

<b>Buy</b> <b>EUR 235,00</b> (EUR 244,00)  Kurs <b>EUR 143,60</b> <b>Upside 63,6 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 235,39 FCF-Value Potential 23e: 160,77	<b>Warburg ESG Risiko Score: 2,7</b> ESG Score (MSCI basiert): 3,0 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: 542,0 Aktienanzahl (Mio.): 3,8 EV: 703,4 Freefloat MC: 542,0 Ø Trad. Vol. (30T): 232,80 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 100,0 % Thannhuber AG (Stammaktien) 93,0 % Andere (Stammaktien) 7,0 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2022e Beta: 1,2 KBV: 1,4 x EK-Quote: 47 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,4 x Net Debt / EBITDA: 1,5 x

## Kurzfristiger Umsatzausblick schwächer, mittelfristige Aussichten weiter positiv

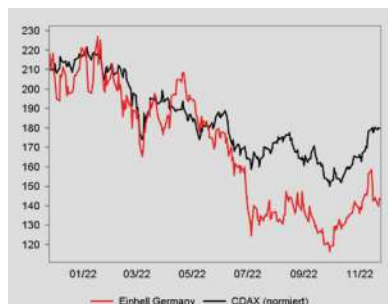
Berichtete Kennzahlen Q3/2022:					Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 22	Q3 22e	Q3 21	yoy	9M 22	9M 22e	9M 21	yoy	
<b>Umsatz</b>	<b>242,0</b>	241,3	223,3	8 %	<b>805,7</b>	805,0	686,7	17 %	Die Kennzahlen von Einhell für Q3/9M entsprachen unseren Erwartungen.
<b>Rohrertrag</b>	<b>87,1</b>	89,4	78,4	11 %	<b>281,8</b>	284,1	242,6	16 %	Der Umsatzanstieg in Q3 ist maßgeblich auf Aktivitäten außerhalb Europas zurückzuführen. Der Umsatz in der Kernregion DACH ging in Q3 um 8% ggü. Vj. zurück.
<b>Marge</b>	<b>36,0 %</b>	37,1 %	35,1 %		<b>35,0 %</b>	35,3 %	35,3 %		Die neu erworbene Outillages King Canada erzielte in Q3 einen Umsatz von EUR 8,5 Mio. (EUR 23,2 Mio. seit März 2022).
<b>EBIT</b>	<b>22,0</b>	21,6	21,9	0 %	<b>72,7</b>	72,3	61,0	19 %	Der Anteil des Umsatzes mit Power-X-Change-Produkten stieg weiter auf 42% in 9M 2022 (37% in 9M 2021).
<b>EBT</b>	<b>21,0</b>	20,6	21,2	-1 %	<b>69,2</b>	68,8	58,8	18 %	Die Vorräte lagen zum Ende von Q3 (EUR 469 Mio.) weiterhin deutlich über dem Vorjahresquartal (EUR 295 Mio.), aber leicht unter dem Wert von Q2 (EUR 477 Mio.).
<b>Marge</b>	<b>8,7 %</b>	8,6 %	9,5 %		<b>8,6 %</b>	8,5 %	8,6 %		
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,7</b>	13,9	15,2	-3 %	<b>48,7</b>	47,9	40,8	20 %	
<b>EPS</b>	<b>3,91</b>	3,68	4,02	-3 %	<b>12,91</b>	12,68	10,80	20 %	

Einhell berichtete solide Q3-Zahlen mit einem Umsatzwachstum von 8,4% und einer EBT-Marge von 8,7%. Basierend auf seiner starken Power-X-Change-Akkuplattform hat der Konzern den Marktanteil im laufenden Jahr weiter ausgebaut, insbesondere in der Kernregion DACH. Angesichts der herausfordernden makroökonomischen Entwicklung mit gedrückter Verbraucherstimmung haben sich die Marktbedingungen in Europa jedoch derzeit spürbar verschlechtert.

