

<b>Buy</b>  <b>EUR 5,00</b> (EUR 4,00)  <b>Kurs</b> EUR 3,33 <b>Upside</b> <b>50,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 5,01	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: FPH GR Reuters: FPHG ISIN: DE000FPH9000	<b>Beschreibung:</b> Führender Frankiermaschinenhersteller und Komplettanbieter für die Postbearbeitung.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 51,5 Aktienanzahl (Mio.): 15,5 EV: 89,8 Freefloat MC: 26,1 Ø Trad. Vol. (30T): 18,85 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 50,7 % Obotritia Capital 28,0 % Active Ownership Fund 9,5 % SALTARAX GmbH 5,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2020e Beta: 1,6 KBV: 1,5 x EK-Quote: 18 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,6 x Net Debt / EBITDA: 1,4 x

## Der Himmel klart auf

<b>Berichtete Kennzahlen Q2/2020:</b> in EUR m <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q2/20</th> <th>Q2/20e</th> <th>Q2/19</th> <th>yoy</th> <th>6M/20</th> <th>6M/19</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Sales</b></td> <td>42.0</td> <td>43.0</td> <td>46.9</td> <td>-10.4%</td> <td>99.0</td> <td>99.0</td> <td>0.0%</td> </tr> <tr> <td><b>EBITDA</b></td> <td>3.7</td> <td>5.0</td> <td>4.7</td> <td>-20.9%</td> <td>11.7</td> <td>11.6</td> <td>0.7%</td> </tr> <tr> <td><i>margin</i></td> <td>8.8%</td> <td>14.8%</td> <td>9.9%</td> <td></td> <td>11.8%</td> <td>11.7%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Q2/20	Q2/20e	Q2/19	yoy	6M/20	6M/19	yoy	<b>Sales</b>	42.0	43.0	46.9	-10.4%	99.0	99.0	0.0%	<b>EBITDA</b>	3.7	5.0	4.7	-20.9%	11.7	11.6	0.7%	<i>margin</i>	8.8%	14.8%	9.9%		11.8%	11.7%		<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Die Zahlen für Q2 und H12020 wurden am 27. August veröffentlicht</li> <li>Diese entsprachen den Erwartungen und zeigten trotz der COVID-19-Pandemie deutlich positive Ergebnisse. Das EBITDA lag zwar unter den Erwartungen (Differenz von 1,3 Mio.), aber diese Abweichung ist angesichts der Gesamtsituation zu vernachlässigen.</li> <li>Der vollständige Bericht für H1 wird am 10.09.2020 veröffentlicht</li> </ul>
	Q2/20	Q2/20e	Q2/19	yoy	6M/20	6M/19	yoy																										
<b>Sales</b>	42.0	43.0	46.9	-10.4%	99.0	99.0	0.0%																										
<b>EBITDA</b>	3.7	5.0	4.7	-20.9%	11.7	11.6	0.7%																										
<i>margin</i>	8.8%	14.8%	9.9%		11.8%	11.7%																											

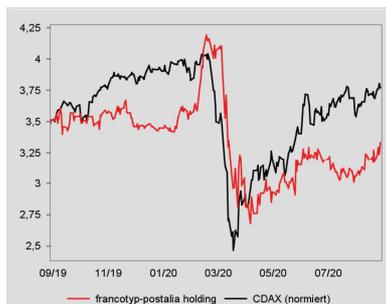
Die gute Entwicklung im ersten Halbjahr ist vor allem auf das stabile Kerngeschäft mit Frankiermaschinen (-2,6% auf EUR 62,3 Mio.) und Postdienstleistungen (+11,8% auf EUR 29,3 Mio.) zurückzuführen. Das Software-/Digitalgeschäft hat sich eher schwach entwickelt (-8,5% auf EUR 8,1 Mio). Auffallend ist die positive Entwicklung im Bereich der Postdienste. Die jahrelangen Restrukturierungsbemühungen wirken sich positiv aus.

Obwohl COVID-19 für den Rest des Jahres ein kritisches Thema bleibt, war das erste Halbjahr solide. Für den Rest des Jahres sind weitere vorübergehende Schwächephasen möglich, aber kein Einbruch oder übermäßige Unsicherheit. Insgesamt klart der Himmel deutlich auf. Die Liquiditätslage bleibt unproblematisch: Zum 30. Juni 2020 standen über EUR 180 Mio. an Liquiditätsreserven zur Verfügung, davon fast EUR 20 Mio. in Barmitteln und Barmitteläquivalenten und der Rest in einer nicht genutzten Konsortialkreditfazilität von EUR 200 Mio.

An der Prognose werden nur geringfügige Änderungen vorgenommen (siehe Tabelle). Im DCF-Modell wird nun jedoch aufgrund der besseren Transparenz ein deutlich geringerer Risikoabschlag (Beta von 1,8 auf 1,6) erwartet.

