

<b>Buy</b> <b>EUR 265,00</b>  Kurs EUR 190,50 <b>Upside 39,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 265,39 FCF-Value Potential 23e: 236,79	<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: 719,0 Aktienanzahl (Mio.): 3,8 EV: 741,0 Freefloat MC: 719,0 Ø Trad. Vol. (30T): 481,41 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 100,0 % Thannhuber AG (Stammaktien) 91,0 % Andere (Stammaktien) 9,0 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2021e Beta: 1,2 KBV: 2,5 x EK-Quote: 53 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,5 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x

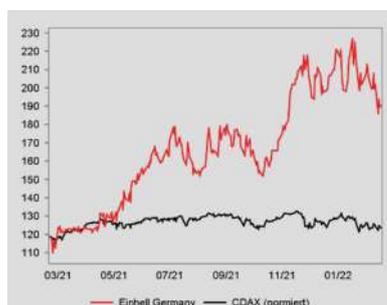
## Internationale Expansion geht weiter: Elektrowerkzeuggeschäft in Kanada erworben

Einhell hat die Akquisition des familiengeführten kanadischen Unternehmens Outillages King Canada, Inc (King Canada) angekündigt. Der Konzern wird zwei Drittel der Anteile an dem Unternehmen übernehmen. Der bisherige Eigentümer bleibt Minderheitsanteilseigner und Präsident von King Canada. Es wurden wechselseitige Optionen zur Übertragung der restlichen Anteile vereinbart, sofern bestimmte Bedingungen eintreten.

King Canada ist ein etablierter Distributor von Elektrowerkzeugen, Industrieausrüstung und Zubehör für den kanadischen Markt. Das Unternehmen hat seinen Sitz in Montreal, Quebec, und beschäftigt 70 Mitarbeiter. King Canada erwirtschaftet einen profitablen Jahresumsatz von mehr als CAD 60 Mio. (ca. EUR 42 Mio.). Der Abschluss der Transaktion wird für den 1. März erwartet. Weitere finanzielle Einzelheiten wurden nicht bekannt gegeben.

Insgesamt halten wir diese Akquisition für einen sinnvollen Schritt, der ganz im Sinne der langjährigen internationalen Expansionsstrategie von Einhell ist. Kanada ist einer der größten DIY-Märkte weltweit und wurde bereits in den letzten Unternehmenspräsentationen als mögliches Zielland für Einhell genannt. Mit dieser Transaktion erhält der Konzern Zugang zu Handelspartnern in Kanada für seine Power-X-Change Akkuplattform. Die starke Batterie- und Beschaffungsexpertise von Einhell bietet unserer Ansicht nach eindeutig Synergiepotenzial für diese Geschäftskombination. Die Übernahme wird den Gesamtumsatz von Einhell um ca. 5% erhöhen. Die Auswirkungen auf das Ergebnis werden voraussichtlich zunächst eher begrenzt sein. Angesichts der starken Bilanz von Einhell (Eigenkapitalquote von 49% per Ende Q3, Eigenkapitalposition von EUR 311 Mio. vs. langfristige Vermögenswerte von EUR 111 Mio.) ist die Finanzierung der Transaktion kein Problem und wird das konservative Risikoprofil nicht verändern.

**Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem unveränderten Kursziel von EUR 265.**

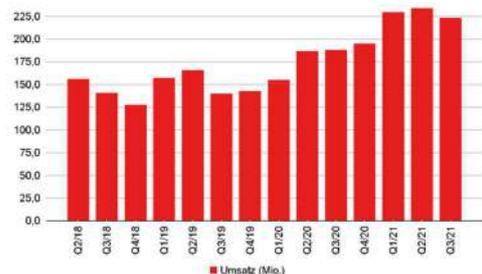


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-7,2 %
6 Monate:	20,6 %
Jahresverlauf:	-9,9 %
Letzte 12 Monate:	54,7 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	

