

<p><b>Buy</b></p> <p>EUR 235,00</p> <p>Kurs EUR 139,80</p> <p>Upside 68,1 %</p>	<p><b>Wertindikatoren:</b> EUR</p> <p>DCF: 235,54</p> <p>FCF-Value Potential 24e: 201,31</p>	<p><b>Warburg ESG Risiko Score: 2,7</b></p> <p>ESG Score (MSCI basiert): 3,0</p> <p>Bilanz Score: 4,0</p> <p>Markt Liquidität Score: 1,0</p>	<p><b>Beschreibung:</b></p> <p>Anbieter von Motorwerkzeugen und Gartengeräten für den Haushaltsgebrauch</p>
	<p><b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.</p> <p>Marktkapitalisierung: 527,7</p> <p>Aktienanzahl (Mio.): 3,8</p> <p>EV: 626,3</p> <p>Freefloat MC: 527,7</p> <p>Ø Trad. Vol. (30T): 318,54 Tsd.</p>	<p><b>Aktionäre:</b></p> <p>Freefloat 100,00 %</p> <p>Thannhuber AG (Stammaktien) 93,00 %</p> <p>Andere (Stammaktien) 7,00 %</p>	<p><b>Kennzahlen (WRe):</b> 2023e</p> <p>Beta: 1,2</p> <p>KBV: 1,3 x</p> <p>EK-Quote: 49 %</p> <p>Net Fin. Debt / EBITDA: 0,9 x</p> <p>Net Debt / EBITDA: 1,0 x</p>

**Q2/H1-Bericht unterstreicht Potenzial durch internationales Wachstum**

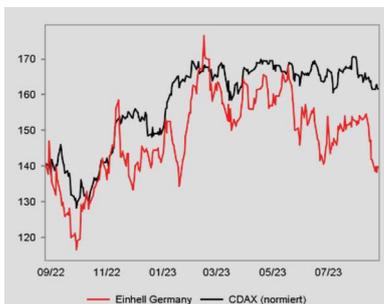
Berichtete Kennzahlen Q2/2023:										Kommentar zu den Kennzahlen:									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 23	Q2 23e	Q2 22	yoy	6M 23	6M 23e	6M 22	yoy		<ul style="list-style-type: none"> <li>Einhell hat starke Q2-Zahlen veröffentlicht. Insgesamt lag H1 leicht über der Prognose des Unternehmens (EUR 520 Mio. Umsatz, EBT-Marge 8,0-8,5%), die auf der Hauptversammlung im Juni gegeben wurde.</li> <li>Der ausgewiesene Umsatz wurde durch Währungseffekte (vor allem AUD) beeinträchtigt. Währungsbereinigt sank der Umsatz im ersten Halbjahr um 4,2% (berichtet -6,7%).</li> <li>Der Umsatzanteil der Power-X-Change-Akkuplattformprodukte stieg in H1 weiter von 43% auf 46% (Gesamtjahresziel 51%).</li> <li>Die Vorräte wurden zum Ende des zweiten Quartals weiter deutlich auf EUR 359 Mio. reduziert (Q1: EUR 415 Mio., Q4 22: EUR 473 Mio.).</li> </ul>									
<b>Umsatz</b>	276,0	270,1	271,4	2 %	525,9	520,0	563,7	-7 %											
<b>Rohertrag</b>	111,6	98,0	98,0	14 %	203,6	190,1	194,7	5 %											
<b>Marge</b>	40,4 %	36,3 %	36,1 %		38,7 %	36,6 %	34,5 %												
<b>EBIT</b>	25,1	23,4	25,1	0 %	47,8	46,2	50,7	-6 %											
<b>EBT</b>	24,0	21,1	23,5	2 %	44,3	41,5	48,2	-8 %											
<b>Marge</b>	8,7 %	7,8 %	8,7 %		8,4 %	8,0 %	8,5 %												
<b>Nettoergebnis</b>	16,5	13,5	16,5	0 %	30,3	27,3	34,0	-11 %											
<b>EPS</b>	4,37	3,57	4,38	0 %	8,03	7,23	9,00	-11 %											

Einhell meldete nach einer schwächeren Umsatzentwicklung in Q1 (-14,5% auf EUR 250 Mio.) positive Q2-Zahlen. Das Management rechnet mit einer Belebung des Umsatzes in H2, erklärte aber auch, dass die aktuellen Ziele für das GJ 2023 (organischer Umsatz +3%, EBT-Marge 8,0-8,5%) sehr ambitioniert seien. Dies spiegelt einen eher schwachen Geschäftsverlauf im Juli und August sowie die aktuellen makroökonomischen Unsicherheiten und die insgesamt gedrückte Konsumentenstimmung wider.

