

<b>Buy</b> <b>EUR 150,00</b> (EUR 110,00)  Kurs <b>EUR 91,60</b> <b>Upside 63,8 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 150,13 FCF-Value Potential 22e: 141,44	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,3</b> ESG Score (MSCI basiert): 2,0 Bilanz Score: 4,0 Markt Liquidität Score: 1,0	<b>Beschreibung:</b> Anbieter von Motorwerkzeugen und Gartengeräten für den Haushaltsgebrauch
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 345,7 Aktienanzahl (Mio.): 3,8 EV: 333,3 Freefloat MC: 345,7 Ø Trad. Vol. (30T): 240,47 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 100,0 % Thannhuber AG (Stammaktien) 91,0 % Andere (Stammaktien) 9,0 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2020e Beta: 1,2 KBV: 1,4 x EK-Quote: 55 %

## Wachstumskurs durch Power-X-Change und internationale Expansion untermauert

Mit einer starken Position in der wichtigen Kategorie der akkubetriebenen Elektrowerkzeuge und Gartengeräte hat sich Einhell eine gute Basis für weiteres Wachstum aufgebaut. Bislang hat der Konzern mehr als 10 Millionen Einheiten seines Power-X-Change-Akkus verkauft. Mit diesem Akkusystem konnte Einhell den Marktanteil und die Präsenz am Point-of-Sale in den DIY- und E-Commerce-Kanälen in den Kernmärkten deutlich ausbauen. Das jüngste Ergebnis eines Produkttests der renommierten Stiftung Warentest untermauert die führende Position, denn Einhell wurde als Testsieger ausgezeichnet, vor Bosch, Makita und anderen.

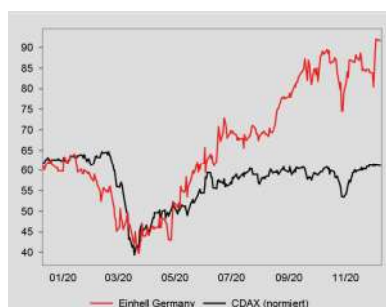
Die Power-X-Change-Serie wird auch in den kommenden Jahren der wichtige Wachstumstreiber bleiben. Mit fast 180 verschiedenen Geräten für Haus und Garten bietet Einhell derzeit eine der breitesten Produktpaletten in dieser Kategorie an. Der Umsatz mit Power-X-Change-Produkten macht im laufenden Jahr 30% des Gesamtumsatzes aus (2018: 19%, 2019: 24%). Wir gehen davon aus, dass das Ziel von 40-50% im Jahr 2022 erreicht wird. Das Management plant eine Ausweitung des Power-X-Change-Programms auf rund 350 Produkte. Die Einführung des Akkusystems bietet ein erhebliches Potenzial zur Kundenbindung.

Eine wichtige Säule der Strategie ist die Stärkung der Markenbekanntheit. Die Position als A-Marke wird durch Produktqualität und ein hohes Serviceniveau untermauert. Zudem konzentriert sich der Konzern stark auf die Produktentwicklung. Es bestehen Partnerschaften mit wichtigen Lieferanten und Forschungsinstituten auf dem Gebiet der Akkutechnologie. Darüber hinaus arbeitet eine Tochtergesellschaft an der Softwareentwicklung für innovative Produkte.

Einhell kann in Bezug auf internationales Wachstum auf eine lange Erfolgsgeschichte zurückblicken. Derzeit werden die Produkte in ganz Europa, Australien und Südamerika verkauft. Die weitere internationale Expansion ist eine der obersten Prioritäten auf der strategischen Agenda. Für den Eintritt in den US-Markt hat der Konzern eine Partnerschaft geschlossen. Zudem wurde eine neue Vertriebsallianz für Skandinavien gegründet und Einhell kündigte kürzlich eine Übernahme in Südafrika an. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die internationale Expansion ein wichtiger langfristiger Wachstumstreiber sein wird, mit der Chance, eine starke globale Marke zu entwickeln. Mit starken Finanzkennzahlen (Eigenkapitalquote rund 55%, keine strukturelle Nettoverschuldung) kann der Konzern flexibel auf potenzielle Wachstumschancen reagieren.

Im laufenden Jahr profitiert der Konzern von einer insgesamt hohen Nachfrage im DIY-Segment. Basierend auf einer anhaltend starken Umsatzentwicklung wurden die Ziele für 2020 vor kurzem angehoben. Für die kommenden Jahre gehen wir von einem jährlichen Umsatzwachstum von 5-6% aus. Unsere DCF-basierte Bewertung spiegelt das mittel- bis langfristige Wachstumspotenzial wider. Die Erwartung eines profitablen Wachstums bietet ein attraktives Aufwärtspotenzial. Die stärkere Marktposition und die höhere Profitabilität spiegeln sich noch nicht in der Aktienbewertung wider. **Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von EUR 150** (EUR 110).

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	672,0	4,5 %	696,0	5,9 %	731,0	6,8 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir haben unsere Schätzungen angesichts der derzeitigen Wachstumsdynamik und des starken Fokus auf internationale Expansion erhöht.</li> <li>Nachdem die Profitabilität im laufenden Jahr ein Rekordniveau erreicht hat, erwarten wir für 2021/22 eine ähnliche EBT-Marge über dem langfristigen Zielkorridor von 5-6%.</li> <li>Aufgrund der deutlichen Ergebnisverbesserung erscheint eine Dividenden-erhöhung für das GJ 2020 wahrscheinlich.</li> </ul>
<b>EBT</b>	43,4	12,7 %	42,0	18,3 %	44,2	23,7 %	
<b>EPS</b>	7,94	12,3 %	7,73	18,4 %	8,12	24,0 %	

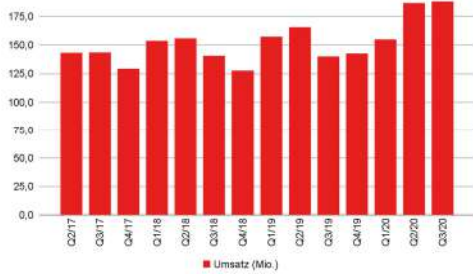


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	2,6 %
6 Monate:	40,8 %
Jahresverlauf:	55,2 %
Letzte 12 Monate:	46,9 %

Unternehmenstermine:	

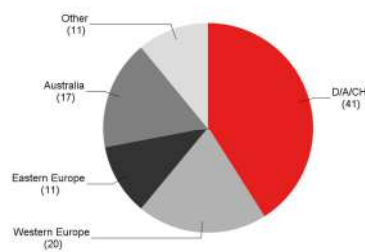
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	8,8 %	487,2	553,4	577,9	605,7	702,0	737,0	781,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		9,8 %	13,6 %	4,4 %	4,8 %	15,9 %	5,0 %	6,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		32,2 %	34,6 %	34,2 %	34,1 %	34,2 %	34,2 %	34,2 %
<b>EBITDA</b>	15,6 %	27,0	43,8	43,7	43,5	60,3	61,8	67,1
<b>Marge</b>		5,5 %	7,9 %	7,6 %	7,2 %	8,6 %	8,4 %	8,6 %
<b>EBIT</b>	17,7 %	20,5	38,5	38,9	35,0	51,2	52,3	57,2
<b>Marge</b>		4,2 %	7,0 %	6,7 %	5,8 %	7,3 %	7,1 %	7,3 %
<b>EBT</b>	19,0 %	17,0	35,7	36,2	32,5	48,9	49,8	54,7
<b>Marge</b>		3,5 %	6,5 %	6,3 %	5,4 %	7,0 %	6,8 %	7,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	16,0 %	9,3	21,2	26,0	24,3	33,7	34,5	38,0
<b>EPS</b>	16,1 %	2,48	5,63	6,90	6,44	8,92	9,15	10,07
<b>DPS</b>	16,3 %	0,80	1,20	1,40	1,40	1,90	1,90	2,20
<b>Dividendenrendite</b>		2,2 %	1,9 %	1,6 %	2,2 %	2,1 %	2,1 %	2,4 %
<b>FCFPS</b>		8,25	-5,65	-3,64	8,62	7,87	3,85	5,08
<b>FCF / Marktkap.</b>		23,1 %	-9,1 %	-4,1 %	13,6 %	8,6 %	4,2 %	5,6 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,2 x	0,4 x	0,6 x	0,4 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		4,3 x	5,6 x	8,5 x	5,9 x	5,5 x	5,3 x	4,7 x
<b>EV / EBIT</b>		5,7 x	6,4 x	9,5 x	7,3 x	6,5 x	6,2 x	5,5 x
<b>KGV</b>		14,4 x	11,1 x	12,8 x	9,8 x	10,3 x	10,0 x	9,1 x
<b>FCF Potential Yield</b>		12,6 %	9,3 %	6,9 %	10,0 %	9,5 %	10,1 %	11,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-18,3	11,1	35,9	16,4	-12,4	-19,6	-31,6
<b>ROCE (NOPAT)</b>		7,4 %	13,7 %	13,2 %	11,4 %	15,5 %	15,2 %	15,4 %
<b>Guidance:</b>		2020: Umsatz 700 Mio. EUR, EBT Marge ca. 7,0%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2019; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Rohertragsmarge**  
in %



Quelle: Warburg Research

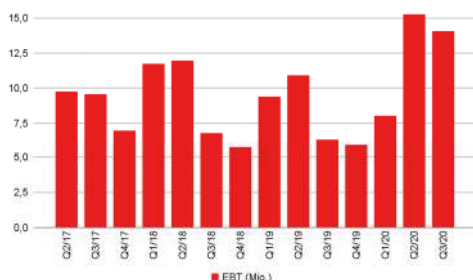
## Unternehmenshintergrund

- Einhell ist ein führender Anbieter von Elektrowerkzeugen und Gartengeräten für Heim- und Handwerker. Mit rund 40 Vertriebsgesellschaften werden die Produkte international vertrieben.
- Insbesondere im Bereich der kabellosen Akku-Produkte hat das Unternehmen eine führende Position aufgebaut. Mit dem Power-X-Change System verfügt Einhell über eine starke Marktstellung im Bereich der Akku-Plattformen
- Der Absatz erfolgt insbesondere über Baumärkte (58% des Umsatzes in 2019), E-Commerce (16%) und den Fachhandel (13%). Der Anteil des Geschäfts mit Discountern liegt bei unter 10%.
- Einhell hat eine langjährige Expertise in Produktentwicklung, Qualitätskontrolle, internationaler Distribution und After-Sales-Service. Die Produktion ist ausgelagert und wird durch eigene Einheiten in Asien überwacht
- Das Unternehmen wurde 1964 von Josef Thannhuber gegründet. 1987 erfolgte der Börsengang. Die Familie Thannhuber hält die Mehrheit der nicht notierten Stammaktien.

