



16. November 2021

### Kaufen (Neuaufnahme)

**Kursziel: 250,00 €**

<b>Kurs:</b>	202,00 €	<b>Nächstes Ergebnis:</b>	Q3 21 18.11.21
<b>Bloomberg:</b>	EIN3 GR	<b>Marktkapitalisierung:</b>	762,4 Mio. €
<b>Reuters:</b>	EING_p.DE	<b>Unternehmenswert:</b>	780,5 Mio. €

**Christian Salis**

Analyst

christian.salis@ha-ib.de

Tel.: +49 40 414 3885 96

## Drill it like Einhell // Aufnahme der Coverage mit KAUFEN

Einhell ist einer der führenden Player im globalen Markt für Power Tools und Gartengeräte und holt rapide gegenüber Marktführern wie Makita und Bosch auf. Tatsächlich ist Einhells Anteil am Heimatmarkt Deutschland um 1,7Pp auf 10,8% in 2020 gestiegen, was durch drei wesentliche Faktoren erklärt werden kann:

- **Wissensvorsprung** aufgrund des frühen und durch die eigene F&E-Abteilung gestützten Vorstoßes in den Bereich kabelloser Elektro- und Gartenwerkzeuge
- **Kostenvorteile durch effiziente Produktion** ermöglichen bestes Preis-Leistungsverhältnis im Marktsegment DIY- und Semiprofessionals
- **Langjährige Beziehungen zu B2B-Partnern** wie Hornbach und Bunnings ermöglichen hohe Einstiegshürden für neue Marktteilnehmer

So konnte Einhell die **umfangreichste akkubetriebene Werkzeugplattform** entwickeln. **Power X-Change umfasst mehr als 200 Geräte** (eH&A: 350 in 2023E) und bietet Endkunden entscheidenden Mehrwert: Anwender benötigen lediglich einen Akku für alle 200 Geräte des PXC-Systems. Da der Akku bis zu 40% der Produktkosten ausmacht, ist der Anreiz hoch, innerhalb des Systems zu bleiben.

Der Wettbewerbsvorteil scheint stabil, da No-Name-Anbietern das Knowhow fehlt und weniger flexible Marktteilnehmer wie Bosch den Anschluss verpasst haben (nur 40 Geräte). Einhells PXC-System bietet also nicht nur einen starken Lock-in-Effekt, sondern lässt Einhell perfekt vom, durch die bequeme Handhabung und die steigende Leistungsfähigkeit von Li-Ionen Akkus angetriebenen, **Strukturwandel hin zu kabellosen Elektrowerkzeugen profitieren** (+10Pp auf 50% 2013-19).

In **20-23E** dürfte Einhell, auch dank des hohen Online-Anteils von 20% (Power-Tool-Markt: 10%) u. der gezielten Internationalisierung, **solides Wachstum von 10% p.a.** erreichen. **Die Marge dürfte sich durch Skaleneffekte und Produktmix um 0,7Pp auf 8,8% 20-23E verbessern**, da PXC-Produkte und internationale Märkte üblicherweise höhere Margen generieren. Unser DCF-Modell ergibt einen fairen Wert von 250 € je Aktie mit einer ewigen EBIT-Marge von 8,5% und ewigem Wachstum von 2,0%, ggü. 8,8% 2023E. Dies impliziert 24% Aufwärtspotenzial. **Aufnahme der Coverage mit KAUFEMPFEHLUNG, Kursziel 250,00 €.**

Y/E 31.12. (Mio. €)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz	553,4	577,9	605,7	724,7	898,6	930,0	976,6
Umsatzwachstum	14%	4%	5%	20%	24%	4%	5%
EBITDA	43,8	43,5	43,5	68,6	91,7	91,2	99,6
EBIT	38,5	38,7	35,0	59,0	79,7	78,8	85,7
Jahresüberschuss	21,2	25,9	24,3	41,2	56,6	55,8	60,8
Nettoverschuldung	9,1	35,2	1,2	-2,3	6,8	-22,9	-50,0
Nettoverschuldungsgrad	5,2%	18,2%	0,6%	-1,0%	2,1%	-6,4%	-12,4%
Nettoversch./EBITDA	0,2	0,8	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Pro-forma EPS	12,65	15,40	6,44	10,92	14,99	14,79	16,10
CPS	-7,74	-12,49	19,73	9,02	-0,47	19,14	18,25
Dividende je Aktie (DPS)	1,20	1,40	1,40	2,20	2,80	3,00	3,30
Dividendenrendite	0,6%	0,7%	0,7%	1,1%	1,4%	1,5%	1,6%
Rohtragsmarge	34,6%	34,2%	34,1%	35,9%	36,3%	36,3%	36,5%
EBITDA-Marge	7,9%	7,5%	7,2%	9,5%	10,2%	9,8%	10,2%
EBIT-Marge	7,0%	6,7%	5,8%	8,1%	8,9%	8,5%	8,8%
Kapitalrendite (ROCE)	30,8%	14,9%	13,3%	22,2%	24,7%	20,7%	20,2%
EV/Umsatz	1,3	1,3	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	16,1	16,8	17,7	11,2	8,5	8,2	7,3
EV/EBIT	18,3	18,9	21,9	13,0	9,8	9,5	8,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis	16,0	13,1	31,4	18,5	13,5	13,7	12,5
Bereinigte FCF-Rendite	3,6%	3,6%	2,7%	4,7%	6,8%	7,0%	8,1%

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser Schlusskurs vom: 15.11.2021



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

**52-Wochen Hoch/Tief:** 202,00 / 80,40

**Kurs/Buchw.-Verh.:** 2,3

**Relative Kursentwicklung (SDAX):**

3 Monate	4,0%
6 Monate	25,8%
12 Monate	84,8%

### Schätzungsänderungen

		Umsatz	EBIT	EPS
2021	vorher	898,6	79,7	14,99
	Δ	-	-	-
2022	vorher	930,0	78,8	14,79
	Δ	-	-	-
2023	vorher	976,6	85,7	16,10
	Δ	-	-	-

### Aktienkennzahlen:

Anzahl der Aktien: (in Mio. Stk.) 3,8

Genehm. Kapital: (in Mio. €) -

Buchwert je Aktie: (in €) 84,2

Ø Handelsvolumen: (12 Monate) 2.600

### Hauptaktionäre:

Streubesitz 100,0%

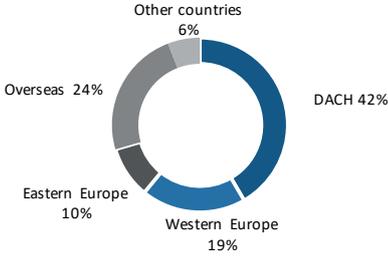
### Unternehmensbeschreibung:

Führender Anbieter von Elektrowerkzeugen im Markt für Heimwerker und semiprofessionelle Anwender

## Inhaltsverzeichnis

<b><u>Einhell Germany AG</u></b>	<b>1</b>
Drill it like Einhell // Aufnahme der Coverage mit KAUFEN	1
<b><u>Unternehmensprofil</u></b>	<b>3</b>
<b><u>Wettbewerbsfähigkeit</u></b>	<b>4</b>
Strukturwandel zu kabellosen Akku-Elektrowerkzeugen	4
Einhell verfügt über die führende PXC Akkuplattform...	4
... und gewinnt somit rapide mehr Marktanteile	5
Von Partnern und Kunden geschätzt und wahrgenommen	6
Vorsprung scheint stabil	7
Hohe Ertragskraft führt zu hohen Kapitalrenditen	9
<b><u>Wachstum</u></b>	<b>10</b>
Marktanteilsgewinne dürften für weiteres Wachstum sorgen	10
Gutes Konsumklima treibt Marktwachstum	11
Gewinnwachstum	16
<b><u>Bewertung</u></b>	<b>19</b>
FCFY 2023E ergibt fairen Wert von 240 € je Aktie	19
DCF-Bewertung unterstreicht erhebliches Aufwärtspotenzial	20
<b><u>Sentiment</u></b>	<b>21</b>
Weiterhin dynamisches Wachstum...	21
... wodurch die Guidance für GJ 21 konservativ erscheint	21
<b><u>Management</u></b>	<b>22</b>
<b><u>Aktionärsstruktur</u></b>	<b>23</b>
<b><u>Investmentrisiko</u></b>	<b>24</b>
Finanzkennzahlen	25
<b><u>Kontaktpersonen: Hauck &amp; Aufhäuser Privatbankiers AG</u></b>	<b>36</b>

## Unternehmensprofil

	Tools	Garden & Leisure	Group
Sales FY 20 (€ m)	484	241	725
Sales share	67%	33%	100%
Brand			
Products			
Business model	<p>Einhell is a leading player in the global power and garden tool market. In Germany, the company is the third largest provider with a market share of c. 11% in 2020. Einhell has a clear focus on the DIY and semi-professional market segment and offers an excellent price-value proposition. Moreover, Einhell has developed the most comprehensive cordless power tool platform (Power-X-Change), which allows to operate more than 200 products for house and garden with a single battery.</p>		
Customers	DIY and semi-professional power tool users		
Competitors	Bosch, Makita, Hitachi, Black & Decker, TTI, Gardena		
Distribution partners			
Regional sales split (FY 20)			
EBITDA FY 20 (€ m)			68.6
EBITDA margin (FY 20)			9.5%
EBT FY 20 (€ m)			56.4
EBT margin (FY 20)			7.8%
ROCE (FY 20)			22.2%

## Wettbewerbsfähigkeit

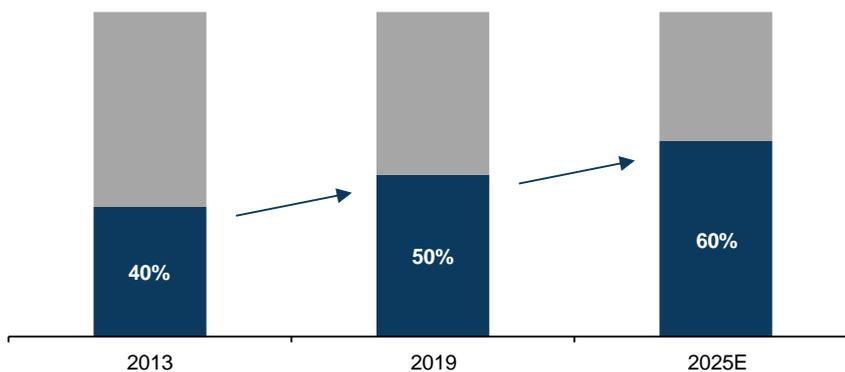
- Unternehmenseigene akkubetriebene **PXC Werkzeugplattform bringt dynamische Marktanteilsgewinne**
- **Wettbewerbsvorteil scheint stabil** dank Wissensvorsprung, klarem Fokus auf Heimwerker und semiprofessionelle Anwender, Kostenvorteilen aufgrund effizienter Produktionsstrukturen und starken Großhändlerbeziehungen
- **Solide Ertragslage und Kapitaleffizienz** untermauern **Qualität des Unternehmens**

## Strukturwandel zu kabellosen Akku-Elektrowerkzeugen

Der Markt für Elektrowerkzeug befindet sich mitten in einem dynamischen Strukturwandel hin zu kabellosen Akku-Werkzeugen. Bei einem Gesamtmarktvolumen von ca. 6 Mrd. € in Europa ist der Anteil von kabellosen Elektrowerkzeugen auf 50% in GJ 2019 angewachsen (ggü. 40% in GJ 2013), u.a. wegen der

- **leichten Handhabung** von kabellosen ggü. herkömmlichen Werkzeugen aufgrund der Flexibilität, hohen Sicherheit, geringeren Emissionen und Wartungsaufwand sowie der Möglichkeit von Systemplattformen (ein Akku für alle Geräte)
- **steigenden Leistungsfähigkeit** von Li-Ionen Akkus, u.a. in Bezug auf Aufladen, Haltbarkeit, Energiemanagement und maximale Belastung
- **angemessenen Preise** für Li-Ionen Akkus dank Massenproduktion, die leistungsstarke Systeme für eine große Bandbreite von semiprofessionellen Werkzeugen verfügbar machen

## Cordless Power Tools in % of Total Market Volume (Europe)



Quelle: European Power Tool Association, Hauck & Aufhäuser

## Einhell verfügt über die führende PXC Akkuplattform...

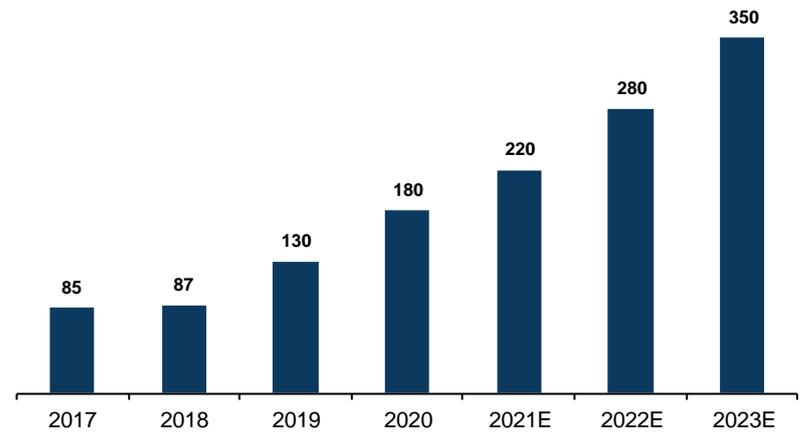
Dank der innovativen Power X-Change-Plattform (PXC) führt Einhell den Strukturwandel an. Während Wettbewerber wie Bosch und Black & Decker den Trend verpasst haben, war Einhell ein Early Mover und bietet eine der umfangreichsten Plattformen der Branche, mit der mehr als 200 Geräte verbunden werden können (Bosch: 40, Black & Decker: 32).