Wesentliche Treiber sind nach wie vor die starke Fokussierung auf den weiteren Ausbau der Power-X-Change-Serie und die fortschreitende internationale Expansion. Nach der letztjährigen Akquisition in Kanada hat der Konzern in Q2 die Mehrheit an einem etablierten Unternehmen in Thailand mit einem Jahresumsatz von EUR 18 Mio. erworben, das als Vertriebsbasis für Einhell-Produkte genutzt werden kann. In Südafrika (Akquisition 2020) konnte eine der größten Baumarktketten des Landes als Wiederverkäufer gewonnen werden. Nicht zuletzt hat Einhell Verhandlungen mit einem potenziellen Übernahmekandidaten für den US-Markt aufgenommen.

Insgesamt ist der langfristige Wachstumspfad, der auf Marktanteilsgewinnen mit der Power-X-Change-Akkuplattform für Garten- und Elektrowerkzeuge basiert, auf Kurs. Mit einer starken Bilanz und einer langfristigen Marken- und Wachstumsstrategie ist Einhell gut aufgestellt, um die aktuellen makroökonomischen Unsicherheiten zu meistern. Die vielversprechenden Wachstumsperspektiven, die auf dem langfristigen Vorhaben basieren, zu den großen Baumarktmärkten aufzuschließen, spiegeln sich nicht in der aktuellen Bewertung wider, die mit einem KGV von unter 10 sehr attraktiv ist. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von EUR 235.

Schätzungsänderungen:								Kommentar zu den Änderungen:							
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -		<ul style="list-style-type: none"> <li>Leicht reduzierte Prognose für das GJ 2023 aufgrund des aktuellen Gegenwinds durch Wechselkurse und des schwierigen makroökonomischen Umfelds.</li> <li>Add-on-Akquisitionen in Thailand und Vietnam werden in H2 ca. EUR 14 Mio. zum Umsatz beitragen.</li> <li>Unsere Umsatz- und Margenerwartungen für die kommenden Jahre bleiben unverändert, da die internationale Expansion und der starke Fokus auf die Power-X-Change-Kategorie erhebliches Wachstumspotenzial bieten.</li> <li>Starker FCF im laufenden Jahr durch Normalisierung der Lagerbestände.</li> </ul>							
<b>Umsatz</b>	1.056,0	-1,9 %	1.116,4	0,0 %	1.190,2	0,0 %									
<b>EBITDA</b>	104,3	-1,8 %	110,2	0,0 %	121,0	0,4 %									
<b>EBT</b>	84,0	-2,1 %	90,0	-0,3 %	100,9	-0,1 %									
<b>Nettoergebnis</b>	59,1	-1,8 %	63,3	0,0 %	71,0	0,0 %									
<b>EPS</b>	15,65	-1,8 %	16,77	0,0 %	18,82	0,0 %									