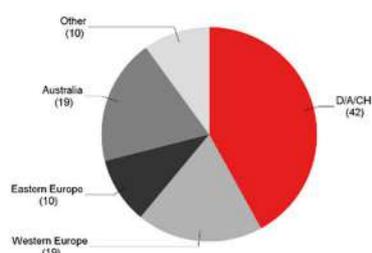
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	13,4 %	553,4	577,9	605,7	724,7	920,0	992,0	1.056,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		13,6 %	4,4 %	4,8 %	19,6 %	27,0 %	7,8 %	6,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		34,6 %	34,2 %	34,1 %	35,9 %	35,8 %	35,9 %	36,0 %
<b>EBITDA</b>	16,0 %	43,8	43,7	43,5	67,6	92,4	99,4	105,5
<b>Marge</b>		7,9 %	7,6 %	7,2 %	9,3 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
<b>EBIT</b>	17,2 %	38,5	38,9	35,0	58,0	81,6	87,8	93,3
<b>Marge</b>		7,0 %	6,7 %	5,8 %	8,0 %	8,9 %	8,9 %	8,8 %
<b>EBT</b>	17,6 %	35,7	36,2	32,5	55,3	78,6	84,6	90,1
<b>Marge</b>		6,5 %	6,3 %	5,4 %	7,6 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	15,8 %	21,2	26,0	24,3	40,2	54,7	58,6	62,4
<b>EPS</b>	14,8 %	5,63	6,90	6,44	10,92	14,48	15,53	16,52
<b>DPS</b>	13,3 %	1,20	1,40	1,40	2,20	2,80	3,00	3,20
<b>Dividendenrendite</b>		1,9 %	1,6 %	2,2 %	3,2 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
<b>FCFPS</b>		-5,65	-3,64	8,62	2,67	-8,53	10,92	12,68
<b>FCF / Marktkap.</b>		-9,1 %	-4,1 %	13,6 %	3,9 %	-4,5 %	5,7 %	6,7 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,4 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
<b>EV / EBITDA</b>		5,6 x	8,5 x	5,9 x	4,0 x	8,3 x	7,5 x	6,7 x
<b>EV / EBIT</b>		6,4 x	9,5 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,4 x	7,6 x
<b>KGV</b>		11,1 x	12,8 x	9,8 x	6,3 x	13,2 x	12,3 x	11,5 x
<b>FCF Potential Yield</b>		9,3 %	6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,3 %	8,1 %	9,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		11,1	35,9	16,4	11,6	52,2	22,0	-14,0
<b>ROCE (NOPAT)</b>		13,7 %	13,2 %	11,4 %	17,6 %	19,6 %	17,9 %	18,2 %
<b>Guidance:</b>		2022: Umsatz +5-10%, EBT Marge ca. 8,5%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



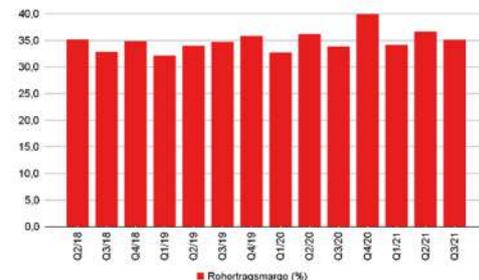
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2020; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Rohertragsmarge**  
in %



Quelle: Warburg Research

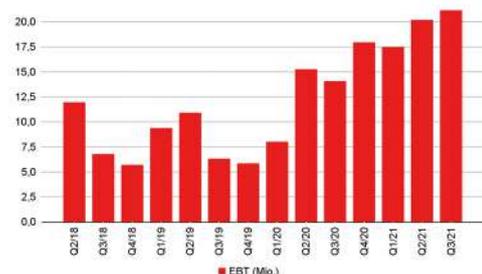
## Unternehmenshintergrund

- 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 (60% des Umsatzes in 2020), E-Commerce (20%) und den Fachhandel (11%). 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