## PXC platform offers >200 products



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Number of skins to reach 350 until 2023E



**Mehrwert der PXC ist offensichtlich:** Anwender benötigen lediglich einen Akku, der alle Geräte des Systems antreiben kann. Die Kosten für einen Akku liegen zwischen 50 und 80 €, was bis zu 40% der Anschaffungskosten ausmacht, sodass der Anreiz für die Verbraucher hoch ist, innerhalb des Systems zu bleiben, was zu einem Lock-in Effekt führt. PXC-Kunden haben üblicherweise 3 eigene Geräte (ggü. 1,5-2 bei Durchschnittskunden), was die gute Kundenbindung aufgrund des Plattform-Ansatzes unterstreicht.

Die PXC-Plattform beinhaltet zwar schon mehr als 200 Produkte, soll aber bis 2023E auf ca. 350 ausgebaut werden, womit sie die umfangreichste Plattform im Marktsegment für Heimwerker und semiprofessionelle Anwender wäre.

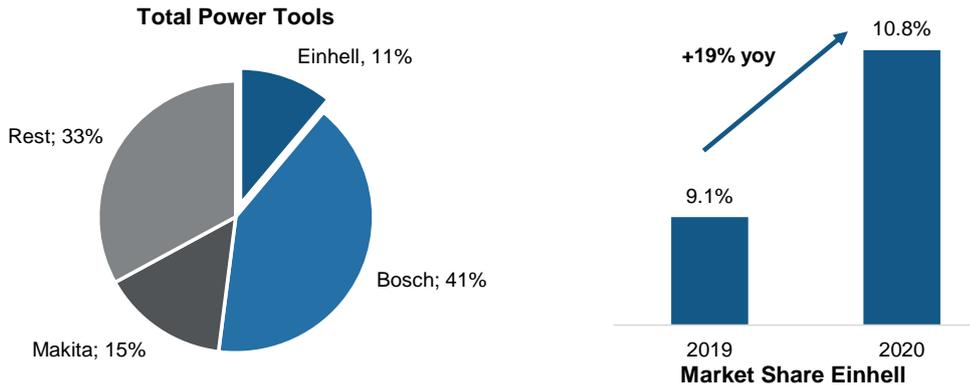
Die technologische Herausforderung besteht darin, einen Akku zu entwickeln, der die Anforderungen verschiedenster Anwendungsszenarien erfüllt. Während ein Rasenmäher z.B. eine relativ geringe Dauerlast erfordert, muss sich das Steuerungssystem des Akkus auch an die Maximallast eines Schlagbohrers anpassen können.

Einhell hat hier unserer Ansicht nach die kritische Technologieführerschaft erlangt, was eine beachtliche Einstiegsbarriere darstellen dürfte. Die Batteriezellen kommen aus China, wohingegen die Akkusysteme einschließlich des entscheidenden Steuerungssystems vom Unternehmen in der Zentrale in Landau selbst entwickelt werden. Das Unternehmen hat kontinuierlich neue Generationen von Akkusystemen entwickelt, die branchenweit die beste Haltbarkeit, Energiemanagement und Maximallast bei verschiedenen Anwendungsszenarien aufweisen und kann daher als Pionier auf dem Gebiet auf eine ansehnliche Lernkurve zurückblicken.

## ... und gewinnt somit rapide mehr Marktanteile

Dies erklärt, warum Einhell kontinuierlich Marktanteile gewonnen und inzwischen, basierend auf Verkaufsvolumen in GJ 2020, den dritten Platz nach Bosch und Makita erobert hat. Der Marktanteil **von Einhell ist um 1,7Pp YOY auf 10,8% in GJ 2020 angewachsen**. Im Marktsegment für kabellose Gartengeräte ist Einhell in Deutschland bereits marktführend.

## PXC platform drives significant market share gains



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Von Partnern und Kunden geschätzt und wahrgenommen

Einhell ist bei B2B-Partnern und Kunden wohl angesehen, wie an den langjährigen Einzelhandelsbeziehungen und herausragenden Produktbewertungen durch Stiftung Warentest zu erkennen ist.

Einhells X-Change-Akku wurde zum besten Akku am Markt gekürt, und andere Produkte wie Akkuschauber und Elektrobohrer haben ebenfalls hervorragende Bewertungen von Stiftung Warentest erhalten.

Darüber hinaus schaffen langjährige Partnerschaften mit Einzelhandelsketten wie OBI, Bauhaus (DACH) und Bunnings (Australien) eine beachtliche Einstiegshürde, da viele Einzelhändler in ihren Märkten nur eine begrenzte Anzahl an Werkzeugmarken anbieten.

## Long-standing relationships with leading retail partners



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Award-winning product range



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Vorsprung scheint stabil

Wir sind der Meinung, dass die Stellung des Unternehmens dank der Einstiegshürden sehr gut ist:

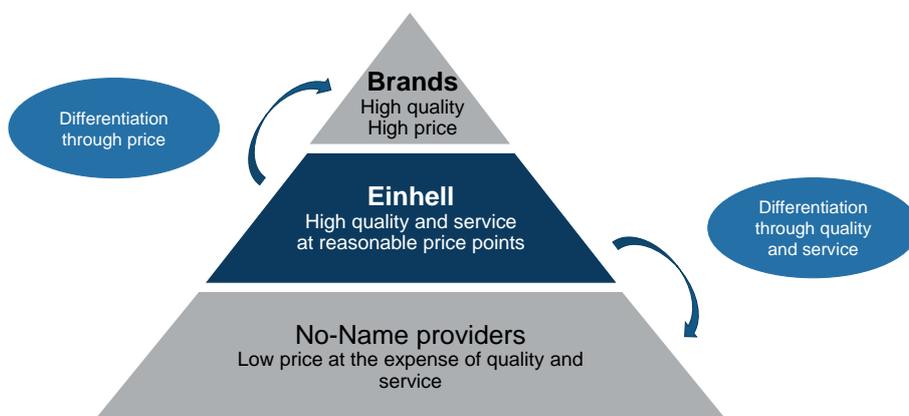
- **Pionierstatus** – Dank seiner agilen Unternehmensstruktur war Einhell eines der ersten Unternehmen im Markt für Elektrowerkzeuge und Gartengeräte, das aggressiv im Bereich kabellose Geräte expandierte, während diverse Marktführer den Anschluss verpassten. Dadurch konnte Einhell von Lerneffekten bei der Forschung und Entwicklung von Akkukomponenten profitieren. Hierbei wurde das Unternehmen durch die enge Zusammenarbeit mit Herstellern von Batteriezellen (z.B. das unternehmenseigene Labor in Shanghai) und externen Forschungseinrichtungen wie dem Deggendorf Institute of Technology unterstützt. Die Power X-Change-Plattform von Einhell gilt damit als die leistungsstärkste und umfangreichste Plattform für Elektrowerkzeuge und Gartengeräte im Markt für Heimwerker und semiprofessionelle Anwender.
- **Konzentration auf Heimwerker und semiprofessionelle Anwender** – Einhell fokussiert sich stark auf den Markt für semiprofessionelle Heimwerker und bietet hohe Qualität zu einem unschlagbaren Preis-Leistungsverhältnis. Somit hebt sich Einhell klar von Profianbietern wie Hilti, Bosch Professional oder Dewalt ab, die herausragende Qualität zu höheren Preisen für professionelle Kunden anbieten, die ihre Power Tools normalerweise im Fachhandel beziehen.

Semiprofessionelle Marken wie Bosch, Makita und Gardena bieten ähnliche Qualität, Funktionen und Serviceniveau, sind aber teurer als Einhell. Ursprünglich betrug der Preisunterschied bis zu 40%, wobei das bessere Markenimage, Produktqualität und Kundenservice die Differenz auf zwischen 20 und 25% gesenkt haben. Der Vertrieb erfolgt in der Regel über Baumärkte, während Marken wie Makita auch im Fachhandel angeboten werden.

Das untere Ende des Marktes für Power Tools wird in erster Linie von No-Name-Herstellern besetzt, die zwar niedrige Preise, aber begrenzte Qualität und Funktionen bieten, wie z.B. Baumarkt-Eigenmarken. Diesen Marktteilnehmern fehlt es nicht nur an Markenbekanntheit, sondern auch Akkuexpertise und der Fähigkeit ein nennenswertes System wie das PXC aufzubauen, was erklärt, warum semiprofessionelle Marken – und somit auch Einhell – in den letzten Jahren kontinuierlich Marktanteile dazugewinnen konnten.

## Einhell offers best-in-class value proposition

---



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

- Kostenvorteil aufgrund effizienter Produktionsorganisation** – Dank der hauseigenen Entwicklungsabteilung in der Zentrale in Landau und dem strengen Qualitätsmanagement in China (20% der Belegschaft) kann Einhell hervorragende Qualität produzieren, die an die von Premium-Wettbewerbern wie Bosch, Makita und Gardena heranreicht. Außerdem ermöglichen Lerneffekte und die effiziente Produktionsorganisation einen Preisvorteil gegenüber Premiumanbietern von 20-25% ohne Einbußen bei der Rentabilität. Einhell unterhält sehr gute Beziehungen zu seinen Lieferanten, die das Unternehmen durch relativ kurze Zahlungsziele pflegt (49 DPO in GJ 20). Auch wenn dieser Ansatz das Betriebskapital erhöht, sichert er gute Lieferantenbeziehungen und verlässliche Qualität.
- Langjährige Beziehungen zu B2B-Partnern** – Die guten Beziehungen zu führenden Baumarktketten weltweit sind entscheidend für Einhells herausragende Marktstellung. Einhell konnte dank der verbesserten Produktqualität und Markenwahrnehmung bei Kunden über die letzten Jahre Verkaufsfläche hinzugewinnen und wurde zum bevorzugten Partner von führenden Baumärkten wie OBI, Bauhaus, etc. Dies zeigt, dass das Unternehmen das Leistungsversprechen an seine Endkunden hält, und schafft hohe Einstiegsbarrieren.

## Competitive quality: Einhell versus competitors

 <b>Einhell</b>	 <b>BOSCH</b>	 <b>BLACK+DECKER</b>	 <b>Makita</b>	 <b>DEWALT</b>	<b>No-Name providers</b>
Focus on <b>semi-professional</b> segment	Focus on <b>semi-professional</b> segment	Focus on <b>semi-professional</b> segment	Focus on <b>professional</b> segment	Focus on <b>professional</b> segment	Focus on <b>discounter</b> segment
<b>Best-in-class price-value</b> proposition	<b>Average price-value</b> proposition	<b>Average price-value</b> proposition	<b>Average price-value</b> proposition	<b>Average price-value</b> proposition	<b>Average price-value</b> proposition
<b>High-quality products and service</b>	<b>High-quality products and service</b>	<b>Average-quality products and service</b>	<b>High-quality products and service</b>	<b>High-quality products and service</b>	<b>Low-quality products and poor / no service</b>
<b>PXC Battery-platform</b> with >200 devices	<b>Battery-platform</b> with c. 40 devices	<b>Battery-platform</b> with c. 30 devices	<b>Battery-platform</b> with >200 devices	<b>Battery-platform</b> with >200 devices	<b>No battery platform</b>
<b>Proprietary battery-cell R&amp;D</b>	<b>Proprietary battery-cell R&amp;D</b>	<b>Proprietary battery-cell R&amp;D</b>	<b>Proprietary battery-cell R&amp;D</b>	<b>Proprietary battery-cell R&amp;D</b>	<b>No battery-cell R&amp;D</b>
Distribution in <b>DIY markets</b>	Distribution in <b>DIY markets</b>	Distribution in <b>DIY markets</b>	Distribution in <b>DIY / specialty retail</b>	Distribution at <b>specialty retail</b>	Distribution in <b>DIY markets</b>

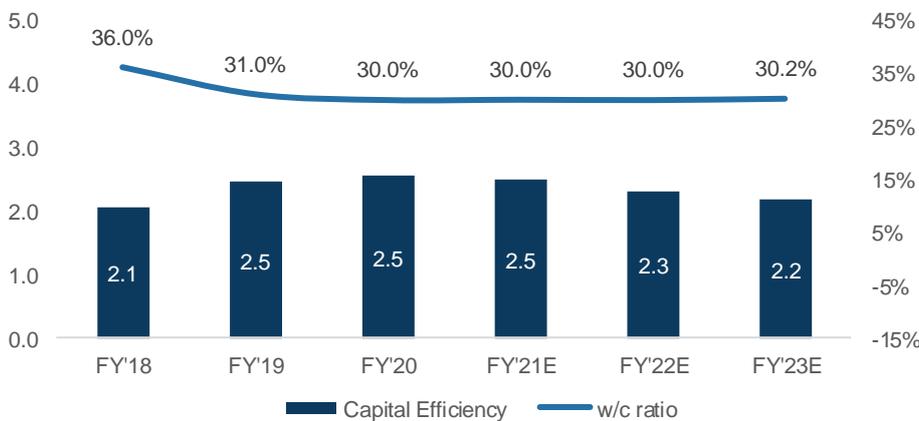
Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Hohe Ertragskraft führt zu hohen Kapitalrenditen

Trotz des relativ hohen Betriebskapitals von ca. 30% des Umsatzes kann Einhell durch die starke Rentabilität und den soliden Kapitalumschlag gesunde Kapitalrenditen erwirtschaften. In GJ 2020 lag der ROCE bei über 20%.

Es gibt zwei Gründe für EinHELLs erhöhtes Betriebskapital (GJ 20: 30% ggü.ca. 25% Peers). Zum einen findet EinHELLs Produktion vollständig in China statt, wodurch die Geldumschlagsdauer aufgrund der Transportzeiten höher ist. Auch verfolgt EinHELL ein konservatives Betriebskapitalmanagement und zahlt relativ schnell, um Lieferantenbeziehungen zu stärken, was wiederum der Qualität in der Produktion dienen soll.

