

# Circus SE

Deutschland | Technologie | Marktkapitalisierung EUR 145,2 Mio.

6-Jul-26

UPDATE



## Übernahme von Alberts vollzogen; KAUFEN

### KAUFEN (KAUFEN)

|                 |                          |
|-----------------|--------------------------|
| <b>Kursziel</b> | <b>EUR 46,00 (46,00)</b> |
| Aktueller Kurs  | EUR 5,22                 |
| Kurspotenzial   | 781,2%                   |



### What's it all about?

Circus hat die Übernahme von Alberts gegen eine Kaufpreiszahlung von ca. 7 Mio. Euro abgeschlossen, die überwiegend in Form von Aktien geleistet wurde. Finanziell dürfte die Transaktion das Umsatzwachstum der Gruppe beschleunigen, ohne den Weg zur operativen Rentabilität wesentlich zu beeinträchtigen. Strategisch gesehen ergänzen die kompakten, 1 Quadratmeter großen Roboterstationen von Alberts das größere CA-1-System, indem sie den Einsatz an städtischen Standorten mit beengten Platzverhältnissen (z. B. Lobbys, Fitnessstudios) ermöglichen und sofortigen Zugang zu Cross-Selling-Möglichkeiten bei Blue-Chip-Kunden wie Danone und Sodexo bieten. Weltweit wird der Food-Tech-Sektor durch hochkarätige US-Investitionen gestärkt, was das enorme Marktpotenzial und den idealen Zeitpunkt der Übernahme von Alberts durch Circus unterstreicht. Wir behalten unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 46,00 Euro im Vorfeld des Quartalsupdates am 16. Juli bei.

### ANALYST

**Dr. Oliver Wojahn, CFA**  
o.wojahn@mwb-research.com  
+49 40 309 293-55

**WICHTIG:** Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenskonflikte".

**mwb-research.com**

Dieser Research Report wurde von mwb research erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# Circus SE

Deutschland | Technologie | Marktkapitalisierung EUR 145,2 Mio. | EV EUR 126,2 Mio.

## KAUFEN (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 46,00 (46,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 5,22  
**Kurspotenzial** 781,2%

### ANALYST

**Dr. Oliver Wojahn, CFA**  
o.wojahn@mwb-research.com  
+49 40 309 293-55

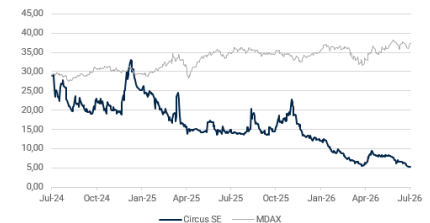
## Übernahme von Alberts vollzogen; KAUFEN

**Übernahme von Alberts vollzogen.** Circus hat die vollständige Übernahme des belgischen Spezialisten für Lebensmittelrobotik Alberts abgeschlossen, nachdem dies bereits im April 2026 angekündigt worden war. Gemäß den Vertragsbedingungen gibt Circus 1,2 Millionen neue Aktien aus, für die bis September 2028 eine Sperrfrist gilt. Darüber hinaus ist eine meilensteinabhängige Barzahlung in Höhe von 0,35 Mio. EUR vorgesehen, ergänzt durch einen 24-monatigen Earn-out-Mechanismus, der direkt an zukünftige Systemverkäufe und -implementierungen gekoppelt ist. Um die operative Kontinuität zu gewährleisten, wird das Gründungsmanagementteam von Alberts weiterhin in aktiven Funktionen tätig sein, während der ehemalige Hauptaktionär Chris de Wolf dem Beirat von Circus beiträgt.

**Geringes Bewertungsrisiko.** Der Kaufpreis für die Übernahme beläuft sich bei den aktuellen Aktienkursen auf ca. 7 Mio. Euro zuzüglich eines Earn-outs. Wir schätzen, dass die Übernahme zu einem EV/Umsatz-Multiple für GJ26 von 2x bis 3x bewertet wird, was implizit auf einen geschätzten Umsatzbeitrag von Alberts im GJ26 in Höhe von etwa 2,3 Mio. EUR bis 3,5 Mio. EUR hindeutet. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass Alberts in etwa kostendeckend arbeitet, was bedeutet, dass die Transaktion das Umsatzwachstum von Circus beschleunigen dürfte, ohne den Weg des Unternehmens zur operativen Rentabilität wesentlich zu beeinträchtigen.

**Guter strategischer Fit.** Strategisch ergänzt Alberts das Hardware Ökosystem von Circus durch eine Plattform für städtische Gebiete mit begrenztem Platzangebot. Während das Flaggschiff-System CA-1 einen größeren Platzbedarf hat, benötigen die kompakten Roboterstationen von Alberts nur 1 Quadratmeter, was den Einsatz an stark frequentierten Standorten wie Büro-Lobbys, Fitnessstudios und Convenience-Stores ermöglicht. Die Transaktion verschafft sofortigen Zugang zu einem etablierten Kundenstamm aus Blue-Chip-Unternehmen, darunter Danone, Decathlon und Sodexo. Dies schafft vielversprechende Cross-Selling-Möglichkeiten, um die großen Systeme von Circus im Bereich der Betriebsverpflegung und in der Industrie zu vermarkten, was letztlich den Kurs der Gruppe in Richtung dreistelliger Umsätze unterstützen wird.

- Fortsetzung nächste Seite -



Quelle: mwb research AG

**Hoch/Tief 52 W.** 23,50 / 5,22  
**Kurs/Buchwert** 24,3x

### Ticker / Symbols

ISIN DE000A2YN355  
WKN A2YN35  
Bloomberg CA1:GR

### Änderung der Prognosen

|       |     | Umsatz | EBIT  | GjA   |
|-------|-----|--------|-------|-------|
| 2025P | old | 1,5    | -20,1 | -0,55 |
|       | Δ   | 0,0%   | na%   | na%   |
| 2026E | old | 55,4   | -8,5  | -0,30 |
|       | Δ   | 0,0%   | na%   | na%   |
| 2027E | old | 181,8  | 28,5  | 0,67  |
|       | Δ   | 0,0%   | 0,0%  | -4,3% |

### Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 27,81  
Buchwert p.A.: (in EUR) 0,22  
Ø Handelsvol.: (52 W.) 54.351

### Aktionärsstruktur

Nikolas Bullwinkel (CEO) 22,0%  
Management 9,0%  
Investors, VCs, Angels 28,0%  
Streubesitz 41,0%

### Unternehmensbeschreibung

Circus SE bietet fortschrittliche KI-, Robotik- und proprietäre Softwarelösungen für die Gastronomie. Kernprodukt ist der CA-1, eine hochmoderne autonome Roboterküche. Das Unternehmen wurde im Jahr 2021 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Hamburg, Deutschland.

