | 16,0% |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| WACC | ewiges Wachstum | | | | |
|---------------|-----------------|-------|--------------|-------|-------|
| | 1,75% | 2,25% | 2,50% | 2,75% | 3,25% |
| 12,13% | 8,62 | 9,08 | 9,32 | 9,58 | 10,15 |
| 11,88% | 9,00 | 9,49 | 9,75 | 10,03 | 10,63 |
| 11,63% | 9,40 | 9,92 | 10,20 | 10,50 | 11,15 |
| 11,38% | 9,82 | 10,38 | 10,68 | 11,00 | 11,69 |
| 11,13% | 10,27 | 10,86 | 11,19 | 11,53 | 12,28 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| WACC | EBIT-Marge ab 2032e | | | | |
|---------------|---------------------|--------|--------------|--------|--------|
| | 15,50% | 15,75% | 16,00% | 16,25% | 16,50% |
| 12,13% | 9,02 | 9,17 | 9,32 | 9,47 | 9,62 |
| 11,88% | 9,44 | 9,59 | 9,75 | 9,91 | 10,06 |
| 11,63% | 9,88 | 10,04 | 10,20 | 10,36 | 10,53 |
| 11,38% | 10,34 | 10,51 | 10,68 | 10,85 | 11,02 |
| 11,13% | 10,83 | 11,01 | 11,19 | 11,36 | 11,54 |

Quelle: Montega

| G&V (in Mio. EUR) Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|---|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Umsatz | 0,0 | 0,6 | 0,3 | 1,1 | 44,2 | 84,4 |
| Bestandsveränderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 1,2 | 1,5 | 2,1 |
| Gesamtleistung | 0,0 | 0,9 | 1,0 | 2,3 | 45,7 | 86,5 |
| Materialaufwand | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,9 | 33,3 | 51,2 |
| Rohrertrag | 0,0 | 0,6 | 0,7 | 1,3 | 12,4 | 35,3 |
| Personalaufwendungen | 0,0 | 2,5 | 7,1 | 11,1 | 12,9 | 18,0 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 0,0 | 2,2 | 5,5 | 10,7 | 11,1 | 13,3 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 2,2 | 0,4 |
| EBITDA | 0,0 | -4,1 | -11,7 | -20,0 | -9,4 | 4,4 |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| EBITA | 0,0 | -4,1 | -11,7 | -20,1 | -9,5 | 4,3 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,7 | 3,2 | 3,5 | 3,9 | 4,5 |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 0,0 | -4,8 | -14,9 | -23,6 | -13,4 | -0,2 |
| Finanzergebnis | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | -0,4 | -0,4 |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 0,0 | -4,9 | -15,0 | -23,9 | -13,8 | -0,7 |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 0,0 | -4,9 | -15,0 | -23,9 | -13,8 | -0,7 |
| EE-Steuern | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,0 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 0,0 | -5,0 | -15,2 | -24,2 | -14,2 | -0,6 |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 0,0 | -5,0 | -15,2 | -24,2 | -14,2 | -0,6 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss | 0,0 | -5,0 | -15,2 | -24,2 | -14,2 | -0,6 |

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

| G&V (in % vom Umsatz) Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|---|------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| Umsatz | - | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Bestandsveränderungen | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Aktivierete Eigenleistungen | - | 37,5% | 290,0% | 114,3% | 3,4% | 2,5% |
| Gesamtleistung | - | 137,5% | 390,0% | 214,3% | 103,4% | 102,5% |
| Materialaufwand | - | 42,1% | 100,8% | 88,1% | 75,4% | 60,7% |
| Rohrertrag | - | 95,4% | 289,2% | 126,2% | 28,0% | 41,8% |
| Personalaufwendungen | - | 393,1% | 2842,6% | 1057,1% | 29,2% | 21,3% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | - | 351,4% | 2175,3% | 1019,0% | 25,1% | 15,8% |
| Sonstige betriebliche Erträge | - | 9,9% | 52,2% | 47,6% | 5,0% | 0,5% |
| EBITDA | - | -639,1% | -4676,5% | -1902,4% | -21,3% | 5,2% |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | - | 0,0% | 0,0% | 9,5% | 0,2% | 0,1% |
| EBITA | - | -639,1% | -4676,5% | -1911,9% | -21,5% | 5,0% |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | - | 117,7% | 1274,1% | 333,3% | 8,8% | 5,3% |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | - | -756,8% | -5950,6% | -2245,2% | -30,4% | -0,3% |
| Finanzergebnis | - | -18,3% | -35,5% | -28,5% | -0,8% | -0,5% |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | - | -775,1% | -5986,1% | -2273,7% | -31,2% | -0,8% |
| Außerordentliches Ergebnis | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBT | - | -775,1% | -5986,1% | -2273,7% | -31,2% | -0,8% |
| EE-Steuern | - | 8,7% | 81,7% | 31,0% | 0,9% | 0,0% |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | - | -783,8% | -6067,7% | -2304,7% | -32,1% | -0,7% |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | - | -783,8% | -6067,7% | -2304,7% | -32,1% | -0,7% |
| Anteile Dritter | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss | - | -783,8% | -6067,7% | -2304,7% | -32,1% | -0,7% |