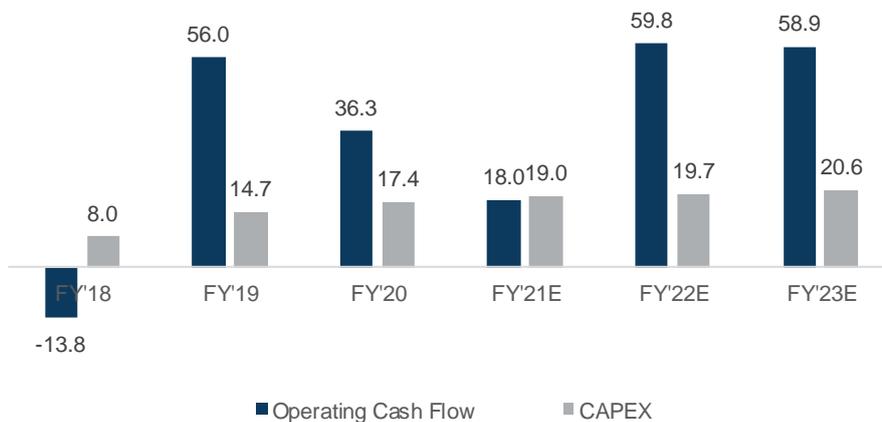
### Capital Efficiency and w/c ratio



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

Auf der anderen Seite erfordert EinHELLs Produktionsstruktur relativ geringe Investitionen, was dem Cashflow zugutekommt. Rund 2% des Umsatzes werden investiert, wobei es sich zumeist um Erhaltungsinvestitionen handelt. Die Bilanzierung ist konservativ, da EinHELL im Gegensatz zu Wettbewerbern wie TTI in den USA keinen F&E Aufwand (1-2% vom Umsatz) aktiviert. Auch wenn die Cash-Generierung in GJ 21 vorübergehend durch Bestandserhöhungen gebremst wird, sollte die solide Bilanz auch in Zukunft konstante Dividenden ermöglichen (>18 Jahre ununterbrochene Ausschüttungen, GJ 20: 2,20 € je Aktie).

### Operating Cash Flow and CAPEX



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

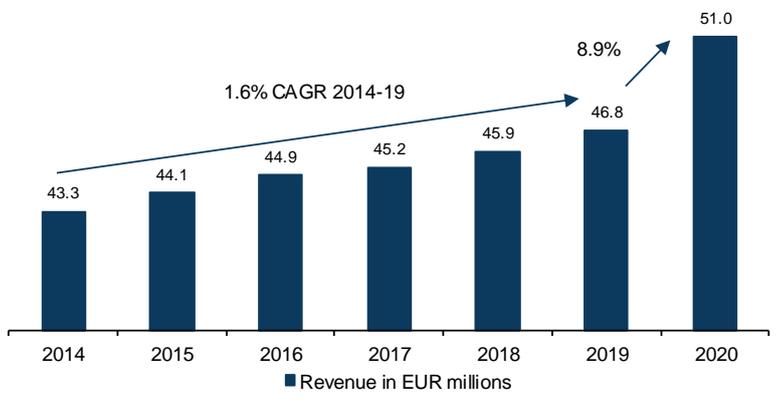
**Wachstum**

- **Dynamisches Umsatzwachstum von 10% CAGR 20-23E erwartet, getrieben von (1) solidem Marktwachstum, (2) Marktanteilsgewinnen, (3) Internationalisierung und (4) überproportionalem Online-Wachstum**
- **EBT-Marge dürfte aufgrund positiver Mix- und Skaleneffekte bis 20-23E um 0,6Pp auf 8,4% steigen**

**Marktanteilsgewinne dürften für weiteres Wachstum sorgen**

Während der DIY-Markt bisher weitestgehend proportional zum BIP wuchs (1,6% 2014-19), trieben die COVID-Lockdowns in GJ 2020 und H1 2021 die Zahlen in die Höhe. Die meisten Baumärkte blieben geöffnet und die Online-Verkäufe florierten, weil viele Verbraucher mehr Zeit für Renovierungen und die dekorative Gestaltung ihrer Wohnräume hatten.

**Solid growth in German DIY market**

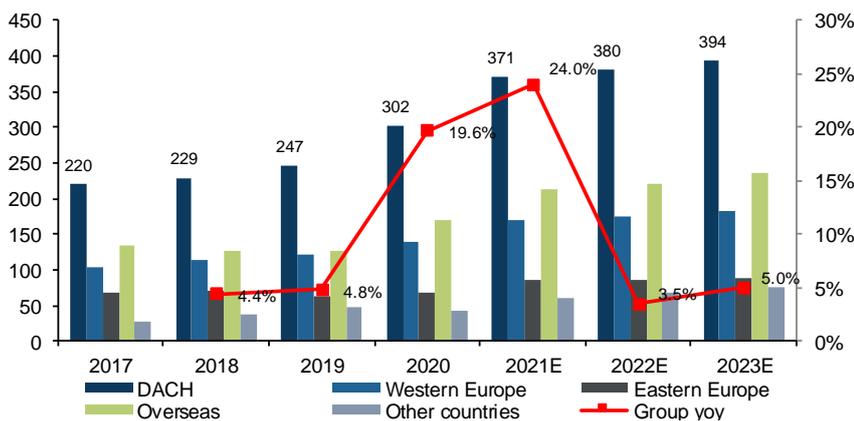


Quelle: Statista, Hauck & Aufhäuser

Einhell profitierte nicht nur von dieser Aufwärtsdynamik, sondern gewann durch die PXC-Plattform und den hohen Online-Anteil von ~20% weitere Marktanteile. Einhells Umsatzwachstum beschleunigte sich daher auf 20% YOY in GJ 20 und dürfte in GJ 2021E weiterhin dynamisch zunehmen (24% YOY) (eH&A).

Auch wenn sich das Wachstum ab 2022E wieder normalisiert, sollte Einhell weiterhin um ca. 5% p.a. auf ca. 1 Mrd. € in GJ 2024 wachsen. Dies liegt an positiven Marktentwicklungen wie ansehnlichen Konsumausgaben und Marktanteilsgewinnen aufgrund (1) der Expansion der PXC-Plattform (2) der Internationalisierung und (3) zunehmendem Online-Geschäft.

**Maintaining solid top-line growth post COVID**

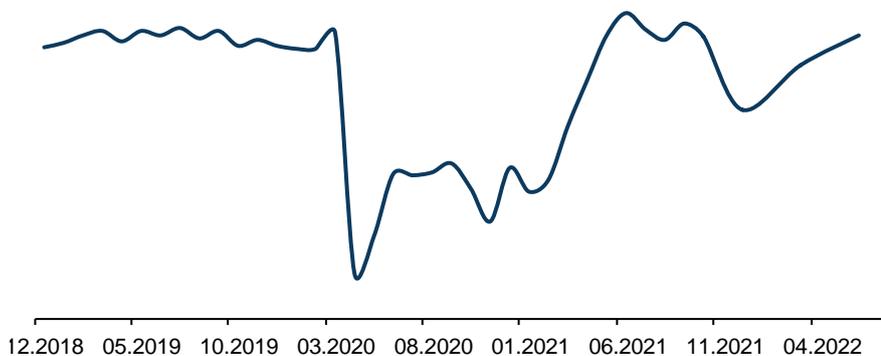


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Gutes Konsumklima treibt Marktwachstum

Nach der spürbaren Erholung in H1 2021 dämpft die steigende Inflation die Konsumausgaben in H2 2021. Laut Trading Economics soll sich das Konsumklima in der EU 2022 wieder erholen.

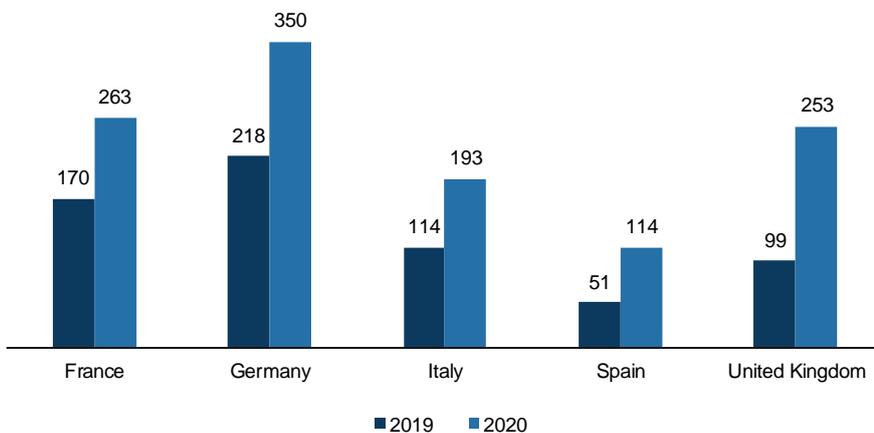
### Consumer Sentiment in the European Union



Quelle: Trading Economics, Hauck & Aufhäuser

Die positive Dynamik wird durch beträchtliche Ersparnisse gestützt, die sich während der Krise angesammelt haben. So stiegen beispielsweise die Ersparnisse der deutschen Haushalte um 60% auf 350 Mrd. € zwischen 2019 und 2020, während sich die Ersparnisse in Großbritannien auf 253 Mrd. GBP mehr als verdoppelten.

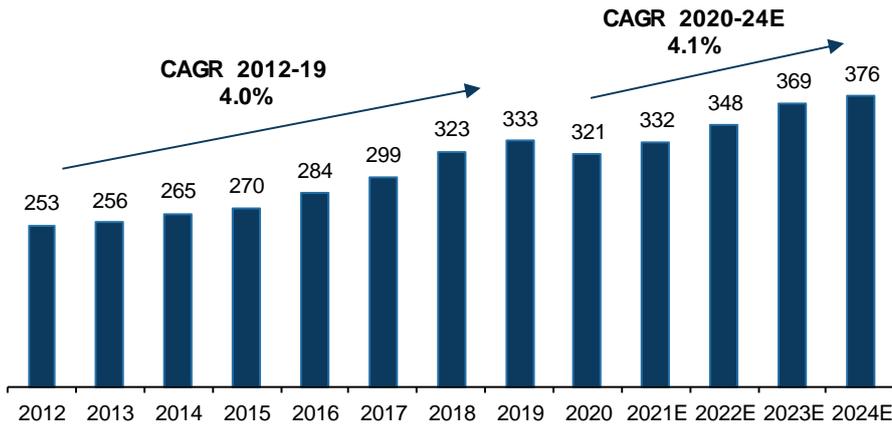
### Household savings for selected countries (bn, local currency)



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

2020 profitierte die DIY-Branche von den veränderten Konsumausgaben, und die Nachfrage dürfte durch den angespannten Wohnungsmarkt und dem Bedarf nach Neubauten in Kernmärkten wie Deutschland (42% des Umsatzes) weiterhin hoch bleiben. Die Baubranche soll in den nächsten Jahren um ca. 4% p.a. wachsen, womit der DIY-Markt in den nächsten Jahren ebenfalls mind. einstelliges Wachstum verzeichnen dürfte (1,6% CAGR 2014-19).

## Growth in the German construction sector

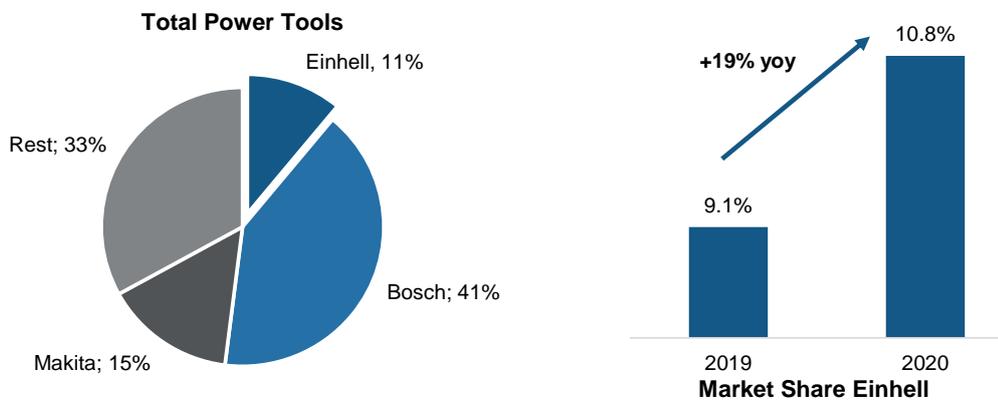


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

### Erweiterung des Marktanteils von Einhell erwartet

Voraussichtlich wird Einhell Wettbewerbern, insbesondere im unteren Marktsegment, denen es an Markenbekanntheit und Funktionen sowie der Fähigkeit mangelt, eine umfassende Plattform wie die Einhell-PXC zu entwickeln, weitere Marktanteile abjagen können. Parallel treibt Einhell die internationale Expansion und auch die Verfügbarkeit von Serviceangeboten weiter voran und will den Kunden mithilfe von Konnektivität und Internet of Things ein einzigartiges Erlebnis bieten.

### PXC platform drives significant market share gains

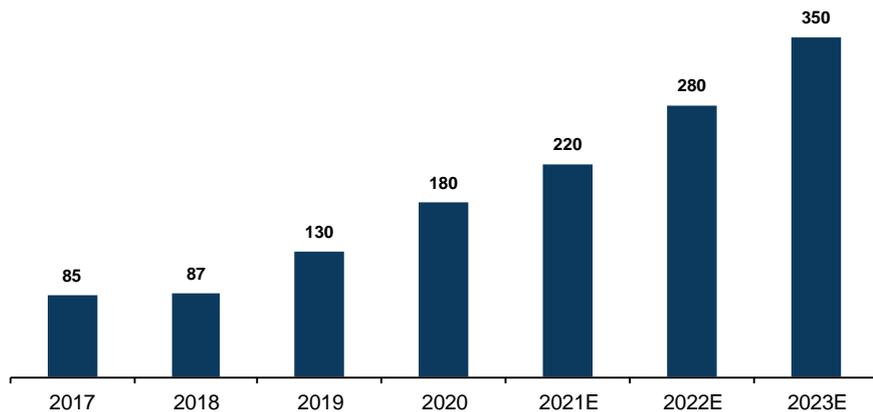


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

### 1) Plattform-Führerschaft führt zu Netzwerkeffekten und erlaubt den Verkauf von neuen und innovativen Produkten

Einhell dürfte mit seinem führenden PXC Akkusystem weitere Marktanteile gewinnen. Seit der Einführung 2014 hat Einhell 200 Produkte eingebunden, weit mehr als Konkurrenten wie Bosch (40) oder Black & Decker (32).