## Wettbewerbsqualität

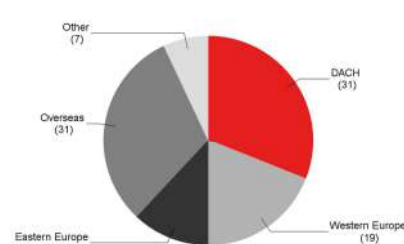
- Die Marke Einhell verfügt über eine hohe Markenbekanntheit in Kernmärkten, die im Zuge der langfristigen Strategie durch Marketingmaßnahmen und die Präsentation am Point-of-Sale (inkl. E-Commerce) weiter ausgebaut wird.
- Durch den frühzeitigen Fokus auf die Entwicklung innovativer Produkte kann das Unternehmen vom starken Wachstum im Segment der kabellosen Akku-Systeme profitieren und Marktanteile gewinnen.
- Mit der Akku-Plattform Power-X-Change bietet Einhell ein breites Sortiment von rund 180 Geräten für Haus und Garten an, das auch durch Kooperationen mit anderen Herstellern weiter ausgebaut werden kann.
- Einhell weist insgesamt eine starke Kapitalausstattung sowie eine hohe Kostenflexibilität aus und hat auch in konjunkturell schwierigen Jahren klar positive Ergebnisse erzielt.
- Die Fortsetzung der internationalen Expansion (zum Beispiel in Nordamerika, Skandinavien und Südostasien) bietet zusätzliches Wachstumspotenzial und Skaleneffekte.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



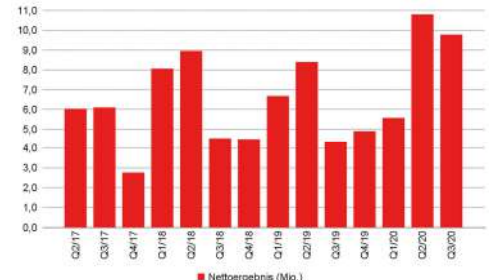
Quelle: Warburg Research

**EBT nach Regionen**  
2019; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

---

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Wettbewerbsqualität	6
<hr/>	
<b>Überzeugende A-Marken-Strategie</b>	<b>6</b>
<b>Power-X-Change-Konzept als Kategorieführer</b>	<b>7</b>
Einhell-Akkusystem...	7
...als wesentlicher Treiber für weiteres Umsatzwachstum	8
Markt und Wettbewerber	9
<b>Internationale Expansion, ein wichtiger Pfeiler der langfristigen Strategie</b>	<b>9</b>
<hr/>	
Wachstum/Finanzen	11
<hr/>	
<b>Fortsetzung des stetigen Wachstumskurses</b>	<b>11</b>
<b>EBT-Margenziel von 5-6% erscheint konservativ und untermauert solide Profitabilität</b>	<b>12</b>
<b>Starke Bilanz erlaubt weitere Ergänzungsakquisitionen</b>	<b>13</b>
Bewertung	14
Unternehmenshintergrund	16

---

## Zusammenfassung des Investment Case

### Investment Trigger

- Einhell ist in der schnell wachsenden Kategorie der akkubetriebenen Produkte gut positioniert. Die Power-X-Change-Serie ist eines der führenden Akkusysteme auf dem Markt. Mit der Einführung dieses Systems hat der Konzern in der wichtigen DACH-Region Marktanteile gewonnen. Der weitere Ausbau von Power-X-Change sollte die Position von Einhell auf dem Markt sowie die Markenqualität untermauern.
- Neben dem Wachstum mit akkubetriebenen Produkten profitiert der Konzern weiterhin von seiner internationalen Expansion. Das Unternehmen verfügt über eine nachgewiesene Erfolgsbilanz bei internationalen Vertriebsaktivitäten in Europa, Australien und Südamerika. Aktuelle Initiativen für die Expansion in Nordamerika, Skandinavien und Südostasien sind in den Schätzungen noch nicht vollständig berücksichtigt und könnten das Umsatz- und Ergebniswachstum unterstützen.
- Mit der weiteren Implementierung der langfristigen A-Marken-Strategie ist Einhell in der Lage, nach signifikanten Marktanteils-gewinnen in den Kernregionen eine starke globale Marke zu entwickeln. Aufgrund seines breiten Sortiments und der gestiegenen Markenbekanntheit kann das Unternehmen vom zukünftigen Wachstum der E-Commerce-Vertriebskanäle profitieren.

### Bewertung

- Aus unserem DCF-Modell leiten wir ein Kursziel von EUR 150 für die Einhell-Aktie ab.
- Die Aktie wird auf einem Niveau gehandelt, das nicht wesentlich über dem Buchwert von EUR 64 pro Aktie (2020e) liegt. Angesichts der stabilen Dividendenpolitik mit einer Ausschüttungsquote von 20-30% dürfte der Buchwert in den kommenden Jahren deutlich steigen.
- Mit einem KGV von rund 10 und einem EV/EBITDA von rund 5, basierend auf unseren Erwartungen für 2021/22, liegen die wichtigsten Bewertungsmultiplikatoren deutlich unter den Wettbewerbern und untermauern das Aufwärtspotenzial.

### Wachstum

- Einhell strebt ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 5-10% an. Im Zeitraum von 2016 bis 2019 erzielte der Konzern ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 7,5% und eine CAGR von 24,1% auf der EBT-Linie. Das langfristige Umsatzziel des Vorstands von EUR 1 Mrd. untermauert das Wachstumspotential.
- Im bisherigen Verlauf dieses Jahres hat sich das Umsatzwachstum beschleunigt (kumulierter Umsatz bis November 2020 +17,5%) was auf die hohe Nachfrage in den Bereichen Heimwerker- und Gartenbedarf im COVID-19-Umfeld zurückzuführen ist. Ein Hauptwachstumstreiber ist weiterhin die Kategorie Power-X-Change. Der Anteil der Power-X-Change-Umsätze wird bis 2020 auf rund 30% steigen (2019: 24%).
- Neben dem organischen Wachstumskurs in bestehenden Märkten und dem Fokus auf neue Regionen könnten weitere Ergänzungs-akquisitionen das Portfolio von Einhell stärken.


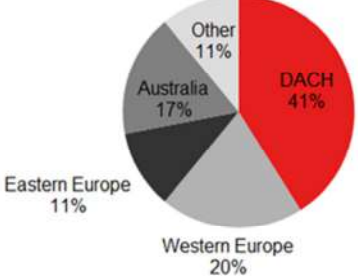
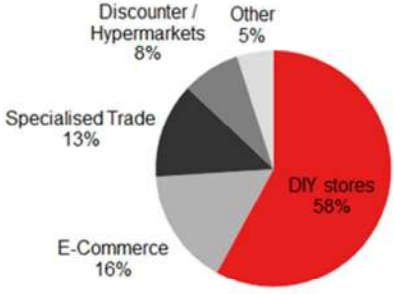
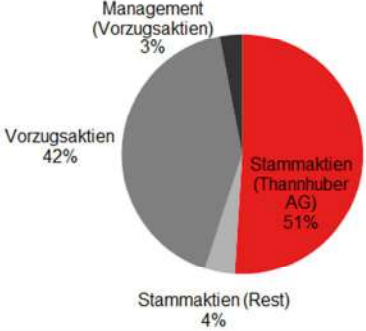
### Wettbewerbsqualität

- Einhell genießt in seinen Schlüsselmärkten einen hohen Bekanntheitsgrad, basierend auf einem breiten Sortiment an Elektrowerkzeugen und Gartengeräten mit hoher Qualität. In der wichtigen Kategorie der akkubetriebenen Produkte ist der Konzern gut positioniert. Die Power-X-Change-Serie ist eines der führenden Akkusysteme auf dem Markt und sollte es Einhell ermöglichen, weitere Marktanteile zu gewinnen.
- Das Unternehmen verfügt über langjährige Erfahrung in der internationalen Expansion und Vermarktung sowie in der Entwicklung und Beschaffung innovativer Produkte mit Partnerschaften in Fernost. Für die Weiterentwicklung der effizienten Akkutechnologie und andere Mobilitätsthemen hat der Konzern Kooperationen mit spezialisierten Forschungsinstituten aufgebaut.
- Einhell verfügt über eine starke Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von über 50%, stabilen Cashflows, keiner strukturellen Finanzverschuldung und einer fast vernachlässigbaren Goodwill-Position.

### Warburg vs. Konsens

- Keine Konsensschätzungen verfügbar.

## Unternehmensüberblick

Produktportfolio	DIY / Elektrowerkzeuge Akkuschrauber, Bohrmaschinen, Sägen, Stationäre Maschinen, Stromgeneratoren, Reinigungsgeräte, Zubehör	Garten Rasenmäher, Vertikutierer, Trimmer, Heckenscheren, Kettensägen, Laubbläser, Wasserpumpen
<b>Power-X-Change Akkusystem</b>		<p>Eines der führenden Akkusysteme mit dem breitesten Produktsortiment am Markt. Rund 180 verschiedene Geräte für Haus und Garten können mit einer Batterie und einem Ladegerät genutzt werden.</p> <p>Ende 2018: 87 Geräte Ende 2019: 130 Geräte Ende 2020: ca 180 Geräte</p> <p>Mittelfristziel: 350 Geräte</p>
<b>Key financials</b> Umsatz EBT <i>Power-X-Change</i>	<b>2019</b> EUR 605.7m (+4.8% y/y) EUR 32.5m (5.4% margin) ca. 24% of sales	<b>2020e</b> EUR 702.0m (+15.9% y/y) EUR 48.9m (7.0% margin) ca. 30% of sales
<b>Wettbewerber</b>	Bosch, Makita, Metabo, Gardena, Black+Decker, Ryobi, Wolf Garten	
<b>Umsatz nach Regionen und Umsatzaufteilung nach Vertriebskanälen (2019)</b>		
<b>Vorstand</b>	<b>Andreas Kroiss</b> <i>Vorstandsvorsitzender</i> (seit 2003, im Unternehmen seit 1998)  <b>Dr. Markus Thannhuber</b> <i>Vorstand Technik</i> (seit 2007, im Unternehmen seit 2001)	<b>Jan Teichert</b> <i>Vorstand Finanzen</i> (seit 2003)  <b>Dr. Christoph Urban</b> <i>Vorstand IT und Digitalisierung</i> (seit 2019, im Unternehmen seit 2002)
<b>Aktionärsstruktur</b>		<p>Stammaktien: 2,094 Mio. Vorzugsaktien: 1,680 Mio. Aktien gesamt: 3,774 Mio.</p>

Quelle: Warburg Research

## Wettbewerbsqualität

- A-Marken-Strategie als klares langfristiges Ziel des Managements.
- Starke Konzentration auf das Power-X-Change-Akkusystem zahlt sich aus. Aktuelles Ranking der Stiftung Warentest untermauert die führende Position im Segment der kabellosen Elektrowerkzeuge.
- Fortsetzung der internationalen Expansion in ausgewählten Zielregionen bietet zusätzliches Wachstumspotenzial und Skaleneffekte.