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

| Bilanz (in Mio. EUR) Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | - | 17,9 | 17,3 | 16,3 | 15,4 | 14,5 |
| Sachanlagen | - | 1,5 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,1 |
| Finanzanlagen | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anlagevermögen | - | 19,4 | 18,0 | 17,1 | 16,3 | 15,6 |
| Vorräte | - | 0,2 | 0,1 | 0,5 | 2,2 | 2,4 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | - | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 4,3 | 22,0 |
| Liquide Mittel | - | 0,2 | 0,3 | 21,7 | 14,4 | 6,1 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | - | 2,9 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Umlaufvermögen | - | 3,4 | 1,6 | 24,1 | 22,1 | 31,7 |
| Bilanzsumme | - | 22,8 | 19,6 | 41,2 | 38,4 | 47,3 |
| PASSIVA | | | | | | |
| Eigenkapital | - | 18,3 | 3,0 | 25,3 | 11,1 | 10,5 |
| Anteile Dritter | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rückstellungen | - | 0,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | - | 0,0 | 9,1 | 9,1 | 19,1 | 24,1 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | - | 1,2 | 1,5 | 0,8 | 2,2 | 6,7 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | - | 3,0 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Verbindlichkeiten | - | 4,4 | 16,6 | 15,9 | 27,3 | 36,8 |
| Bilanzsumme | - | 22,8 | 19,6 | 41,2 | 38,4 | 47,3 |

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

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AKTIVA | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | - | 78,6% | 88,3% | 39,6% | 40,1% | 30,7% |
| Sachanlagen | - | 6,5% | 3,7% | 2,0% | 2,4% | 2,4% |
| Finanzanlagen | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Anlagevermögen | - | 85,1% | 92,0% | 41,6% | 42,5% | 33,1% |
| Vorräte | - | 0,8% | 0,6% | 1,2% | 5,7% | 5,1% |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | - | 0,1% | 0,0% | 1,7% | 11,2% | 46,5% |
| Liquide Mittel | - | 1,1% | 1,3% | 52,6% | 37,5% | 12,9% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | - | 12,9% | 6,1% | 2,9% | 3,1% | 2,5% |
| Umlaufvermögen | - | 14,8% | 8,1% | 58,4% | 57,5% | 67,0% |
| Bilanzsumme | - | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| PASSIVA | | | | | | |
| Eigenkapital | - | 80,4% | 15,3% | 61,4% | 29,0% | 22,2% |
| Anteile Dritter | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rückstellungen | - | 0,9% | 3,3% | 1,5% | 1,7% | 1,3% |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | - | 0,0% | 46,7% | 22,1% | 49,7% | 51,0% |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | - | 5,4% | 7,5% | 1,9% | 5,7% | 14,2% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | - | 13,2% | 27,4% | 13,0% | 14,0% | 11,4% |
| Verbindlichkeiten | - | 19,5% | 84,8% | 38,6% | 71,1% | 77,8% |
| Bilanzsumme | - | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