| Circus SE           | 2023    | 2024      | 2025P     | 2026E    | 2027E  | 2028E  |
|---------------------|---------|-----------|-----------|----------|--------|--------|
| Umsatz              | 0,6     | 0,3       | 1,5       | 55,4     | 181,8  | 600,8  |
| Wachstum yoy        | 293,8%  | -60,4%    | 497,6%    | 3.596,0% | 227,9% | 230,5% |
| EBITDA              | -4,0    | -12,6     | -18,5     | -7,2     | 29,8   | 109,3  |
| EBIT                | -4,9    | -15,8     | -20,1     | -8,5     | 28,5   | 107,5  |
| Jahresüberschuss    | -5,0    | -15,2     | -14,6     | -8,0     | 17,7   | 73,8   |
| Nettoverschuldung   | -0,2    | 8,9       | -19,0     | -2,3     | 1,0    | -0,5   |
| Nettoversch./EBITDA | 0,1x    | -0,7x     | 1,0x      | 0,3x     | 0,0x   | -0,0x  |
| Gewinn pro Aktie    | -0,22   | -0,64     | -0,53     | -0,29    | 0,64   | 2,66   |
| Dividende pro Aktie | 0,00    | 0,00      | 0,00      | 0,00     | 0,00   | 0,00   |
| Dividendenrendite   | 0,0%    | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%     | 0,0%   | 0,0%   |
| Rohertragsmarge     | 95,6%   | -52,2%    | 30,2%     | 29,8%    | 37,4%  | 39,2%  |
| EBITDA-Marge        | -635,9% | -5.017,9% | -1.231,5% | -13,0%   | 16,4%  | 18,2%  |
| EBIT-Marge          | -775,0% | -6.292,0% | -1.339,9% | -15,4%   | 15,7%  | 17,9%  |
| ROCE                | -26,5%  | -123,2%   | -99,8%    | -26,1%   | 46,1%  | 76,9%  |
| EV/EBITDA           | -35,9x  | -12,2x    | -6,8x     | -19,8x   | 4,9x   | 1,3x   |
| EV/EBIT             | -29,5x  | -9,8x     | -6,3x     | -16,8x   | 5,1x   | 1,3x   |
| KGW                 | -23,8x  | -8,2x     | -9,9x     | -18,2x   | 8,2x   | 2,0x   |
| FCF-Rendite         | -5,8%   | -8,1%     | -12,5%    | -10,5%   | 0,1%   | 8,9%   |

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research AG

**Unveränderte Schätzungen, KAUFEN.** Auf der Grundlage unserer geschätzten Parameter bewerten wir die Transaktion aus Sicht der Kapitalallokation als diszipliniert. Jüngste, viel beachtete US-Investitionen von Branchenpionieren (wie Travis Kalanicks Lab37 und Marc Lore's Wonder Group) untermauern die These der globalen Lebensmittelrobotik nachdrücklich und bestätigen die zeitgerechte Übernahme von Alberts durch Circus. Wir werden unsere Schätzungen im Anschluss an die bevorstehende Quartalskonferenz am 16. Juli überarbeiten, bei der das Management voraussichtlich tiefere Einblicke in operative und strategische Entwicklungen geben wird. KAUFEN, Kursziel 46,00 EUR.

# Investment Case in 6 Charts

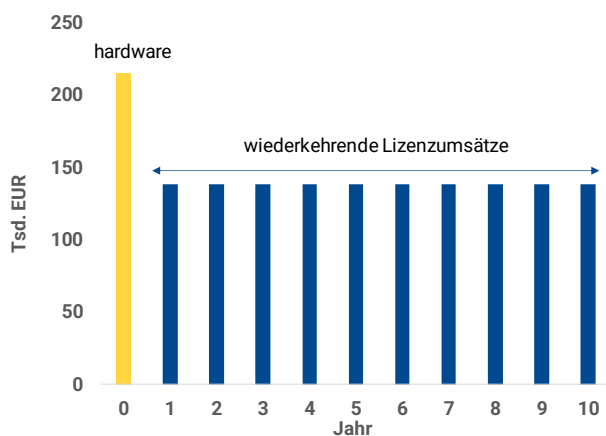
## Produkte & Dienstleistungen



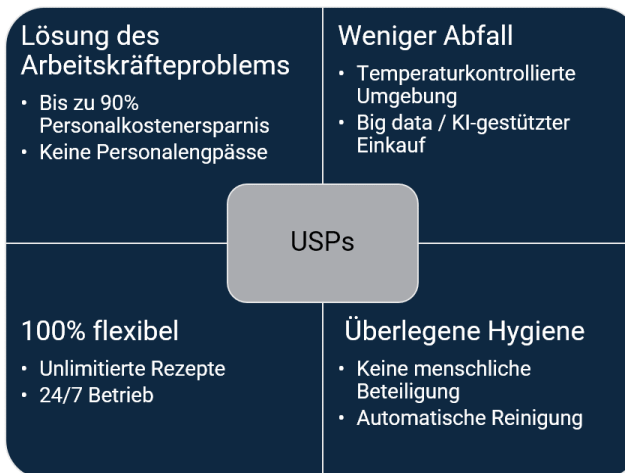
## 80 Millionen potenzielle Standorte



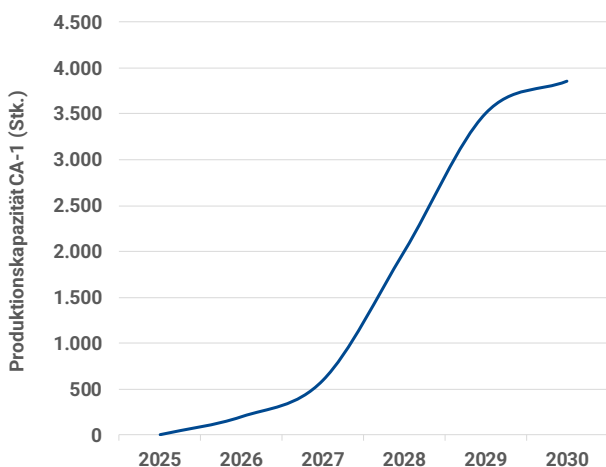
## Razor-blade-Modell: Umsatzprofil CA-1



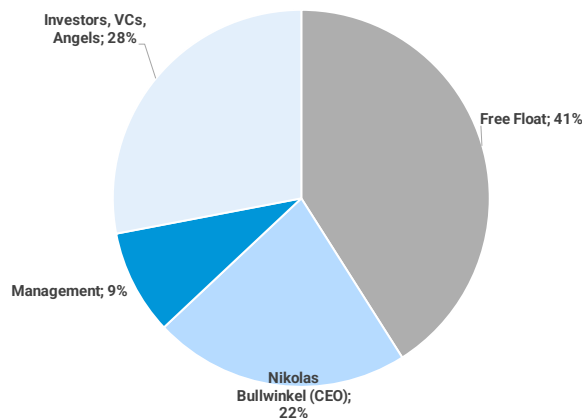
## USPs



## Produktionsprofil



## Aktionariat



Quelle: mwb research, Circus

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Gründer/CEO mit Erfolgsbilanz bei der Blitzskalierung
- Early Mover mit einem Vorsprung vor potenziellen Wettbewerbern
- schlankes und skalierbares Geschäftsmodell
- Razor-blade-Modell mit steigendem Anteil an wiederkehrenden Einnahmen
- patentgeschütztes Produkt mit Entwicklungskosten von über 40 Mio. EUR
- Börsennotierung mit Zugang zu zusätzlichem Kapital

## Schwächen

- noch keine nennenswerte Umsätze
- unbewiesene langfristige technische Zuverlässigkeit