## Number of skins to reach 350 until 2023E



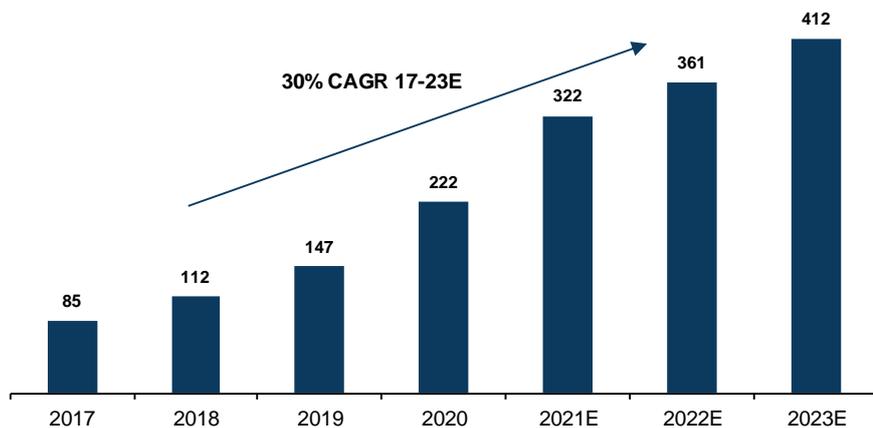
Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

**Mehrwert der PXC ist offensichtlich:** Anwender benötigen lediglich einen Akku, der alle Geräte des Systems antreiben kann. Die Kosten für einen Akku liegen zwischen 50 und 80 €, was bis zu 50% der Anschaffungskosten ausmacht, sodass der Anreiz für die Verbraucher hoch ist, bei dem System zu bleiben – mit dem entsprechenden Lock-in-Effekt für Einhell.

Die PXC-Plattform beinhaltet 2021E zwar schon mehr als 200 Geräte, soll aber bis 2023E auf ca. 350 ausgebaut werden, womit sie die umfangreichste Plattform im Marktsegment für Heimwerker und semiprofessionelle Anwender sein dürfte.

Infolgedessen sind die PXC-Umsätze überproportional gewachsen (30% CAGR seit 2017) und weiteres Wachstum wird erwartet. Bis 2023E werden die PXC-Umsätze somit voraussichtlich 45% des Konzernumsatzes ausmachen, ggü. 30% in GJ 2020.

## PXC sales showing dynamic growth (EUR m)



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## 2) Internationalisierung

Darüber hinaus treibt Einhell die internationale Expansion voran. Das Unternehmen ist bereits in mehr als 90 Ländern vertreten und plant, in weitere Märkte wie Südafrika, die USA, Kanada, Thailand und Mexiko zu expandieren. Die Internationalisierung soll in den nächsten Jahren insgesamt jährliches Umsatzpotenzial von knapp 100 Mio. € bringen.

Mit 15 Unternehmensakquisitionen in den letzten 10 Jahren hat Einhell bereits erfolgreich internationale Töchter erworben und integriert. Beim Vorstoß in den australischen Markt mit der Übernahme von Ozito in 2013 z.B. verdoppelte sich

der Umsatz von Ozito fast von 60 Mio. € 2013 auf über 100 Mio. € in GJ 20. Dies dient als Blaupause für den Markteintritt in Nordamerika, Südafrika und Thailand.

Derweil expandiert Einhell kontinuierlich durch die Übernahme von Händlern, mit denen das Unternehmen bereits gut zusammengearbeitet hat. Mit dieser Strategie wird das Portfolio 2022E um Finnland ergänzt (ca. 6 Mio. € Umsatz) und auch in Mexiko sollte der Markteintritt mit dieser Methode gelingen, da man dort schon Partner hat.

Außerdem will Einhell in bestehenden Auslandsmärkten wie Frankreich und Spanien die Penetration bei B2B-Partnern erhöhen. Die Strategie sieht vor, Beziehungen zu Baumärkten mit Eigenmarken zu intensivieren, da das Angebot von Einhell inkl. PXC aufgrund der besseren Qualität und Serviceangebote der perfekte Ersatz für Eigenmarken bei ähnlichem Preis ist. Der Marketingaufwand, um B2B-Partner von der Überlegenheit der Einhell-Produkte zu überzeugen, sollte daher gering sein. Einhell konnte kürzlich die Eigenmarke einer führenden Baumarktkette in Deutschland ersetzen, was als Auftakt für weitere Marktanteilsgewinne gelten könnte.

Gleichzeitig führt Einhell in H1 2022 in 12 Auslandsmärkten TV-Werbekampagnen durch, um die Markenbekanntheit bei Endkunden zu erhöhen, wodurch das Wachstum in EinHELLs internationalen Märkten zweistellige Raten erreichen dürfte.

<b>Einhell: Segment split 2017-23E</b>								
<b>EUR m</b>		<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>DACH</b>	<b>Sales</b>	<b>220</b>	<b>229</b>	<b>247</b>	<b>302</b>	<b>371</b>	<b>380</b>	<b>394</b>
	<i>yoy</i>		4.2%	7.8%	22.1%	23.0%	2.5%	3.5%
	<b>EBT</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>23</b>
	<i>margin %</i>	3.1%	3.5%	4.1%	5.4%	6.1%	5.6%	5.9%
<b>Western Europe</b>	<b>Sales</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>140</b>	<b>169</b>	<b>174</b>	<b>182</b>
	<i>yoy</i>		10.4%	10.4%	14.9%	21.0%	2.8%	4.5%
	<b>EBT</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
	<i>margin %</i>	6.5%	4.2%	5.1%	8.6%	9.3%	8.8%	9.1%
<b>Eastern Europe</b>	<b>Sales</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>89</b>
	<i>yoy</i>		3.0%	-9.0%	9.1%	23.0%	2.0%	3.0%
	<b>EBT</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
	<i>margin %</i>	7.3%	8.1%	6.3%	10.8%	11.5%	11.0%	11.3%
<b>Overseas</b>	<b>Sales</b>	<b>135</b>	<b>126</b>	<b>127</b>	<b>171</b>	<b>212</b>	<b>222</b>	<b>237</b>
	<i>yoy</i>		-6.6%	0.3%	34.8%	24.0%	4.5%	7.0%
	<b>EBT</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
	<i>margin %</i>	11.3%	10.3%	7.9%	11.7%	12.4%	11.9%	12.2%
<b>Other countries</b>	<b>Sales</b>	<b>27</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>75</b>
	<i>yoy</i>		42.9%	21.9%	-7.8%	43.0%	10.0%	11.0%
	<b>EBT</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
	<i>margin %</i>	35.4%	9.2%	7.9%	10.7%	11.4%	10.9%	11.2%
<b>Group</b>	<b>Sales</b>	<b>553</b>	<b>578</b>	<b>606</b>	<b>725</b>	<b>899</b>	<b>930</b>	<b>977</b>
	<i>yoy</i>		4.4%	4.8%	19.6%	24.0%	3.5%	5.0%
	<b>EBT</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>32</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>82</b>
	<i>margin %</i>	6.5%	6.3%	5.4%	7.8%	8.5%	8.0%	8.4%

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Branchenweit höchster Online-Anteil dürfte Wachstum weiter vorantreiben

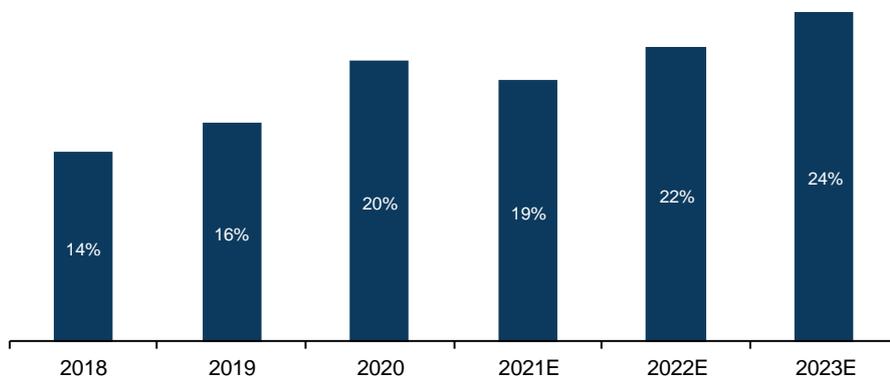
Trotz des Fokus auf B2B-Vertrieb hat Einhell einen starken Online-Anteil von ca. 20% (GJ 20), weit mehr als der deutsche DIY-Markt insgesamt (10%).

Dies erklärt sich durch Einhells Marktstellung, d.h. das ausgezeichnete Preis-Leistungsverhältnis, das hervorragend für preissensitive Online-Kunden geeignet ist.

Dies sollte im Zuge des weiteren Wandels vom stationären zu Online-Handel auch in Zukunft für weitere Marktanteilsgewinne sorgen. Nach einer Normalisierung 2021E ggü. 2020, sollte Einhells Online-Anteil 2023E wieder um 24% zulegen.

### Online share in % of sales

---

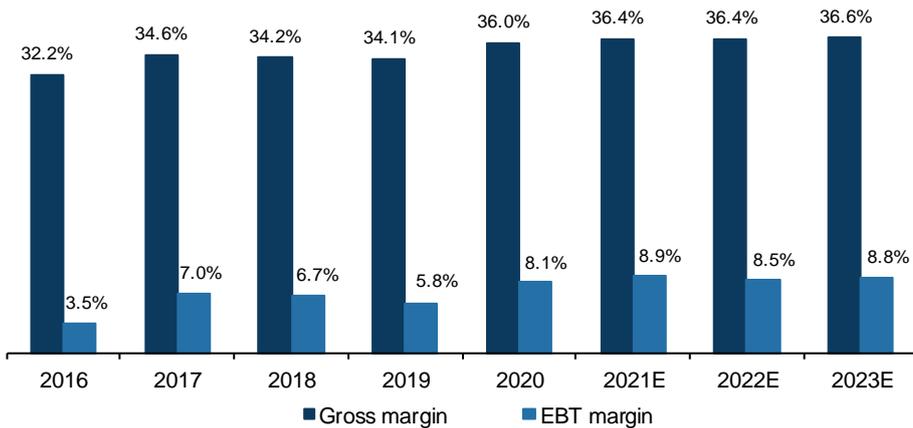


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Gewinnwachstum

**Einhell erwirtschaftet seit 2017 solide EBT-Margen von 5-8%** und hat die Ertragslage über die letzten Jahre kontinuierlich verbessert, insbesondere aufgrund von höheren Rohmargen im Zuge positiver Mixeffekte, d.h. überproportionalem Wachstum der PXC-Produkte. Einhell sollte in der Lage sein, inflationsbedingte Erhöhungen von Inputkosten weiterzureichen, da lediglich ein Kunde mehr als 10% des Umsatzes ausmacht, was die Verhandlungsposition der Kunden unserer Ansicht nach begrenzt.

### Positive mix effects drive margin expansion

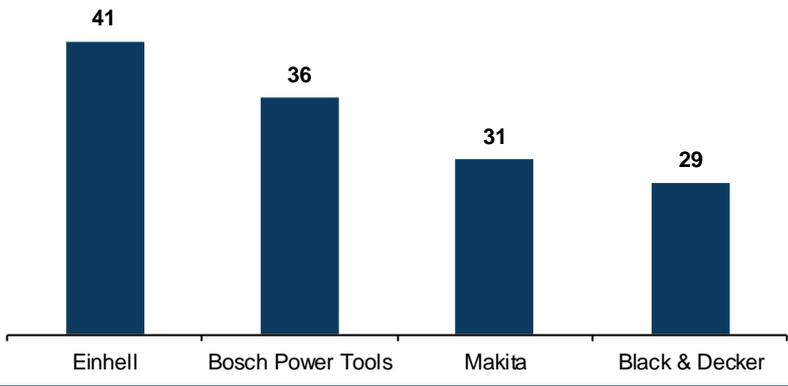


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

**Materialkosten machen 64% vom Umsatz aus** (GJ 20) und sind seit 2016 kontinuierlich um 4Pp gesunken. Die Produktion ist vollständig an 120 Standorte in China ausgelagert, wobei die Qualitätskontrolle für China direkt bei Einhell angesiedelt ist (20% der Belegschaft). Einhell konnte inflationsbedingte Erhöhungen der Inputkosten bisher ohne Auswirkung auf das Umsatzwachstum weitergeben. Der Umsatz wird in GJ 21 sogar voraussichtlich um 20% YOY zulegen, obwohl Einhell die Preise für handgeführte Produkte um 7-8% und für hochpreisigere Produkte um 10-15% angehoben hat. Die Materialkosten dürften auf eine Quote von ca. 63% sinken, u.a. gestützt durch (1) positive Mixeffekte, da Materialkosten für PXC-Produkte niedriger sind, und (2) Skaleneffekte in der Beschaffung dank Umsatzwachstum von rund 10% p.a. 20-23E.

**Personalaufwand macht 12,7% vom Umsatz aus** (FY 20) und nahm in den letzten Jahren unterproportional zum Umsatz zu (2015: 13,8%), was auf einen solide operativen Hebeleffekt schließen lässt. In GJ 20 entfielen 41% der Belegschaft (1.658 Mitarbeiter) auf DACH, 25% auf das übrige Europa und 34% auf die übrigen Länder. Insgesamt ist EinHELLs Unternehmensstruktur relativ schlank, was sich in einer EBITDA/Mitarbeiter-Kennzahl von 41.000 € in GJ 20 widerspiegelt, besser als bei Bosch, Makita und Black & Decker (siehe Grafik unten). Wir erwarten künftig einen operativen Hebeleffekt auf der Kostenseite mit einer Personalaufwandsquote von 11,7% 2023E, insbesondere getrieben vom starken Umsatzwachstum in 2021E.