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

| Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--|------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | - | -5,0 | -15,2 | -24,2 | -14,2 | -0,6 |
| Abschreibung Anlagevermögen | - | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | - | 0,7 | 3,2 | 3,5 | 3,9 | 4,5 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow | - | -4,2 | -12,0 | -20,6 | -10,2 | 4,0 |
| Veränderung Working Capital | - | -1,8 | 5,1 | -1,7 | -3,9 | -13,4 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit | - | -6,0 | -6,9 | -22,3 | -14,1 | -9,4 |
| CAPEX | - | -0,8 | -2,2 | -2,7 | -3,2 | -3,9 |
| Sonstiges | - | 1,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit | - | 0,5 | -2,1 | -2,7 | -3,2 | -3,9 |
| Dividendenzahlung | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | - | 0,0 | 9,0 | 0,0 | 10,0 | 5,0 |
| Sonstiges | - | 5,8 | 0,0 | 46,5 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit | - | 5,8 | 9,0 | 46,5 | 10,0 | 5,0 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | - | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung liquide Mittel | - | 0,2 | 0,0 | 21,4 | -7,3 | -8,3 |
| Endbestand liquide Mittel | - | 0,2 | 0,3 | 21,7 | 14,4 | 6,1 |

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

| Kennzahlen Circus SE | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|------|---------|----------|----------|--------|-------|
| Ertragsmargen | | | | | | |
| Rohrertragsmarge (%) | - | 95,4% | 289,2% | 126,2% | 28,0% | 41,8% |
| EBITDA-Marge (%) | - | -639,1% | -4676,5% | -1902,4% | -21,3% | 5,2% |
| EBIT-Marge (%) | - | -756,8% | -5950,6% | -2245,2% | -30,4% | -0,3% |
| EBT-Marge (%) | - | -775,1% | -5986,1% | -2273,7% | -31,2% | -0,8% |
| Netto-Umsatzrendite (%) | - | -783,8% | -6067,7% | -2304,7% | -32,1% | -0,7% |
| Kapitalverzinsung | | | | | | |
| ROCE (%) | - | -26,5% | -99,6% | -191,6% | -94,1% | -1,1% |
| ROE (%) | - | #DIV/0! | -83,1% | -805,6% | -56,0% | -5,6% |
| ROA (%) | - | -21,8% | -77,7% | -58,7% | -36,9% | -1,3% |
| Solvenz | | | | | | |
| Net Debt zum Jahresende (Mio. EUR) | - | -0,2 | 8,9 | -12,6 | 4,7 | 18,0 |
| Net Debt / EBITDA | - | n.m. | -0,8 | n.m. | -0,5 | 4,1 |
| Net Gearing (Net Debt/EK) | - | 0,0 | 3,0 | -0,5 | 0,4 | 1,7 |
| Kapitalfluss | | | | | | |
| Free Cash Flow (Mio. EUR) | - | -6,8 | -9,1 | -25,0 | -17,3 | -13,3 |
| Capex / Umsatz (%) | - | 125% | 877% | 257% | 7% | 5% |
| Working Capital / Umsatz (%) | - | -161% | -469% | -44% | 5% | 13% |
| Bewertung | | | | | | |
| EV/Umsatz | - | 262,7 | 663,7 | 158,6 | 3,8 | 2,0 |
| EV/EBITDA | - | - | - | - | - | 38,2 |
| EV/EBIT | - | - | - | - | - | - |
| EV/FCF | - | - | - | - | - | - |
| KGV | - | - | - | - | - | - |
| KBV | - | 9,8 | 59,7 | 7,1 | 16,1 | 17,1 |
| Dividendenrendite | - | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

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

DISCLAIMER

Allgemeiner Hinweis

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. Es dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituation oder Bedürfnisse des Empfängers ausgerichtet und stellt daher keine individuelle Anlageberatung dar. Die Empfänger sollten ihre eigene Anlageentscheidung auf der Grundlage ihrer eigenen speziellen Anlageziele, Finanzsituation oder Bedürfnisse und unter Berücksichtigung der über das Finanzinstrument verfügbaren Informationen, insbesondere Verkaufsprospekte oder ähnliche Informationsquellen sowie gegebenenfalls mit Unterstützung eines unabhängigen Finanzberaters treffen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen oder Prognosen geben außerdem die persönliche Einschätzung des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden, ohne dass Montega verpflichtet wäre, dieses Dokument zu ergänzen, abzuändern oder zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren. Sofern dieses Dokument Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit enthält, hat der Empfänger zu berücksichtigen, dass vergangene Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.

Die Montega AG ist Hauptgesellschafterin der Montega Markets GmbH. Die Montega Markets GmbH erbringt gegenüber Emittenten Investment-Banking- und Corporate-Finance-Dienstleistungen. In diesem Zusammenhang kann es vorkommen, dass Research-Publikationen der Montega AG im Rahmen solcher Mandate unterstützend herangezogen werden. Hieraus können potenzielle Interessenkonflikte entstehen. Bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden gemäß den gesetzlichen Vorgaben im Abschnitt „Offenlegung“ dieser Publikation transparent gekennzeichnet.