## Chancen

- Zunehmender Arbeitskräftemangel in der Gastronomie
- steigende Arbeitskosten treiben die Automatisierung voran
- vielversprechende Vorverkäufe in mehreren MoU
- strategische Partnerschaften zur Beschleunigung des Wachstums
- Verbraucherpräferenzen ändern sich hin zu gesünderen Lebensmitteln

## Risiken

- Markteintritt durch etablierte Akteure in der Lebensmittelindustrie
- Zunehmende Kritik an Robotern, die Menschen am Arbeitsplatz ersetzen

# Bewertung

## DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 46,44** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Circus SE weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2025P-2032E bei 195,8% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von -26,1% in 2026E bis auf 39,1% in 2032E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein angenommenes Aktien-Beta von 3,00. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 2,20. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 15,2%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 0,5 ergibt sich ein langfristiger WACC von 15,2%.

| DCF (in Mio. EUR)<br>(außer Daten je Aktie und Beta) | 2025P | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | Endwert |
|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| NOPAT                                                | -14,3 | -6,1  | 20,2  | 76,3  | 215,7 | 410,8 | 452,4 | 394,4 |         |
| Abschreibung & Amortis.                              | 1,6   | 1,3   | 1,4   | 1,8   | 3,9   | 7,9   | 13,3  | 20,0  |         |
| Änderung des w/c                                     | -4,4  | -8,9  | -20,0 | -66,4 | -91,9 | -72,7 | -79,7 | -87,4 |         |
| Änderung Rückstellungen                              | -0,6  | 0,5   | 1,3   | 4,2   | 6,1   | 5,3   | 5,9   | 6,4   |         |
| Capex                                                | -0,0  | -1,7  | -3,6  | -12,0 | -24,2 | -34,9 | -46,6 | -20,0 |         |
| Cash flow                                            | -17,7 | -14,8 | -0,7  | 4,0   | 109,6 | 316,5 | 345,2 | 313,4 | 2.421,5 |
| Barwert (Gegenwartswert)                             | -19,0 | -13,8 | -0,6  | 2,8   | 66,8  | 167,5 | 158,6 | 125,0 | 965,8   |
| WACC                                                 | 15,0% | 14,8% | 14,7% | 14,7% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2%   |

| DCF pro Aktie abgeleitet aus           |               |
|----------------------------------------|---------------|
| Gesamter Barwert                       | 1.453,1       |
| Adj. Halbjahres-Barwert                | 1.558,4       |
| Nettoverschuldung                      | 8,9           |
| Finanzanlagen                          | 0,1           |
| Rückstellungen                         | na            |
| Wert des Eigenkapitals                 | 1.549,5       |
| Anzahl ausstehender Aktien             | 33,4          |
| <b>Discontierter Cash Flow / Aktie</b> | <b>46,44</b>  |
| <b>Discount / (Prämie)</b>             | <b>789,6%</b> |
| <b>Aktienkurs</b>                      | <b>5,35</b>   |

| DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen        |        |
|----------------------------------------------------|--------|
| Planungshorizont durchschn. Wachstum (2025P-2032E) | 195,8% |
| Endwert Wachstum (2032E - Unendlichkeit)           | 2,0%   |
| Endwert ROCE                                       | 39,1%  |
| Endwert WACC                                       | 15,2%  |
| WACC abgeleitet aus                                |        |
| Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern              | 5,0%   |
| Steuersatz                                         | 25,0%  |
| Beta                                               | 3,00   |
| Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)         | 2,20   |
| Zielrate Verschuldung / Eigenkapital               | 0,5    |
| Relevered beta                                     | 2,20   |
| Risikoloser Zins                                   | 2,0%   |
| Risikoprämie                                       | 6,0%   |
| Eigenkapitalkosten                                 | 15,2%  |

| Sensitivitätsanalyse DCF |       |                            |      |      |      |      |                |  |       |
|--------------------------|-------|----------------------------|------|------|------|------|----------------|--|-------|
| WACC                     | 2,0%  | Langfristige Wachstumsrate |      |      |      |      | Anteil Endwert |  |       |
|                          |       | 1,0%                       | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% |                |  |       |
|                          |       | 36,7                       | 37,5 | 38,4 | 39,4 | 40,4 | 2025P-2028E    |  | -2,1% |
|                          |       | 40,1                       | 41,1 | 42,1 | 43,3 | 44,5 | 2029E-2032E    |  | 35,6% |
|                          |       | 44,0                       | 45,2 | 46,4 | 47,8 | 49,3 | Endwert        |  | 66,5% |
|                          |       | -1,0%                      | 48,5 | 49,9 | 51,5 | 53,2 |                |  |       |
|                          | -2,0% | 53,8                       | 55,5 | 57,5 | 59,6 | 61,9 |                |  |       |

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt. **Die bereinigte freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen EUR -5,81 je Aktie auf der Grundlage von 2025P und EUR 115,94 je Aktie auf der Grundlage von 2029E Schätzungen.**

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

| FCF Rendite EUR Mio.             | 2025P          | 2026E          | 2027E         | 2028E          | 2029E           |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|
| <b>EBITDA</b>                    | <b>-18,5</b>   | <b>-7,2</b>    | <b>29,8</b>   | <b>109,3</b>   | <b>307,7</b>    |
| - Erhaltungsinvestitionen        | 0,1            | 0,1            | 0,2           | 0,5            | 1,6             |
| - Minderheiten                   | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0            | 0,0             |
| - Steuerzahlungen                | -6,0           | -3,3           | 7,2           | 30,2           | 88,1            |
| <b>= Adjustierter FCF</b>        | <b>-12,6</b>   | <b>-4,1</b>    | <b>22,4</b>   | <b>78,6</b>    | <b>218,0</b>    |
| <b>Aktuelle MarketCap</b>        | <b>148,8</b>   | <b>148,8</b>   | <b>148,8</b>  | <b>148,8</b>   | <b>148,8</b>    |
| + Nettoversch. (-cash)           | -19,0          | -2,3           | 1,0           | -0,5           | -110,1          |
| + Pensionsverpfl.                | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0            | 0,0             |
| + Off-B/S Finanzierung           | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0            | 0,0             |
| - Fin. Verm.-gegenstände         | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0            | 0,0             |
| - Kumulierte Dividenden          | 0,0            | 0,0            | 0,0           | 0,0            | 0,0             |
| <i>EV Adjustierungen</i>         | -19,0          | -2,3           | 1,0           | -0,5           | -110,1          |
| <b>= Richtiger EV</b>            | <b>129,8</b>   | <b>146,5</b>   | <b>149,7</b>  | <b>148,3</b>   | <b>38,7</b>     |
| <b>Adjustierte FCF-Rendite</b>   | <b>-9,7%</b>   | <b>-2,8%</b>   | <b>15,0%</b>  | <b>53,0%</b>   | <b>563,9%</b>   |
| Basis Hurdle Rate                | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%          | 7,0%           | 7,0%            |
| ESG Adjustierung                 | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%          | 0,0%           | 0,0%            |
| Adj. Hurdle Rate                 | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%          | 7,0%           | 7,0%            |
| <b>Fairer EV</b>                 | <b>-180,6</b>  | <b>-58,3</b>   | <b>320,0</b>  | <b>1.123,5</b> | <b>3.113,8</b>  |
| - EV Adjustierung                | -19,0          | -2,3           | 1,0           | -0,5           | -110,1          |
| <b>Faire MarketCap</b>           | <b>-161,7</b>  | <b>-56,1</b>   | <b>319,0</b>  | <b>1.124,0</b> | <b>3.223,9</b>  |
| Anzahl Aktien (Mio.)             | 27,8           | 27,8           | 27,8          | 27,8           | 27,8            |
| <b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>  | <b>-5,81</b>   | <b>-2,02</b>   | <b>11,47</b>  | <b>40,42</b>   | <b>115,94</b>   |
| <b>Prämie (-) / Discount (+)</b> | <b>-211,4%</b> | <b>-138,6%</b> | <b>119,8%</b> | <b>674,4%</b>  | <b>2.121,0%</b> |