### A-Marken-Position durch jüngste Produkttests untermauert

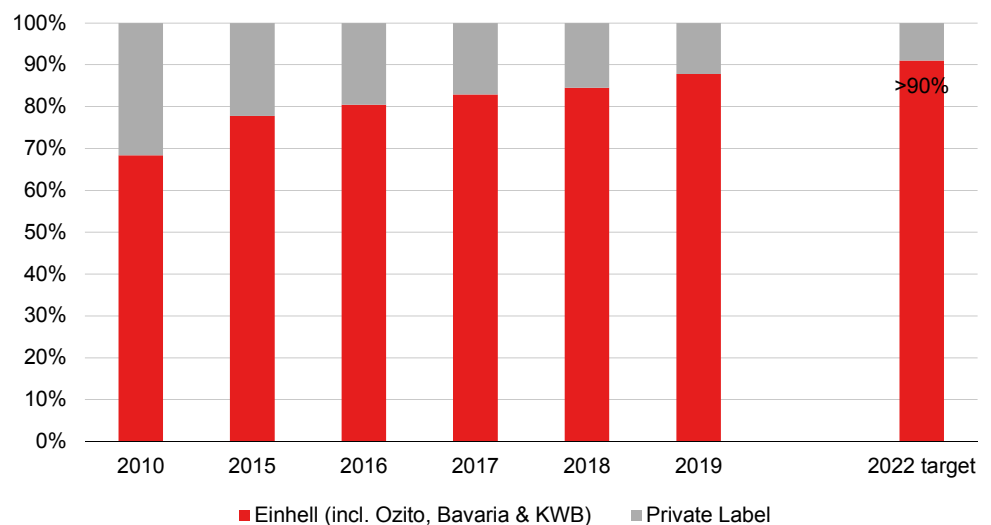
## Überzeugende A-Marken-Strategie

Einhell verfügt über langjährige Erfahrung in der Entwicklung und dem Verkauf modernster Elektrowerkzeuge für Haus und Garten. Basierend auf einem breiten Produktsortiment und zuverlässiger Qualität lag der Fokus des Managements stets darauf, Einhell als A-Marke zu positionieren. In der Vergangenheit hatte der Konzern eine starke Präsenz im White-Label-Geschäft für seine Einzelhandelskunden. Die Bedeutung dieses Geschäfts wurde erheblich reduziert. Der Anteil des Geschäfts mit Lebensmitteleinzelhändlern und Hypermärkten beträgt jetzt weniger als 10%.

Die Marke Einhell hat zu bekannten Markennamen wie Bosch oder Gardena aufgeschlossen. In seinen Kernmärkten konnte das Unternehmen in den letzten Jahren erhebliche Marktanteile gewinnen. In Deutschland gehört Einhell in der Kategorie der Elektrowerkzeuge zusammen mit Bosch und Makita zu den drei führenden Marken, gemessen an den verkauften Stückzahlen. Im Segment der kabellosen Gartengeräte hat Einhell, gemessen an den verkauften Einheiten, die Spitzenposition in Deutschland erreicht.

Die strategische Position als A-Marke basiert auf einer guten Produktqualität und einem hohen Serviceniveau. Die Produktion in China wird von einer Einhell-Einheit überwacht, um die Qualitätskontrolle sicherzustellen. Regelmäßige positive Kommentare aus Produkttests untermauern die Leistungsfähigkeit der Produkte. Darüber hinaus besteht der Ansatz des Unternehmens darin, die beste Serviceerfahrung auf dem DIY-Markt zu bieten, und die Serviceangebote scheinen ein wichtiges Markendifferenzierungsmerkmal zu sein. Daher legt Einhell großen Wert auf eine permanente Optimierung seines Services (z.B. Hotline, Multi-Channel-Kommunikation, erklärende Videos, Rücknahme-/Reparaturmanagement, Ersatzteile, Garantien).

### Anteil des Umsatzes mit Kernmarken kontinuierlich ausgebaut



Quelle: Einhell

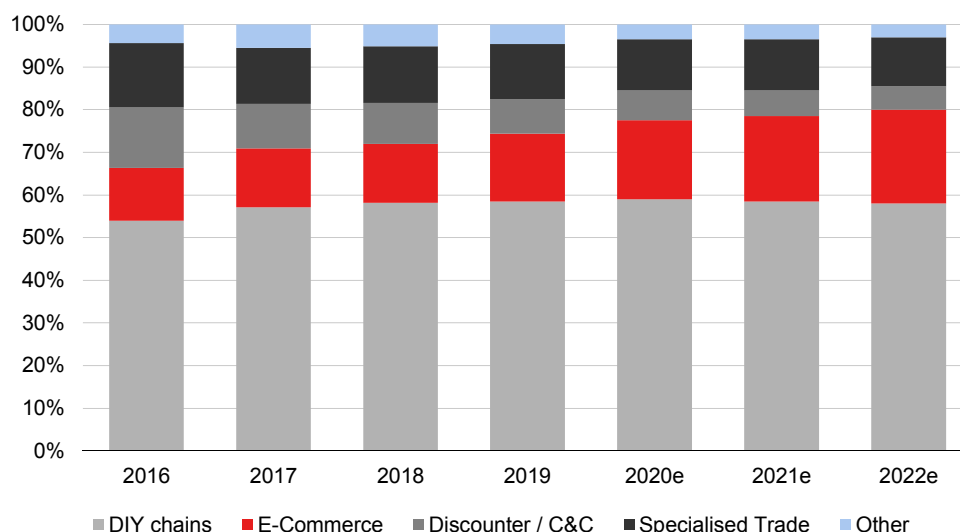


Der Hauptfokus von Einhell wird weiterhin auf Produktentwicklung und Innovation liegen. Der Konzern hat Partnerschaften mit wichtigen Lieferanten aufgebaut und arbeitet mit Forschungsinstituten auf dem Gebiet der Akkutechnologie zusammen. Eine eigene IT-Tochtergesellschaft (ECommerce System) arbeitet an der Softwareentwicklung für die zukünftige Konfiguration und Konnektivität der Produkte. Mit diesen Maßnahmen will Einhell seine führende Position in der Kategorie der Akkusysteme sichern.

Eine wichtige Säule zur Stärkung der Markenbekanntheit in den relevanten Märkten ist ein stärkerer Fokus auf Marketing, Design und eine verbesserte Präsenz am Point-of-Sale (PoS). In der DACH-Kernregion führten TV-Werbekampagnen zu deutlich höheren Umsätzen mit Power-X-Change-Produkten. Nicht zuletzt ist Einhell offizieller Main Partner von BMW I Motorsport in der Formel E. Dies sollte die Markenbekanntheit und das Image im Bereich der kabellosen Elektrowerkzeuge weiter steigern.

Die A-Marken-Strategie und ein stärkeres Markenbewusstsein sollten auch zu einer weiteren Umsatzsteigerung mit E-Commerce-Kunden führen. Während Baumarktketten für Einhell nach wie vor der mit Abstand größte Vertriebskanal sind, machte der E-Commerce-Vertriebskanal im 9M 2020-Zeitraum bereits fast 20% des Umsatzes aus. Mit der breiten Produktpalette im Bereich Heimwerker- und Gartenbedarf sowie potenziellen Wiederholungskäufen von Power-X-Change-Anwendern wird die Bedeutung des E-Commerce-Vertriebskanals für Einhell aus unserer Sicht weiter zunehmen.

### Starkes Umsatzwachstum mit E-Commerce-Kunden



Quelle: Einhell, Warburg Research

## Power-X-Change-Konzept als Kategorieführer

### Einhell-Akkusystem...

2015 führte Einhell sein Power-X-Change-Programm ein, das es ermöglichte, mehrere Geräte mit einem Akku und einem Ladegerät zu verwenden. Seitdem wurde die Produktpalette für Power-X-Change stetig erweitert. Derzeit bietet der Konzern rund 180 verschiedene Geräte in der gesamten Produktkategorie für Haus und Garten an. Dank effizienter Akkus und neuester Zelltechnologie ist Power-X-Change auch für stromintensive Geräte geeignet.

Mit dem frühen Fokus auf die Verlagerung der Kundennachfrage hin zu kabellosen Werkzeugen und der Beherrschung von Akkukonzepten konnte Einhell von dem schnellen Wachstum in diesem Bereich profitieren. Das ursprüngliche Ziel, bis 2020 sechs Millionen Power-X-Change-Akkus zu verkaufen, wurde bereits 2019 erreicht. Bis heute hat das Unternehmen mehr als 10 Millionen Power-X-Change-Akkus verkauft. Diese Zahl unterstreicht auch die starke Position von Einhell in dieser Kategorie. Eine hohe Anzahl verkaufter Akkus führt zu wiederkehrenden Umsätzen, da ein "Starterkit" (Akku + Ladegerät) zum potenziellen Verkauf von bis zu drei verschiedenen Werkzeugen führt. Bis 2022 plant der Konzern, 16 Millionen Akkus zu verkaufen.

Neben der breiten Produktpalette hat Einhell Power-X-Change auch als Plattform für Kooperationen geöffnet. Power-X-Change-Akkus können auch für Elektro-Tretroller oder Hubwagen verwendet werden. Weitere Kooperationen für Haushaltsanwendungen könnten folgen und würden die Einhell-Plattform weiter stärken.

Insgesamt scheint die Etablierung von Akkuplattformssystemen ein wichtiger Game Changer in der Branche zu sein. Mit der Entscheidung des Verbrauchers für einen Anbieter wird die Kundenbindung an eine Marke und das Cross-Selling-Potenzial steigen. Mit dem starken Fokus auf diese Kategorie hat Einhell eine ausgezeichnete Möglichkeit, neue Kunden zu gewinnen.

### Power-X-Change bietet eine Vielzahl von Geräten für Haus und Garten



Quelle: Einhell

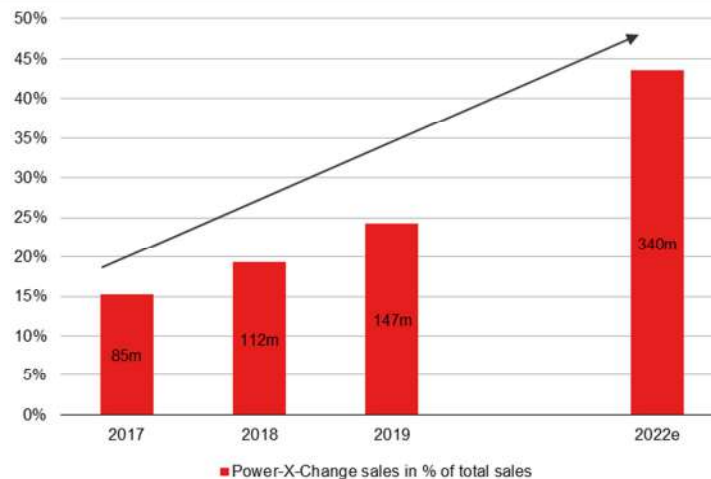
### ...als wesentlicher Treiber für weiteres Umsatzwachstum

Der starke Fokus auf die Power-X-Change-Kategorie ist ein starker Treiber für die Umsatzentwicklung von Einhell. Mittelfristig strebt das Unternehmen einen Umsatzanteil von 40-50% mit Power-X-Change-Produkten an. Das Management plant eine Erweiterung auf rund 350 Geräte für die Power-X-Change-Plattform.

Im laufenden Jahr hat sich das dynamische Power-X-Change-Wachstum fortgesetzt (WRe: Power-X-Change-Umsatz +40%). Wir erwarten, dass 2020 rund 30% des Gesamtumsatzes mit dieser Produktkategorie erzielt werden. Das Niveau von 40% wird nach unseren Annahmen im Jahr 2022 überschritten werden. Insgesamt gehen wir beim Umsatz des Power-X-Change-Sortiments von einer CAGR 2019/22 von 32% aus.



### Entwicklung des Power-X-Change-Umsatzes



Quelle: Einhell, Warburg Research

### Markt und Wettbewerber

Alle wichtigen Akteure der Elektrowerkzeugindustrie haben ebenfalls Akkusysteme eingeführt (z.B. Bosch, Ryobi, Makita, Metabo). Dies unterstreicht das starke Marktwachstum in dieser Kategorie. Wir gehen davon aus, dass sich dieses Wachstum mit laufenden Ersatzkäufen für Bohrmaschinen, Heckenscheren, Rasenmäher und andere Artikel fortsetzen wird.