Das Management hat den Ausblick für 2022 leicht angepasst. Einhell erwartet nun, die Umsatzschwelle von EUR 1 Mrd. zu überschreiten (bisher: Umsatz von EUR 1,05 Mrd.) und eine EBT-Marge von ca. 8,5% zu erreichen (bisher: 8,5-9,0%). Diese Prognose impliziert eine schwächere Umsatzentwicklung in Q4. Während das Geschäft in den kommenden Quartalen durch den wirtschaftlichen Abschwung beeinträchtigt werden wird, ist die mittel- bis langfristige Wachstumsstrategie auf Kurs. Die internationale Expansion wird mit der Durchführung weiterer TV-Werbekampagnen in 19 Ländern fortgesetzt. Kürzlich gab das Unternehmen den Beginn des Sponsorings des Formel-Eins-Teams Mercedes-AMG PETRONAS F1 bekannt, um sein Brand Marketing zu unterstützen. Weitere globale Zielmärkte stehen auf der Agenda (z.B. Thailand) und untermauern das langfristige Projekt, zu den großen DIY-Marken aufzuschließen.

Basierend auf unseren reduzierten Schätzungen für 2023 wird die Einhell-Aktie weiterhin mit einem attraktiven KGV von unter 10 gehandelt. **Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von EUR 235**, abgeleitet aus unserem DCF-Modell.

Schätzungsänderungen:					Kommentar zu den Änderungen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -			
<b>Umsatz</b>	1.052,0	-1,5 %	1.099,0	-4,5 %	1.159,0	-4,4 %	Wir haben unsere Umsatzprognose angesichts des schwachen kurzfristigen Ausblicks angepasst. Für Q4 erwarten wir nun einen Umsatzrückgang von 4,5%. Für 2023 scheint das Wachstumspotenzial durch die hohe Vergleichsbasis in H1 begrenzt zu sein.		
<b>EBITDA</b>	107,2	-0,9 %	108,3	-10,6 %	114,3	-8,1 %	Unserem reduzierten Umsatzszenario folgend, erwarten wir einen Rückgang der EBT-Marge auf 7,6% im Jahr 2023.		
<b>EBT</b>	92,4	-5,1 %	92,7	-13,6 %	97,9	-9,9 %	Insgesamt sollten die starken Standbeine außerhalb Europas (Australien, Südamerika und Kanada) sowie die verbesserte Lieferkettensituation (Produktionskapazitäten, Frachtraten) im aktuellen Umfeld unterstützend wirken.		
<b>Nettoergebnis</b>	64,5	-4,2 %	64,5	-12,8 %	68,1	-8,7 %			
<b>EPS</b>	17,08	-4,2 %	17,09	-12,8 %	18,04	-8,8 %			

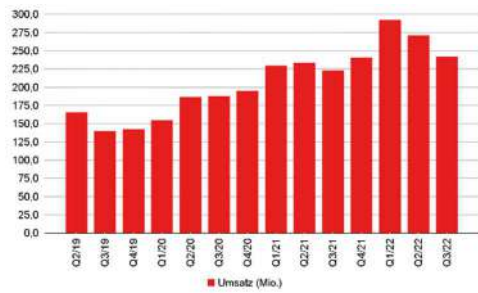


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-6,2 %
6 Monate:	-16,8 %
Jahresverlauf:	-18,0 %
Letzte 12 Monate:	-14,3 %

Unternehmenstermine:	