| Sensitivitätsanalyse fairer Wert |             |             |             |             |             |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Adj.<br>Hurdle<br>Rate           | 5,0%        | -8,4        | -2,9        | 16,1        | 56,6        |
|                                  | 6,0%        | -6,9        | -2,4        | 13,4        | 47,2        |
|                                  | <b>7,0%</b> | <b>-5,8</b> | <b>-2,0</b> | <b>11,5</b> | <b>40,4</b> |
|                                  | 8,0%        | -5,0        | -1,8        | 10,0        | 35,4        |
|                                  | 9,0%        | -4,4        | -1,6        | 8,9         | 31,4        |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

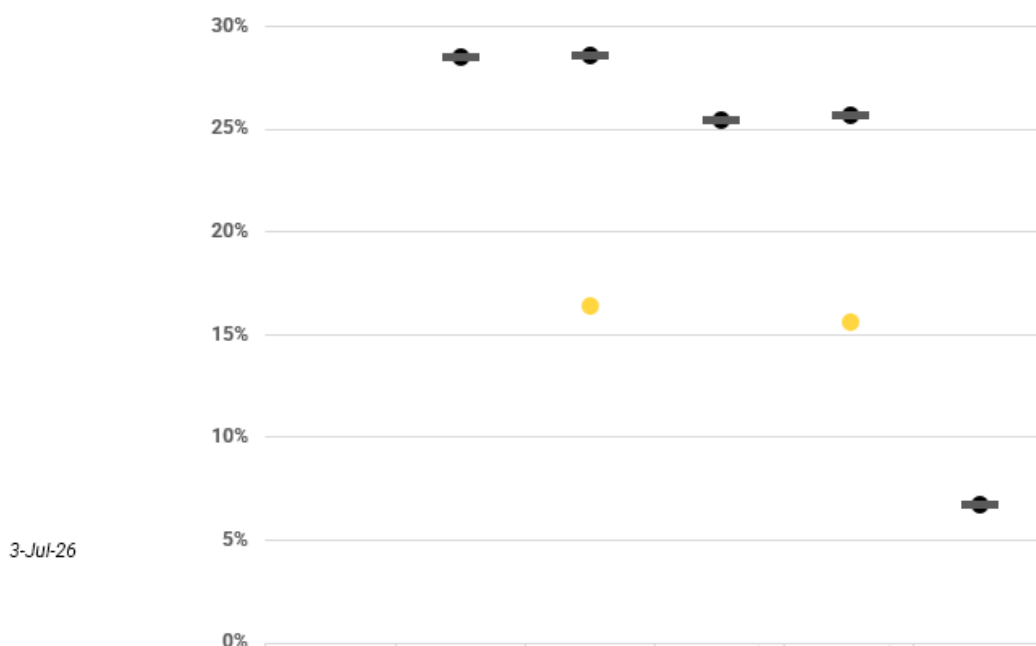
Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 7,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

## Peer Group-Analyse

Eine Peer-Group-Analyse oder Analyse vergleichbarer Unternehmen ("Comps") ist eine Methode, die den relativen Wert eines Unternehmens berechnet - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Circus SE in Bezug auf Größe, strategische Ausrichtung, Bilanzrelationen und Wachstumspfad erheblich unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Vergleichsgruppe von Circus SE besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 14. August 2023 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 7.447,4m, verglichen mit EUR 145,2m für Circus SE.

Wir nehmen nur ein Unternehmen in die Peer Group auf, die Rational AG. Rational ist ein deutsches Unternehmen, das sich auf die Herstellung von professionellen Kochgeräten, insbesondere Kombidämpfern und Backöfen für Großküchen, spezialisiert hat. Das Geschäftsmodell des Unternehmens besteht darin, qualitativ hochwertige, innovative Kochsysteme anzubieten, die die Effizienz, Konsistenz und Flexibilität von Profiköchen in einer Vielzahl von Branchen verbessern, darunter Restaurants, Hotels, Cateringdienste und Großküchen.

### Peer Group – Basisdaten

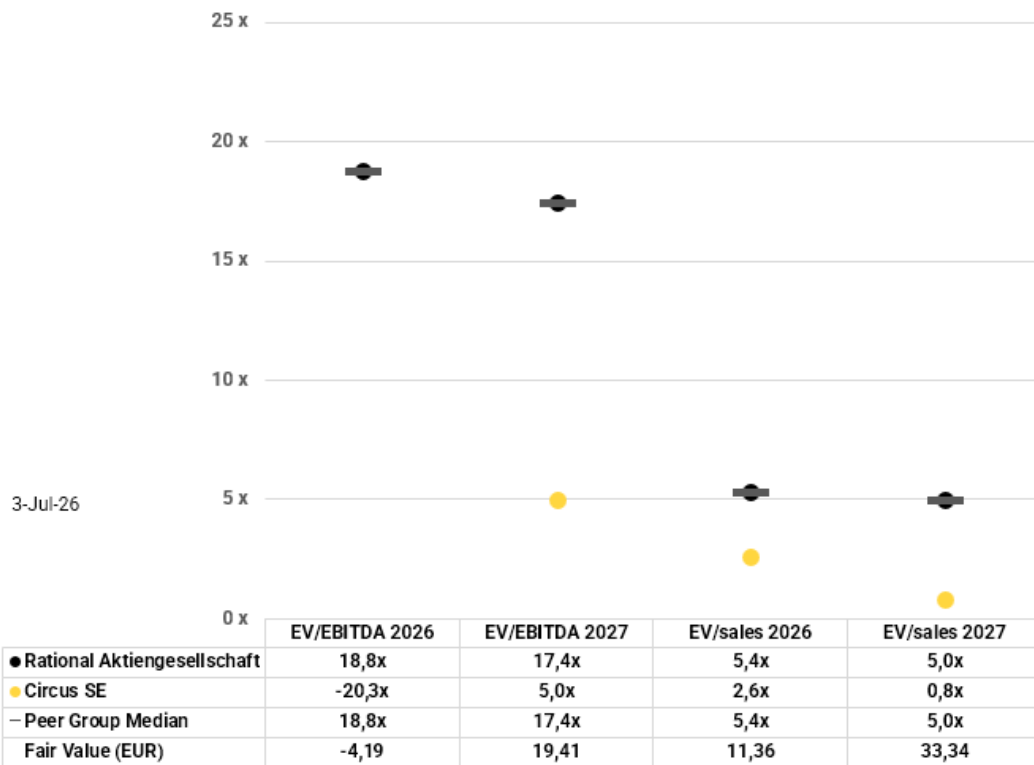


Quelle: FactSet, mwb research

Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBITDA 2025, EV/EBITDA 2026, EV/EBITDA 2027, EV/sales 2025, EV/sales 2026 und EV/sales 2027.