Haftungsausschluss

Dieses Dokument und die darin getroffenen Aussagen basieren auf Informationen und Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr oder Zusicherung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen und Prognosen. Eine Haftung von Montega, ihren Anteilseignern, den Analysten oder den sie beauftragenden Institutionen für Schäden oder sonstige Nachteile, gleich welcher Art, die aus der Verbreitung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen, ist ausgeschlossen, auch soweit diese auf unvollständigen oder unrichtigen Informationen, Aussagen, Einschätzungen oder Prognosen beruhen.

Insbesondere übernimmt Montega keine Haftung für Aussagen, Annahmen, Planungen oder sonstige Angaben zu den analysierten Unternehmen, deren verbundenen Unternehmen, Geschäftsstrategien, Markt-, Wettbewerbs- oder Konjunkturbedingungen sowie zu regulatorischen oder rechtlichen Rahmenbedingungen.

Einschränkung der Weitergabe und Vertrieb außerhalb Deutschlands/EU

Eine Weitergabe oder Verteilung dieses Berichts an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte an diesem Dokument verbleiben bei Montega. Alle gültigen Kapitalmarktregelungen, 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 berechnete 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 Services 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.

Eingeschränkte Rechtsgebiete: 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.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Montega AG (Schauenburgerstraße 10, 20095 Hamburg) wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Bonn hinsichtlich der Einhaltung der Vorschriften der §§ 34b, 34c Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie der Finanzanalyseordnung beaufsichtigt.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Kontakt Montega:

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

Erklärung gemäß § 85 WpHG und MAR sowie MiFID II einschließlich deren Delegierter Verordnungen (EU) Nr. 2016/958 und (EU) Nr. 2017/565

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.

Wesentliche Bewertungsgrundlagen und -Methoden 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.

Der faire Wert bzw. das Kursziel einer Aktie wird in erster Linie mittels folgender Methoden ermittelt:

Discounted-Cashflow (DCF)-Modell: Im DCF-Modell werden Prognosen für den zukünftigen Free Cashflow verwendet und abgezinst, um ihren Barwert zu ermitteln. In der Regel werden die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) als Abzinsungssatz verwendet, um den Zeitwert des Geldes, die Risiken der Cashflows und die Finanzierungsstruktur des Unternehmens zu reflektieren. Der Unternehmenswert wird mithilfe der DCF-Analyse abgeleitet.

Eine Sensitivitätsanalyse wesentlicher zugrunde liegender Bewertungsparameter (WACC, Wachstumsrate, EBIT-Marge) ist in den jeweiligen DCF-Modellen abgebildet und veranschaulicht die Bandbreite möglicher Unternehmenswerte pro Aktie bei Variation der Annahmen.

PeerGroup-Vergleiche: Ein relativer Bewertungsansatz, der zur Herleitung des Unternehmenswertes verwendet wird. Die Peergroup besteht in der Regel aus hinreichend vergleichbaren börsennotierten Unternehmen. Vergleiche können auf Umsatz-, Ergebnis- (z.B. EBITDA, EBIT, EPS) oder anderen Messgrößen basieren.

Historische Multiple-Bewertung (gegebenenfalls): Eine Bewertungsmethode, bei der der Unternehmenswert anhand historischer Bewertungsmultiplikatoren (z.B. EV/EBITDA, KGV) des Unternehmens in Relation zu aktuellen oder prognostizierten Finanzkennzahlen ermittelt wird.

Sum-of-the-parts-Modell (gegebenenfalls): Eine Bewertung, die den Unternehmenswert aus der Summe des Wertes der einzelnen Vermögenswerte ableitet. Der Eigenkapitalwert wird durch Abziehen der Nettoverschuldung bestimmt.

Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird gegebenenfalls 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. Wesentliche Einflussfaktoren können insbesondere Abweichungen der tatsächlichen Geschäftsentwicklung von den im Bewertungsmodell unterstellten Erwartungen, Veränderungen der Kapitalmarktbeurteilung (z.B. Bewertungsmultiplikatoren oder Diskontierungssätze), Anpassungen von Risikoaufschlägen, veränderte Finanzierungsbedingungen, regulatorische Eingriffe mit unmittelbaren Auswirkungen auf Geschäftsmodell, Margen oder Kapitalstruktur, Kapitalmaßnahmen sowie eine geringere Marktliquidität der Aktie sein.