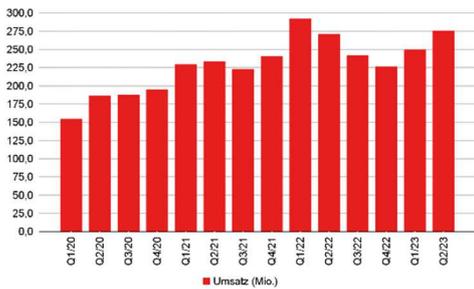
**Rel. Performance vs CDAX:**

1 Monat:	-4,3 %
6 Monate:	-10,3 %
Jahresverlauf:	-9,3 %
Letzte 12 Monate:	-16,6 %

**Unternehmenstermine:**  
19.10.23 Klein aber fein

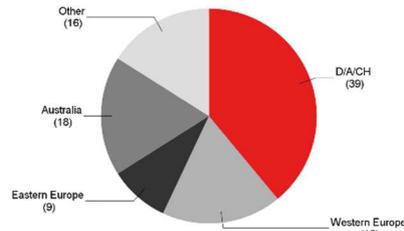
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	4,9 %	605,7	724,7	927,4	1.032,5	1.036,0	1.116,4	1.190,2
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		4,8 %	19,6 %	28,0 %	11,3 %	0,3 %	7,8 %	6,6 %
<b>Rohertragsmarge</b>		34,1 %	35,9 %	35,9 %	36,2 %	37,3 %	37,4 %	37,4 %
<b>EBITDA</b>	4,4 %	43,5	67,6	94,0	106,8	102,4	110,2	121,4
<b>Marge</b>		7,2 %	9,3 %	10,1 %	10,3 %	9,9 %	9,9 %	10,2 %
<b>EBIT</b>	4,6 %	35,0	58,0	82,0	92,1	87,2	94,5	105,3
<b>Marge</b>		5,8 %	8,0 %	8,8 %	8,9 %	8,4 %	8,5 %	8,9 %
<b>EBT</b>	5,0 %	32,5	55,3	81,4	87,0	82,2	89,7	100,7
<b>Marge</b>		5,4 %	7,6 %	8,8 %	8,4 %	7,9 %	8,0 %	8,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	6,2 %	24,3	40,2	58,2	59,4	58,0	63,3	71,0
<b>EPS</b>	5,9 %	6,44	10,92	15,53	15,83	15,37	16,77	18,82
<b>DPS</b>	3,3 %	1,40	2,20	2,60	2,90	3,00	3,20	3,20
<b>Dividendenrendite</b>		2,2 %	3,2 %	1,7 %	1,8 %	2,1 %	2,3 %	2,3 %
<b>FCFPS</b>		8,62	2,67	-49,14	-0,92	40,67	10,41	13,15
<b>FCF / Marktkap.</b>		13,6 %	3,9 %	-31,8 %	-0,6 %	29,1 %	7,4 %	9,5 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		5,9 x	4,0 x	8,3 x	7,7 x	6,1 x	5,5 x	4,7 x
<b>EV / EBIT</b>		7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,9 x	7,2 x	6,4 x	5,4 x
<b>KGV</b>		9,8 x	6,3 x	10,0 x	10,2 x	9,1 x	8,3 x	7,4 x
<b>FCF Potential Yield</b>		10,0 %	14,9 %	7,5 %	8,0 %	10,3 %	11,6 %	13,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		16,4	11,6	198,4	205,8	98,6	78,1	46,6
<b>ROCE (NOPAT)</b>		11,4 %	17,6 %	15,1 %	11,6 %	11,7 %	13,3 %	14,1 %
<b>Guidance:</b>		2023: Umsatz organisch +3%, EBT Marge ca. 8,0% bis 8,5%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



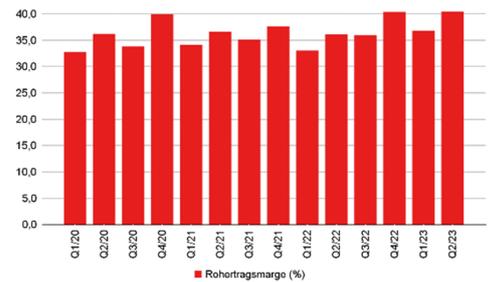
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2022; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Rohertragsmarge**  
in %



Quelle: Warburg Research

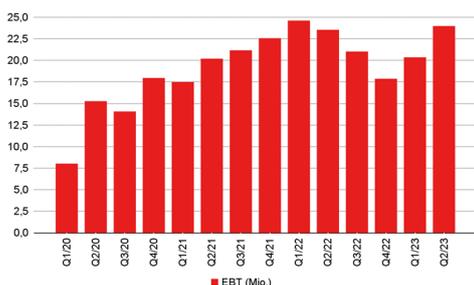
## Unternehmenshintergrund

- 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 (57% des Umsatzes in 2022), E-Commerce (23%) und den Fachhandel (12%). Der Anteil des Geschäfts mit Discountern liegt bei unter 5%.
- 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

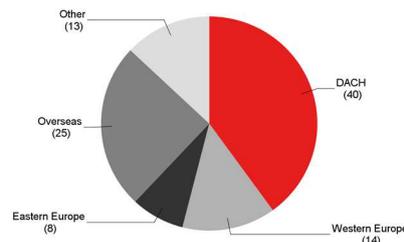
- Die Marke Einhell verfügt über eine hohe Markenbekanntheit in Kernmärkten, die im Zuge der langfristigen Strategie durch Marketingmaßnahmen und die Präsentation am Point-of-Sale (inkl. E-Commerce) weiter ausgebaut wird.
- Durch den frühzeitigen Fokus auf die Entwicklung innovativer Produkte kann das 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 250 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