**Die Anwendung auf Circus SE ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 0,01 bis EUR 33,34.**

#### Peer Group – Multiples und Bewertung

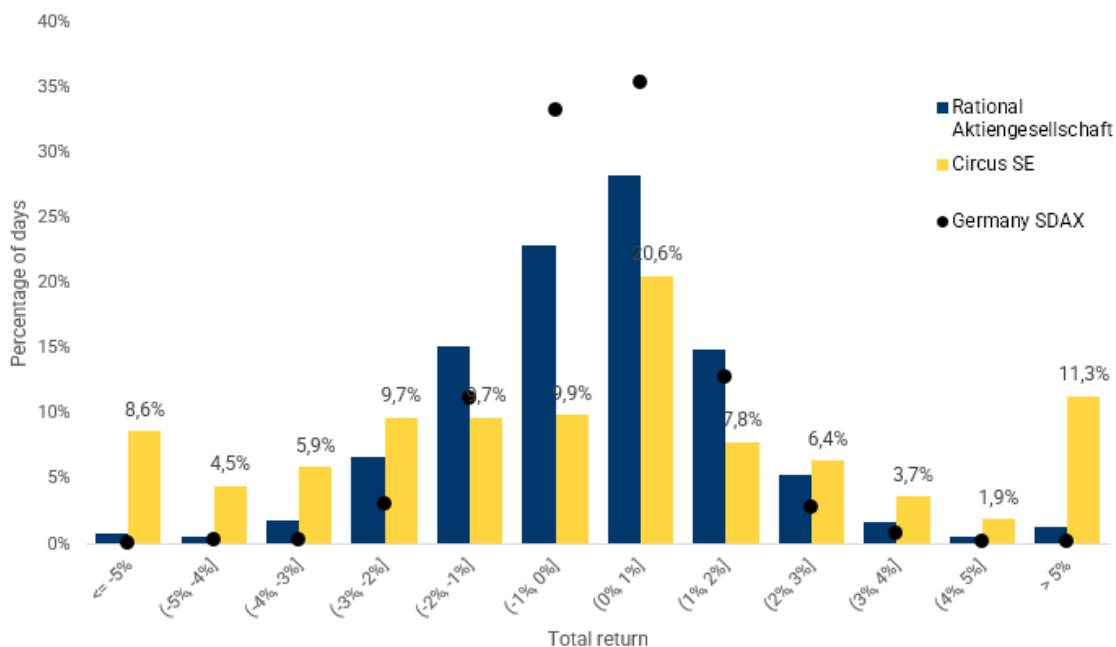


Quelle: FactSet, mwb research

## Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Circus SE** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für Rational Aktiengesellschaft. Wir haben auch die Verteilung für den Index Germany SDAX einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen.

### Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



Quelle: FactSet, mwb research

# Finanzkennzahlen

| Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)           | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nettoumsatz</b>                              | <b>0,6</b>   | <b>0,3</b>   | <b>1,5</b>   | <b>55,4</b>  | <b>181,8</b> | <b>600,8</b> |
| Umsatzwachstum                                  | 293,8%       | -60,4%       | 497,6%       | 3.596,0%     | 227,9%       | 230,5%       |
| Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse             | 0,2          | 0,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Gesamumsatz</b>                              | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,5</b>   | <b>55,4</b>  | <b>181,8</b> | <b>600,8</b> |
| Materialaufwendungen                            | 0,3          | 1,1          | 1,0          | 38,9         | 113,8        | 365,3        |
| <b>Bruttogewinn</b>                             | <b>0,6</b>   | <b>-0,1</b>  | <b>0,5</b>   | <b>16,5</b>  | <b>68,0</b>  | <b>235,5</b> |
| Sonstige betriebliche Erträge                   | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 2,8          | 0,0          | 0,0          |
| Personalaufwendungen                            | 2,5          | 7,1          | 11,0         | 15,0         | 23,6         | 78,1         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen              | 2,2          | 5,5          | 8,0          | 11,5         | 14,5         | 48,1         |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>-4,0</b>  | <b>-12,6</b> | <b>-18,5</b> | <b>-7,2</b>  | <b>29,8</b>  | <b>109,3</b> |
| Abschreibung                                    | 0,9          | 3,2          | 0,1          | 0,1          | 0,2          | 0,5          |
| EBITA                                           | -4,9         | -15,8        | -18,6        | -7,3         | 29,6         | 108,8        |
| Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte | 0,0          | 0,0          | 1,5          | 1,2          | 1,2          | 1,3          |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>-4,9</b>  | <b>-15,8</b> | <b>-20,1</b> | <b>-8,5</b>  | <b>28,5</b>  | <b>107,5</b> |
| Finanzergebnis                                  | 0,0          | 0,4          | -0,5         | -2,7         | -3,5         | -3,5         |
| Wiederkehrender Gewinn vor Steuern              | -4,9         | -15,4        | -20,6        | -11,2        | 25,0         | 104,0        |
| Ausserordentliches Ergebnis                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Gewinn vor Steuern                              | -4,9         | -15,4        | -20,6        | -11,2        | 25,0         | 104,0        |
| Steuern                                         | 0,1          | -0,2         | -6,0         | -3,3         | 7,2          | 30,2         |
| Reingewinn aus fortgeführten Geschäften         | -5,0         | -15,2        | -14,6        | -8,0         | 17,7         | 73,8         |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                         | <b>-5,0</b>  | <b>-15,2</b> | <b>-14,6</b> | <b>-8,0</b>  | <b>17,7</b>  | <b>73,8</b>  |
| Minderheitsbeteiligung                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Jahresüberschuss (berichtet)                    | -5,0         | -15,2        | -14,6        | -8,0         | 17,7         | 73,8         |
| Durchschnittliche Anzahl von Aktien             | 22,62        | 23,79        | 27,81        | 27,81        | 27,81        | 27,81        |
| <b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>             | <b>-0,22</b> | <b>-0,64</b> | <b>-0,53</b> | <b>-0,29</b> | <b>0,64</b>  | <b>2,66</b>  |