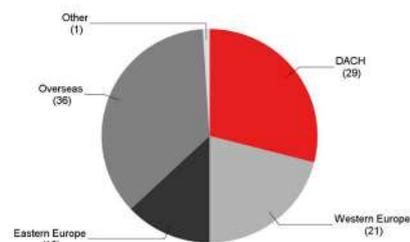
- Die Marke Einhell verfügt über eine hohe Markenbekanntheit in Kernmärkten, die im Zuge der langfristigen Strategie durch Marketingmaßnahmen und die Präsentation am Point-of-Sale (inkl. E-Commerce) weiter ausgebaut wird.
- Durch den frühzeitigen Fokus auf die Entwicklung innovativer Produkte kann das 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 über 200 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 und Südostasien) bietet zusätzliches Wachstumspotenzial und Skaleneffekte.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



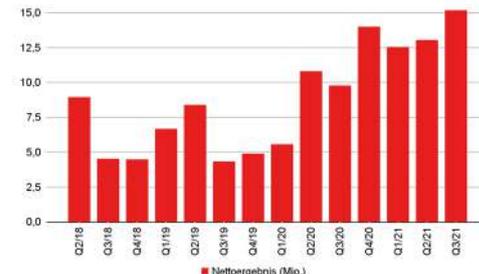
Quelle: Warburg Research

**EBT nach Regionen**  
2020; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	
Umsatz	920,0	992,0	1.056,0	1.119,4	1.186,5	1.251,8	1.320,6	1.386,7	1.456,0	1.521,5	1.574,8	1.622,0	1.662,6	
Umsatzwachstum	27,0 %	7,8 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
EBIT	81,6	87,8	93,3	94,0	98,5	102,6	107,0	110,9	109,2	114,1	118,1	121,7	116,4	
EBIT-Marge	8,9 %	8,9 %	8,8 %	8,4 %	8,3 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	28,0 %	28,0 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	58,7	63,2	67,2	65,8	68,9	71,9	74,9	77,7	76,4	79,9	82,7	85,2	81,5	
Abschreibungen	10,8	11,6	12,2	14,6	15,4	16,3	17,2	18,0	18,9	19,8	20,5	21,1	21,6	
Abschreibungsquote	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0,1	0,5	0,5	1,6	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	79,8	11,0	8,0	8,6	17,1	16,3	17,0	16,0	16,6	18,3	14,9	13,2	11,4	
- Investitionen	16,0	17,0	18,0	17,9	17,8	17,5	17,2	18,0	18,9	19,8	20,5	21,1	21,6	
Investitionsquote	1,7 %	1,7 %	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)	-30,2	43,3	49,9	55,5	49,5	54,3	57,8	61,5	59,6	61,2	67,3	71,4	69,5	73
Barwert FCF	-30,2	40,4	43,3	44,9	37,3	38,1	37,8	37,5	33,9	32,5	33,3	32,9	29,8	591
Anteil der Barwerte	5,33 %			35,71 %										58,96 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	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 2033e	412		
Terminal Value	591		
Zinstr. Verbindlichkeiten	23		
Pensionsrückstellungen	8		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	32	Aktienzahl (Mio.)	3,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>1.002</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>265,39</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							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 %	207,71	211,58	215,75	220,25	225,11	230,40	236,17	162,19	181,54	200,90	220,25	239,60	258,95	278,30
1,31	7,8 %	225,36	230,12	235,27	240,86	246,95	253,62	260,94	177,78	198,81	219,83	240,86	261,88	282,91	303,93
1,25	7,6 %	235,26	240,55	246,30	252,57	259,42	266,96	275,28	186,64	208,61	230,59	252,57	274,54	296,52	318,50
1,20	7,3 %	245,99	251,90	258,34	265,39	273,14	281,69	291,19	196,34	219,35	242,37	265,39	288,41	311,43	334,45
1,15	7,1 %	257,65	264,28	271,53	279,49	288,29	298,05	308,95	207,00	231,17	255,33	279,49	303,66	327,82	351,99
1,09	6,8 %	270,38	277,83	286,03	295,08	305,12	316,32	328,91	218,79	244,22	269,65	295,08	320,51	345,94	371,37
0,99	6,3 %	299,66	309,23	319,86	331,71	345,03	360,10	377,28	246,49	274,90	303,31	331,71	360,12	388,52	416,93