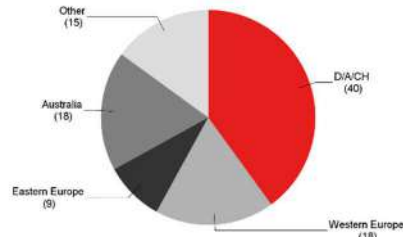
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	6,1 %	577,9	605,7	724,7	927,4	1.035,7	1.049,0	1.108,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		4,4 %	4,8 %	19,6 %	28,0 %	11,7 %	1,3 %	5,6 %
<b>Rohrertragsmarge</b>		34,2 %	34,1 %	35,9 %	35,9 %	35,7 %	35,5 %	35,7 %
<b>EBITDA</b>	3,8 %	43,7	43,5	67,6	94,0	106,2	96,9	105,1
<b>Marge</b>		7,6 %	7,2 %	9,3 %	10,1 %	10,3 %	9,2 %	9,5 %
<b>EBIT</b>	3,6 %	38,9	35,0	58,0	82,0	92,0	83,1	91,3
<b>Marge</b>		6,7 %	5,8 %	8,0 %	8,8 %	8,9 %	7,9 %	8,2 %
<b>EBT</b>	2,7 %	36,2	32,5	55,3	81,4	87,8	80,1	88,3
<b>Marge</b>		6,3 %	5,4 %	7,6 %	8,8 %	8,5 %	7,6 %	8,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	2,2 %	26,0	24,3	40,2	58,2	61,8	56,3	62,1
<b>EPS</b>	2,0 %	6,90	6,44	10,92	15,53	16,37	14,91	16,46
<b>DPS</b>	4,9 %	1,40	1,40	2,20	2,60	3,00	3,00	3,00
<b>Dividendenrendite</b>		1,6 %	2,2 %	3,2 %	1,7 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
<b>FCFPS</b>		-3,64	8,62	2,67	-49,14	16,92	22,06	19,03
<b>FCF / Marktkap.</b>		-4,1 %	13,6 %	3,9 %	-31,8 %	11,8 %	15,4 %	13,3 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,6 x	0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		8,5 x	5,9 x	4,0 x	8,3 x	6,6 x	6,7 x	5,7 x
<b>EV / EBIT</b>		9,5 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	7,6 x	7,8 x	6,6 x
<b>KGV</b>		12,8 x	9,8 x	6,3 x	10,0 x	8,8 x	9,6 x	8,7 x
<b>FCF Potential Yield</b>		6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,5 %	9,5 %	9,2 %	10,8 %
<b>Nettoverschuldung</b>		35,9	16,4	11,6	198,4	161,3	103,9	61,9
<b>ROCE (NOPAT)</b>		13,2 %	11,4 %	17,6 %	15,1 %	12,1 %	11,0 %	12,2 %
<b>Guidance:</b>		2022: Umsatz über 1 Mrd. EUR, EBT Marge ca. 8,5%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



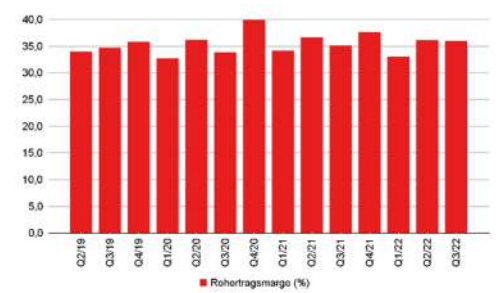
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Rohertragsmarge**  
in %



Quelle: Warburg Research

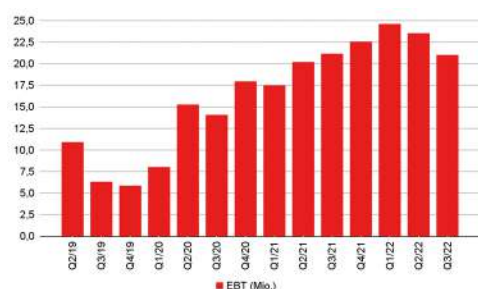
## Unternehmenshintergrund

- 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

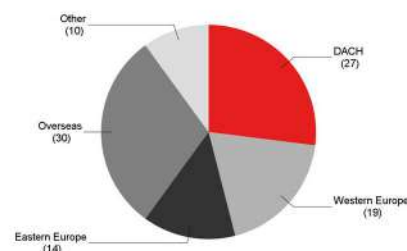
- Die Marke Einhell verfügt über eine hohe Markenbekanntheit in Kernmärkten, die im Zuge der langfristigen Strategie durch Marketingmaßnahmen und die Präsentation am Point-of-Sale (inkl. E-Commerce) weiter ausgebaut wird.
- Durch den frühzeitigen Fokus auf die Entwicklung innovativer Produkte kann das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