| Gewinn & Verlustrechnung (common size)          | 2023         | 2024           | 2025P          | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|-------------------------------------------------|--------------|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Nettoumsatz</b>                              | <b>100%</b>  | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse             | 38%          | 290%           | 0%             | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Gesamumsatz</b>                              | <b>138%</b>  | <b>390%</b>    | <b>100%</b>    | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| Materialaufwendungen                            | 42%          | 442%           | 70%            | 70%         | 63%         | 61%         |
| <b>Bruttogewinn</b>                             | <b>96%</b>   | <b>-52%</b>    | <b>30%</b>     | <b>30%</b>  | <b>37%</b>  | <b>39%</b>  |
| Sonstige betriebliche Erträge                   | 10%          | 52%            | 5%             | 5%          | 0%          | 0%          |
| Personalaufwendungen                            | 393%         | 2.843%         | 733%           | 27%         | 13%         | 13%         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen              | 351%         | 2.175%         | 533%           | 21%         | 8%          | 8%          |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>-636%</b> | <b>-5.018%</b> | <b>-1.231%</b> | <b>-13%</b> | <b>16%</b>  | <b>18%</b>  |
| Abschreibung                                    | 139%         | 1.274%         | 10%            | 0%          | 0%          | 0%          |
| EBITA                                           | -775%        | -6.292%        | -1.241%        | -13%        | 16%         | 18%         |
| Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte | 0%           | 0%             | 99%            | 2%          | 1%          | 0%          |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>-775%</b> | <b>-6.292%</b> | <b>-1.340%</b> | <b>-15%</b> | <b>16%</b>  | <b>18%</b>  |
| Finanzergebnis                                  | 0%           | 159%           | -33%           | -5%         | -2%         | -1%         |
| Wiederkehrender Gewinn vor Steuern              | -775%        | -6.133%        | -1.373%        | -20%        | 14%         | 17%         |
| Ausserordentliches Ergebnis                     | 0%           | 0%             | 0%             | 0%          | 0%          | 0%          |
| Gewinn vor Steuern                              | -775%        | -6.133%        | -1.373%        | -20%        | 14%         | 17%         |
| Steuern                                         | 9%           | -82%           | -398%          | -6%         | 4%          | 5%          |
| Reingewinn aus fortgeführten Geschäften         | -784%        | -6.051%        | -975%          | -14%        | 10%         | 12%         |
| Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen    | 0%           | 0%             | 0%             | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                         | <b>-784%</b> | <b>-6.051%</b> | <b>-975%</b>   | <b>-14%</b> | <b>10%</b>  | <b>12%</b>  |
| Minderheitsbeteiligung                          | 0%           | 0%             | 0%             | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>             | <b>-784%</b> | <b>-6.051%</b> | <b>-975%</b>   | <b>-14%</b> | <b>10%</b>  | <b>12%</b>  |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

| Bilanz (Mio. EUR)                                | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026E       | 2027E        | 2028E        |
|--------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Immaterielle Vermögenswerte</b>               | <b>6,5</b>  | <b>7,4</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,5</b>   | <b>11,2</b>  |
| Goodwill                                         | 11,4        | 9,9         | 9,9         | 9,9         | 9,9          | 9,9          |
| Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung              | 1,5         | 0,7         | 0,6         | 1,0         | 2,6          | 8,1          |
| Finanzielle Vermögenswerte                       | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>                          | <b>19,5</b> | <b>18,0</b> | <b>16,5</b> | <b>16,8</b> | <b>19,1</b>  | <b>29,3</b>  |
| Vorräte                                          | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 5,5         | 16,2         | 52,0         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen       | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 4,6         | 14,9         | 49,4         |
| Sonstiges Umlaufvermögen                         | 2,9         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1          | 1,1          |
| Barmittel                                        | 0,2         | 0,3         | 33,1        | 36,4        | 43,2         | 44,7         |
| Latente Steuern                                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Rechnungsabgrenzungsposten                       | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 2,8         | 9,1          | 30,0         |
| <b>UMLAUFVERMÖGEN</b>                            | <b>3,3</b>  | <b>1,6</b>  | <b>34,6</b> | <b>50,4</b> | <b>84,5</b>  | <b>177,2</b> |
| <b>AKTIVA</b>                                    | <b>22,8</b> | <b>19,6</b> | <b>51,0</b> | <b>67,2</b> | <b>103,6</b> | <b>206,5</b> |
| <b>EIGENKAPITAL</b>                              | <b>17,6</b> | <b>3,0</b>  | <b>6,0</b>  | <b>-2,0</b> | <b>15,7</b>  | <b>89,6</b>  |
| MINDERHEITSBETEILIGUNG                           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Langfristige Schulden                            | 0,0         | 9,1         | 9,1         | 9,1         | 9,1          | 9,1          |
| Rückstellungen für Pensionen                     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Andere Rückstellungen                            | 0,9         | 0,6         | 0,0         | 0,6         | 1,8          | 6,0          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>            | <b>0,9</b>  | <b>9,8</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,7</b>  | <b>11,0</b>  | <b>15,2</b>  |
| kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken  | 0,0         | 0,0         | 5,0         | 25,0        | 35,0         | 35,0         |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 1,2         | 1,4         | 0,1         | 3,2         | 9,4          | 30,0         |
| Anzahlungen                                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                       | 0,9         | 3,0         | 0,1         | 0,6         | 1,8          | 6,0          |
| Latente Steuern                                  | 2,1         | 2,4         | 2,4         | 2,4         | 2,4          | 2,4          |
| Passive Rechnungsabgrenzung                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>            | <b>4,2</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,5</b>  | <b>31,1</b> | <b>48,5</b>  | <b>73,4</b>  |
| <b>PASSIVA</b>                                   | <b>22,8</b> | <b>19,6</b> | <b>22,7</b> | <b>38,8</b> | <b>75,2</b>  | <b>178,1</b> |

| Bilanz (common size)                                      | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|-----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Immaterielle Vermögenswerte</b>                        | <b>29%</b>  | <b>38%</b>  | <b>12%</b>  | <b>9%</b>   | <b>6%</b>   | <b>5%</b>   |
| Goodwill                                                  | 50%         | 50%         | 19%         | 15%         | 10%         | 5%          |
| Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung                       | 7%          | 4%          | 1%          | 2%          | 3%          | 4%          |
| Finanzielle Vermögenswerte                                | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>                                   | <b>85%</b>  | <b>92%</b>  | <b>32%</b>  | <b>25%</b>  | <b>18%</b>  | <b>14%</b>  |
| Vorräte                                                   | 1%          | 1%          | 0%          | 8%          | 16%         | 25%         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen                | 0%          | 0%          | 0%          | 7%          | 14%         | 24%         |
| Sonstiges Umlaufvermögen                                  | 13%         | 5%          | 2%          | 2%          | 1%          | 1%          |
| Barmittel                                                 | 1%          | 1%          | 65%         | 54%         | 42%         | 22%         |
| Latente Steuern                                           | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Rechnungsabgrenzungsposten                                | 0%          | 1%          | 0%          | 4%          | 9%          | 15%         |
| <b>UMLAUFVERMÖGEN</b>                                     | <b>15%</b>  | <b>8%</b>   | <b>68%</b>  | <b>75%</b>  | <b>82%</b>  | <b>86%</b>  |
| <b>AKTIVA</b>                                             | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| <b>EIGENKAPITAL</b>                                       | <b>77%</b>  | <b>15%</b>  | <b>12%</b>  | <b>-3%</b>  | <b>15%</b>  | <b>43%</b>  |
| MINDERHEITSBETEILIGUNG                                    | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Langfristige Schulden                                     | 0%          | 47%         | 18%         | 14%         | 9%          | 4%          |
| Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Andere Rückstellungen                                     | 4%          | 3%          | 0%          | 1%          | 2%          | 3%          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>                     | <b>4%</b>   | <b>50%</b>  | <b>18%</b>  | <b>14%</b>  | <b>11%</b>  | <b>7%</b>   |
| kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken           | 0%          | 0%          | 10%         | 37%         | 34%         | 17%         |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen          | 5%          | 7%          | 0%          | 5%          | 9%          | 15%         |
| Anzahlungen                                               | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                                | 4%          | 15%         | 0%          | 1%          | 2%          | 3%          |
| Latente Steuern                                           | 9%          | 12%         | 5%          | 4%          | 2%          | 1%          |
| Passive Rechnungsabgrenzung                               | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>                     | <b>19%</b>  | <b>35%</b>  | <b>15%</b>  | <b>46%</b>  | <b>47%</b>  | <b>36%</b>  |
| <b>PASSIVA</b>                                            | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>44%</b>  | <b>58%</b>  | <b>73%</b>  | <b>86%</b>  |