- Mittel- bis langfristige EBIT-Marge im Rahmen der Unternehmensguidance und des Durchschnitts von 7,3% in 2017/21.
- 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.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	21,6	26,3	24,6	41,8	56,6	60,9	64,9	
+ Abschreibung + Amortisation	5,2	4,8	8,4	9,6	10,8	11,6	12,2	
- Zinsergebnis (netto)	-2,8	-2,7	-2,5	-2,6	-3,0	-3,2	-3,2	
- Erhaltungsinvestitionen	6,7	8,4	10,0	14,0	14,0	15,5	16,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>22,9</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>40,1</b>	<b>56,4</b>	<b>60,2</b>	<b>64,3</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	9,3 %	6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,3 %	8,1 %	9,1 %	
WACC	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	7,30 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>246,2</b>	<b>369,7</b>	<b>254,9</b>	<b>269,6</b>	<b>771,2</b>	<b>741,0</b>	<b>705,0</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>313,4</b>	<b>348,2</b>	<b>349,7</b>	<b>548,5</b>	<b>771,6</b>	<b>824,5</b>	<b>879,7</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	3,6	3,6	3,6	3,6	44,2	13,5	-23,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	7,9	7,9	7,9	7,9	8,0	8,5	9,0	
- 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>301,8</b>	<b>336,7</b>	<b>338,1</b>	<b>537,0</b>	<b>719,4</b>	<b>802,5</b>	<b>893,7</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>79,96</b>	<b>89,20</b>	<b>89,58</b>	<b>142,27</b>	<b>190,60</b>	<b>212,63</b>	<b>236,79</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					0,1 %	11,6 %	24,3 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,30 %	55,79	62,34	62,61	99,96	131,09	149,03	168,94
	9,31 %	62,12	69,37	69,67	111,03	146,67	165,67	186,69
	8,30 %	69,96	78,09	78,42	124,77	165,99	186,32	208,72
WACC	<b>7,30 %</b>	<b>79,96</b>	<b>89,20</b>	<b>89,58</b>	<b>142,27</b>	<b>190,60</b>	<b>212,63</b>	<b>236,79</b>
	6,31 %	93,13	103,84	104,27	165,32	223,03	247,28	273,75
	5,30 %	111,26	123,99	124,51	197,06	267,67	294,99	324,65
	4,30 %	137,82	153,50	154,14	243,54	333,06	364,86	399,20

▪ Anstieg der Nettoliquidität in den kommenden Jahren erwartet.

Wertermittlung	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	1,3 x	1,7 x	1,1 x	1,1 x	2,5 x	2,1 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	42,83	47,69	51,76	59,11	71,37	83,98	97,37
EV / Umsatz	0,4 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
EV / EBITDA	5,6 x	8,5 x	5,9 x	4,0 x	8,3 x	7,5 x	6,7 x
EV / EBIT	6,4 x	9,5 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,4 x	7,6 x
EV / EBIT adj.*	6,1 x	9,3 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,4 x	7,6 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	7,3 x	25,6 x	n.a.	17,4 x	15,0 x
KGV	11,1 x	12,8 x	9,8 x	6,3 x	13,2 x	12,3 x	11,5 x
KGV ber.*	11,1 x	12,8 x	9,8 x	6,3 x	13,2 x	12,3 x	11,5 x
Dividendenrendite	1,9 %	1,6 %	2,2 %	3,2 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	9,3 %	6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,3 %	8,1 %	9,1 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