## EBITDA per employee (FY 20, TEUR)



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

**Sonstige betriebliche Aufwendungen machen 15,1% vom Umsatz aus (GJ 20)** und beinhalten zumeist Vertriebskosten. Fulfillment- und Marketingkosten machten in GJ 20 53,1 Mio. € bzw. 7,3% vom Umsatz aus, wobei 3,9% auf Marketing (28,6 Mio. € GJ 20) und 3,4% auf Logistik entfallen. 11,6% vom Umsatz entfallen auf Verwaltungs- und sonstige Kosten. Insgesamt waren die Kosten über die letzten Jahre relativ stabil. Einhell investiert weiterhin über Marketingkampagnen in organisches Wachstum, während der operative Hebeleffekt in Bezug auf Fulfillmentkosten wegen der Preissteigerungen bei der letzten Meile üblicherweise gering ist. Wir gehen daher davon aus, dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei 15-16% vom Umsatz bleiben werden.

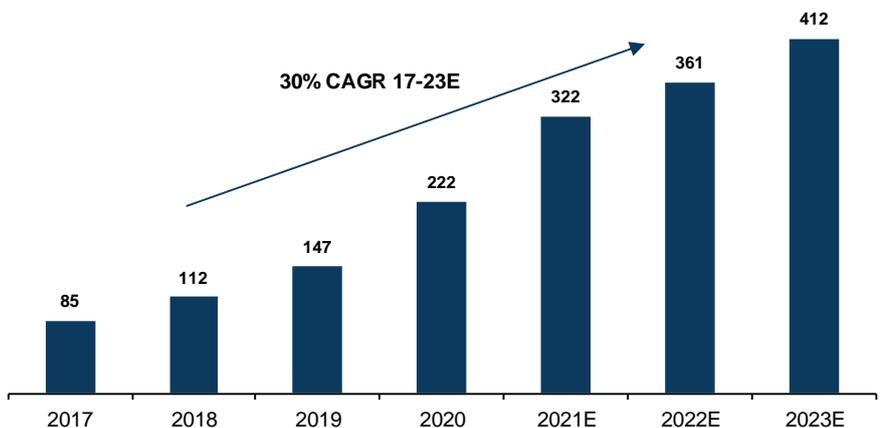
## 8% EBT-Marge scheint nachhaltig erreichbar

Die Verbesserung der **EBT-Marge um 4,3Pp auf 7,8% 2016-20** ist im Wesentlichen dem Anstieg der Rohmargen um 3,7Pp auf 35,9% 2016-20 geschuldet. Dieser positive Trend ist auf mehrere strukturelle Treiber zurückzuführen, die die EBT-Margen mittelfristig auf über 8% heben sollten.

### 1) Positiver Mixeffekt aus dem Akkusystem

Die Verlagerung hin zur PXC-Plattform bringt Marktanteile und stützt mittelfristig die Ertragslage. PXC-Produkte haben üblicherweise eine Rohmarge von 38-40%, ggü. einem konzernweiten Durchschnitt von 36% in GJ 20. Dies liegt am besseren Markenimage und den Funktionen von PXC-Produkten, für die Einhell höhere Preise verlangen kann. Da wir für PXC 20% Umsatzwachstum erwarten, sollten die Konzernmargen auch künftig gesichert sein.

## PXC sales showing dynamic growth (EUR m)

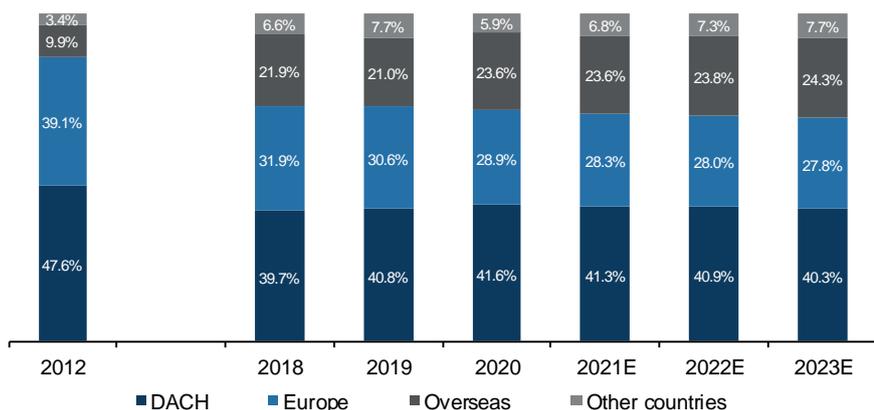


Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## 2) Positiver Mixeffekt aus internationalem Wachstum

Überproportionales Wachstum im internationalen Segment sollte die Margen weiter verbessern. Das Segment erwirtschaftet EBT-Margen von mehr als 10%, da die Märkte außerhalb DACH weniger preissensitiv sind. Auch ist der Vertrieb in internationalen Märkten wie Osteuropa und Lateinamerika stärker auf den Fachhandel ausgerichtet, der strukturell höhere Margen erlaubt. Darüber hinaus werden Skaleneffekte die Margen in den internationalen Märkten ebenfalls steigern. Insgesamt schätzen wir internationales Umsatzwachstum von 13% p.a. 20-23E und EBT-Margen von 11-12% mit überproportionalen Effekten auf die Konzernmargen.

### Regional mix



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

Wir erwarten, dass **Einhell 2020-23E ein EBT-Wachstum (CAGR) von 13% auf 82 Mio. €** erwirtschaftet. Das entspricht einer **EBT-Marge von 8,4%** und bietet ggü. größeren Wettbewerbern wie Makita oder TTI mit Margen jenseits der 10% immer noch Aufholpotenzial.

Einhell: Bottom-line growth 2017-23E							
EUR m	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Gross profit</b>	<b>191</b>	<b>198</b>	<b>207</b>	<b>261</b>	<b>327</b>	<b>339</b>	<b>357</b>
Gross margin	34.6%	34.2%	34.1%	36.0%	36.4%	36.4%	36.6%
<b>Personnel expenses</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>110</b>	<b>114</b>
in % of sales	13.1%	13.2%	13.0%	12.7%	11.6%	11.8%	11.7%
<b>Other operating expenses</b>	<b>83</b>	<b>89</b>	<b>91</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>149</b>	<b>155</b>
in % of sales	15.0%	15.4%	15.1%	15.1%	15.8%	16.0%	15.9%
<b>Other operating income</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
in % of sales	1.4%	1.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>EBITDA</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>100</b>
EBITDA margin	7.9%	7.5%	7.2%	9.5%	10.2%	9.8%	10.2%
<b>D&amp;A</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
in % of sales	0.9%	0.8%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
<b>EBIT</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>59</b>	<b>80</b>	<b>79</b>	<b>86</b>
EBIT margin	7.0%	6.7%	5.8%	8.1%	8.9%	8.5%	8.8%
<b>Financial Result</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
<b>EBT</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>32</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>75</b>	<b>82</b>
EBT margin	6.5%	6.2%	5.4%	7.8%	8.5%	8.1%	8.4%
<b>Taxes</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>21</b>
Tax rate	40%	27%	24%	26%	26%	26%	26%
<b>Net income</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>61</b>
Net margin	3.8%	4.5%	4.0%	5.7%	6.3%	6.0%	6.2%

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Bewertung

- FCFY-Modell impliziert Wert von 240 € je Aktie und somit 19% Aufwärtspotenzial
- DCF-Modell ergibt Kursziel von 250 € unter Annahme einer ewigen EBIT-Marge von 8,5% und ewigem Wachstum von 2,0%

### FCFY 2023E ergibt fairen Wert von 240 € je Aktie

Da die Unternehmen meist wenig Gemeinsamkeiten mit ihren Peers in Bezug auf geografische Ausrichtung, Größe oder Wettbewerbsfähigkeit aufweisen und Renditen langfristig durch geringe Visibilität gekennzeichnet sind, wurde eine bereinigte FCF-Analyse durchgeführt.

In diesem Modell ist das von *beherrschenden* Investoren erzielbare Renditeniveau der Haupttreiber. Beeinflusst wird dies durch die Kapitalkosten des Investors (Opportunitätskosten) und den Kaufpreis – hier dem EV des Unternehmens.

Die bereinigte FCF-Rendite wird anstelle der erforderlichen Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzgl. nicht beherrschende Anteile, Steuern und für den Erhalt bestehender Vermögenswerte erforderliche Investitionen (Erhaltungsinvestitionen).

Das Modell geht also davon aus, dass Investoren Unternehmen erwerben, um eine Mindestrendite auf den Kaufpreis zu erwirtschaften. Die erforderliche Rendite nach Steuern entspricht somit der Mindestrentabilität des Modells von 7,5%. Darunter liegende Werte implizieren, dass der Titel teuer, und darüber liegende, dass der Titel zurzeit günstig ist.

#### Einhell Germany AG

FCF yield, year end Dec. 31 (EUR m)	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>EBITDA</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>100</b>	
- Maintenance capex	10	12	12	14	
- Minorities	1	0	0	0	
- tax expenses	15	20	20	21	
<b>= Adjusted Free Cash Flow</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	
<b>Actual Market Cap</b>	<b>762</b>	<b>762</b>	<b>762</b>	<b>762</b>	
+Net debt (cash)	-2	7	-23	-50	
+Pension provisions	9	11	12	12	
+Off balance sheet financing	0	0	0	0	
+Adjustments prepayments	0	0	0	0	
- Financial assets	-1	-1	-1	-1	
- Dividend payment	-6	-8	-10	-11	
EV Reconciliations	0	9	-23	-50	
<b>= Actual EV'</b>	<b>763</b>	<b>771</b>	<b>740</b>	<b>712</b>	
<b>Adjusted Free Cash Flow yield</b>	<b>5.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.0%</b>	
<b>Sales</b>	<b>725</b>	<b>899</b>	<b>930</b>	<b>977</b>	
Actual EV/sales	1.1x	0.9x	0.8x	0.7x	
Hurdle rate	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
FCF margin	6.1%	6.7%	6.4%	6.6%	
Fair EV/sales	0.8x	0.9x	0.8x	0.9x	
<b>Fair EV</b>	<b>585</b>	<b>798</b>	<b>789</b>	<b>858</b>	
- EV Reconciliations	0	9	-23	-50	
<b>Fair Market Cap</b>	<b>584</b>	<b>789</b>	<b>812</b>	<b>908</b>	
No. of shares (million)	3.8	3.8	3.8	3.8	
<b>Fair value per share</b>	<b>154.8</b>	<b>209.1</b>	<b>215.1</b>	<b>240.5</b>	
<b>Premium (-) / discount (+) in %</b>	<b>-23.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>19.1%</b>	
<b>Sensitivity analysis fair value</b>					
	6.5%	674	912	933	1040
<b>Hurdle rate</b>	7.5%	584	789	812	908
	8.5%	515	695	719	807

## DCF-Bewertung unterstreicht erhebliches Aufwärtspotenzial

Die DCF-Bewertung ergibt für Einhell einen fairen Wert von 250 € je Aktie. Zusammenfassung der wesentlichen Annahmen in unserem Modell:

- **Langfristige EBIT-Marge:** Eine EBIT-Marge nach Ende des Planungszeitraums von 8,5%
- **Langfristige Wachstumsrate:** Eine Wachstumsrate nach Ende des Planungszeitraums von 2,0%
- **WACC:** Gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 7,5% (risikofreier Zinssatz: 1,4%; Risikoaufschlag: 5,5%; Beta: 1,1x)

Die nachfolgende Sensitivitätsanalyse ergibt bei einer Veränderung der ewigen EBIT-Marge um 1Pp nach oben bzw. unten bei 7,5% einen fairen Wert von 224 € je Aktie und bei 9,5% einen Wert von 276 €.

DCF (EUR m) (except per share data and beta)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal value
NOPAT	59	58	63	67	70	73	75	75
Depreciation	12	12	14	15	15	16	17	17
Increase/decrease in working capital	-53	-9	-16	-18	-28	-28	-25	-8
Increase/decrease in long-term provisions and Capex	2	0	1	1	1	1	0	0
Acquisitions	-19	-20	-21	-20	-18	-18	-16	-17
Capital increase	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash flow</b>	<b>1</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>67</b>
Present value	1	39	35	36	30	30	33	746
WACC	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%

DCF per share derived from		DCF avg. growth and earnings assumptions	
Total present value	949	Short term growth (2020-2023)	10.5%
thereof terminal value	79%	Medium term growth (2023 - 2027)	4.9%
Net debt (net cash) at start of year	1	Long term growth (2027 - infinity)	2.0%
Financial assets	1	Terminal year EBIT margin	8.5%
Provisions and off balance sheet debt	5		
Equity value	944		
No. of shares outstanding	3.8		
<b>Discounted cash flow per share upside/(downside)</b>	<b>250.0</b> <b>24%</b>		
		WACC derived from	
		Cost of borrowings before taxes	6.0%
		Tax rate	24.4%
		Cost of borrowings after taxes	4.5%
		Required return on invested capital	7.5%
		Risk premium	5.5%
		Risk-free rate	14%
		Beta	11
<b>Share price</b>	<b>202.00</b>		

Sensitivity analysis DCF							Sensitivity analysis DCF						
WACC		Long term growth					WACC		EBIT margin terminal year				
		10%	15%	2.0%	2.5%	3.0%			6.5%	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
9.5%	169	174	179	186	193	9.5%	146	163	179	196	212		
8.5%	193	200	209	219	230	8.5%	168	189	209	229	250		
7.5%	226	237	250	266	285	7.5%	199	224	250	276	301		
6.5%	271	289	311	337	372	6.5%	244	277	311	344	378		
5.5%	339	369	407	459	530	5.5%	315	361	407	453	500		

## Sentiment

- Weiterhin dynamisches Wachstum trotz hoher Vergleichsbasis
- Guidance für GJ 21 eher konservativ

### Weiterhin dynamisches Wachstum...

Kurzfristig wird das Wachstum trotz der hohen Vergleichsbasis wohl dynamisch und von Marktanteilsgewinnen geprägt bleiben, auch wenn der Rückenwind der COVID-Krise nachlässt. Der Umsatz legte in Q3 um 20% YOY auf 226 Mio. € zu, was sogar einen Anstieg ggü. 2019 bedeutet (61% in Q3 ggü. 41% in Q2). Auch die Rentabilität wird mit einer erwarteten EBT-Marge von 9,2% voraussichtlich stark bleiben (+1,4Pp YOY), da es Einhell gelingen sollte, ohne Einbußen bei den Umsätzen inflationsbedingte Kostenanstiege an die Kunden weiterzureichen.