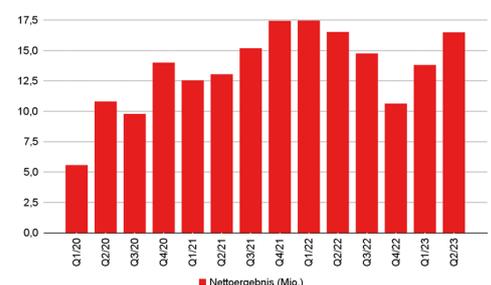
Quelle: Warburg Research

**EBT nach Regionen**  
2022; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	1.036,0	1.116,4	1.190,2	1.267,6	1.350,0	1.431,0	1.516,8	1.600,2	1.680,2	1.755,9	1.817,3	1.871,8	1.918,6	
Umsatzwachstum	0,3 %	7,8 %	6,6 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
EBIT	87,2	94,5	105,3	109,0	116,1	123,1	124,7	131,5	137,8	131,7	136,3	140,4	143,9	
EBIT-Marge	8,4 %	8,5 %	8,9 %	8,6 %	8,6 %	8,6 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	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	62,8	68,1	75,8	77,4	81,3	86,1	87,3	92,1	96,4	92,2	95,4	98,3	100,7	
Abschreibungen	15,2	15,7	16,1	16,5	17,5	18,6	19,7	20,8	21,8	22,8	23,6	24,3	24,9	
Abschreibungsquote	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	
Veränd. Rückstellungen	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	52,6	-99,9	16,0	26,6	1,8	-1,9	11,4	25,0	24,0	22,7	18,4	16,4	14,0	
- Investitionen	24,0	25,0	26,0	19,6	19,6	19,3	19,7	20,8	21,8	22,8	23,6	24,3	24,9	
Investitionsquote	2,3 %	2,2 %	2,2 %	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)	1,8	140,7	49,9	47,7	77,2	87,0	76,3	67,5	72,8	69,9	77,3	82,2	86,9	91
Barwert FCF	1,7	124,7	40,9	36,0	53,8	56,0	45,2	36,9	36,8	32,6	33,2	32,6	31,8	526
Anteil der Barwerte	15,37 %			36,30 %										48,33 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	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 2035e	562		
Terminal Value	526		
Zinstr. Verbindlichkeiten	191		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	11		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	3,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>889</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>235,54</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	9,4 %	185,95	189,05	192,35	195,87	199,64	203,69	208,04	1,41	9,4 %	141,36	159,53	177,70	195,87	214,04	232,21	250,38
1,31	8,9 %	202,24	205,97	209,96	214,24	218,85	223,82	229,20	1,31	8,9 %	155,60	175,15	194,70	214,24	233,79	253,34	272,88
1,25	8,6 %	211,23	215,34	219,74	224,48	229,60	235,13	241,13	1,25	8,6 %	163,54	183,86	204,17	224,48	244,80	265,11	285,43
1,20	8,4 %	220,86	225,40	230,28	235,54	241,23	247,41	254,14	1,20	8,4 %	172,11	193,26	214,40	235,54	256,68	277,82	298,96
1,15	8,1 %	231,21	236,23	241,65	247,51	253,87	260,79	268,36	1,15	8,1 %	181,39	203,43	225,47	247,51	269,54	291,58	313,62
1,09	7,9 %	242,35	247,93	253,96	260,50	267,63	275,43	283,98	1,09	7,9 %	191,47	214,48	237,49	260,50	283,52	306,53	329,54
0,99	7,4 %	267,42	274,35	281,91	290,17	299,23	309,23	320,31	0,99	7,4 %	214,46	239,70	264,93	290,17	315,40	340,64	365,87

- 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.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	24,6	41,8	60,2	60,8	59,2	64,6	72,5	
+ Abschreibung + Amortisation	8,4	9,6	12,0	14,7	15,2	15,7	16,1	
- Zinsergebnis (netto)	-2,5	-2,6	-0,5	-5,1	-5,0	-4,8	-4,6	
- Erhaltungsinvestitionen	10,0	14,0	14,0	15,0	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>25,5</b>	<b>40,1</b>	<b>58,7</b>	<b>65,6</b>	<b>64,4</b>	<b>70,1</b>	<b>78,2</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	10,0 %	14,9 %	7,5 %	8,0 %	10,3 %	11,6 %	13,7 %	
WACC	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	8,37 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>254,9</b>	<b>269,6</b>	<b>781,7</b>	<b>818,2</b>	<b>626,3</b>	<b>605,7</b>	<b>569,0</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>305,3</b>	<b>478,9</b>	<b>702,0</b>	<b>783,8</b>	<b>769,7</b>	<b>837,9</b>	<b>934,9</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	198,6	198,6	198,6	198,6	91,1	70,6	39,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	7,2	7,2	7,2	7,2	7,5	7,5	7,5	
- 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>99,5</b>	<b>273,1</b>	<b>496,3</b>	<b>578,0</b>	<b>671,1</b>	<b>759,8</b>	<b>888,3</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>26,36</b>	<b>72,36</b>	<b>131,48</b>	<b>153,15</b>	<b>177,79</b>	<b>201,31</b>	<b>235,35</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					27,2 %	44,0 %	70,1 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,37 %	5,02	38,87	82,39	98,34	123,97	142,72	169,98
	10,37 %	10,76	47,88	95,60	113,09	138,45	158,48	187,57
	9,37 %	17,73	58,81	111,62	130,98	156,02	177,61	208,91
WACC	<b>8,37 %</b>	<b>26,36</b>	<b>72,36</b>	<b>131,48</b>	<b>153,15</b>	<b>177,79</b>	<b>201,31</b>	<b>235,35</b>
	7,37 %	37,34	89,58	156,72	181,34	205,47	231,44	268,97
	6,37 %	51,76	112,21	189,90	218,38	241,84	271,03	313,15
	5,37 %	71,56	143,27	235,44	269,22	291,77	325,38	373,80

▪ Rückgang der Nettoverschuldung in den kommenden Jahren erwartet.