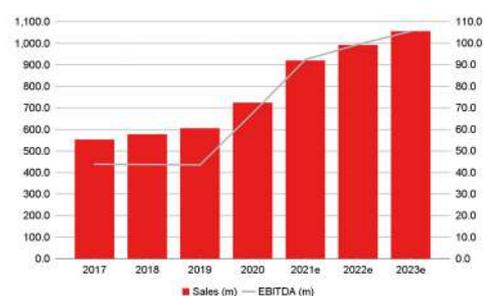
In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>553,4</b>	<b>577,9</b>	<b>605,7</b>	<b>724,7</b>	<b>920,0</b>	<b>992,0</b>	<b>1.056,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	13,6 %	4,4 %	4,8 %	19,6 %	27,0 %	7,8 %	6,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>553,4</b>	<b>578,2</b>	<b>605,9</b>	<b>724,7</b>	<b>920,0</b>	<b>992,0</b>	<b>1.056,0</b>
Materialaufwand	361,9	380,2	399,3	464,8	590,6	635,9	676,3
<b>Rohertrag</b>	<b>191,4</b>	<b>197,9</b>	<b>206,6</b>	<b>259,9</b>	<b>329,4</b>	<b>356,1</b>	<b>379,7</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>34,6 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>35,8 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>36,0 %</b>
Personalaufwendungen	72,4	76,2	78,5	92,1	105,0	113,2	120,8
Sonstige betriebliche Erträge	7,8	11,0	6,9	8,9	8,0	7,5	7,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	83,1	88,9	91,5	109,1	140,0	151,0	160,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>43,8</b>	<b>43,7</b>	<b>43,5</b>	<b>67,6</b>	<b>92,4</b>	<b>99,4</b>	<b>105,5</b>
<b>Marge</b>	<b>7,9 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1	3,4	7,9	9,1	10,2	10,8	11,4
<b>EBITA</b>	<b>40,6</b>	<b>40,3</b>	<b>35,6</b>	<b>58,5</b>	<b>82,2</b>	<b>88,6</b>	<b>94,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	1,4	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>38,5</b>	<b>38,9</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>81,6</b>	<b>87,8</b>	<b>93,3</b>
<b>Marge</b>	<b>7,0 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>8,8 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>40,3</b>	<b>39,8</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>81,6</b>	<b>87,8</b>	<b>93,3</b>
Zinserträge	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	2,2	1,5	1,0	0,9	1,8	2,0	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	-0,8	-1,4	-1,8	-1,9	-1,2	-1,2	-1,2
<b>EBT</b>	<b>35,7</b>	<b>36,2</b>	<b>32,5</b>	<b>55,3</b>	<b>78,6</b>	<b>84,6</b>	<b>90,1</b>
<b>Marge</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>8,5 %</b>
Steuern gesamt	14,2	9,9	7,9	14,6	22,0	23,7	25,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>21,6</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>56,6</b>	<b>60,9</b>	<b>64,9</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>21,6</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>56,6</b>	<b>60,9</b>	<b>64,9</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,3	0,6	1,9	2,3	2,5
<b>Nettoergebnis</b>	<b>21,2</b>	<b>26,0</b>	<b>24,3</b>	<b>40,2</b>	<b>54,7</b>	<b>58,6</b>	<b>62,4</b>
<b>Marge</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>5,9 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>EPS</b>	<b>5,63</b>	<b>6,90</b>	<b>6,44</b>	<b>10,92</b>	<b>14,48</b>	<b>15,53</b>	<b>16,52</b>
EPS adj.	5,63	6,90	6,44	10,92	14,48	15,53	16,52

\*Adjustiert um:

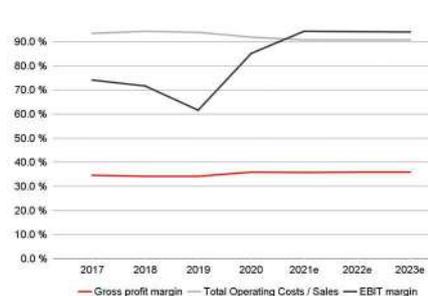
**Guidance: 2022: Umsatz +5-10%, EBT Marge ca. 8,5%**

## Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,5 %	94,4 %	94,0 %	91,9 %	90,8 %	90,7 %	90,7 %
Operating Leverage	6,5 x	0,2 x	-2,1 x	3,3 x	1,5 x	1,0 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	19,8 x	29,2 x	44,6 x	74,8 x	51,3 x	49,7 x	52,7 x
Steuerquote (EBT)	39,6 %	27,3 %	24,4 %	25,8 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	21,0 %	20,1 %	21,5 %	20,4 %	18,7 %	18,6 %	18,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	374.392	368.326	384.323	437.606	522.727	542.077	555.789