EUR	Q3 2021 est	Q3 2020	yoy	9M 2021 est	9M 2020	yoy
Sales	226	188	20.2%	689	530	30.0%
Gross profit	80	64	25.0%	244	182	34.1%
Gross margin	35.4%	34.0%	+14 pp	35.4%	34.3%	+11pp
EBT	21	15	41.5%	60	37	60.2%
EBT margin	9.2%	7.8%	+14 pp	8.7%	7.1%	+16 pp

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

### ... wodurch die Guidance für GJ 21 konservativ erscheint

Somit sehen wir ggü. der Guidance von Einhell für GJ 21 trotz der kürzlichen Erhöhung durchaus noch Aufwärtspotenzial. Einhell hatte die Ziele für GJ 21 wie folgt angehoben: Umsatz auf 880 Mio. € (vorher: 830-850 Mio. €, eH&A: 898 Mio. €, eCons: 875 Mio. €) und EBT-Marge auf 8,5% (vorher: 8,0%, eH&A/eCons: 8,5%). Nach 30% Wachstum in den ersten neun Monaten impliziert dies eine relativ flache Umsatzentwicklung in Q4 und einen EBT-Rückgang von 12% gegenüber dem Vorjahr, was uns extrem konservativ erscheint. Wir erwarten daher weiteren positiven Newsflow für Einhell.

### Guidance & implied rest of year

EUR	9M 2020 reported	yoy	Q4 2020 reported	yoy	FY 2020 reported	yoy	9M 2021 eH&A	yoy	Q4 2021 implied	yoy	FY 2021	yoy
Sales	530	14.5%	195	36.4%	725	19.6%	689	30.0%	191	-2.1%	880	21.4%
Gross profit	182	17.4%	78	52.9%	260	26.2%	244	34.1%	74	-5.1%	318	22.3%
Gross margin	34.3%	0.9pp	40.0%	4.3pp	35.9%	1.9pp	35.4%	1.1pp	38.7%	-1.3pp	36.1%	0.3pp
EBT	37	40.6%	19	222.0%	56	73.5%	58	54.3%	17	-11.6%	75	32.1%
EBT margin	7.1%	1.3pp	9.7%	5.6pp	7.8%	2.4pp	8.4%	1.3pp	8.8%	-0.9pp	8.5%	0.7pp

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

## Management

### **Andreas Kroiss**

Vorstandsvorsitzender seit 1. Januar 2003

1998 wurde Andreas Kroiss zum CEO der österreichischen Tochter bestellt und machte Einhell Österreich dank seiner Vertriebsexpertise zu einem wachstumsstarken Unternehmen. 2001 wurde Andreas Kroiss dann als Leiter des Bereichs „Werkzeuge“ in den Vorstand berufen. Seit 2003 ist Herr Kroiss Vorsitzender des Vorstands der Einhell Germany AG.



### **Jan Teichert**

Chief Financial Officer seit 1. Januar 2003

Jan Teichert begann seine berufliche Laufbahn bei einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in München. Im Jahr 1999 wechselte er in ein Unternehmen mit rund 3.000 Mitarbeitern und einem Umsatz von über 500 Mio. €, wo er eine verantwortungsvolle Position in der Finanzabteilung übernahm. 2003 wurde Herr Teichert neuer Chief Financial Officer der Einhell Germany AG.



### **Dr. Markus Thannhuber**

Chief Technical Officer seit 1. Januar 2007

Nach seinem Studium der Physik an der Hochschule für angewandte Wissenschaften in München war Dr. Markus Thannhuber am Fraunhofer Institut Stuttgart und am Engineering Department der Honkong University of Science and Technology in der Forschung tätig. Er promovierte 2003 mit einer Arbeit zur System- und Organisationstheorie und ist seit 2007 Mitglied des Vorstands von Einhell.



### **Dr. Christoph Urban**

Vorstand IT und Digitalisierung seit 1. Juli 2019

Dr. Christoph Urban schloss sein Studium der Informatik an der Universität Passau ab. Seit 2005 verantwortet er das IT-Ressort und ist seit 2019 als Vorstand für IT und Digitalisierung für die Digitalisierung/Digital Organization des Konzerns und den weiteren Auf- und Ausbau der internen Servicestrukturen zuständig.



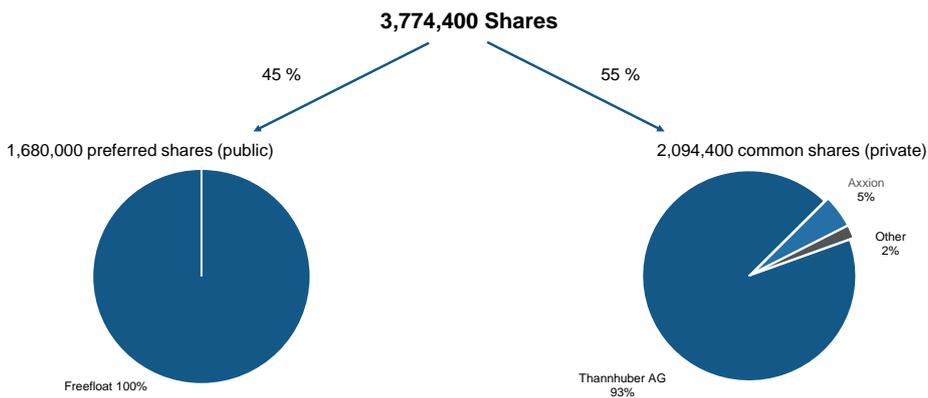
## Aktionärsstruktur

Einhell Germany hat ca. 3,8 Mio. Aktien im Umlauf, von denen 55% Stammaktien und 45% Vorzugsaktien sind. Lediglich die Vorzugsaktien sind im Prime Standard der Frankfurter Börse mit einem Streubesitz von 100% notiert.

Die Stammaktien sind nicht börsennotiert und werden größtenteils von der Thannhuber AG (93%), der Holdinggesellschaft des Gründers Joseph Thannhuber, gehalten. Die verbleibenden 7% werden von weiteren privaten Investoren gehalten.

## Shareholder structure

---



Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

### Investmentrisiko

- Ein Nachlassen des Verbrauchervertrauens könnte die Nachfrage nach Heimwerkerprodukten belasten
- Eine Inflation der Rohstoffkosten könnte Einhells Spielraum in Bezug auf das Margenwachstum begrenzen
- Ein steigender Preiswettbewerb könnte die Margenentwicklung belasten

## Finanzkennzahlen

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. €)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>553,4</b>	<b>577,9</b>	<b>605,7</b>	<b>724,7</b>	<b>898,6</b>	<b>930,0</b>	<b>976,6</b>
<i>Umsatzwachstum</i>	13,6%	4,4%	4,8%	19,6%	24,0%	3,5%	5,0%
Erhöhung/Verminderung Bestand fertige/unfertige Erzeugnisse u. Waren	0,0	0,3	0,2	1,0	1,3	1,3	1,4
<b>Umsatz gesamt</b>	<b>553,4</b>	<b>578,2</b>	<b>605,9</b>	<b>725,7</b>	<b>899,9</b>	<b>931,4</b>	<b>978,0</b>
Sonstige betriebliche Erträge	7,8	11,0	6,9	8,9	10,8	11,2	11,7
Materialaufwand	361,9	380,2	399,3	464,8	572,8	592,8	620,5
Personalaufwand	72,4	76,5	78,5	92,1	104,2	109,7	114,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	83,1	88,9	91,5	109,1	142,0	148,8	155,3
Betriebliche Aufwendungen gesamt	509,6	534,7	562,4	657,1	808,2	840,2	878,3
<b>EBITDA</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>43,5</b>	<b>68,6</b>	<b>91,7</b>	<b>91,2</b>	<b>99,6</b>
Abschreibungen	5,2	4,8	8,4	9,6	11,9	12,4	13,9
<b>EBITA</b>	<b>38,5</b>	<b>38,7</b>	<b>35,0</b>	<b>59,0</b>	<b>79,7</b>	<b>78,8</b>	<b>85,7</b>
Abschreibungen Geschäfts- und Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wertminderung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (inkl. Neubewertung, netto)</b>	<b>38,5</b>	<b>38,7</b>	<b>35,0</b>	<b>59,0</b>	<b>79,7</b>	<b>78,8</b>	<b>85,7</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,8	2,7	2,5	2,6	3,3	3,4	3,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-2,8	-2,7	-2,5	-2,6	-3,3	-3,4	-3,6
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern aus fortgeführten Geschäftsaktivitäten</b>	<b>35,7</b>	<b>36,0</b>	<b>32,5</b>	<b>56,4</b>	<b>76,5</b>	<b>75,4</b>	<b>82,1</b>
Außerordentliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>35,7</b>	<b>36,0</b>	<b>32,5</b>	<b>56,4</b>	<b>76,5</b>	<b>75,4</b>	<b>82,1</b>
Ertragsteuern	14,2	9,8	7,9	14,6	19,9	19,6	21,3
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsaktivitäten nach Steuern</b>	<b>21,6</b>	<b>26,1</b>	<b>24,6</b>	<b>41,8</b>	<b>56,6</b>	<b>55,8</b>	<b>60,8</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsaktivitäten nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>21,6</b>	<b>26,1</b>	<b>24,6</b>	<b>41,8</b>	<b>56,6</b>	<b>55,8</b>	<b>60,8</b>
Nicht beherrschende Anteile	0,3	0,3	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis (berichtet)</b>	<b>21,2</b>	<b>25,9</b>	<b>24,3</b>	<b>41,2</b>	<b>56,6</b>	<b>55,8</b>	<b>60,8</b>
Durchschnittliche Anzahl der Aktien	1,7	1,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>Ergebnis je Aktie (berichtet)</b>	<b>12,65</b>	<b>15,40</b>	<b>6,44</b>	<b>10,92</b>	<b>14,99</b>	<b>14,79</b>	<b>16,10</b>

Gewinn und Verlust (Common Size Ratio)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>100,0%</b>						
Erhöhung/Verminderung Bestand fertige/unfertige Erzeugnisse u. Waren	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Umsatz gesamt</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,4%	1,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Materialaufwand	65,4%	65,8%	65,9%	64,1%	63,7%	63,7%	63,5%
Personalaufwand	13,1%	13,2%	13,0%	12,7%	11,6%	11,8%	11,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,0%	15,4%	15,1%	15,1%	15,8%	16,0%	15,9%
Betriebliche Aufwendungen gesamt	92,1%	92,5%	92,9%	90,7%	89,9%	90,3%	89,9%
<b>EBITDA</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,2%</b>
Abschreibungen	0,9%	0,8%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%
<b>EBITA</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,8%</b>
Abschreibungen Geschäfts- und Firmenwert	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wertminderung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT (inkl. Neubewertung, netto)</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,8%</b>
Zinserträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Sonstiges Finanzergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	neg.						
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern aus fortgeführten Geschäftsaktivitäten</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>
Außerordentliche Erträge/Aufwendungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>
Steuersatz	39,7%	27,3%	24,4%	25,8%	26,0%	26,0%	26,0%
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsaktivitäten nach Steuern</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsaktivitäten nach Steuern	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>
Nicht beherrschende Anteile	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Nettoergebnis (berichtet)</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

Bilanz (Mio. €)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>17,9</b>	<b>16,5</b>	<b>17,7</b>	<b>19,8</b>	<b>24,6</b>	<b>25,4</b>	<b>26,7</b>
Sachanlagen	22,1	25,9	36,2	46,2	57,2	59,2	62,2
Finanzielle Vermögenswerte	0,7	1,0	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>40,7</b>	<b>43,4</b>	<b>54,7</b>	<b>66,9</b>	<b>82,9</b>	<b>85,9</b>	<b>90,1</b>
Vorräte	180,1	188,5	173,3	194,8	272,3	273,5	279,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	82,3	88,1	92,9	119,2	145,3	150,3	155,2
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	26,7	28,5	40,5	52,5	65,1	67,4	70,7
Liquide Mittel	14,4	14,1	25,7	32,1	24,9	54,6	81,7
Latente Steuern	9,7	10,4	10,2	13,0	16,1	16,7	17,5
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>KURZFRISTIGE VERMÖGENSWERTE</b>	<b>313,3</b>	<b>329,7</b>	<b>342,7</b>	<b>411,5</b>	<b>523,7</b>	<b>562,5</b>	<b>604,1</b>
<b>SUMME AKTIVA</b>	<b>354,0</b>	<b>373,1</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>606,6</b>	<b>648,4</b>	<b>694,3</b>
<b>DEN AKTIONÄREN ZUSTEHENDES EIGENKAPITAL</b>	<b>176,6</b>	<b>193,4</b>	<b>213,0</b>	<b>243,0</b>	<b>317,6</b>	<b>357,9</b>	<b>404,3</b>
NICHT BEHERRSCHENDE ANTEILE	2,0	2,1	1,9	2,4	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	1,1	27,7	24,6	26,4	26,4	26,4	26,4
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	17,0	15,1	5,3	9,1	11,3	11,7	12,3
Sonstige Rückstellungen	21,8	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>39,9</b>	<b>61,9</b>	<b>29,9</b>	<b>35,5</b>	<b>37,7</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>
Kurzfristige Bankverbindlichkeiten	22,4	21,6	2,4	3,4	5,3	5,3	5,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	85,4	68,5	78,2	96,8	147,7	145,2	139,1
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Übrige Verbindlichkeiten (inkl. Miet- und Leasingverhältnisse)	24,4	22,4	68,5	93,4	93,4	96,7	101,5
Latente Steuern	3,1	3,1	3,6	3,9	4,8	5,0	5,3
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>135,4</b>	<b>115,6</b>	<b>152,7</b>	<b>197,5</b>	<b>251,3</b>	<b>252,2</b>	<b>251,2</b>
<b>SUMME PASSIVA</b>	<b>354,0</b>	<b>373,1</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>606,6</b>	<b>648,3</b>	<b>694,2</b>