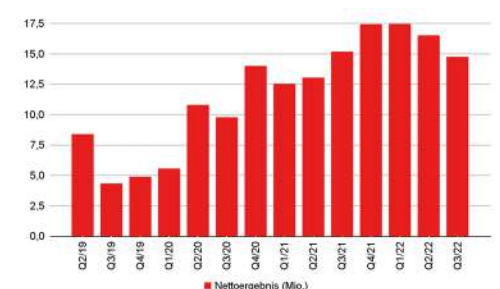
Quelle: Warburg Research

**EBT nach Regionen**  
2021; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	1.035,7	1.049,0	1.108,0	1.180,0	1.256,7	1.332,1	1.412,1	1.489,7	1.564,2	1.634,6	1.691,8	1.742,6	1.786,1	
Umsatzwachstum	11,7 %	1,3 %	5,6 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
EBIT	92,0	83,1	91,3	96,8	103,1	109,2	115,8	122,2	125,1	122,6	126,9	130,7	134,0	
EBIT-Marge	8,9 %	7,9 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	
Steuerquote (EBT)	28,0 %	28,0 %	28,0 %	29,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	66,3	59,8	65,7	68,7	72,1	76,5	81,1	85,5	87,6	85,8	88,8	91,5	93,8	
Abschreibungen	14,2	13,8	13,8	15,3	16,3	17,3	18,4	19,4	20,3	21,2	22,0	22,7	23,2	
Abschreibungsquote	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,5	0,5	-0,6	0,0	-0,1	0,6	0,5	0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-10,3	-35,0	-19,0	5,4	12,7	10,8	10,7	20,3	19,1	17,6	13,4	11,3	12,6	
- Investitionen	23,0	24,0	25,0	18,3	18,2	18,0	18,4	19,4	20,3	21,2	22,0	22,7	23,2	
Investitionsquote	2,2 %	2,3 %	2,3 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
- Sonstiges	0,0	18,0	0,0	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)	67,9	67,1	74,0	59,8	57,5	64,9	71,0	65,7	69,0	67,9	74,9	79,6	80,5	85
Barwert FCF	67,4	61,5	62,6	46,7	41,4	43,1	43,5	37,2	36,1	32,7	33,3	32,7	30,5	503
Anteil der Barwerte	17,87 %			35,20 %										46,93 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>8,37 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,20</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	569		
Terminal Value	503		
Zinstr. Verbindlichkeiten	182		
Pensionsrückstellungen	9		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	3		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	12	Aktienzahl (Mio.)	3,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>888</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>235,39</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	9,4 %	188,84	191,81	194,97	198,36	201,98	205,86	210,04	1,41	9,4 %	145,45	163,09	180,72	198,36	215,99	233,63	251,26
1,31	8,9 %	204,01	207,58	211,41	215,51	219,93	224,69	229,84	1,31	8,9 %	158,73	177,65	196,58	215,51	234,44	253,37	272,30
1,25	8,6 %	212,38	216,31	220,53	225,07	229,97	235,26	241,01	1,25	8,6 %	166,12	185,77	205,42	225,07	244,72	264,37	284,02
1,20	8,4 %	221,35	225,69	230,36	235,39	240,84	246,74	253,18	1,20	8,4 %	174,11	194,54	214,96	235,39	255,82	276,25	296,67
1,15	8,1 %	230,99	235,79	240,96	246,56	252,64	259,26	266,49	1,15	8,1 %	182,75	204,02	225,29	246,56	267,83	289,10	310,37
1,09	7,9 %	241,37	246,69	252,45	258,70	265,50	272,94	281,10	1,09	7,9 %	192,14	214,32	236,51	258,70	280,88	303,07	325,25
0,99	7,4 %	264,71	271,32	278,52	286,39	295,02	304,55	315,10	0,99	7,4 %	213,56	237,84	262,11	286,39	310,66	334,93	359,21

- 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.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	26,3	24,6	41,8	60,2	63,2	57,7	63,5	
+ Abschreibung + Amortisation	4,8	8,4	9,6	12,0	14,2	13,8	13,8	
- Zinsergebnis (netto)	-2,7	-2,5	-2,6	-0,5	-4,3	-3,0	-3,0	
- Erhaltungsinvestitionen	8,4	10,0	14,0	14,0	15,0	15,0	15,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>40,1</b>	<b>58,7</b>	<b>66,7</b>	<b>59,5</b>	<b>65,3</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,5 %	9,5 %	9,2 %	10,8 %	
WACC	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>369,7</b>	<b>254,9</b>	<b>269,6</b>	<b>781,7</b>	<b>703,4</b>	<b>645,9</b>	<b>603,9</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>304,0</b>	<b>305,3</b>	<b>478,9</b>	<b>702,0</b>	<b>796,8</b>	<b>710,7</b>	<b>780,9</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	189,4	189,4	189,4	189,4	152,3	94,4	51,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,5	10,0	
- 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>105,7</b>	<b>106,9</b>	<b>280,5</b>	<b>503,7</b>	<b>635,5</b>	<b>606,8</b>	<b>719,0</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>27,99</b>	<b>28,32</b>	<b>74,32</b>	<b>133,44</b>	<b>168,36</b>	<b>160,77</b>	<b>190,51</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					17,2 %	12,0 %	32,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,37 %	6,73	6,98	40,83	84,35	112,65	111,07	135,90
	10,37 %	12,45	12,72	49,84	97,56	127,63	124,44	150,59
	9,37 %	19,39	19,69	60,77	113,58	145,82	140,67	168,42
WACC	<b>8,37 %</b>	<b>27,99</b>	<b>28,32</b>	<b>74,32</b>	<b>133,44</b>	<b>168,36</b>	<b>160,77</b>	<b>190,51</b>
	7,37 %	38,92	39,30	91,54	158,69	197,01	186,33	218,59
	6,37 %	53,29	53,72	114,17	191,86	234,67	219,91	255,49
	5,37 %	73,01	73,52	145,23	237,40	286,35	266,01	306,15