Trotz der Konkurrenz sehen wir Einhell in dieser Kategorie gut aufgestellt. Mit dem frühen Fokus auf akkubetriebene Produkte hat der Konzern bedeutende Erfahrungen und Partnerschaften für Forschung und Entwicklung aufgebaut. Darüber hinaus bietet Einhell eine der breitesten Produktpaletten für seinen Master-Akku an, was für die Kunden ein entscheidender Faktor zu sein scheint. Nicht zuletzt hat Einhell eine kritische Größe erreicht, die für die Entwicklung und Beschaffung relevant ist. Vor allem für kleinere Unternehmen oder Nischenmarken ist die Umstellung auf kabellose Werkzeuge eine große Herausforderung.

Im Juli 2020 kündigte Bosch die "Power For All"-Allianz an. Gardena und einige kleinere Marken werden in das Bosch-Akkusystem einsteigen. Dieser Schritt könnte auch als Reaktion auf die starke Position von Einhell auf dem Akkumarkt gesehen werden. Im Vergleich zum Gesamtmarkt für Elektrowerkzeuge hat Einhell in Deutschland in den kabellosen Marktsegmenten höhere Marktanteile erzielt, insbesondere in der Kategorie der kabellosen Rasenmäher, in der die Power-X-Change-Produkte eine deutliche Outperformance gegenüber den verkauften Stückzahlen im Markt erzielt haben.

Ein kürzlich durchgeführter Produkttest der renommierten Stiftung Warentest unterstreicht die starke Position von Einhell auf dem Gebiet der Akkusysteme. Qualität, Handhabung, Ladezeit und Lebensdauer waren die wichtigsten Punkte der Prüfung, und Einhell wurde als Testsieger vor Bosch, Makita und anderen ausgezeichnet. Insbesondere in der B2C-Kategorie sind solche Produkttests für die Kaufentscheidung der Verbraucher von hoher Relevanz.

### Internationale Expansion, ein wichtiger Pfeiler der langfristigen Strategie

Einhell kann auf eine langjährige Erfolgsgeschichte in der Internationalisierung seines Geschäfts zurückblicken. Mit fast 40 Tochtergesellschaften in Europa, Asien, Australien und Südamerika verfügt der Konzern über ein starkes internationales Netzwerk. Der Markteintritt in Südamerika und die Übernahme von Ozito in Australien 2013 waren wichtige Schritte zur Stärkung des Geschäfts außerhalb Europas. Einhell hat über viele Jahre hinweg umfangreiche Erfahrungen beim Vertrieb seiner Produkte auf den verschiedenen Märkten mit eigenen Tochtergesellschaften oder externen Vertriebspartnern gesammelt. Der Konzern verfügt auch über beträchtliche Erfahrung bei der Durchführung von Geschäften in Ländern mit Hyperinflation oder hohen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten (z.B. Argentinien, Türkei).

Die weitere internationale Expansion bleibt eine Hauptpriorität auf der strategischen Agenda von Einhell. Das Unternehmen hat mehrere interessante regionale Märkte für die Fortsetzung seiner langfristigen Wachstumsstrategie ausgewählt:

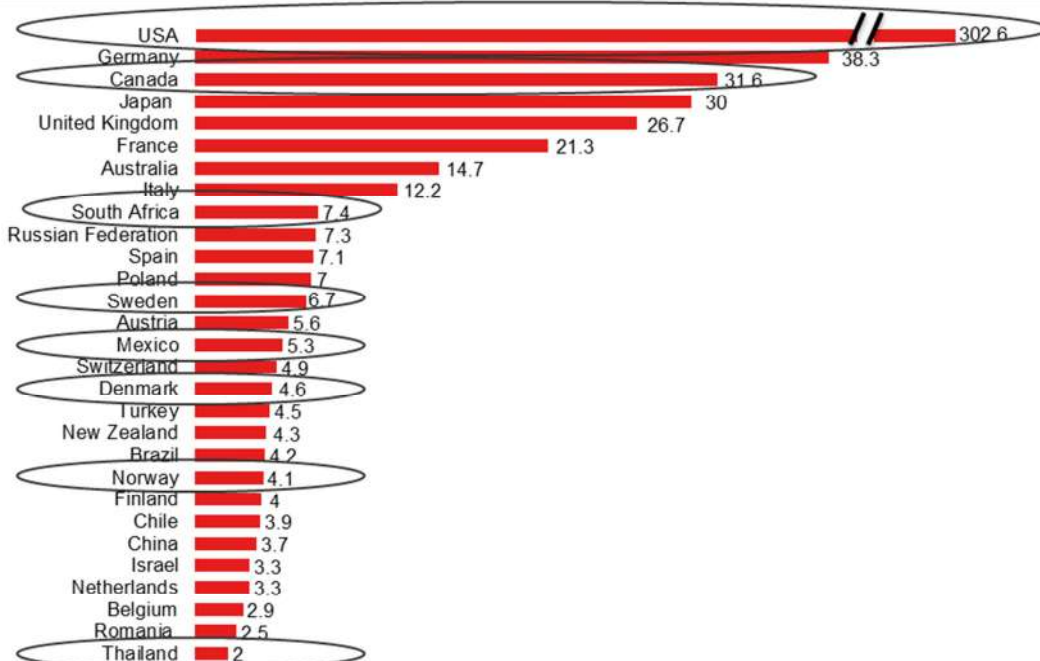
- USA/Kanada mit einem langfristigen Umsatzziel von EUR 100 Mio.
- Mexiko und andere Märkte in Süd-/Zentralamerika mit einem Umsatzpotenzial von rund EUR 40 Mio.
- Skandinavien, wo der Konzern bereits ein neues Joint Venture mit dem Distributor Millarco als lokalem Partner mit einem zusätzlichen Umsatzpotential von EUR 20 Mio. gegründet hat
- Südafrika und Thailand sind potenzielle Expansionsmärkte für den Markteintritt mit lokalen Partnern oder Akquisitionen

Während die neue Kooperation für Schweden, Dänemark und Norwegen mit der Listung von Einhell-Produkten bei weiteren Handelspartnern erfolgreich angelaufen ist, befinden sich die Projekte für die anderen Zielländer noch in einem frühen Stadium. Da die derzeitigen Beschränkungen im Zusammenhang mit COVID-19 die Einführung neuer internationaler Partnerschaften erschweren, berücksichtigen unsere Schätzungen das angesprochene Umsatzpotenzial noch nicht vollständig.

Auf die USA entfallen rund 50% des weltweiten DIY-Marktes von rund EUR 600 Mrd. Für den wichtigen US-Markt kündigte Einhell nach einer intensiven Marktanalyse im April 2019 eine Partnerschaft mit dem US-Unternehmen SnowJoe an. Für den Vertriebsstart in den USA wurden 80 Power-X-Change-Geräte zusammengestellt. Allerdings hat der Geschäftspartner in den USA laut Management noch nicht so viele Fortschritte gemacht wie erwartet. Derzeit arbeitet der Konzern gemeinsam mit dem US-Partner an Optimierungsmaßnahmen, was noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Der nordamerikanische Markt ist für Einhell nach wie vor sehr attraktiv. Angesichts der Größe des Marktes und eines risikoarmen Expansionsansatzes bevorzugt der Konzern für diese Region eindeutig eine Partnerschaft mit einem lokalen Vertriebsunternehmen.

Kürzlich gab der Konzern den Erwerb einer 51%-Beteiligung an der südafrikanischen Firma Lawn Star bekannt, die Gartengeräte (Rasentrimmer und Rasenmäher usw.) in Südafrika und anderen afrikanischen Nachbarländern verkauft. Auch wenn es sich hierbei um eine kleinere Aktivität mit einem derzeitigen Umsatz von EUR 3-4 Mio. handelt, ist dies ein weiterer Schritt in der internationalen Wachstumsstrategie. Lawn Star wird eine gute Plattform für den Vertrieb von Einhell-Produkten auf dem afrikanischen Kontinent sein.

#### Internationale Expansion: Zielländer in Bezug auf die Gesamtgröße des DIY-Marktes



Quelle: EDRA, Einhell, Warburg Research

## Wachstum/Finanzen

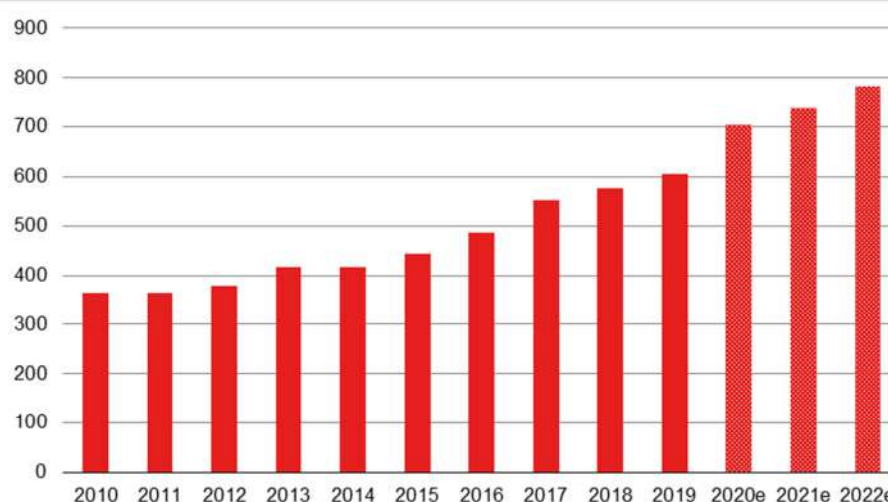
- Stetiger Wachstumskurs unterstützt durch dynamische Umsatzsteigerung mit Power-X-Change-Produkten. Zusätzliche Wachstumsmöglichkeiten durch internationale Expansion und Ergänzungsakquisitionen.
- Starker Ergebnisanstieg im laufenden Jahr. Langfristiges EBT-Margenziel von 5-6% erscheint nach den jüngsten Profitabilitätsverbesserungen sehr konservativ.
- Eine wichtige Säule des Investment Case ist die hohe Bilanzqualität mit einer Eigenkapitalquote von über 50%.

## Fortsetzung des stetigen Wachstumskurses

### Langjährige Erfolgsbilanz beim Umsatzwachstum

Wir erwarten, dass die A-Marken-Strategie mit einem starken Fokus auf die Akkuplattform Power-X-Change den stetigen Wachstumskurs von Einhell weiterhin unterstützen wird. Von 2010 bis 2019 erzielte der Konzern ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 5,8%. Im Zeitraum 2016 bis 2019 betrug die CAGR 7,5%.

### Umsatzentwicklung 2010–2022e



Quelle: Einhell, Warburg Research

Wir gehen davon aus, dass bereits im Jahr 2022 das Umsatzniveau von EUR 750 Mio. überschritten werden kann. Ursprünglich hatte das Management dies für 2023/24 geplant. Jetzt konzentriert sich das Unternehmen auf sein langfristiges Umsatzziel von EUR 1 Mrd.