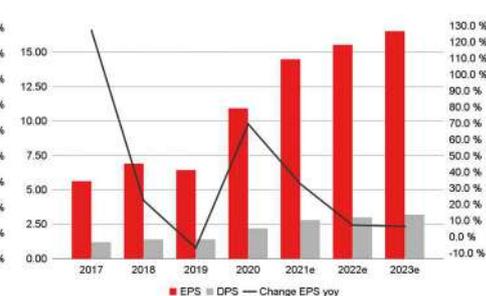
Sales, EBITDA  
in EUR m

Source: Warburg Research

Operating Performance  
in %

Source: Warburg Research

## Performance per Share



Source: Warburg Research

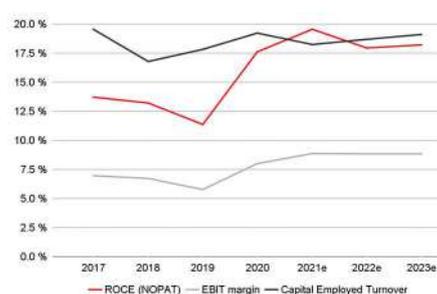
## Bilanz

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,9	16,5	17,7	19,8	19,9	20,4	20,9
davon übrige imm. VG	5,5	4,8	5,9	7,0	7,0	7,5	8,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,3	11,7	11,7	11,6	11,6	11,6	11,6
Sachanlagen	22,1	26,0	48,9	58,7	62,5	66,7	71,3
Finanzanlagen	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,7</b>	<b>43,2</b>	<b>66,9</b>	<b>78,9</b>	<b>82,7</b>	<b>87,4</b>	<b>92,5</b>
Vorräte	180,1	188,5	173,3	194,8	279,0	292,0	302,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	82,3	88,1	92,9	119,2	144,0	155,0	162,0
Liquide Mittel	14,4	14,1	25,7	32,1	8,7	19,3	55,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	35,2	37,8	38,5	53,5	39,0	39,0	39,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>312,1</b>	<b>328,6</b>	<b>330,5</b>	<b>399,6</b>	<b>470,7</b>	<b>505,3</b>	<b>558,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>352,8</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>553,4</b>	<b>592,7</b>	<b>651,4</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	151,9	173,4	189,6	224,4	198,3	242,4	289,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-8,7	-13,2	-12,9	-17,8	54,7	58,6	62,4
Buchwert	179,5	196,5	213,0	242,9	289,3	337,3	388,4
Anteile Dritter	2,0	2,1	1,9	2,4	2,0	2,0	2,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>181,6</b>	<b>198,6</b>	<b>214,9</b>	<b>245,3</b>	<b>291,3</b>	<b>339,3</b>	<b>390,4</b>
Rückstellungen gesamt	31,9	26,6	25,9	35,7	36,0	36,7	37,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,1	3,4	4,2	7,9	8,0	8,5	9,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	22,4	46,7	37,9	35,7	52,8	32,8	32,8
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	22,4	21,6	2,4	3,4	20,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	85,4	68,5	78,2	96,8	126,0	139,0	148,0
Sonstige Verbindlichkeiten	31,4	31,4	40,6	64,8	47,3	44,8	42,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>171,2</b>	<b>173,1</b>	<b>182,5</b>	<b>233,1</b>	<b>262,1</b>	<b>253,3</b>	<b>261,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>352,8</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>553,4</b>	<b>592,7</b>	<b>651,4</b>