▪ Rückgang der Nettoverschuldung in den kommenden Jahren erwartet.

Wertermittlung	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	1,7 x	1,1 x	1,1 x	1,7 x	1,4 x	1,3 x	1,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	47,69	51,76	59,11	84,23	90,89	103,20	115,34
EV / Umsatz	0,6 x	0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	0,5 x
EV / EBITDA	8,5 x	5,9 x	4,0 x	8,3 x	6,6 x	6,7 x	5,7 x
EV / EBIT	9,5 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	7,6 x	7,8 x	6,6 x
EV / EBIT adj.*	9,3 x	7,3 x	4,7 x	9,5 x	7,6 x	7,8 x	6,6 x
Kurs / FCF	n.a.	7,3 x	25,6 x	n.a.	8,5 x	6,5 x	7,5 x
KGV	12,8 x	9,8 x	6,3 x	10,0 x	8,8 x	9,6 x	8,7 x
KGV ber.*	12,8 x	9,8 x	6,3 x	10,0 x	8,8 x	9,6 x	8,7 x
Dividendenrendite	1,6 %	2,2 %	3,2 %	1,7 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,9 %	10,0 %	14,9 %	7,5 %	9,5 %	9,2 %	10,8 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

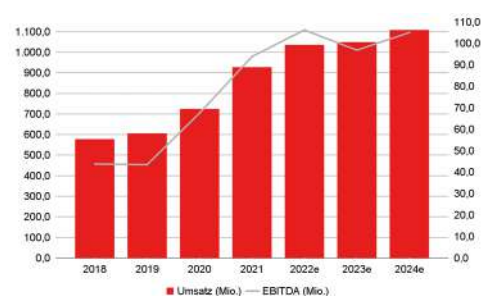
In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>577,9</b>	<b>605,7</b>	<b>724,7</b>	<b>927,4</b>	<b>1.035,7</b>	<b>1.049,0</b>	<b>1.108,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	4,4 %	4,8 %	19,6 %	28,0 %	11,7 %	1,3 %	5,6 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>578,2</b>	<b>605,9</b>	<b>724,7</b>	<b>927,4</b>	<b>1.035,7</b>	<b>1.049,0</b>	<b>1.108,0</b>
Materialaufwand	380,2	399,3	464,8	594,2	666,0	676,6	712,4
<b>Rohertrag</b>	<b>197,9</b>	<b>206,6</b>	<b>259,9</b>	<b>333,3</b>	<b>369,7</b>	<b>372,4</b>	<b>395,6</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>35,7 %</b>	<b>35,5 %</b>	<b>35,7 %</b>
Personalaufwendungen	76,2	78,5	92,1	107,8	117,0	124,0	132,0
Sonstige betriebliche Erträge	11,0	6,9	8,9	9,3	11,5	12,0	12,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	88,9	91,5	109,1	140,7	158,0	163,5	171,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>43,7</b>	<b>43,5</b>	<b>67,6</b>	<b>94,0</b>	<b>106,2</b>	<b>96,9</b>	<b>105,1</b>
<b>Marge</b>	<b>7,6 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>9,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,4	7,9	9,1	10,0	12,0	11,8	11,8
<b>EBITA</b>	<b>40,3</b>	<b>35,6</b>	<b>58,5</b>	<b>84,0</b>	<b>94,2</b>	<b>85,1</b>	<b>93,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	0,5	0,5	2,0	2,2	2,0	2,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>38,9</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>82,0</b>	<b>92,0</b>	<b>83,1</b>	<b>91,3</b>
<b>Marge</b>	<b>6,7 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,2 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>39,8</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>82,0</b>	<b>92,0</b>	<b>83,1</b>	<b>91,3</b>
Zinserträge	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,5	1,0	0,9	1,6	3,4	2,1	2,1
Sonstiges Finanzergebnis	-1,4	-1,8	-1,9	1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>36,2</b>	<b>32,5</b>	<b>55,3</b>	<b>81,4</b>	<b>87,8</b>	<b>80,1</b>	<b>88,3</b>
<b>Marge</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,0 %</b>
Steuern gesamt	9,9	7,9	14,6	21,7	24,6	22,4	24,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>59,7</b>	<b>63,2</b>	<b>57,7</b>	<b>63,5</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>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>59,7</b>	<b>63,2</b>	<b>57,7</b>	<b>63,5</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,6	1,5	1,4	1,4	1,4
<b>Nettoergebnis</b>	<b>26,0</b>	<b>24,3</b>	<b>40,2</b>	<b>58,2</b>	<b>61,8</b>	<b>56,3</b>	<b>62,1</b>
<b>Marge</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,6 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>EPS</b>	<b>6,90</b>	<b>6,44</b>	<b>10,92</b>	<b>15,53</b>	<b>16,37</b>	<b>14,91</b>	<b>16,46</b>
EPS adj.	6,90	6,44	10,92	15,53	16,37	14,91	16,46