### Umsatz- und EBT-Szenario 2016–2022e

in EURm	2016	2017	y/y	2018	y/y	2019	y/y	2020e	y/y	2021e	y/y	2022e	y/y
DACH	201.4	220.0	9.2%	229.1	4.2%	247.0	7.8%	298.0	20.6%	314.0	5.4%	333.0	6.1%
Western Europe	82.0	103.6	26.3%	114.4	10.4%	121.8	6.5%	136.0	11.7%	141.5	4.0%	152.0	7.4%
Eastern Europe	60.7	67.7	11.6%	69.8	3.0%	63.4	-9.0%	68.0	7.2%	70.5	3.7%	74.0	5.0%
Overseas	115.9	135.4	16.8%	126.5	-6.6%	126.9	0.3%	158.0	24.5%	168.0	6.3%	178.0	6.0%
Other countries	27.2	26.7	-1.9%	38.2	43.0%	46.6	21.9%	42.0	-9.8%	43.0	2.4%	44.0	2.3%
<b>Einhell group</b>	<b>487.2</b>	<b>553.4</b>	<b>13.6%</b>	<b>577.9</b>	<b>4.4%</b>	<b>605.7</b>	<b>4.8%</b>	<b>702.0</b>	<b>15.9%</b>	<b>737.0</b>	<b>5.0%</b>	<b>781.0</b>	<b>6.0%</b>
DACH	5.9	6.7		8.0		10.2		16.0		16.4		18.4	
Western Europe	2.7	6.7		4.8		6.2		8.7		8.9		9.9	
Eastern Europe	4.4	5.0		5.7		4.0		5.5		5.7		6.2	
Overseas	6.7	15.4		13.0		10.0		15.2		15.4		16.8	
Other countries	4.9	9.5		3.5		3.7		5.5		5.5		5.5	
Consolidation	-7.6	-7.6		1.2		-1.6		-2.0		-2.1		-2.1	
<b>EBT</b>	<b>17.0</b>	<b>35.7</b>	<b>110.2%</b>	<b>36.2</b>	<b>1.4%</b>	<b>32.5</b>	<b>-10.2%</b>	<b>48.9</b>	<b>50.5%</b>	<b>49.8</b>	<b>1.8%</b>	<b>54.7</b>	<b>9.8%</b>
<b>EBT margin</b>	<b>3.5%</b>	<b>6.5%</b>		<b>6.3%</b>		<b>5.4%</b>		<b>7.0%</b>		<b>6.8%</b>		<b>7.0%</b>	

Quelle: Warburg Research

Unsere Umsatzwachstumserwartungen basieren hauptsächlich auf dem organischen Wachstumspotenzial in bestehenden Märkten. Aufgrund der derzeitigen Unsicherheiten haben wir ein signifikantes kurzfristiges Umsatzvolumen aus der weiteren internationalen Expansion nicht berücksichtigt.

Der wichtigste Wachstumstreiber wird das Power-X-Change-Akkusystem bleiben. Wir erwarten, dass Einhell seinen Anteil am Umsatz in dieser Kategorie kontinuierlich steigern wird. Insbesondere das Ergebnis des jüngsten Berichts der Stiftung Warentest dürfte ein zusätzlicher Treiber für den Verkauf des Akkusystems von Einhell in den Kernmärkten Westeuropas sein.

### Power-X-Change-Umsatz 2017-2022e

in EURm	2017	2018	y/y	2019	y/y	2020e	y/y	2021e	y/y	2022e	y/y
Group sales	553.4	577.9	4.4%	605.7	4.8%	702.0	15.9%	737.0	5.0%	781.0	6.0%
Power-X-Change	84.6	111.9	32.3%	147.2	31.5%	211.0	43.3%	275.0	30.3%	340.0	23.6%
share of sales	15.3%	19.4%		24.3%		30.1%		37.3%		43.5%	

Quelle: Einhell, Warburg Research

### EBT-Margenziel von 5-6% erscheint konservativ und untermauert solide Profitabilität

Mit der Erhöhung des Eigenmarkenanteils und der Reduzierung des Geschäfts mit Discountern verbesserte sich die Rohertragsmarge von Einhell strukturell von 30% (Durchschnitt der Jahre 2010-2014) auf rund 34%. Für die kommenden Jahre erwarten wir ein ähnliches Rohertragsmargenniveau.

Im Einklang mit der Erfolgsbilanz eines profitablen Wachstums hat der Konzern ein langfristiges EBT-Margenziel von 5-6%. Für 2020 erwartet Einhell eine höhere EBT-Marge von rund 7,0%, getrieben von der dynamischen Umsatzentwicklung im laufenden Jahr, da der Konzern von der starken Nachfrage im Bereich Heimwerker- und Gartenbedarf aufgrund des pandemiebedingten "Stay-at-home"-Umfelds profitierte. In 9M 2020 stieg der Umsatz um rund 14%. Das starke Umsatzwachstum setzte sich im Oktober und November fort (Umsatz nach 11 Monaten +17,5%). Daher hob das Management Anfang Dezember die Umsatz- und Ergebnisprognose an (GJ 2020: Umsatz von rund EUR 700 Mio. gegenüber EUR 670 Mio. zuvor, EBT-Marge 7,0% gegenüber 6,5% zuvor).

Nach dem starken Anstieg der Ergebnismarge im Jahr 2020 erwarten wir auch, dass die EBT-Margen in den Jahren 2021 und 2022 den Korridor von 5-6% überschreiten. Angesichts der angekündigten Investitionen in Produktentwicklung und Marketing gehen wir von einem leichten Rückgang der EBT-Marge auf 6,8% im Jahr 2021 aus. Der Zielkorridor von 5-6% erscheint uns jedoch sehr konservativ.

Unsere Berechnung (Rohertragsmarge ca. 34%, EBT-Marge ca. 7%) impliziert eine Personalaufwandsquote von ca. 12,5% und sonstige betriebliche Aufwendungen von ca. 14,5% des Umsatzes. Hauptpositionen innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind Werbe- und Frachtkosten. Wir gehen von einem weiteren Anstieg der Werbeausgaben aus (2017: 2,3% des Umsatzes, 2019: 3,7% des Umsatzes), aber Skaleneffekte und Effizienzsteigerungen sollten dies ausgleichen.

Insgesamt könnten aufgrund der langfristigen Ausrichtung auf die A-Marken-Strategie und des steigenden Anteils der Power-X-Change-Umsätze weitere Steigerungen der Rohertragsmarge möglich sein. Dies würde mittel- bis langfristig ein Aufwärtspotenzial für die EBT-Marge bieten, das derzeit nicht berücksichtigt ist.

Basierend auf den deutlichen Ergebnisverbesserungen im laufenden Jahr ist eine Dividendenerhöhung für 2020 aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich. Wir erwarten eine Erhöhung von EUR 1,40 auf EUR 1,90 pro Vorzugsaktie. Dies entspricht der langfristigen Ausschüttungsquote von 20-30%.

**Aktuelle Performance: Starke 9M 2020-Zahlen**

<i>Regions in EURm</i>	9M 2020	9M 2019	y/y	<i>P&amp;L in EURm</i>	9M 2020	9M 2019	y/y
DACH	234.1	194.3	20.5%	<b>Sales</b>	<b>529.6</b>	<b>463.0</b>	<b>14.4%</b>
Western Europe	101.4	94.1	7.8%	Material expenses	-347.6	-307.6	13.0%
Eastern Europe	51.3	48.9	4.9%	<b>Gross profit</b>	<b>182.0</b>	<b>155.4</b>	<b>17.1%</b>
Overseas	114.4	92.0	24.4%	<b>Margin</b>	<b>34.4%</b>	<b>33.6%</b>	<b>+80bps</b>
Other countries	28.4	33.7	-15.7%	Operating expenses	-135.9	-120.4	12.8%
<b>Group sales</b>	<b>529.6</b>	<b>463.0</b>	<b>14.4%</b>	<b>EBITDA</b>	<b>46.1</b>	<b>35.0</b>	<b>31.8%</b>
DACH	13.5	10.2	32.2%	Depreciation	-6.9	-5.9	17.5%
Western Europe	5.8	3.9	47.4%	<b>EBIT</b>	<b>39.2</b>	<b>29.1</b>	<b>34.7%</b>
Eastern Europe	4.2	3.1	36.5%	Financial result	-1.8	-2.5	-25.4%
Overseas	11.7	7.0	68.2%	<b>EBT</b>	<b>37.4</b>	<b>26.6</b>	<b>40.3%</b>
Other countries	3.7	2.0	86.7%	<b>Margin</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>+130bps</b>
Consolidation	-1.5	0.5	-412.0%	Taxes	-10.8	-7.0	54.4%
<b>Group EBT</b>	<b>37.4</b>	<b>26.6</b>	<b>40.3%</b>	<b>Net profit</b>	<b>26.6</b>	<b>19.6</b>	<b>35.3%</b>
<b>EBT margin</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.8%</b>		Minorities	0.4	0.2	85.5%
				<b>Net profit after minorities</b>	<b>26.2</b>	<b>19.4</b>	<b>34.7%</b>

Quelle: Einhell

**Starke Bilanz erlaubt weitere Ergänzungsakquisitionen**

Mit einer Eigenkapitalquote von rund 55% und ohne strukturelle Nettoverschuldung verfügt Einhell über eine sehr solide Bilanz. Das Eigenkapital hat sich nun auf deutlich über EUR 200 Mio. von EUR 150 Mio. im Jahr 2016 erhöht, unter Einbehaltung der Gewinne. Im gleichen Zeitraum schüttete der Konzern Dividenden in Höhe von insgesamt EUR 20 Mio. aus.

Die wichtigsten Bilanzpositionen beziehen sich auf das Working Capital mit saisonalen Schwankungen. Insgesamt gehen wir von einem Net Working Capital von etwa 30% des Umsatzes aus.

**Bilanzstruktur per Dezember 2019 (in Mio. EUR)**

Fixed Assets	67	16.9%	<b>Equity</b>	<b>215</b>	<b>54.2%</b>
<b>Inventories</b>	<b>173</b>	<b>43.6%</b>	<b>Accounts payable</b>	<b>78</b>	<b>19.6%</b>
<b>Receivables</b>	<b>93</b>	<b>23.4%</b>	<b>Bank/Lease liabilities</b>	<b>38</b>	<b>9.6%</b>
<b>Cash</b>	<b>25</b>	<b>6.3%</b>	Other items	66	16.6%
Other current assets	39	9.8%			

Quelle: Einhell

Die starke Bilanz und ein stetiger operativer Cashflow ermöglichen es Einhell, flexibel auf potenzielle Wachstums- oder M&A-Gelegenheiten zu reagieren. Mit der Übernahme von kwb (Zubehör) und Ozito (Australien) verfügt das Management über eine gute Erfolgsbilanz bei der Integration übernommener Unternehmen. Mögliche Ziele könnten Fachhandelsmarken oder regionale Akteure zur Stärkung des Konzernportfolios sein. Eine Kombination des Discountergeschäfts mit attraktiven Volumina wäre ebenfalls eine strategische Option.

## Bewertung

- Aus unserem DCF-Modell leiten wir ein Kursziel von EUR 150 für die Einhell-Aktie ab.
- Mit einem fairen Wert von rund EUR 140 (2022e) deutet auch das FCF Value Potential auf ein erhebliches Aufwärtspotenzial hin.
- Umsatz- und Ergebnismultiplikatoren sehr niedrig.

### DCF-Modell deutet auf aktuelle Unterbewertung der Aktie hin

Für die Bewertung der Einhell-Aktie verwenden wir ein DCF-Modell sowie unseren Free Cash Flow Value Potential-Ansatz und einen Peergroup-Vergleich.

Wir halten das DCF-Modell für am geeignetsten, um das mittel- bis langfristige Wachstumspotenzial widerzuspiegeln. Im DCF-Modell gehen wir langfristig von stetig abnehmenden Wachstumsraten mit einem ewigen Wachstum von 2% aus. Unser Modell impliziert eine durchschnittliche mittel- bis langfristige EBT-Marge von 5,8%, was der langfristigen Guidance von 5-6% entspricht. Die Berechnung des fairen Wertes basiert auf einem WACC von 7,3%.