Zukunftsgerichtete Aussagen, Prognosen, Schätzungen, Kursziele und Szenarien beruhen auf Annahmen und Erwartungen, die sich als unzutreffend erweisen können. Unerwartete wirtschaftliche, regulatorische oder unternehmensspezifische Entwicklungen können dazu führen, dass tatsächliche Ergebnisse wesentlich von den hier dargestellten Einschätzungen abweichen. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten bestehen zusätzliche Risiken, insbesondere aus Wechselkursänderungen sowie politischen und regulatorischen Rahmenbedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist.

Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Bedeutung des Anlageurteils

Der Anlagehorizont für die nachfolgenden Anlageurteile beträgt in der Regel zwölf Monate, sofern textlich nicht explizit ein anderer Zeithorizont genannt wird.

| Anlageempfehlung | Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments (innerhalb von 12 Monaten) |
|-----------------------|---|
| Kaufen | Der Preis des analysierten Finanzinstruments steigt. |
| Halten | Der Preis des analysierten Finanzinstruments bleibt weitestgehend stabil. |
| Verkaufen | Der Preis des analysierten Finanzinstruments fällt. |
| Empfehlung ausgesetzt | Die Informationslage lässt eine fundierte Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu. |

Informationsquellen und Aktualisierung

Die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, aus Unternehmensangaben sowie aus Gesprächen mit Unternehmensvertretern, die Montega zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig hielt. Eine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der verwendeten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden. Eine unabhängige Überprüfung sämtlicher Daten hat nicht stattgefunden.

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Montega übernimmt keine Verpflichtung, diese Publikation zu aktualisieren, zu korrigieren oder an veränderte Marktbedingungen anzupassen.

Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen. Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des letzten Börsentages vor Veröffentlichung dieser Analyse.

Statistische Verteilung und Historie der Anlageempfehlungen

Eine tabellarische Übersicht der individuellen Anlageempfehlungen der letzten zwölf Monate – einschließlich Veröffentlichungsdatum, verantwortlichem Analysten, jeweiligem Kursziel, maßgeblichem Marktpreis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung sowie der entsprechenden Empfehlung – ist für den jeweiligen Emittenten über folgende [Übersichtsseite](#) zugänglich. In der jeweiligen Einzelansicht ist zudem die statistische Verteilung aller Anlageempfehlungen der Coverage der Montega AG einsehbar.

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. Die Vergütung der im Rahmen eines Arbeits- oder sonstigen Vertragsverhältnisses für Montega tätigen Personen, die an der Erstellung von Anlageempfehlungen beteiligt sind, ist nicht unmittelbar an Geschäfte in Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU oder an sonstige Transaktionen gebunden, die von der Montega AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen durchgeführt werden.

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.

- (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: 05.05.2026) |
|-------------|---------------------------------|
| Circus SE | 1, 8, 9 |

Diese Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zugänglich gemacht und danach geändert. Die Vorabübermittlung erfolgt erst nach Abschluss der inhaltlichen Analyse und dient im Wesentlichen der Identifikation möglicher faktischer Fehler. Zulässig sind hierbei Hinweise zu objektiv überprüfbareren Angaben, insbesondere zu veröffentlichten Finanzkennzahlen, Datumsangaben, Produktbezeichnungen, Segmentzuordnungen oder gesellschaftsrechtlichen Strukturen. Dem Emittenten werden Anlageempfehlung und Kursziel vor Veröffentlichung nicht offengelegt. Hinweise des Emittenten zu Bewertungsmodellen, Annahmen, Prognosen, Peer-Group-Auswahl, Investment Case oder Risikoeinschätzung werden zur Kenntnis genommen. Die Entscheidung über etwaige Anpassungen liegt aber ausschließlich beim verantwortlichen Analysten. Ein Vetorecht des Emittenten besteht nicht.

Kurs- und Empfehlungs-Historie

| Empfehlung | Datum | Kurs (EUR) | Kursziel (EUR) | Potenzial |
|---------------------|--------------|-------------------|-----------------------|------------------|
| Kaufen (Erststudie) | 05.05.2026 | 7,93 | 10,00 | +26% |