Wertermittlung	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	1,1 x	1,1 x	1,7 x	1,7 x	1,3 x	1,2 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	51,76	59,11	84,23	83,98	94,68	107,12	121,42
EV / Umsatz	0,4 x	0,4 x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA	5,9 x	4,0 x	8,3 x	7,7 x	6,1 x	5,5 x	4,7 x
EV / EBIT	7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,9 x	7,2 x	6,4 x	5,4 x
EV / EBIT adj.*	7,3 x	4,7 x	9,5 x	8,9 x	7,2 x	6,4 x	5,4 x
Kurs / FCF	7,3 x	25,6 x	n.a.	n.a.	3,4 x	13,4 x	10,5 x
KGV	9,8 x	6,3 x	10,0 x	10,2 x	9,1 x	8,3 x	7,4 x
KGV ber.*	9,8 x	6,3 x	10,0 x	10,2 x	9,1 x	8,3 x	7,4 x
Dividendenrendite	2,2 %	3,2 %	1,7 %	1,8 %	2,1 %	2,3 %	2,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	10,0 %	14,9 %	7,5 %	8,0 %	10,3 %	11,6 %	13,7 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

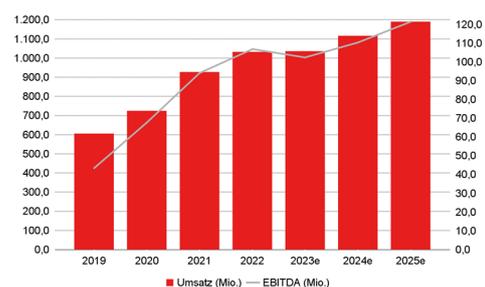
In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>605,7</b>	<b>724,7</b>	<b>927,4</b>	<b>1.032,5</b>	<b>1.036,0</b>	<b>1.116,4</b>	<b>1.190,2</b>
Veränd. Umsatz yoy	4,8 %	19,6 %	28,0 %	11,3 %	0,3 %	7,8 %	6,6 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>605,9</b>	<b>724,7</b>	<b>927,4</b>	<b>1.032,5</b>	<b>1.036,0</b>	<b>1.116,4</b>	<b>1.190,2</b>
Materialaufwand	399,3	464,8	594,2	659,1	649,6	698,9	745,1
<b>Rohertrag</b>	<b>206,6</b>	<b>259,9</b>	<b>333,3</b>	<b>373,4</b>	<b>386,4</b>	<b>417,5</b>	<b>445,1</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>34,1 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>35,9 %</b>	<b>36,2 %</b>	<b>37,3 %</b>	<b>37,4 %</b>	<b>37,4 %</b>
Personalaufwendungen	78,5	92,1	107,8	118,7	126,0	132,8	138,2
Sonstige betriebliche Erträge	6,9	8,9	9,3	17,8	18,8	17,5	17,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	91,5	109,1	140,7	165,7	176,8	192,0	203,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>43,5</b>	<b>67,6</b>	<b>94,0</b>	<b>106,8</b>	<b>102,4</b>	<b>110,2</b>	<b>121,4</b>
<b>Marge</b>	<b>7,2 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>10,2 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,9	9,1	10,0	12,4	12,7	13,2	13,6
<b>EBITA</b>	<b>35,6</b>	<b>58,5</b>	<b>84,0</b>	<b>94,5</b>	<b>89,7</b>	<b>97,0</b>	<b>107,8</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	2,0	2,4	2,5	2,5	2,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>82,0</b>	<b>92,1</b>	<b>87,2</b>	<b>94,5</b>	<b>105,3</b>
<b>Marge</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>8,9 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>35,0</b>	<b>58,0</b>	<b>82,0</b>	<b>92,1</b>	<b>87,2</b>	<b>94,5</b>	<b>105,3</b>
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,4	6,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,0	0,9	1,6	5,2	10,0	3,9	3,7
Sonstiges Finanzergebnis	-1,8	-1,9	1,0	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>32,5</b>	<b>55,3</b>	<b>81,4</b>	<b>87,0</b>	<b>82,2</b>	<b>89,7</b>	<b>100,7</b>
<b>Marge</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>8,5 %</b>
Steuern gesamt	7,9	14,6	21,7	26,6	23,0	25,1	28,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>59,7</b>	<b>60,4</b>	<b>59,2</b>	<b>64,6</b>	<b>72,5</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>24,6</b>	<b>40,8</b>	<b>59,7</b>	<b>60,4</b>	<b>59,2</b>	<b>64,6</b>	<b>72,5</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,6	1,5	1,0	1,2	1,3	1,5
<b>Nettoergebnis</b>	<b>24,3</b>	<b>40,2</b>	<b>58,2</b>	<b>59,4</b>	<b>58,0</b>	<b>63,3</b>	<b>71,0</b>
<b>Marge</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,0 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
<b>EPS</b>	<b>6,44</b>	<b>10,92</b>	<b>15,53</b>	<b>15,83</b>	<b>15,37</b>	<b>16,77</b>	<b>18,82</b>
EPS adj.	6,44	10,92	15,53	15,83	15,37	16,77	18,82