Das FCF Value Potential ist eher kurzfristig orientiert. Die fairen Werte auf Basis des Cashflow-Potenzials in den Jahren 2021 und 2022 liegen jedoch auch deutlich über EUR 100.

### Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9,6	21,6	26,3	24,6	34,2	34,8	38,3	
+ Abschreibung + Amortisation	6,5	5,2	4,8	8,4	9,1	9,5	9,9	
- Zinsergebnis (netto)	-3,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,3	-2,5	-2,5	
- Erhaltungsinvestitionen	5,0	6,7	8,4	10,0	14,0	14,0	14,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>14,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>31,6</b>	<b>32,8</b>	<b>36,7</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	12,6 %	9,3 %	6,9 %	10,0 %	9,5 %	10,1 %	11,7 %	
WACC	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>116,7</b>	<b>246,2</b>	<b>369,7</b>	<b>254,9</b>	<b>333,3</b>	<b>326,2</b>	<b>314,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>200,5</b>	<b>313,4</b>	<b>348,2</b>	<b>349,7</b>	<b>432,8</b>	<b>449,4</b>	<b>502,3</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	12,2	12,2	12,2	12,2	-16,2	-23,6	-35,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	4,2	4,2	4,2	4,2	3,8	4,0	4,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>184,1</b>	<b>296,9</b>	<b>331,8</b>	<b>333,2</b>	<b>445,2</b>	<b>468,9</b>	<b>533,9</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>48,76</b>	<b>78,67</b>	<b>87,91</b>	<b>88,29</b>	<b>117,96</b>	<b>124,24</b>	<b>141,44</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					28,8 %	35,6 %	54,4 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,30 %	33,30	54,50	61,05	61,32	84,58	89,58	102,70
	9,31 %	37,35	60,83	68,08	68,38	93,31	98,65	112,84
	8,30 %	42,37	68,67	76,80	77,13	104,15	109,91	125,42
WACC	<b>7,30 %</b>	<b>48,76</b>	<b>78,67</b>	<b>87,91</b>	<b>88,29</b>	<b>117,96</b>	<b>124,24</b>	<b>141,44</b>
	6,31 %	57,19	91,84	102,55	102,98	136,15	143,13	162,55
	5,30 %	68,79	109,97	122,70	123,22	161,20	169,13	191,61
	4,30 %	85,78	136,53	152,21	152,85	197,88	207,21	234,17

- Anstieg der Nettoliquidität in den kommenden Jahren erwartet.



## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	702,0	737,0	781,0	827,9	877,5	925,8	976,7	1.025,6	1.076,8	1.125,3	1.164,7	1.199,6	1.229,6	
Umsatzwachstum	15,9 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
EBIT	51,2	52,3	57,2	58,0	61,4	60,2	63,5	66,7	64,6	67,5	69,9	66,0	67,0	
EBIT-Marge	7,3 %	7,1 %	7,3 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	35,8	36,6	40,0	40,6	43,0	42,1	44,4	46,7	45,2	47,3	48,9	46,2	46,9	
Abschreibungen	9,1	9,5	9,9	10,8	11,4	12,0	12,7	13,3	14,0	14,6	15,1	15,6	16,0	
Abschreibungsquote	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,4	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-3,0	14,0	12,0	16,7	14,5	14,2	15,1	14,6	15,4	13,6	11,0	9,8	8,4	
- Investitionen	14,0	13,0	13,0	13,2	13,2	13,0	12,7	13,3	14,0	14,6	15,1	15,6	16,0	
Investitionsquote	2,0 %	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Sonstiges	4,0	4,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	29,5	15,3	20,9	21,1	26,9	27,2	29,6	32,3	30,1	33,9	38,1	36,6	38,6	40
Barwert FCF	29,5	14,2	18,2	17,1	20,3	19,1	19,4	19,7	17,1	18,0	18,8	16,8	16,6	327
Anteil der Barwerte	10,83 %			31,98 %										57,19 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>7,30 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,20</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	245		
Terminal Value	327		
Zinstr. Verbindlichkeiten	25		
Pensionsrückstellungen	4		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	26	Aktienzahl (Mio.)	3,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>567</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>150,13</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,41	8,3 %	118,44	120,58	122,89	125,37	128,07	130,99	134,18	1,41	8,3 %	82,53	96,81	111,09	125,37	139,65	153,94	168,22
1,31	7,8 %	128,09	130,72	133,57	136,67	140,04	143,73	147,78	1,31	7,8 %	90,11	105,63	121,15	136,67	152,18	167,70	183,22
1,25	7,6 %	133,51	136,44	139,62	143,09	146,88	151,05	155,65	1,25	7,6 %	94,42	110,64	126,87	143,09	159,31	175,53	191,75
1,20	7,3 %	139,39	142,66	146,22	150,13	154,41	159,14	164,40	1,20	7,3 %	99,15	116,14	133,13	150,13	167,12	184,11	201,10
1,15	7,1 %	145,78	149,45	153,46	157,87	162,74	168,14	174,17	1,15	7,1 %	104,35	122,19	140,03	157,87	175,71	193,55	211,39
1,09	6,8 %	152,77	156,89	161,43	166,43	171,99	178,19	185,15	1,09	6,8 %	110,10	128,88	147,66	166,43	185,21	203,98	222,76
0,99	6,3 %	168,85	174,14	180,02	186,58	193,95	202,28	211,79	0,99	6,3 %	123,65	144,63	165,60	186,58	207,56	228,53	249,51

- Mittel- bis langfristige EBIT-Marge im Rahmen der Unternehmensguidance und des Durchschnitts von 6,2% in 2016/20.
- Umsatzwachstum im Rahmen der langjährigen Zielsetzung von Einhell (+5-10% p.a.) erwartet.
- Beta von 1,2 aufgrund von Vorzugsaktien mit geringer Liquidität.

In unserer Peergroup vergleichen wir Einhell mit mehreren börsennotierten Unternehmen aus der Elektrowerkzeug- oder Haushaltsgeräteindustrie. Angesichts der unterschiedlichen Unternehmensgrößen und Aktienstrukturen ist die Aussagekraft des Vergleichs etwas eingeschränkt. Die Peergroup untermauert jedoch deutlich das erhebliche Aufwärtspotenzial der Einhell-Aktien.

### Peergroup-Vergleich

Company	LC	Marketcap. LC (million)	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E	
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Husqvarna	SEK	55,296	1.4	1.4	9.4	8.8	19.5	17.6
Stanley Black & Decker	USD	28,395	2.5	2.3	14.1	12.7	20.9	18.6
Techtronic Industries	HKD	178,220	2.7	2.3	20.8	17.9	31.7	26.5
Makita	JPY	1,411,940	2.4	2.3	14.9	14.0	28.1	26.0
Leifheit	EUR	371	1.5	1.4	14.6	12.9	30.5	26.4
Average			2.1	1.9	14.8	13.2	26.1	23.0
Median			2.4	2.3	14.6	12.9	28.1	26.0
<b>Einhell Germany Pref.</b>			<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>10.3</b>	<b>10.0</b>
<i>vs. Median</i>			<i>-80.0%</i>	<i>-80.4%</i>	<i>-62.0%</i>	<i>-59.2%</i>	<i>-63.5%</i>	<i>-61.5%</i>

Quelle: Factset

## Unternehmenshintergrund

Einhell wurde 1964 von Josef Thannhuber gegründet. Der Konzern hat seinen Sitz in Landau an der Isar. Seit 1987 ist Einhell an der Börse notiert. Die Familie Thannhuber hält die Mehrheit der nicht börsennotierten Stammaktien.

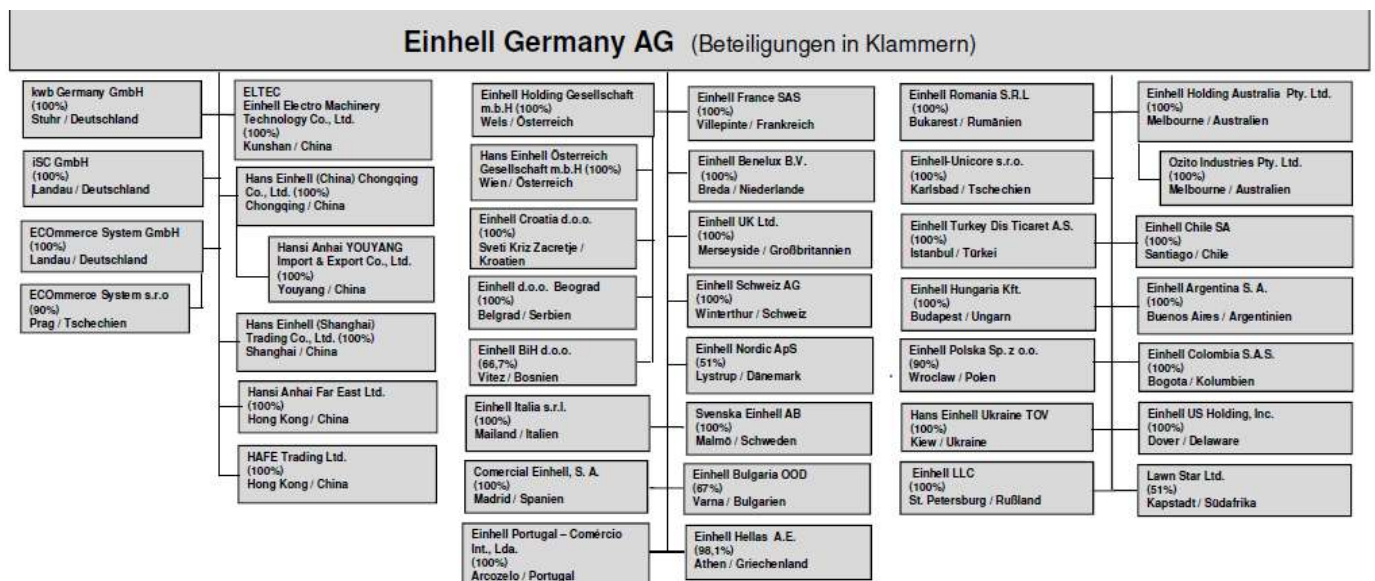
Insgesamt hat der Konzern ca. 1.600 Mitarbeiter. Mit rund 40 Tochtergesellschaften hat sich Einhell ein internationales Netzwerk aufgebaut. Die meisten Tochtergesellschaften sind für den Verkauf und Vertrieb in den verschiedenen Regionen zuständig. Mehrere Unternehmen haben wichtige zentrale Funktionen:

- Die Gesellschaften in China sind verantwortlich für Fabrik-Audits, die laufende Überwachung der Einhell-Lieferanten und eigene Qualitätskontrollen vor dem Export der Produkte. Der Export wird von den Handelsgesellschaften in Hongkong koordiniert.
- iSC bietet den kompletten After-Sales- und Reparaturservice für Einhell einschließlich eigener Call-Center-Aktivitäten.
- kwb ist ein Spezialist für Elektrowerkzeug-Zubehör und wurde 2012 von Einhell übernommen.
- 2019 wurde ECommerce System mit Schwerpunkt auf IT und Softwareentwicklung gegründet, da die digitale Konnektivität der Produkte zu einem wichtigen Faktor geworden ist.