Quelle: Firmenangaben; mwb research AG

| Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)                    | 2023        | 2024        | 2025P        | 2026E        | 2027E       | 2028E        |
|----------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| Jahresüberschuss/Verlust                           | -5,0        | -15,2       | -14,6        | -8,0         | 17,7        | 73,8         |
| Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)    | 0,9         | 3,2         | 0,1          | 0,1          | 0,2         | 0,5          |
| Abschreibung von Goodwill                          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Abschreibung immaterieller Vermögenswerte          | 0,6         | 0,0         | 1,5          | 1,2          | 1,2         | 1,3          |
| Sonstige                                           | 0,1         | 0,8         | -0,6         | 0,5          | 1,3         | 4,2          |
| Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c     | -3,4        | -11,2       | -13,6        | -6,1         | 20,4        | 79,9         |
| Veränderung des Bestands                           | 0,0         | 0,1         | -0,0         | -5,4         | -10,7       | -35,8        |
| Veränderung der Lieferung und Leistungen           | 0,0         | 0,0         | -0,1         | -4,4         | -10,4       | -34,4        |
| Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL          | -2,5        | 0,2         | -1,3         | 3,1          | 6,2         | 20,7         |
| Veränderung anderer Positionen des Working Capital | -0,1        | 4,0         | -2,9         | -2,2         | -5,1        | -16,8        |
| Erhöhung/Verminderung des Working Capital          | -2,6        | 4,3         | -4,4         | -8,9         | -20,0       | -66,4        |
| <b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>   | <b>-6,0</b> | <b>-6,9</b> | <b>-18,0</b> | <b>-15,1</b> | <b>0,4</b>  | <b>13,5</b>  |
| CAPEX                                              | -0,8        | -2,2        | -0,0         | -1,7         | -3,6        | -12,0        |
| Zahlungen für Akquisitionen                        | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Finanzielle Investitionen                          | 1,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Einkommen aus Anlagenverkäufen                     | 0,3         | 0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| <b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>     | <b>0,5</b>  | <b>-2,1</b> | <b>-0,0</b>  | <b>-1,7</b>  | <b>-3,6</b> | <b>-12,0</b> |
| Mittelfluss vor Finanzierung                       | -5,5        | -9,0        | -18,1        | -16,7        | -3,2        | 1,5          |
| Zunahme/Abnahme der Schuldenposition               | 0,0         | 9,0         | 5,0          | 20,0         | 10,0        | 0,0          |
| Kauf eigener Aktien                                | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Kapitalmaßnahmen                                   | 5,8         | 0,0         | 45,9         | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Dividendenzahlungen                                | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Sonstige                                           | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| Auswirkungen von Wechselkursänderungen             | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          |
| <b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>    | <b>5,8</b>  | <b>9,0</b>  | <b>50,9</b>  | <b>20,0</b>  | <b>10,0</b> | <b>0,0</b>   |
| Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel               | 0,3         | 0,0         | 32,9         | 3,3          | 6,8         | 1,5          |
| <b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>         | <b>0,2</b>  | <b>0,3</b>  | <b>33,1</b>  | <b>36,4</b>  | <b>43,2</b> | <b>44,7</b>  |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

| Regionale Umsatzverteilung (Mio. EUR) | 2023       | 2024       | 2025P      | 2026E       | 2027E        | 2028E        |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| Deutschland                           | 0,0        | 0,0        | 0,4        | 8,3         | 27,3         | 90,1         |
| Europa (ex Deutschland)               | 0,0        | 0,0        | 0,4        | 13,9        | 45,5         | 150,2        |
| Amerika                               | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 5,5         | 18,2         | 60,1         |
| Asien                                 | 0,0        | 0,0        | 0,8        | 27,7        | 90,9         | 300,4        |
| Rest der Welt                         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Gesamtumsatz</b>                   | <b>0,6</b> | <b>0,3</b> | <b>1,5</b> | <b>55,4</b> | <b>181,8</b> | <b>600,8</b> |

| Regionale Umsatzverteilung (common size) | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Deutschland                              | 0,0%        | 0,0%        | 25,0%       | 15,0%       | 15,0%       | 15,0%       |
| Europa (ex Deutschland)                  | 0,0%        | 0,0%        | 25,0%       | 25,0%       | 25,0%       | 25,0%       |
| Amerika                                  | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 10,0%       | 10,0%       | 10,0%       |
| Asien                                    | 0,0%        | 0,0%        | 50,0%       | 50,0%       | 50,0%       | 50,0%       |
| Rest der Welt                            | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |
| <b>Gesamtumsatz</b>                      | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