\*Adjustiert um:

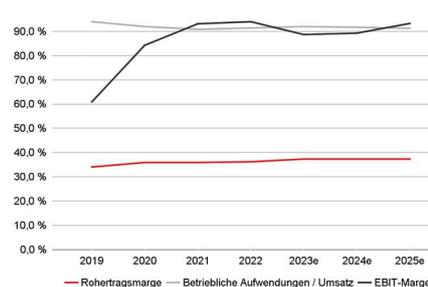
**Guidance: 2023: Umsatz organisch +3%, EBT Marge ca. 8,0% bis 8,5%**

## Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,0 %	91,9 %	90,9 %	91,4 %	91,9 %	91,7 %	91,3 %
Operating Leverage	-2,1 x	3,3 x	1,5 x	1,1 x	-15,7 x	1,1 x	1,7 x
EBITDA / Interest expenses	44,6 x	74,8 x	57,5 x	20,7 x	10,2 x	28,3 x	32,8 x
Steuerquote (EBT)	24,4 %	25,8 %	26,5 %	30,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	21,5 %	20,4 %	16,4 %	18,1 %	19,1 %	18,7 %	16,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	384.323	437.606	516.380	525.988	515.423	541.942	577.767

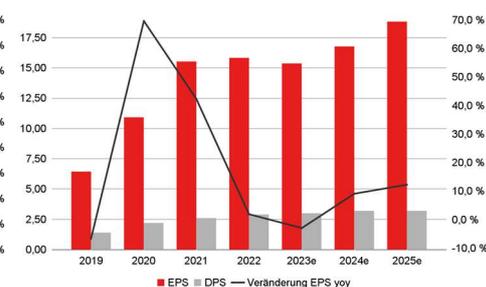
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance  
in %

Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

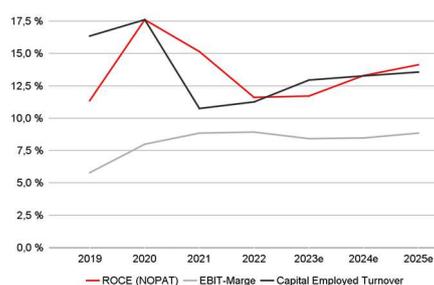
## Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,7	19,8	19,6	38,6	40,2	40,2	40,2
davon übrige imm. VG	5,9	7,0	7,7	20,3	22,0	22,0	22,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	11,7	11,6	11,6	17,8	17,8	17,8	17,8
Sachanlagen	48,9	58,7	75,6	75,4	83,7	92,5	101,9
Finanzanlagen	0,4	0,3	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>66,9</b>	<b>78,9</b>	<b>96,1</b>	<b>115,6</b>	<b>125,6</b>	<b>134,4</b>	<b>143,8</b>
Vorräte	173,3	194,8	450,0	473,5	384,0	399,0	410,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	92,9	119,2	135,9	143,7	150,0	162,0	173,0
Liquide Mittel	25,7	32,1	11,5	10,7	44,0	42,5	39,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	38,5	53,5	138,4	99,2	107,0	108,0	108,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>330,5</b>	<b>399,6</b>	<b>735,8</b>	<b>727,1</b>	<b>685,0</b>	<b>711,5</b>	<b>730,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>831,9</b>	<b>842,7</b>	<b>810,6</b>	<b>846,0</b>	<b>873,8</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	189,6	224,4	274,6	311,2	308,2	349,9	396,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-12,9	-17,8	26,6	8,0	53,0	58,3	66,0
Buchwert	213,0	242,9	337,6	355,5	397,6	444,6	498,5
Anteile Dritter	1,9	2,4	3,4	11,3	3,0	3,0	3,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>214,9</b>	<b>245,3</b>	<b>341,0</b>	<b>366,8</b>	<b>400,6</b>	<b>447,6</b>	<b>501,5</b>
Rückstellungen gesamt	25,9	35,7	38,0	28,8	32,0	32,0	32,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,2	7,9	9,0	7,2	7,5	7,5	7,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	37,9	35,7	200,9	209,2	135,1	113,1	78,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,4	3,4	90,9	102,9	42,0	20,0	10,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	78,2	96,8	137,5	116,3	133,0	144,0	153,0
Sonstige Verbindlichkeiten	40,6	64,8	114,5	121,5	109,9	109,3	109,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>182,5</b>	<b>233,1</b>	<b>490,9</b>	<b>475,9</b>	<b>410,0</b>	<b>398,4</b>	<b>372,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>397,4</b>	<b>478,4</b>	<b>831,9</b>	<b>842,7</b>	<b>810,6</b>	<b>846,0</b>	<b>873,8</b>