**Starkes internationales Netzwerk  
mit 40 Tochtergesellschaften**

Eines der größten Unternehmen des Konzerns ist Ozito Industries mit einem Jahresumsatz von etwas über EUR 100 Mio. Ozito ist auf dem australischen Markt eine bekannte Marke im Bereich der Elektrowerkzeuge und Gartengeräte. Das Unternehmen wurde 2013 von Einhell gekauft. Ozito hat eine starke langfristige Beziehung zu der führenden Baumarktkette Bunnings, die zur Wesfarmers Group gehört.

**Konzernstruktur**



Quelle: Eihnell

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	702,0	737,0	781,0	827,9	877,5	925,8	976,7	1.025,6	1.076,8	1.125,3	1.164,7	1.199,6	1.229,6	
Umsatzwachstum	15,9 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
EBIT	51,2	52,3	57,2	58,0	61,4	60,2	63,5	66,7	64,6	67,5	69,9	66,0	67,0	
EBIT-Marge	7,3 %	7,1 %	7,3 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	35,8	36,6	40,0	40,6	43,0	42,1	44,4	46,7	45,2	47,3	48,9	46,2	46,9	
Abschreibungen	9,1	9,5	9,9	10,8	11,4	12,0	12,7	13,3	14,0	14,6	15,1	15,6	16,0	
Abschreibungsquote	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,4	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-3,0	14,0	12,0	16,7	14,5	14,2	15,1	14,6	15,4	13,6	11,0	9,8	8,4	
- Investitionen	14,0	13,0	13,0	13,2	13,2	13,0	12,7	13,3	14,0	14,6	15,1	15,6	16,0	
Investitionsquote	2,0 %	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Sonstiges	4,0	4,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	29,5	15,3	20,9	21,1	26,9	27,2	29,6	32,3	30,1	33,9	38,1	36,6	38,6	40
Barwert FCF	29,5	14,2	18,2	17,1	20,3	19,1	19,4	19,7	17,1	18,0	18,8	16,8	16,6	327
Anteil der Barwerte	10,83 %			31,98 %										57,19 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>7,30 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,20</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	245		
Terminal Value	327		
Zinstr. Verbindlichkeiten	25		
Pensionsrückstellungen	4		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	26	Aktienzahl (Mio.)	3,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>567</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>150,13</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,41	8,3 %	118,44	120,58	122,89	125,37	128,07	130,99	134,18	1,41	8,3 %	82,53	96,81	111,09	125,37	139,65	153,94	168,22
1,31	7,8 %	128,09	130,72	133,57	136,67	140,04	143,73	147,78	1,31	7,8 %	90,11	105,63	121,15	136,67	152,18	167,70	183,22
1,25	7,6 %	133,51	136,44	139,62	143,09	146,88	151,05	155,65	1,25	7,6 %	94,42	110,64	126,87	143,09	159,31	175,53	191,75
1,20	7,3 %	139,39	142,66	146,22	150,13	154,41	159,14	164,40	1,20	7,3 %	99,15	116,14	133,13	150,13	167,12	184,11	201,10
1,15	7,1 %	145,78	149,45	153,46	157,87	162,74	168,14	174,17	1,15	7,1 %	104,35	122,19	140,03	157,87	175,71	193,55	211,39
1,09	6,8 %	152,77	156,89	161,43	166,43	171,99	178,19	185,15	1,09	6,8 %	110,10	128,88	147,66	166,43	185,21	203,98	222,76
0,99	6,3 %	168,85	174,14	180,02	186,58	193,95	202,28	211,79	0,99	6,3 %	123,65	144,63	165,60	186,58	207,56	228,53	249,51

- Mittel- bis langfristige EBIT-Marge im Rahmen der Unternehmensguidance und des Durchschnitts von 6,2% in 2016/20.
- Umsatzwachstum im Rahmen der langjährigen Zielsetzung von Einhell (+5-10% p.a.) erwartet.
- Beta von 1,2 aufgrund von Vorzugsaktien mit geringer Liquidität.

## Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9,6	21,6	26,3	24,6	34,2	34,8	38,3	
+ Abschreibung + Amortisation	6,5	5,2	4,8	8,4	9,1	9,5	9,9	
- Zinsergebnis (netto)	-3,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,3	-2,5	-2,5	
- Erhaltungsinvestitionen	5,0	6,7	8,4	10,0	14,0	14,0	14,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>14,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>31,6</b>	<b>32,8</b>	<b>36,7</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	12,6 %	9,3 %	6,9 %	10,0 %	9,5 %	10,1 %	11,7 %	
WACC	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>116,7</b>	<b>246,2</b>	<b>369,7</b>	<b>254,9</b>	<b>333,3</b>	<b>326,2</b>	<b>314,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>200,5</b>	<b>313,4</b>	<b>348,2</b>	<b>349,7</b>	<b>432,8</b>	<b>449,4</b>	<b>502,3</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	12,2	12,2	12,2	12,2	-16,2	-23,6	-35,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	4,2	4,2	4,2	4,2	3,8	4,0	4,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>184,1</b>	<b>296,9</b>	<b>331,8</b>	<b>333,2</b>	<b>445,2</b>	<b>468,9</b>	<b>533,9</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>48,76</b>	<b>78,67</b>	<b>87,91</b>	<b>88,29</b>	<b>117,96</b>	<b>124,24</b>	<b>141,44</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					28,8 %	35,6 %	54,4 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,30 %	33,30	54,50	61,05	61,32	84,58	89,58	102,70
	9,31 %	37,35	60,83	68,08	68,38	93,31	98,65	112,84
	8,30 %	42,37	68,67	76,80	77,13	104,15	109,91	125,42
WACC	<b>7,30 %</b>	<b>48,76</b>	<b>78,67</b>	<b>87,91</b>	<b>88,29</b>	<b>117,96</b>	<b>124,24</b>	<b>141,44</b>
	6,31 %	57,19	91,84	102,55	102,98	136,15	143,13	162,55
	5,30 %	68,79	109,97	122,70	123,22	161,20	169,13	191,61
	4,30 %	85,78	136,53	152,21	152,85	197,88	207,21	234,17

- Anstieg der Nettoliquidität in den kommenden Jahren erwartet.

Wertermittlung	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	0,8 x	1,3 x	1,7 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	37,74	42,83	47,69	51,76	59,15	66,11	74,01
EV / Umsatz	0,2 x	0,4 x	0,6 x	0,4 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
EV / EBITDA	4,3 x	5,6 x	8,5 x	5,9 x	5,5 x	5,3 x	4,7 x
EV / EBIT	5,7 x	6,4 x	9,5 x	7,3 x	6,5 x	6,2 x	5,5 x
EV / EBIT adj.*	5,2 x	6,1 x	9,3 x	7,3 x	6,5 x	6,2 x	5,5 x
Kurs / FCF	4,3 x	n.a.	n.a.	7,3 x	11,6 x	23,8 x	18,0 x
KGV	14,4 x	11,1 x	12,8 x	9,8 x	10,3 x	10,0 x	9,1 x
KGV ber.*	14,4 x	11,1 x	12,8 x	9,8 x	10,3 x	10,0 x	9,1 x
Dividendenrendite	2,2 %	1,9 %	1,6 %	2,2 %	2,1 %	2,1 %	2,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	12,6 %	9,3 %	6,9 %	10,0 %	9,5 %	10,1 %	11,7 %
*Adjustiert um:	-						



GuV							
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>487,2</b>	<b>553,4</b>	<b>577,9</b>	<b>605,7</b>	<b>702,0</b>	<b>737,0</b>	<b>781,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	9,8 %	13,6 %	4,4 %	4,8 %	15,9 %	5,0 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>487,2</b>	<b>553,4</b>	<b>578,2</b>	<b>605,9</b>	<b>702,0</b>	<b>737,0</b>	<b>781,0</b>
Materialaufwand	330,1	361,9	380,2	399,3	461,9	484,9	513,9
<b>Roherttrag</b>	<b>157,1</b>	<b>191,4</b>	<b>197,9</b>	<b>206,6</b>	<b>240,1</b>	<b>252,1</b>	<b>267,1</b>
<b>Roherttragsmarge</b>	<b>32,2 %</b>	<b>34,6 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,2 %</b>
Personalaufwendungen	63,2	72,4	76,2	78,5	86,3	91,1	95,8
Sonstige betriebliche Erträge	6,2	7,8	11,0	6,9	7,0	7,2	7,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	73,1	83,1	88,9	91,5	100,5	106,4	111,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>27,0</b>	<b>43,8</b>	<b>43,7</b>	<b>43,5</b>	<b>60,3</b>	<b>61,8</b>	<b>67,1</b>
<b>Marge</b>	<b>5,5 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>8,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,9	3,1	3,4	7,9	8,6	8,9	9,2
<b>EBITA</b>	<b>23,1</b>	<b>40,6</b>	<b>40,3</b>	<b>35,6</b>	<b>51,7</b>	<b>52,9</b>	<b>57,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,6	2,1	1,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>20,5</b>	<b>38,5</b>	<b>38,9</b>	<b>35,0</b>	<b>51,2</b>	<b>52,3</b>	<b>57,2</b>
<b>Marge</b>	<b>4,2 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,3 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>22,3</b>	<b>40,3</b>	<b>39,8</b>	<b>35,0</b>	<b>51,2</b>	<b>52,3</b>	<b>57,2</b>
Zinserträge	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,1	2,2	1,5	1,0	1,3	1,3	1,3
Sonstiges Finanzergebnis	-1,5	-0,8	-1,4	-1,8	-1,0	-1,2	-1,2
<b>EBT</b>	<b>17,0</b>	<b>35,7</b>	<b>36,2</b>	<b>32,5</b>	<b>48,9</b>	<b>49,8</b>	<b>54,7</b>
<b>Marge</b>	<b>3,5 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>7,0 %</b>
Steuern gesamt	7,3	14,2	9,9	7,9	14,7	14,9	16,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,6</b>	<b>21,6</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>34,2</b>	<b>34,8</b>	<b>38,3</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>9,6</b>	<b>21,6</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>34,2</b>	<b>34,8</b>	<b>38,3</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,3	0,3
<b>Nettoergebnis</b>	<b>9,3</b>	<b>21,2</b>	<b>26,0</b>	<b>24,3</b>	<b>33,7</b>	<b>34,5</b>	<b>38,0</b>
<b>Marge</b>	<b>1,9 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,9 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>EPS</b>	<b>2,48</b>	<b>5,63</b>	<b>6,90</b>	<b>6,44</b>	<b>8,92</b>	<b>9,15</b>	<b>10,07</b>
EPS adj.	2,48	5,63	6,90	6,44	8,92	9,15	10,07

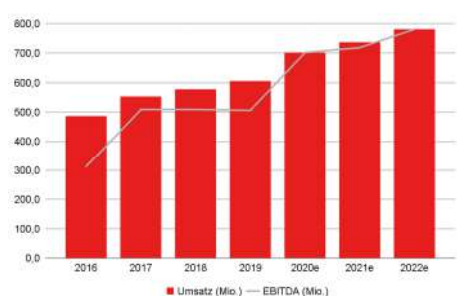
\*Adjustiert um:

Guidance: 2020: Umsatz 700 Mio. EUR, EBT Marge ca. 7,0%

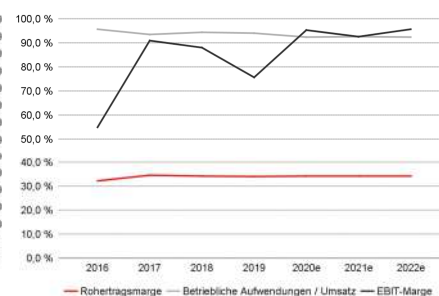
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,7 %	93,5 %	94,4 %	94,0 %	92,4 %	92,6 %	92,3 %
Operating Leverage	4,9 x	6,5 x	0,2 x	-2,1 x	2,9 x	0,4 x	1,6 x
EBITDA / Interest expenses	12,8 x	19,8 x	29,2 x	44,6 x	46,4 x	47,5 x	51,6 x
Steuerquote (EBT)	43,2 %	39,6 %	27,3 %	24,4 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	31,3 %	21,0 %	20,1 %	21,5 %	21,0 %	20,6 %	21,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	357.193	374.392	368.326	384.323	438.750	449.390	46.240

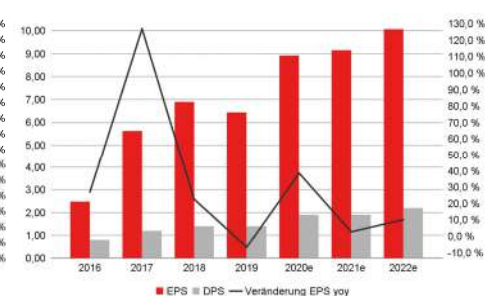
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

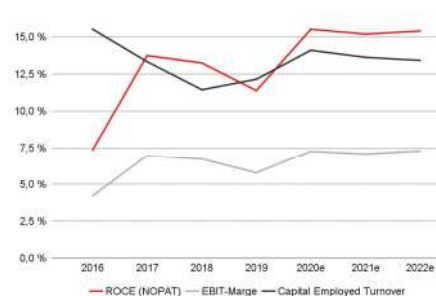
**Bilanz**

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	19,8	17,9	16,5	17,7	18,1	19,2	20,2
davon übrige imm. VG	7,0	5,5	4,8	5,9	6,4	7,5	8,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,8	12,3	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Sachanlagen	19,9	22,1	26,0	48,9	52,3	54,4	56,2
Finanzanlagen	0,4	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,0</b>	<b>40,7</b>	<b>43,2</b>	<b>66,9</b>	<b>70,8</b>	<b>74,0</b>	<b>76,8</b>
Vorräte	127,7	180,1	188,5	173,3	173,0	189,0	200,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	67,9	82,3	88,1	92,9	108,0	113,0	120,0
Liquide Mittel	54,7	14,4	14,1	25,7	49,1	56,4	68,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	32,9	35,2	37,8	38,5	39,0	39,0	39,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>283,2</b>	<b>312,1</b>	<b>328,6</b>	<b>330,5</b>	<b>369,1</b>	<b>397,4</b>	<b>427,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>323,3</b>	<b>352,8</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>439,9</b>	<b>471,5</b>	<b>504,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Kapitalrücklage	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7
Gewinnrücklagen	132,9	151,9	173,4	189,6	171,4	197,9	225,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-7,0	-8,7	-13,2	-12,9	33,7	34,5	38,0
Buchwert	162,2	179,5	196,5	213,0	241,4	268,8	299,6
Anteile Dritter	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>164,1</b>	<b>181,6</b>	<b>198,6</b>	<b>214,9</b>	<b>243,4</b>	<b>270,8</b>	<b>301,6</b>
Rückstellungen gesamt	21,9	31,9	26,6	25,9	27,2	28,4	28,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,2	3,1	3,4	4,2	3,8	4,0	4,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	33,2	22,4	46,7	37,9	32,9	32,9	32,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	3,2	22,4	21,6	2,4	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	70,3	85,4	68,5	78,2	96,0	103,0	109,0
Sonstige Verbindlichkeiten	33,8	31,4	31,4	40,6	40,4	36,4	32,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>159,2</b>	<b>171,2</b>	<b>173,1</b>	<b>182,5</b>	<b>196,5</b>	<b>200,7</b>	<b>202,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>323,3</b>	<b>352,8</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>439,9</b>	<b>471,5</b>	<b>504,3</b>

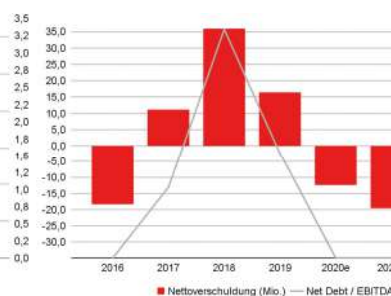
**Kennzahlen**

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,4 x	2,8 x	2,5 x	2,6 x	3,0 x	2,9 x	2,9 x
Capital Employed Turnover	3,3 x	2,9 x	2,5 x	2,6 x	3,0 x	2,9 x	2,9 x
ROA	23,3 %	52,3 %	60,3 %	36,3 %	47,5 %	46,6 %	49,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	7,4 %	13,7 %	13,2 %	11,4 %	15,5 %	15,2 %	15,4 %
ROE	5,9 %	12,4 %	13,8 %	11,9 %	14,8 %	13,5 %	13,4 %
Adj. ROE	5,9 %	12,4 %	13,8 %	11,9 %	14,8 %	13,5 %	13,4 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-18,3	11,1	35,9	16,4	-12,4	-19,6	-31,6
Nettofinanzverschuldung	-21,5	8,0	32,6	12,2	-16,2	-23,6	-35,6
Net Gearing	-11,2 %	6,1 %	18,1 %	7,6 %	-5,1 %	-7,2 %	-10,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	18,3 %	74,4 %	28,1 %	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	43,0	47,6	52,1	56,4	64,0	71,2	79,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	37,7	42,8	47,7	51,8	59,2	66,1	74,0

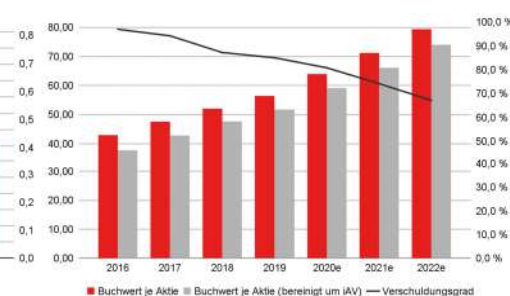
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

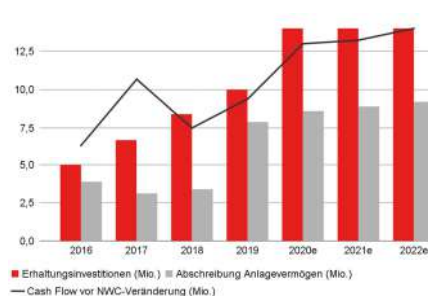
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	17,0	35,7	36,2	32,5	48,9	49,8	54,7
Abschreibung Anlagevermögen	3,9	3,1	3,4	7,9	8,6	8,9	9,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,6	2,1	1,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	5,7	10,0	-5,3	-0,7	1,4	1,2	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7,3	-14,2	-9,9	-7,9	-14,7	-14,9	-16,4
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>21,9</b>	<b>36,8</b>	<b>25,8</b>	<b>32,3</b>	<b>44,7</b>	<b>45,5</b>	<b>48,2</b>
Veränderung Vorräte	11,4	-52,4	-8,4	15,2	0,3	-16,0	-11,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,2	-14,4	-5,8	-4,7	-15,1	-5,0	-7,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	7,8	15,1	-17,0	9,7	17,8	7,0	6,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	14,0	-51,7	-31,2	16,2	-1,0	-18,0	-16,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>35,9</b>	<b>-15,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>48,5</b>	<b>43,7</b>	<b>27,5</b>	<b>32,2</b>
Investitionen in iAV	-0,5	-0,7	-0,7	-1,7	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-4,2	-5,6	-7,7	-14,2	-12,0	-11,0	-11,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-14,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>-13,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,6	-10,7	24,2	-8,7	-5,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,3	-3,0	-4,5	-5,3	-5,3	-7,2	-7,2
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
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-1,6</b>	<b>-13,8</b>	<b>19,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-10,3</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>29,5</b>	<b>-34,8</b>	<b>6,4</b>	<b>18,5</b>	<b>19,4</b>	<b>7,4</b>	<b>12,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>53,8</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>	<b>32,6</b>	<b>45,1</b>	<b>56,4</b>	<b>68,5</b>

## Kennzahlen

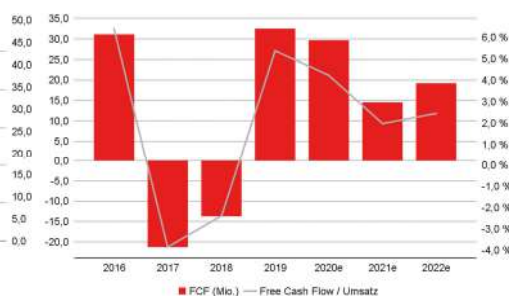
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	31,1	-21,3	-13,7	32,5	29,7	14,5	19,2
Free Cash Flow / Umsatz	6,4 %	-3,9 %	-2,4 %	5,4 %	4,2 %	2,0 %	2,5 %
Free Cash Flow Potential	14,6	22,9	25,4	25,5	31,6	32,8	36,7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	333,3 %	-100,4 %	-52,7 %	133,7 %	88,2 %	42,1 %	50,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	0,6 %	1,2 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,4 %	7,9 %	4,3 %	2,3 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	1,0 %	1,1 %	1,4 %	2,6 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	73,4 %	120,8 %	173,1 %	189,3 %	153,8 %	136,8 %	131,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	27,1 %	27,3 %	33,3 %	32,7 %	26,6 %	26,1 %	26,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	96,5 %	96,3 %	128,7 %	118,8 %	112,5 %	109,7 %	110,1 %
Vorratsumschlag	2,6 x	2,0 x	2,0 x	2,3 x	2,7 x	2,6 x	2,6 x
Receivables collection period (Tage)	51	54	56	56	56	56	56
Payables payment period (Tage)	78	86	66	71	76	78	77
Cash conversion cycle (Tage)	114	150	171	143	117	121	121

## Investitionen und Cash Flow

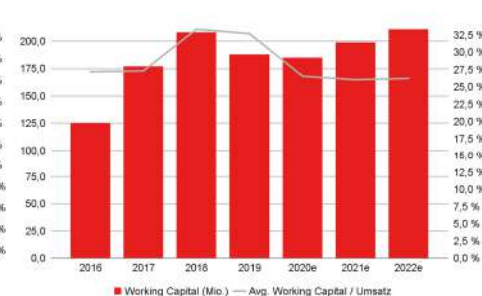
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

---

## QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

### Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Einhell Pref.	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005654933.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005654933.htm</a>



**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	64
Halten	59	29
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	6	3
<b>Gesamt</b>	<b>203</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	37	84
Halten	5	11
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
<b>Gesamt</b>	<b>44</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [EINHELL PREF.] AM [09.12.2020]**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +49 40 309537-240  
Telco, Media, Construction jblum@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Marius Fuhrberg** +49 40 309537-185  
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

**Mustafa Hidir** +49 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Simon Stippig** +49 40 309537-265  
Real Estate sstippig@warburg-research.com

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Robert-Jan van der Horst** +49 40 309537-290  
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lea Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Alexander Eschweiler** +49 40 3282-2669  
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Maximilian Martin** +49 69 5050-7413  
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

**Christopher Seedorf** +49 69 5050-7414  
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

**Sophie Hauer** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Elyaz Dust** +49 40 3282-2702  
Sales Trading edust@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Marcel Magiera** +49 40 3282-2662  
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson Reuters [www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com