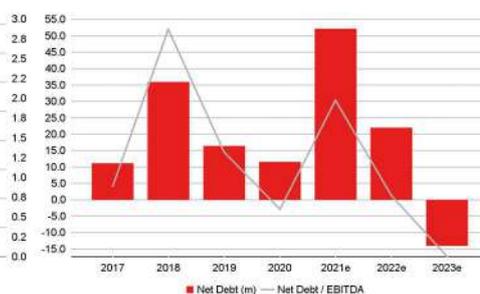
## Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,8 x	2,5 x	2,6 x	2,6 x	2,6 x	2,6 x	2,7 x
Capital Employed Turnover	2,9 x	2,5 x	2,6 x	2,8 x	2,7 x	2,7 x	2,8 x
ROA	52,3 %	60,3 %	36,3 %	50,9 %	66,1 %	67,1 %	67,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	13,7 %	13,2 %	11,4 %	17,6 %	19,6 %	17,9 %	18,2 %
ROE	12,4 %	13,8 %	11,9 %	17,6 %	20,5 %	18,7 %	17,2 %
Adj. ROE	12,4 %	13,8 %	11,9 %	17,6 %	20,5 %	18,7 %	17,2 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	11,1	35,9	16,4	11,6	52,2	22,0	-14,0
Nettofinanzverschuldung	8,0	32,6	12,2	3,6	44,2	13,5	-23,0
Net Gearing	6,1 %	18,1 %	7,6 %	4,7 %	17,9 %	6,5 %	-3,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	18,3 %	74,4 %	28,1 %	5,4 %	47,8 %	13,6 %	n.a.
Buchwert je Aktie	47,6	52,1	56,4	64,4	76,6	89,4	102,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	42,8	47,7	51,8	59,1	71,4	84,0	97,4

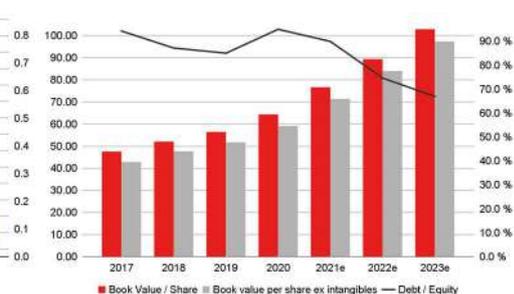
### ROCE Development



### Net debt in EUR m



### Book Value per Share in EUR



Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

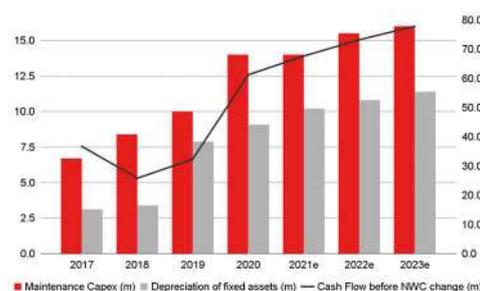
Source: Warburg Research

## Cash flow

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	35,7	36,2	32,5	56,4	78,6	84,6	90,1
Abschreibung Anlagevermögen	3,1	3,4	7,9	9,1	10,2	10,8	11,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	1,4	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	10,0	-5,3	-0,7	9,9	0,3	0,7	0,8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-14,2	-9,9	-7,9	-14,6	-22,0	-23,7	-25,2
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>36,8</b>	<b>25,8</b>	<b>32,3</b>	<b>61,3</b>	<b>67,6</b>	<b>73,2</b>	<b>77,9</b>
Veränderung Vorräte	-52,4	-8,4	15,2	-21,4	-84,2	-13,0	-10,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-14,4	-5,8	-4,7	-26,3	-24,8	-11,0	-7,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	15,1	-17,0	9,7	18,6	29,2	13,0	9,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	-4,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-51,7	-31,2	16,2	-29,2	-83,8	-15,0	-12,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-15,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>48,5</b>	<b>32,1</b>	<b>-16,2</b>	<b>58,2</b>	<b>65,9</b>
Investitionen in iAV	-0,7	-0,7	-1,7	-2,8	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-5,6	-7,7	-14,2	-19,2	-14,0	-15,0	-16,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,3	0,4	0,0	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>-6,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-22,1</b>	<b>-16,0</b>	<b>-17,0</b>	<b>-18,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-10,7	24,2	-8,7	-2,2	17,1	-20,0	0,0
Dividende Vorjahr	-3,0	-4,5	-5,3	-5,3	-8,3	-10,6	-11,3
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>-13,8</b>	<b>19,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>-30,6</b>	<b>-11,3</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-34,8</b>	<b>6,4</b>	<b>18,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>10,7</b>	<b>36,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>	<b>32,6</b>	<b>28,3</b>	<b>8,7</b>	<b>19,3</b>	<b>55,9</b>