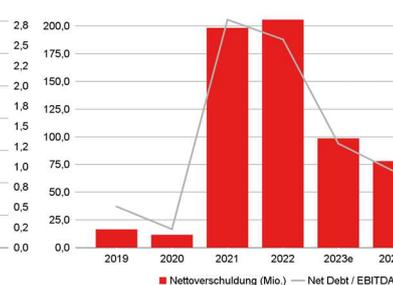
## Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,6 x	2,6 x	1,8 x	1,8 x	2,1 x	2,2 x	2,2 x
Capital Employed Turnover	2,6 x	2,8 x	1,7 x	1,8 x	2,1 x	2,1 x	2,2 x
ROA	36,3 %	50,9 %	60,6 %	51,3 %	46,2 %	47,1 %	49,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	11,4 %	17,6 %	15,1 %	11,6 %	11,7 %	13,3 %	14,1 %
ROE	11,9 %	17,6 %	20,1 %	17,1 %	15,4 %	15,0 %	15,1 %
Adj. ROE	11,9 %	17,6 %	20,1 %	17,1 %	15,4 %	15,0 %	15,1 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	16,4	11,6	198,4	205,8	98,6	78,1	46,6
Nettofinanzverschuldung	12,2	3,6	189,4	198,6	91,1	70,6	39,1
Net Gearing	7,6 %	4,7 %	58,2 %	56,1 %	24,6 %	17,4 %	9,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	28,1 %	5,4 %	201,5 %	185,9 %	89,0 %	64,0 %	32,2 %
Buchwert je Aktie	56,4	64,4	89,4	94,2	105,3	117,8	132,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	51,8	59,1	84,2	84,0	94,7	107,1	121,4

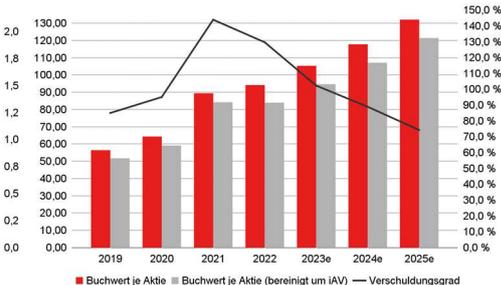
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

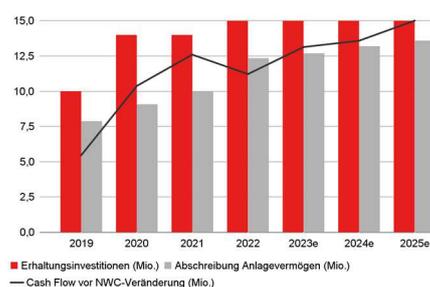
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	32,5	56,4	81,8	87,4	82,2	89,7	100,7
Abschreibung Anlagevermögen	7,9	9,1	10,0	12,4	12,7	13,2	13,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,5	2,0	2,4	2,5	2,5	2,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,7	9,9	2,3	-9,2	3,2	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7,9	-14,6	-21,7	-26,6	-23,0	-25,1	-28,2
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>32,3</b>	<b>61,3</b>	<b>74,5</b>	<b>66,3</b>	<b>77,6</b>	<b>80,3</b>	<b>88,6</b>
Veränderung Vorräte	15,2	-21,4	-255,2	-23,5	89,5	-15,0	-11,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-4,7	-26,3	-16,7	-7,8	-6,3	-12,0	-11,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	9,7	18,6	40,7	-21,2	16,7	11,0	9,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-4,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	16,2	-29,2	-231,2	-52,6	95,9	-20,0	-17,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>48,5</b>	<b>32,1</b>	<b>-156,7</b>	<b>13,7</b>	<b>173,5</b>	<b>60,3</b>	<b>71,6</b>
Investitionen in iAV	-1,7	-2,8	-1,6	-2,6	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-14,2	-19,2	-27,2	-14,6	-18,0	-19,0	-20,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,0	-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	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-15,9</b>	<b>-22,1</b>	<b>-28,8</b>	<b>-16,6</b>	<b>-23,0</b>	<b>-24,0</b>	<b>-25,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-8,7	-2,2	165,2	8,3	-74,1	-22,0	-35,0
Dividende Vorjahr	-5,3	-5,3	-8,3	-9,8	-10,9	-11,3	-12,1
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>-14,0</b>	<b>-7,5</b>	<b>156,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-85,1</b>	<b>-33,3</b>	<b>-47,1</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>18,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-28,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>65,4</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>32,6</b>	<b>28,3</b>	<b>3,5</b>	<b>7,1</b>	<b>76,1</b>	<b>46,9</b>	<b>42,1</b>