Bilanz (Common Size Ratio)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,8%</b>
Sachanlagen	6,2%	7,0%	9,1%	9,6%	9,4%	9,1%	9,0%
Finanzielle Vermögenswerte	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>ANLAGEVERMÖGEN</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>
Vorräte	50,9%	50,5%	43,6%	40,7%	44,9%	42,2%	40,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23,2%	23,6%	23,4%	24,9%	23,9%	23,2%	22,4%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7,5%	7,6%	10,2%	11,0%	10,7%	10,4%	10,2%
Liquide Mittel	4,1%	3,8%	6,5%	6,7%	4,1%	8,4%	11,8%
Latente Steuern	2,8%	2,8%	2,6%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>KURZFRISTIGE VERMÖGENSWERTE</b>	<b>88,5%</b>	<b>88,4%</b>	<b>86,2%</b>	<b>86,0%</b>	<b>86,3%</b>	<b>86,8%</b>	<b>87,0%</b>
<b>SUMME AKTIVA</b>	<b>100,0%</b>						
<b>DEN AKTIONÄREN ZUSTEHENDES EIGENKAPITAL</b>	<b>49,9%</b>	<b>51,8%</b>	<b>53,6%</b>	<b>50,8%</b>	<b>52,4%</b>	<b>55,2%</b>	<b>58,2%</b>
NICHT BEHERRSCHENDE ANTEILE	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	0,3%	7,4%	6,2%	5,5%	4,3%	4,1%	3,8%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	4,8%	4,0%	1,3%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
Sonstige Rückstellungen	6,2%	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>11,3%</b>	<b>16,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,6%</b>
Kurzfristige Bankverbindlichkeiten	6,3%	5,8%	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	24,1%	18,4%	19,7%	20,2%	24,4%	22,4%	20,0%
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Übrige Verbindlichkeiten (inkl. Miet- und Leasingverhältnisse)	6,9%	6,0%	17,2%	19,5%	15,4%	14,9%	14,6%
Latente Steuern	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>38,3%</b>	<b>31,0%</b>	<b>38,4%</b>	<b>41,3%</b>	<b>41,4%</b>	<b>38,9%</b>	<b>36,2%</b>
<b>SUMME PASSIVA</b>	<b>100,0%</b>						

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

Kapitalflussrechnung (Mio. €)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoergebnis	21,6	26,1	24,6	41,8	56,6	55,8	60,8
Abschreibungen auf das Anlagevermögen (inkl. Leasingverhältnisse)	5,2	4,8	8,4	9,6	11,9	12,4	13,9
Abschreibungen Geschäfts- und Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	16,7	9,2	-2,1	21,8	2,2	0,4	0,6
Betriebsergebnis vor Änderung des Betriebskapitals	45,4	17,4	35,8	65,5	70,7	68,6	75,3
Zunahme/Abnahme von Vorräten	-56,4	-8,4	15,2	-21,4	-77,5	-1,2	-5,5
Zunahme/Abnahme von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-16,9	-5,8	-4,7	-26,3	-26,1	-5,1	-4,8
Zunahme/Abnahme von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	18,7	-17,0	9,7	18,6	50,9	-2,5	-6,1
Zunahme/Abnahme in sonstigen Positionen des Betriebskapitals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme des Betriebskapitals	-54,6	-31,2	20,2	-29,2	-52,7	-8,8	-16,4
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>-9,2</b>	<b>-13,8</b>	<b>56,0</b>	<b>36,3</b>	<b>18,0</b>	<b>59,8</b>	<b>58,9</b>
CAPEX	6,4	8,0	14,7	17,4	19,0	19,7	20,6
Auszahlungen für Akquisitionen	8,1	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erträge aus Anlagenabgängen	-0,5	0,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-14,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>-13,8</b>	<b>-17,7</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,7</b>	<b>-20,6</b>
Cashflow vor Finanzierungstätigkeit	-24,1	-22,1	42,2	18,6	-1,0	40,1	38,2
Zunahme/Abnahme der Schuldenpositionen	-10,4	25,8	-22,4	2,8	1,9	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gezahlte Dividenden	3,1	4,6	5,8	5,5	8,2	10,4	11,2
Sonstige	0,0	0,8	-3,1	-7,9	0,0	0,0	0,0
Wechselkursbedingte Änderungen der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	-2,7	-0,2	0,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-13,5</b>	<b>22,0</b>	<b>-31,3</b>	<b>-10,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-10,4</b>	<b>-11,2</b>
Zunahme/Abnahme der liquiden Mittel	-40,3	-0,3	11,6	6,4	-7,3	29,7	27,1
<b>Liquide Mittel am Ende der Berichtsperiode</b>	<b>14,4</b>	<b>14,1</b>	<b>25,7</b>	<b>32,1</b>	<b>24,8</b>	<b>54,5</b>	<b>81,6</b>

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

Wesentliche Kennzahlen (Mio. €)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>GuV Wachstumsanalyse</b>							
Umsatzwachstum	13,6%	4,4%	4,8%	19,6%	24,0%	3,5%	5,0%
EBITDA-Wachstum	62,2%	-0,6%	-0,1%	57,9%	33,6%	-0,6%	9,3%
EBIT-Wachstum	87,7%	0,4%	-9,4%	68,4%	35,1%	-1,2%	8,7%
EPS-Wachstum	127,4%	21,8%	-58,2%	69,4%	37,3%	-1,4%	8,9%
<b>Rentabilität</b>							
Gesamtbetriebskosten / Umsatz	92,1%	92,5%	92,9%	90,7%	89,9%	90,3%	89,9%
Umsatzerlöse je Mitarbeiter	n/a						
EBITDA je Mitarbeiter	n/a						
<b>Bilanzanalyse</b>							
Ø Betriebskapital / Umsatz	19,4%	33,3%	32,7%	28,0%	27,1%	29,5%	29,4%
Lagerumschlag (Umsatz/Vorräte)	3,1	3,1	3,5	3,7	3,3	3,4	3,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Verkaufstagen	54,3	55,7	56,0	60,0	59,0	59,0	58,0
Umschlagshäufigkeit der Forderungen [(Forderungen*365)/Umsatz]	56,4	43,3	47,1	48,8	60,0	57,0	52,0
Geldumschlagsdauer (in Tagen)	149,8	170,9	142,9	137,0	138,4	138,0	140,3
<b>Cashflow-Analyse</b>							
Free Cashflow	-15,5	-21,8	41,3	18,9	-1,0	40,1	38,2
Free Cashflow/Umsatz	-2,8%	-3,8%	6,8%	2,6%	-0,1%	4,3%	3,9%
FCF / Nettoergebnis	neg.	neg.	170,0%	45,9%	neg.	71,8%	62,9%
Capex / Abschreibungen	121,1%	169,4%	174,3%	181,0%	159,2%	159,2%	148,1%
Capex / Erhaltungsinvestitionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex / Umsatz	n/a						
<b>Sicherheit</b>							
Nettoverschuldung	9,1	35,2	1,2	-2,3	6,8	-22,9	-50,0
Nettoverschuldung/EBITDA	0,2	0,8	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Nettoverschuldung/Eigenkapital	0,1	0,2	0,0	neg.	0,0	neg.	neg.
Zinsdeckungsgrad	13,8	14,3	13,8	22,3	24,3	23,2	24,1
Dividendenausschüttungsquote	14,6%	17,8%	23,8%	13,4%	14,5%	18,6%	18,4%
<b>Anlagenauslastung</b>							
Umschlag Kapitaleinsatz	2,3	2,1	2,5	2,5	2,5	2,3	2,2
Betriebsmittelumschlag	2,8	2,5	2,7	2,8	2,7	2,8	2,7
Auslastung der Anlagen	25,0	22,3	16,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Lagerumschlag (Umsatz/Vorräte)	3,1	3,1	3,5	3,7	3,3	3,4	3,5
<b>Renditen</b>							
Kapitalrendite (ROCE)	30,8%	14,9%	13,3%	22,2%	24,7%	20,7%	20,2%
ROE	12,0%	13,4%	11,4%	17,0%	17,8%	15,6%	15,0%
<b>Sonstige</b>							
Gezahlte Zinsen / Ø Verschuldung	11,8%	7,4%	6,7%	9,3%	10,7%	10,7%	11,2%
Beschäftigtenzahl (Ø)	n/a						
Anzahl der Aktien	1,7	1,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Dividende je Aktie	1,2	1,4	1,4	2,2	2,8	3,0	3,3
Ergebnis je Aktie (berichtet)	12,65	15,40	6,44	10,92	14,99	14,79	16,10
<b>Bewertungsrelationen</b>							
P/BV	1,9	1,8	3,6	3,1	2,4	2,1	1,9
EV/Umsatz	1,3	1,3	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	16,1	16,8	17,7	11,2	8,5	8,2	7,3
EV/EBITA	18,3	18,9	21,9	13,0	9,8	9,5	8,5
EV/EBIT	18,3	18,9	21,9	13,0	9,8	9,5	8,5
EV/FCF	-45,4	-33,5	18,6	40,7	-799,2	18,7	19,0
Bereinigte FCF-Rendite	3,6%	3,6%	2,7%	4,7%	6,8%	7,0%	8,1%
Dividendenrendite	0,6%	0,7%	0,7%	1,1%	1,4%	1,5%	1,6%

Quelle: Unternehmensinformationen, Hauck & Aufhäuser

– Leere Seite –

– Leere Seite –

– Leere Seite –

**Offenlegungen zu Research-Publikationen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG); im Vereinigten Königreich im Rahmen des Temporary Permission Regimes für EU-Firmen und gemäß den Anforderungen zur Offenlegung von Anlageempfehlungen der Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde (FCA) verbreitet**

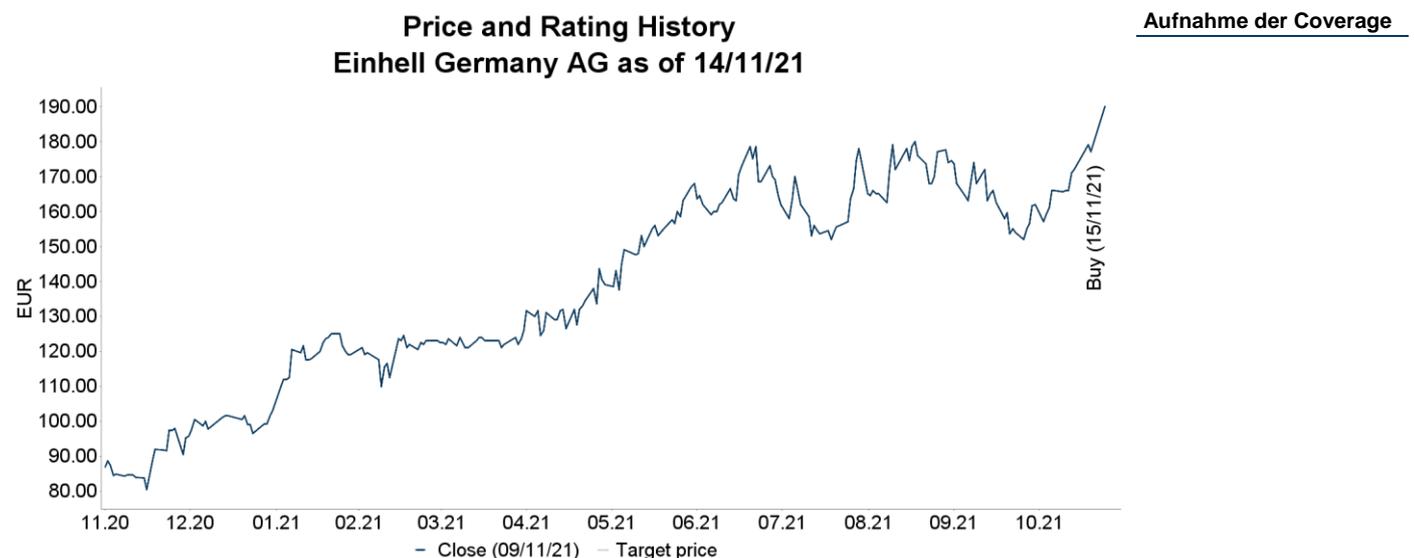
Es ist erforderlich, dass alle Anlageempfehlungen der Research-Abteilung in angemessener und fairer Weise dargestellt werden und dass Interessenkonflikte, die für die Indikatoren relevant sind, offengelegt werden. Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) muss eine Anlageempfehlung auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Darüber hinaus müssen auch gemäß den Vorschriften der FCA in Bezug auf Anlageempfehlungen alle Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Empfehlung offengelegt werden. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG

- (1) oder eine andere Person, die mit dieser Rechtsperson derselben Gruppe angehört (als Teil eines Konsortiums), innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) oder eine andere Person, die mit dieser Rechtsperson derselben Gruppe angehört, mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Research-Berichts getroffen hat,
- (3) innerhalb der letzten zwölf Monate eine Vereinbarung über die Erbringung von Investmentbanking-Dienstleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen hat oder Dienstleistungen oder ein Dienstleistungsversprechen im Rahmen einer solchen Vereinbarung erhalten hat,
- (4) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält bzw. b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG oder ihrer Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) eine Netto-Long-Position (a) oder eine Netto-Short-Position (b) von 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder eine andere Person, die mit dieser Rechtsperson derselben Gruppe angehört, ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter für die Finanzinstrumente des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere wesentliche finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie beispielsweise die Ausübung von Aufträgen im Interesse des analysierten Unternehmens bzw. einen wesentlichen Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten.
- (8) Der vorliegende Research-Bericht 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 des vorliegenden Berichts bestanden:**

Unternehmen	Offenlegung
Einhell Germany AG	2, 8

**Historische Kursziel- und Empfehlungsänderungen für die Einhell Germany AG in den letzten 12 Monaten**



Unternehmen	Zeitpunkt	Analyst	Anlageempfehlung	Kursziel	Close
-------------	-----------	---------	------------------	----------	-------

## Verteilung der Anlageempfehlungen von Hauck & Aufhäuser sowie im Verhältnis zu den Investmentbanking-Services

<b>Kaufen</b>	75,68%	96,30%
<b>Verkaufen</b>	5,41%	0,00%
<b>Halten</b>	18,92%	3,70%

Veröffentlicht am: #ATTRIBUTE\_DOC\_RELEASED\_DATE#

Verbreitet am: #ATTRIBUTE\_DOC\_RELEASED\_DATE#

## 1. Allgemeine Angaben / Haftung

Der vorliegende Research-Bericht wurde ausschließlich zu Informationszwecken für institutionelle Investoren erstellt und stellt in keiner Weise eine persönliche Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hier genannten Finanzinstrumente dar. Der Bericht ist vertraulich und geht von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG ausschließlich an ausgewählte Empfänger [in DE, GB, FR, CH, US, UK, Skandinavien und Benelux oder in Einzelfällen auch in anderen Ländern]. Eine Verbreitung an Privatanleger im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) wird ausgeschlossen. Die Weitergabe des Research-Berichts an andere Personen als den vorgesehenen Empfänger ist ohne die Zustimmung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG nicht gestattet. Die Vervielfältigung des vorliegenden Berichts, auch auszugsweise, ist ohne vorherige Genehmigung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG nicht gestattet. Alle Rechte bleiben vorbehalten.