\*Adjustiert um:

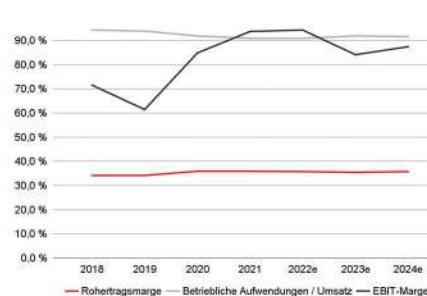
**Guidance: 2022: Umsatz über 1 Mrd. EUR, EBT Marge ca. 8,5%**

## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,4 %	94,0 %	91,9 %	90,9 %	90,9 %	91,9 %	91,6 %
Operating Leverage	0,2 x	-2,1 x	3,3 x	1,5 x	1,1 x	-7,6 x	1,7 x
EBITDA / Interest expenses	29,2 x	44,6 x	74,8 x	57,5 x	31,2 x	46,1 x	50,0 x
Steuerquote (EBT)	27,3 %	24,4 %	25,8 %	26,5 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	20,1 %	21,5 %	20,4 %	16,4 %	17,9 %	19,6 %	17,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	368.326	384.323	437.606	516.380	559.838	552.105	571.134

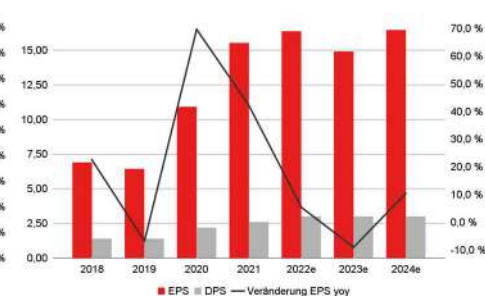
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance  
in %

Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

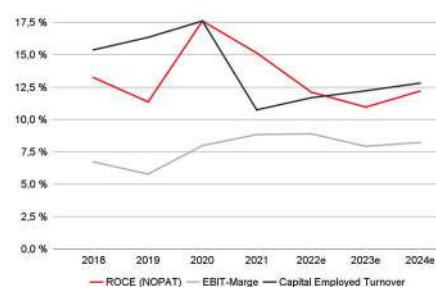
## Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	16,5	17,7	19,8	19,6	46,5	40,0	40,0
davon übrige imm. VG	4,8	5,9	7,0	7,7	22,5	28,0	28,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	11,7	11,7	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Sachanlagen	26,0	48,9	58,7	75,6	85,6	94,8	105,0
Finanzanlagen	0,7	0,4	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>43,2</b>	<b>66,9</b>	<b>78,9</b>	<b>96,1</b>	<b>132,9</b>	<b>135,6</b>	<b>145,8</b>
Vorräte	188,5	173,3	194,8	450,0	432,0	389,0	369,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	88,1	92,9	119,2	135,9	156,0	158,0	167,0
Liquide Mittel	14,1	25,7	32,1	11,5	11,3	15,2	41,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	37,8	38,5	53,5	138,4	96,0	97,0	98,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>328,6</b>	<b>330,5</b>	<b>399,6</b>	<b>735,8</b>	<b>695,3</b>	<b>659,2</b>	<b>675,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>831,9</b>	<b>828,2</b>	<b>794,9</b>	<b>821,6</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	173,4	189,6	224,4	274,6	291,4	341,9	381,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-13,2	-12,9	-17,8	26,6	61,8	51,3	57,1
Buchwert	196,5	213,0	242,9	337,6	389,5	429,5	475,3
Anteile Dritter	2,1	1,9	2,4	3,4	3,0	3,0	3,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>198,6</b>	<b>214,9</b>	<b>245,3</b>	<b>341,0</b>	<b>392,5</b>	<b>432,5</b>	<b>478,3</b>
Rückstellungen gesamt	26,6	25,9	35,7	38,0	37,2	38,0	38,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,4	4,2	7,9	9,0	9,0	9,5	10,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	46,7	37,9	35,7	200,9	163,6	109,6	93,6
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	21,6	2,4	3,4	90,9	70,0	16,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	68,5	78,2	96,8	137,5	150,0	144,0	152,0
Sonstige Verbindlichkeiten	31,4	40,6	64,8	114,5	84,8	70,8	59,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>173,1</b>	<b>182,5</b>	<b>233,1</b>	<b>490,9</b>	<b>435,6</b>	<b>362,4</b>	<b>343,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>371,8</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>831,9</b>	<b>828,2</b>	<b>794,9</b>	<b>821,6</b>