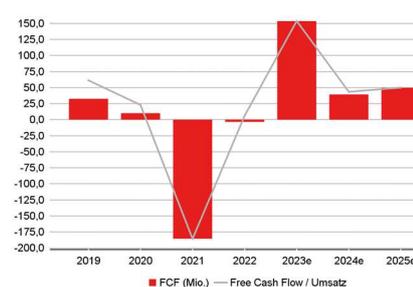
Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	32,5	10,1	-185,5	-3,5	153,5	39,3	49,6
Free Cash Flow / Umsatz	5,4 %	1,4 %	-20,0 %	-0,3 %	14,8 %	3,5 %	4,2 %
Free Cash Flow Potential	25,5	40,1	58,7	65,6	64,4	70,1	78,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	133,7 %	25,1 %	-318,7 %	-5,9 %	264,6 %	62,1 %	69,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,1 %	0,5 %	0,5 %	3,2 %	22,0 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,3 %	2,5 %	1,4 %	2,5 %	5,8 %	3,1 %	3,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	2,6 %	3,0 %	3,1 %	1,7 %	1,9 %	1,9 %	1,8 %
Maint. Capex / Umsatz	1,7 %	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %
CAPEX / Abschreibungen	189,3 %	229,4 %	239,2 %	117,0 %	131,6 %	133,8 %	136,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	32,7 %	28,0 %	35,9 %	46,0 %	43,5 %	36,6 %	35,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	118,8 %	123,1 %	98,8 %	123,6 %	112,8 %	112,5 %	113,1 %
Vorratumschlag	2,3 x	2,4 x	1,3 x	1,4 x	1,7 x	1,8 x	1,8 x
Receivables collection period (Tage)	56	60	53	51	53	53	53
Payables payment period (Tage)	71	76	84	64	75	75	75
Cash conversion cycle (Tage)	143	137	245	249	194	186	179

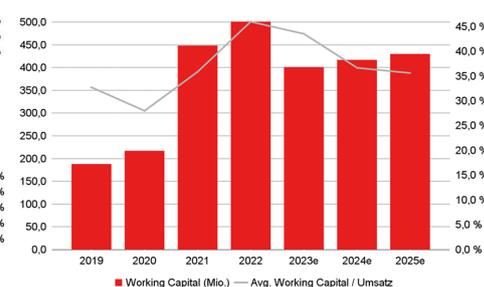
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005654933.htm">https://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	152	74
Halten	44	21
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	3	1
<b>Gesamt</b>	<b>205</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	42	86
Halten	5	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	4
<b>Gesamt</b>	<b>49</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [EINHELL PREF.] AM [25.08.2023]**



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 Rüschmeier** +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

**Fabio Hölscher** +49 40 309537-240  
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@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

**Hannes Müller** +49 40 309537-255  
Software, IT hmueller@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

**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

**Rudolf Alexander Michaelis** +49 40 3282-2649  
Germany rmichaelis@mmwarburg.com

**Roman Alexander Niklas** +49 69 5050-7412  
Switzerland rniklas@mmwarburg.com

**Charlotte Wernicke** +49 40 3282-2669  
Roadshow/Marketing cwernicke@mmwarburg.com

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

## SALES TRADING

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

**Rico Müller** +49 40 3282-2685  
Sales Trading rmueller@mmwarburg.com

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

## DESIGNATED SPONSORING

**Marcel Magiera** +49 40 3282-2662  
Designated Sponsoring mmagiera@mmwarburg.com

**Sebastian Schulz** +49 40 3282-2631  
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Designated Sponsoring 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