In keinem Fall haften die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG oder ihre Beschäftigten, die an der Erstellung beteiligt waren, für eventuelle Fehler oder Unvollständigkeiten der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen – weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Zudem ist die Haftung für Schäden ausgeschlossen, die direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen entstehen. Die Wertentwicklung eines Finanzinstruments in der Vergangenheit ist nicht unbedingt aussagekräftig in Bezug auf die künftige Wertentwicklung.

## 2. Verantwortlichkeiten

Der vorliegende Research-Bericht wurde von dem auf der ersten Seite genannten Research-Analysten (dem „Produzenten“) erstellt. Für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen ist allein der Produzent verantwortlich. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Research-Berichts wurde zu keinem Zeitpunkt vom Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Research-Berichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, wobei danach keine wesentlichen Änderungen vorgenommen wurden.

## 3. Organisatorische Anforderungen

Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG hat interne organisatorische und regulatorische Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verbreitung des Research-Berichts zu vermeiden bzw. entsprechend offenzulegen. Alle an der Erstellung des Research-Berichts beteiligten Beschäftigten der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG unterliegen den internen Compliance-Regeln. Kein Anteil an der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse. Befindet sich ein Analyst oder eine ihm/ihr nahestehende Person in einem Interessenkonflikt, so ist es ihm/ihr untersagt, über das betroffene Unternehmen zu berichten.

## 4. Informationen zu den Bewertungsmethoden/Aktualisierung

Die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts je Aktie, welcher dem Kursziel entspricht, und die daraus resultierende Bewertung erfolgt auf Grundlage des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) sowie auf Grundlage des Discounted-Cashflow-Modells (DCF). Zusätzlich wird ein Vergleich mit der Peer Group 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 Finanzanlage ihre Opportunitätskosten in Form einer Mindestrentabilität von 7,5% übersteigt. Der operative Cashflow wird berechnet als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern.

Im Rahmen der DCF-Methode werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, das heißt Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht mit einbezogen. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Abzinsung der berechneten freien Cashflows mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC), die sowohl den Eigenkapital- als auch den Fremdkapitalkostensatz berücksichtigen. Um den Eigenkapitalwert zu berechnen, wird nach der Diskontierung das zu verzinsende Fremdkapital vom errechneten Gesamtunternehmenswert abgezogen.

Für die analysierten Unternehmen verwendet die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG das folgende dreistufige Bewertungssystem:

Kaufen: Nachhaltiges Aufwärtspotenzial von über 10% innerhalb von 12 Monaten

Verkaufen: Nachhaltiges Abwärtspotenzial von über 10% innerhalb von 12 Monaten

Halten: Begrenztes Aufwärts- und Abwärtspotenzial. Kein unmittelbarer Auslöser zu erwarten.

Hinweis: Die Anlageempfehlungen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG basieren nicht auf einer erwarteten „relativen“ Performance zum Markt.

Die Entscheidung über die Auswahl der in diesem Bericht analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG getroffen. Die im vorliegenden Bericht dokumentierten Meinungen und Schätzungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es liegt im Ermessen der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Research-Berichts veröffentlicht, wobei in der Regel Aktualisierungen regelmäßig erfolgen, spätestens aber nach 6 Monaten. Die ersten zu einem Unternehmen veröffentlichten Studien enthalten eine Sensitivitätsanalyse.

## 5. Wesentliche Informationsquellen

Ein Teil der für diesen Research-Bericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen, die als zuverlässig angesehen werden (u.a. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse). Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG hat die Informationen auf Plausibilität geprüft, nicht aber auf deren Richtigkeit oder Vollständigkeit.

## 6. Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG untersteht der Aufsicht der BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt a.M.

Die Verbreitung des vorliegenden Berichts im Vereinigten Königreich erfolgt im Rahmen des Temporary Permission Regimes für EU-Unternehmen und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde FCA.

## 7. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands

Dieser Research-Bericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in anderen Ländern, insbesondere in den USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

## 8. Sonstiges

In Übereinstimmung mit Art. 4 Abs. 1 Nr. i der delegierten Verordnung (EU) 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments werden weitere Informationen zu den Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate unter der folgenden URL veröffentlicht: <https://www.hauck-aufhaeuser.com/en/investment-banking/equities#institutionalresearch>.

## Besondere Offenlegungen für US-Staatsbürger/-innen

Beim vorliegenden Research-Bericht handelt es sich um ein Produkt der HAUCK & AUFHÄUSER PRIVATBANKIERS AG, dem Arbeitgeber des Research-Analysten, der diesen Bericht erstellt hat. Der Research-Analyst, der den vorliegenden Bericht erstellt hat, ist außerhalb der Vereinigten Staaten (USA) ansässig und keine assoziierte Person eines in den USA regulierten Broker-Dealers. Daher unterliegt der Analyst nicht der Aufsicht eines US-Broker-Dealers und ist nicht verpflichtet, die aufsichtsrechtlichen Zulassungsanforderungen der FINRA zu erfüllen oder anderweitig die US-Regeln oder -Vorschriften einzuhalten, unter anderem in Bezug auf die Kommunikation mit dem analysierten Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren, die von einem Konto des Research-Analysten gehalten werden.

Der vorliegende Bericht ist ausschließlich zur Verteilung durch die HAUCK & AUFHÄUSER PRIVATBANKIERS AG an „Major Institutional Investors“ gemäß der Definition im US-Börsengesetz Rule 15a-6(b)(4) U.S. Securities and Exchange Act, 1934 und dessen Interpretationen durch die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) unter Berufung auf Rule 15a 6(a)(2) bestimmt. Ist der Empfänger dieses Berichts kein „Major Institutional Investor“ im oben genannten Sinne, so sollte er nicht auf diesen Bericht reagieren und ihn an den Absender zurücksenden. Darüber hinaus ist es untersagt, den vorliegenden Bericht zu kopieren, zu vervielfältigen und/oder an US-Personen weiterzugeben, die keine „Major Institutional Investors“ sind.

Die HAUCK & AUFHÄUSER PRIVATBANKIERS AG hat unter Berufung auf die Befreiung von der Registrierungspflicht nach dem US-Wertpapiergesetz Rule 15a-6 Exchange Act und der Auslegung dieses Gesetzes durch die SEC für die Ausübung bestimmter Geschäftstätigkeiten in Bezug auf „Major Institutional Investors“ eine Vereinbarung mit folgendem in den USA registrierten Broker-Dealer abgeschlossen: Marco Polo Securities Inc. („Marco Polo“). Transaktionen mit Wertpapieren, die in diesem Research-Bericht besprochen werden, sollten über Marco Polo oder einen anderen in den USA registrierten Broker-Dealer abgewickelt werden.

---

## Kontaktpersonen: Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG

### Hauck & Aufhäuser Research

Hauck & Aufhäuser  
Privatbankiers AG  
Mittelweg 16/17  
20148 Hamburg  
Deutschland

Tel.: +49 (0) 40 414 3885 91  
Fax: +49 (0) 40 414 3885 71  
E-Mail: [research@ha-ib.de](mailto:research@ha-ib.de)  
[www.ha-research.de](http://www.ha-research.de)

**Tim Wunderlich, CFA**  
Head of Transactional Research  
Tel.: +49 40 414 3885 81  
E-Mail: [tim.wunderlich@ha-ib.de](mailto:tim.wunderlich@ha-ib.de)

**Henning Breiter**  
Head of Research  
Tel.: +49 40 414 3885 73  
E-Mail: [henning.breiter@ha-ib.de](mailto:henning.breiter@ha-ib.de)

**Marie-Thérèse Grübner**  
Head of Capital Advisory  
Tel.: +49 40 450 6342 3097  
E-Mail: [marie-therese.gruebner@ha-ib.de](mailto:marie-therese.gruebner@ha-ib.de)

**Christian Sandherr**  
Head of Equity Advisory  
Tel.: +49 40 414 3885 79  
E-Mail: [christian.sandherr@ha-ib.de](mailto:christian.sandherr@ha-ib.de)

**Alexander Galitsa**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 83  
E-Mail: [alexander.galitsa@ha-ib.de](mailto:alexander.galitsa@ha-ib.de)

**Alina Köhler**  
Analyst  
Tel.: +49 40 450 6342 3095  
E-Mail: [alina.koehler@ha-ib.de](mailto:alina.koehler@ha-ib.de)

**Christian Glowa**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 95  
E-Mail: [christian.glowa@ha-ib.de](mailto:christian.glowa@ha-ib.de)

**Christian Salis**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 96  
E-Mail: [christian.salis@ha-ib.de](mailto:christian.salis@ha-ib.de)

**Frederik Jarchow**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 76  
E-Mail: [frederik.jarchow@ha-ib.de](mailto:frederik.jarchow@ha-ib.de)

**Jorge González Sadornil**  
Senior Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 84  
E-Mail: [jorge.gonzalez@ha-ib.de](mailto:jorge.gonzalez@ha-ib.de)

**Nicole Winkler**  
Analyst  
Tel.: +49 40 414 3885 97  
E-Mail: [nicole.winkler@ha-ib.de](mailto:nicole.winkler@ha-ib.de)

**Philipp Sennewald**  
Analyst  
Tel.: +49 40 450 6342 3091  
E-Mail: [philipp.sennewald@ha-ib.de](mailto:philipp.sennewald@ha-ib.de)

**Simon Bentlage**  
Analyst  
Tel.: +49 40 450 6342 3096  
E-Mail: [simon.bentlage@ha-ib.de](mailto:simon.bentlage@ha-ib.de)

### Hauck & Aufhäuser Sales

**Alexander Lachmann**  
Equity Sales  
Tel.: +41 43 497 30 23  
E-Mail: [alexander.lachmann@ha-ib.de](mailto:alexander.lachmann@ha-ib.de)

**Carlos Becke**  
Equity Sales  
Tel.: +44 203 84 107 97  
E-Mail: [carlos.becke@ha-ib.de](mailto:carlos.becke@ha-ib.de)

**Christian Schwenkenbecher**  
Equity Sales  
Tel.: +44 203 84 107 96  
E-Mail: [christian.schwenkenbecher@ha-ib.de](mailto:christian.schwenkenbecher@ha-ib.de)

**Christian Bybjerg**  
Equity Sales  
Tel.: +49 414 3885 74  
E-Mail: [christian.bybjerg@ha-ib.de](mailto:christian.bybjerg@ha-ib.de)

**Hugues Madelin**  
Equity Sales  
Tel.: +33 1 78 41 40 62  
E-Mail: [hugues.madelin@ha-ib.de](mailto:hugues.madelin@ha-ib.de)

**Imogen Voorspuy**  
Equity Sales  
Tel.: +44 203 84 107 98  
E-Mail: [imogen.voorspuy@ha-ib.de](mailto:imogen.voorspuy@ha-ib.de)

**Markus Scharhag**  
Equity Sales  
Tel.: +49 89 23 93 2813  
E-Mail: [markus.scharhag@ha-ib.de](mailto:markus.scharhag@ha-ib.de)

**Rune Dinesen**  
Equity Sales  
Tel.: +49 40 414 38 85 72  
E-Mail: [rune.dinesen@ha-ib.de](mailto:rune.dinesen@ha-ib.de)

**Valentin Popow**  
Equity Sales  
Tel.: +49 69 2161 1749  
E-Mail: [valentin.popow@ha-ib.de](mailto:valentin.popow@ha-ib.de)

**Vincent Bischoff**  
Equity Sales  
Tel.: +49 40 414 38 85 88  
E-Mail: [vincent.bischoff@ha-ib.de](mailto:vincent.bischoff@ha-ib.de)

### Hauck & Aufhäuser Sales Trading

Hauck & Aufhäuser  
Privatbankiers AG  
Mittelweg 16/17  
20148 Hamburg  
Deutschland

Tel.: +49 40 414 3885 78  
Fax: +49 40 414 3885 71  
E-Mail: [info@hauck-aufhaeuser.com](mailto:info@hauck-aufhaeuser.com)  
[www.hauck-aufhaeuser.com](http://www.hauck-aufhaeuser.com)

**Fin Schaffer**  
Trading  
Tel.: +49 40 414 38 85 98  
E-Mail: [fin.schaffer@hauck-aufhaeuser.com](mailto:fin.schaffer@hauck-aufhaeuser.com)

**Nils Carstens**  
Trading  
Tel.: +49 40 414 38 85 85  
E-Mail: [Nils.Carstens@ha-ib.de](mailto:Nils.Carstens@ha-ib.de)

**Tom Warlich**  
Middle-Office  
Tel.: +49 40 414 3885 78  
E-Mail: [tom.warlich@hauck-aufhaeuser.com](mailto:tom.warlich@hauck-aufhaeuser.com)

**Carolin Heidrich**  
Middle-Office  
Tel.: +49 176 10 59 41 52  
E-Mail: [carolin.heidrich@hauck-aufhaeuser.com](mailto:carolin.heidrich@hauck-aufhaeuser.com)