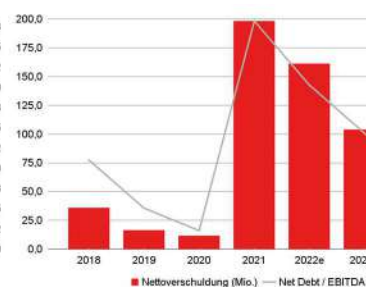
## Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,5 x	2,6 x	2,6 x	1,8 x	2,0 x	2,1 x	2,3 x
Capital Employed Turnover	2,5 x	2,6 x	2,8 x	1,7 x	1,9 x	2,0 x	2,1 x
ROA	60,3 %	36,3 %	50,9 %	60,6 %	46,5 %	41,5 %	42,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	13,2 %	11,4 %	17,6 %	15,1 %	12,1 %	11,0 %	12,2 %
ROE	13,8 %	11,9 %	17,6 %	20,1 %	17,0 %	13,7 %	13,7 %
Adj. ROE	13,8 %	11,9 %	17,6 %	20,1 %	17,0 %	13,7 %	13,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	35,9	16,4	11,6	198,4	161,3	103,9	61,9
Nettofinanzverschuldung	32,6	12,2	3,6	189,4	152,3	94,4	51,9
Net Gearing	18,1 %	7,6 %	4,7 %	58,2 %	41,1 %	24,0 %	12,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	74,4 %	28,1 %	5,4 %	201,5 %	143,4 %	97,4 %	49,4 %
Buchwert je Aktie	52,1	56,4	64,4	89,4	103,2	113,8	125,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	47,7	51,8	59,1	84,2	90,9	103,2	115,3

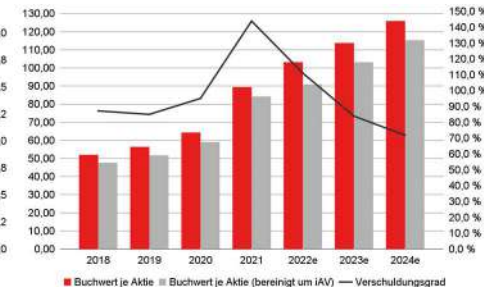
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