| Kennzahlen                                 | 2023    | 2024      | 2025P     | 2026E    | 2027E  | 2028E  |
|--------------------------------------------|---------|-----------|-----------|----------|--------|--------|
| <b>Daten pro Aktie</b>                     |         |           |           |          |        |        |
| Ergebnis pro Aktie (berichtet)             | -0,22   | -0,64     | -0,53     | -0,29    | 0,64   | 2,66   |
| Cash Flow pro Aktie                        | -0,30   | -0,42     | -0,65     | -0,55    | 0,01   | 0,47   |
| Buchwert pro Aktie                         | 0,78    | 0,13      | 0,22      | -0,07    | 0,57   | 3,22   |
| Dividende pro Aktie                        | 0,00    | 0,00      | 0,00      | 0,00     | 0,00   | 0,00   |
| <b>Bewertung</b>                           |         |           |           |          |        |        |
| KGV                                        | -23,8x  | -8,2x     | -9,9x     | -18,2x   | 8,2x   | 2,0x   |
| Kurs/CF                                    | -17,2x  | -12,3x    | -8,0x     | -9,6x    | 694,2x | 11,2x  |
| Preis/Buchwert                             | 6,7x    | 40,9x     | 24,3x     | -73,0x   | 9,2x   | 1,6x   |
| Dividendenrendite (%)                      | 0,0%    | 0,0%      | 0,0%      | 0,0%     | 0,0%   | 0,0%   |
| FCF-Rendite (%)                            | -5,8%   | -8,1%     | -12,5%    | -10,5%   | 0,1%   | 8,9%   |
| Unternehmenswert/Umsatz                    | 228,6x  | 613,7x    | 84,1x     | 2,6x     | 0,8x   | 0,2x   |
| Unternehmenswert/EBITDA                    | -35,9x  | -12,2x    | -6,8x     | -19,8x   | 4,9x   | 1,3x   |
| Unternehmenswert/EBIT                      | -29,5x  | -9,8x     | -6,3x     | -16,8x   | 5,1x   | 1,3x   |
| <b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>                  |         |           |           |          |        |        |
| Umsatz                                     | 0,6     | 0,3       | 1,5       | 55,4     | 181,8  | 600,8  |
| Wachstum Veränderung (%)                   | 293,8%  | -60,4%    | 497,6%    | 3.596,0% | 227,9% | 230,5% |
| Rohertrag                                  | 0,6     | -0,1      | 0,5       | 16,5     | 68,0   | 235,5  |
| Rohertragsmarge (%)                        | 95,6%   | -52,2%    | 30,2%     | 29,8%    | 37,4%  | 39,2%  |
| EBITDA                                     | -4,0    | -12,6     | -18,5     | -7,2     | 29,8   | 109,3  |
| EBITDA Marge (%)                           | -635,9% | -5.017,9% | -1.231,5% | -13,0%   | 16,4%  | 18,2%  |
| EBIT                                       | -4,9    | -15,8     | -20,1     | -8,5     | 28,5   | 107,5  |
| EBIT Marge (%)                             | -775,0% | -6.292,0% | -1.339,9% | -15,4%   | 15,7%  | 17,9%  |
| Jahresüberschuss                           | -5,0    | -15,2     | -14,6     | -8,0     | 17,7   | 73,8   |
| <b>Kapitalflussrechnung</b>                |         |           |           |          |        |        |
| Operativer Cashflow                        | -6,0    | -6,9      | -18,0     | -15,1    | 0,4    | 13,5   |
| Investitionen                              | -0,8    | -2,2      | -0,0      | -1,7     | -3,6   | -12,0  |
| Erhaltungsinvestitionen                    | 0,9     | 3,2       | 0,1       | 0,1      | 0,2    | 0,5    |
| Freier Cash Flow                           | -6,8    | -9,1      | -18,1     | -16,7    | -3,2   | 1,5    |
| <b>Bilanz (EUR Mio.)</b>                   |         |           |           |          |        |        |
| Immaterielle Vermögenswerte                | 17,9    | 17,3      | 15,9      | 15,8     | 16,4   | 21,1   |
| Materielle Vermögensgegenstände            | 1,5     | 0,7       | 0,6       | 1,0      | 2,6    | 8,1    |
| Eigenkapital                               | 17,6    | 3,0       | 6,0       | -2,0     | 15,7   | 89,6   |
| Pensionsrückstellungen                     | 0,0     | 0,0       | 0,0       | 0,0      | 0,0    | 0,0    |
| Verbindlichkeiten und Rückstellungen       | 0,9     | 9,8       | 14,2      | 34,7     | 46,0   | 50,2   |
| Netto-Finanzverbindlichkeiten              | -0,2    | 8,9       | -19,0     | -2,3     | 1,0    | -0,5   |
| w/c Anforderungen                          | -1,0    | -1,3      | 0,2       | 6,9      | 21,8   | 71,4   |
| <b>Kennzahlen</b>                          |         |           |           |          |        |        |
| Eigenkapitalrendite (ROE)                  | -28,2%  | -500,6%   | -244,4%   | 400,9%   | 112,6% | 82,4%  |
| Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) | -26,5%  | -123,2%   | -99,8%    | -26,1%   | 46,1%  | 76,9%  |
| Nettoverschuldung                          | -1,4%   | 293,0%    | -317,0%   | 113,2%   | 6,2%   | -0,6%  |
| Nettoverschuldung / EBITDA                 | 0,1x    | -0,7x     | 1,0x      | 0,3x     | 0,0x   | -0,0x  |

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research AG

## Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die mwb research AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der mwb research AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

| Unternehmen | Disclosure |
|-------------|------------|
| Circus SE   | 2, 8       |

# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH mwb research AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von mwb research zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch mwb research erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

**2. Verantwortlichkeiten** Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

**3. Organisatorische Vorkehrungen** Die mwb research AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der mwb research AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

**4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung** Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.mwb-research.com>.

Die mwb research AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Spekulatives Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

**Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

**Verkaufen:** Nachhaltiges Abwärtspotential von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotential ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der mwb research AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der mwb research AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der mwb research AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**

6-Jul-26 08:57:29

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die mwb research AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

**10. Sonstiges** Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://mwb-research.com>.

## Kontakt

**mwb research AG**  
**Mittelweg 142**  
**20148 Hamburg**  
**Germany**

Tel.: +49 40 309 293-52  
Email.: [contact@mwb-research.com](mailto:contact@mwb-research.com)  
Webseite: [www.mwb-research.com](http://www.mwb-research.com)  
Research: [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

### Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.hof@mwb-research.com](mailto:h.hof@mwb-research.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [l.muehlenbruch@mwb-research.com](mailto:l.muehlenbruch@mwb-research.com)

**ABED JARAD**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [a.jarad@mwb-research.com](mailto:a.jarad@mwb-research.com)

**JENS-PETER RIECK**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-54  
E-Mail: [jp.riek@mwb-research.com](mailto:jp.riek@mwb-research.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@mwb-research.com](mailto:t.wissler@mwb-research.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-55  
E-Mail: [o.wojahn@mwb-research.com](mailto:o.wojahn@mwb-research.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowicz@mwb-research.com](mailto:a.zienkowicz@mwb-research.com)

### Sales

**HOLGER NASS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.nass@mwb-research.com](mailto:h.nass@mwb-research.com)

### Team Assistant

**DAVID DANKE**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [d.danke@mwb-research.com](mailto:d.danke@mwb-research.com)

**mwb fairtrade**  
**Wertpapierhandelsbank AG**  
**Rottenbucher Straße 28**  
**82166 Gräfelfing**

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
Webseite: [www.mwbfairtrade.com](http://www.mwbfairtrade.com)  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

### Sales / Designated Sponsoring /Corporate Finance

**KAI JORDAN**  
Corporates & Markets  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995-23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)

**JAN NEYNABER**  
Institutional Sales  
Tel: +49 69 1387-1255  
E-Mail: [jneynaber@mwbfairtrade.com](mailto:jneynaber@mwbfairtrade.com)

**DIRK WEYERHÄUSER**  
Corporate Finance  
Tel: +49 69 1387-1250  
E-Mail: [dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com](mailto:dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com)

### Standorte

**HAMBURG (Research)**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg  
+49 40 309 293-52

**HAMBURG (Corporates & Markets)**  
Kleine Johannisstraße 4  
20457 Hamburg  
+49 40 360 995-0

**FRANKFURT A.M.**  
Unterlindau 29  
60323 Frankfurt am Main  
+49 40 360 995-22

**MUNICH**  
Rottenbucher Str. 28  
82166 Gräfelfing  
+49 89-85852-0

**BERLIN**  
Kurfürstendamm 151  
10709 Berlin

**HANNOVER**  
An der Börse 2  
30159 Hannover

Unser Research ist abrufbar unter:

**ResearchHub**  
**Bloomberg**  
**FactSet**  
**Thomson Reuters / Refinitiv**  
**CapitalIQ**

[www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.factset.com](http://www.factset.com)  
[www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
[www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)