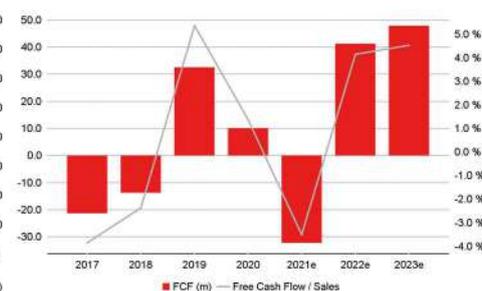
## Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-21,3	-13,7	32,5	10,1	-32,2	41,2	47,9
Free Cash Flow / Umsatz	-3,9 %	-2,4 %	5,4 %	1,4 %	-3,5 %	4,2 %	4,5 %
Free Cash Flow Potential	22,9	25,4	25,5	40,1	56,4	60,2	64,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-100,4 %	-52,7 %	133,7 %	25,1 %	-58,9 %	70,3 %	76,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	1,2 %	1,1 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,9 %	4,3 %	2,3 %	2,5 %	4,1 %	4,7 %	6,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	1,1 %	1,4 %	2,6 %	3,0 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	1,2 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	120,8 %	173,1 %	189,3 %	229,4 %	148,1 %	146,6 %	147,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	27,3 %	33,3 %	32,7 %	28,0 %	27,9 %	30,5 %	29,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	96,3 %	128,7 %	118,8 %	123,1 %	114,3 %	111,5 %	109,5 %
Vorratumschlag	2,0 x	2,0 x	2,3 x	2,4 x	2,1 x	2,2 x	2,2 x
Receivables collection period (Tage)	54	56	56	60	57	57	56
Payables payment period (Tage)	86	66	71	76	78	80	80
Cash conversion cycle (Tage)	150	171	143	137	152	145	139

CAPEX and Cash Flow  
in EUR m

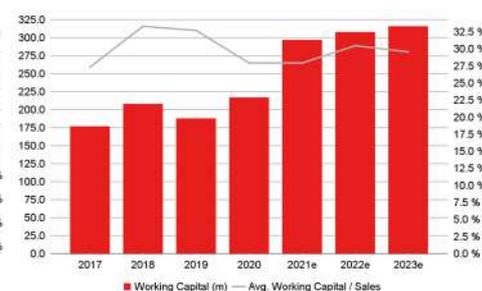
Source: Warburg Research

## Free Cash Flow Generation



Source: Warburg Research

## Working Capital



Source: 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.

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**

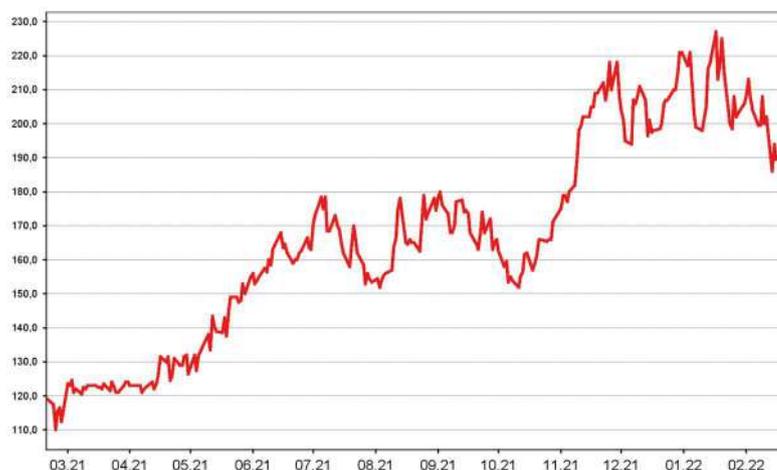
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	164	77
Halten	42	20
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>213</b>	<b>100</b>

**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	53	88
Halten	4	7
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	3
<b>Gesamt</b>	<b>60</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [EINHELL PREF.] AM [18.02.2022]**



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

**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 69 5050-7400  
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 40 3282-2695  
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](https://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](https://www.factset.com)

Refinitiv [www.refinitiv.com](https://www.refinitiv.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](https://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