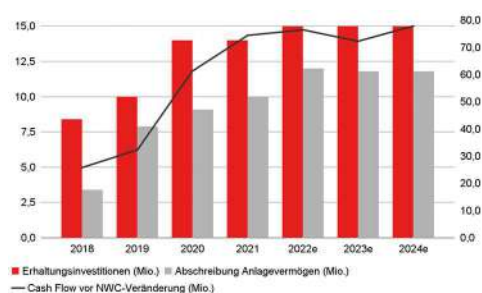
Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	36,2	32,5	56,4	81,8	87,8	80,1	88,3
Abschreibung Anlagevermögen	3,4	7,9	9,1	10,0	12,0	11,8	11,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	0,5	0,5	2,0	2,2	2,0	2,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-5,3	-0,7	9,9	2,3	-0,8	0,8	0,5
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-9,9	-7,9	-14,6	-21,7	-24,6	-22,4	-24,7
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>25,8</b>	<b>32,3</b>	<b>61,3</b>	<b>74,5</b>	<b>76,5</b>	<b>72,3</b>	<b>77,8</b>
Veränderung Vorräte	-8,4	15,2	-21,4	-255,2	18,0	43,0	20,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,8	-4,7	-26,3	-16,7	-20,1	-2,0	-9,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-17,0	9,7	18,6	40,7	12,5	-6,0	8,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-4,0	0,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-31,2	16,2	-29,2	-231,2	6,3	31,0	15,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-5,4</b>	<b>48,5</b>	<b>32,1</b>	<b>-156,7</b>	<b>82,9</b>	<b>103,3</b>	<b>92,8</b>
Investitionen in iAV	-0,7	-1,7	-2,8	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-7,7	-14,2	-19,2	-27,2	-17,0	-18,0	-19,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,4	0,0	0,0	0,0	-17,0	-3,0	-3,0
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>-8,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-22,1</b>	<b>-28,8</b>	<b>-36,0</b>	<b>-23,0</b>	<b>-24,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	24,2	-8,7	-2,2	165,2	-37,3	-54,0	-16,0
Dividende Vorjahr	-4,5	-5,3	-5,3	-8,3	-9,8	-11,3	-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>19,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-7,5</b>	<b>156,9</b>	<b>-47,1</b>	<b>-65,3</b>	<b>-27,3</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>6,4</b>	<b>18,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-28,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>14,9</b>	<b>41,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>20,8</b>	<b>32,6</b>	<b>28,3</b>	<b>3,5</b>	<b>11,3</b>	<b>26,2</b>	<b>56,8</b>

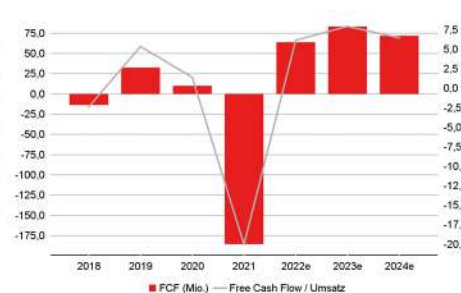
Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-13,7	32,5	10,1	-185,5	63,9	83,3	71,8
Free Cash Flow / Umsatz	-2,4 %	5,4 %	1,4 %	-20,0 %	6,2 %	7,9 %	6,5 %
Free Cash Flow Potential	25,4	25,5	40,1	58,7	66,7	59,5	65,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-52,7 %	133,7 %	25,1 %	-318,7 %	103,4 %	148,0 %	115,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	1,1 %	0,5 %	0,5 %	1,0 %	0,8 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,3 %	2,3 %	2,5 %	1,4 %	1,9 %	1,5 %	2,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	1,4 %	2,6 %	3,0 %	3,1 %	1,8 %	1,9 %	1,9 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	1,7 %	1,9 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	173,1 %	189,3 %	229,4 %	239,2 %	133,8 %	144,9 %	152,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	33,3 %	32,7 %	28,0 %	35,9 %	42,8 %	40,1 %	35,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	128,7 %	118,8 %	123,1 %	98,8 %	104,0 %	109,7 %	109,9 %
Vorratumschlag	2,0 x	2,3 x	2,4 x	1,3 x	1,5 x	1,7 x	1,9 x
Receivables collection period (Tage)	56	56	60	53	55	55	55
Payables payment period (Tage)	66	71	76	84	82	78	78
Cash conversion cycle (Tage)	171	143	137	245	210	187	166

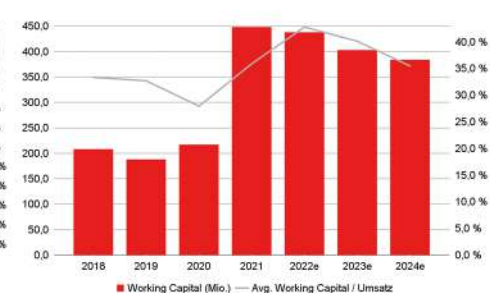
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. 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	163	76
Halten	42	20
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>215</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	45	82
Halten	7	13
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	4
<b>Gesamt</b>	<b>55</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [EINHELL PREF.] AM [24.11.2022]**



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 Rüschemeyer** +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

**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, Construction pkaiser@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@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, Telco 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

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

Refinitiv [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.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