Insgesamt führen diese Änderungen zu einem erhöhten Kursziel von nun EUR 5,00 (4,00). **Die Kaufempfehlung für die Aktie wird bekräftigt.**

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt) + / - 2021e (alt) + / - 2022e (alt) + / -	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2020e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2021e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2022e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>192,4</td> <td>1,4 %</td> <td>198,1</td> <td>1,4 %</td> <td>204,1</td> <td>1,4 %</td> </tr> <tr> <td><b>EBITDA</b></td> <td>27,9</td> <td>0,3 %</td> <td>29,7</td> <td>1,4 %</td> <td>30,6</td> <td>1,4 %</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>5,4</td> <td>1,7 %</td> <td>6,7</td> <td>6,1 %</td> <td>7,6</td> <td>5,5 %</td> </tr> <tr> <td><b>EPS</b></td> <td>0,22</td> <td>0,0 %</td> <td>0,27</td> <td>7,4 %</td> <td>0,31</td> <td>6,5 %</td> </tr> </tbody> </table>		2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	<b>Umsatz</b>	192,4	1,4 %	198,1	1,4 %	204,1	1,4 %	<b>EBITDA</b>	27,9	0,3 %	29,7	1,4 %	30,6	1,4 %	<b>EBIT</b>	5,4	1,7 %	6,7	6,1 %	7,6	5,5 %	<b>EPS</b>	0,22	0,0 %	0,27	7,4 %	0,31	6,5 %	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Da der H1-Bericht lediglich im Rahmen der Erwartungen lag, wurden nur geringfügige Änderungen vorgenommen (WRe).</li> <li>H2 sollte stärker als ursprünglich erwartet ausfallen, da die Auswirkungen von COVID-19 voraussichtlich weniger negativ sein werden.</li> </ul>
	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -																																
<b>Umsatz</b>	192,4	1,4 %	198,1	1,4 %	204,1	1,4 %																																
<b>EBITDA</b>	27,9	0,3 %	29,7	1,4 %	30,6	1,4 %																																
<b>EBIT</b>	5,4	1,7 %	6,7	6,1 %	7,6	5,5 %																																
<b>EPS</b>	0,22	0,0 %	0,27	7,4 %	0,31	6,5 %																																

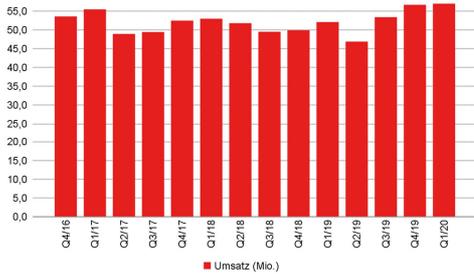


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	6,2 %
6 Monate:	-26,0 %
Jahresverlauf:	-0,1 %
Letzte 12 Monate:	-15,0 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
16.11.20	Q3

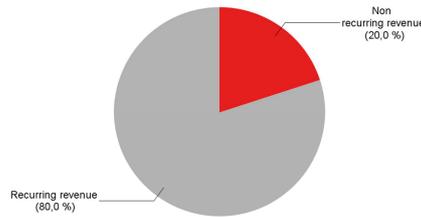
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	-0,4 %	203,0	206,3	204,2	209,1	195,0	200,9	206,9
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,4 %	-6,7 %	3,0 %	3,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		58,1 %	55,6 %	57,0 %	60,3 %	59,0 %	58,5 %	58,5 %
<b>EBITDA</b>	-2,3 %	27,2	26,3	17,1	33,3	28,0	30,1	31,0
<b>Marge</b>		13,4 %	12,8 %	8,4 %	15,9 %	14,4 %	15,0 %	15,0 %
<b>EBIT</b>	10,9 %	9,7	7,3	-0,3	5,9	5,5	7,1	8,0
<b>Marge</b>		4,8 %	3,5 %	-0,1 %	2,8 %	2,8 %	3,5 %	3,9 %
<b>Nettoergebnis</b>	46,2 %	5,9	4,6	0,9	1,7	3,6	4,7	5,3
<b>EPS</b>	44,2 %	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,29	0,33
<b>EPS adj.</b>	44,2 %	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,29	0,33
<b>DPS</b>	63,9 %	0,16	0,12	0,03	0,03	0,09	0,12	0,13
<b>Dividendenrendite</b>		3,8 %	2,3 %	0,8 %	0,9 %	2,6 %	3,5 %	4,0 %
<b>FCFPS</b>		0,28	0,36	0,38	0,17	0,22	0,27	0,31
<b>FCF / Marktkap.</b>		6,7 %	6,9 %	10,1 %	5,0 %	6,5 %	8,0 %	9,3 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		3,6 x	4,2 x	5,0 x	2,9 x	3,3 x	3,0 x	2,8 x
<b>EV / EBIT</b>		9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,8 x	12,6 x	11,0 x
<b>KGV</b>		11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	15,1 x	11,5 x	10,1 x
<b>KGV ber.</b>		11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	15,1 x	11,5 x	10,1 x
<b>FCF Potential Yield</b>		12,0 %	11,2 %	2,2 %	10,0 %	12,9 %	15,6 %	16,2 %
<b>Nettoverschuldung</b>		28,4	25,2	24,6	40,3	38,3	36,3	34,1
<b>ROCE (NOPAT)</b>		9,5 %	7,7 %	n.a.	2,6 %	5,1 %	6,5 %	7,2 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz EUR 195-203 Mio., EBITDA EUR 24-28m						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



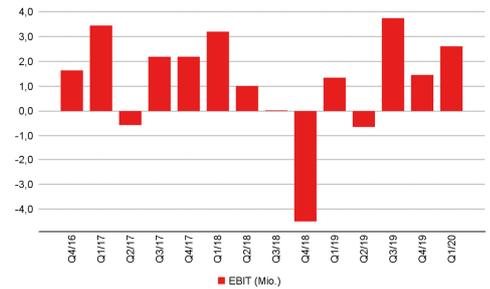
Quelle: Warburg Research

**Anteil wiederkehrender Umsätze**  
2019e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

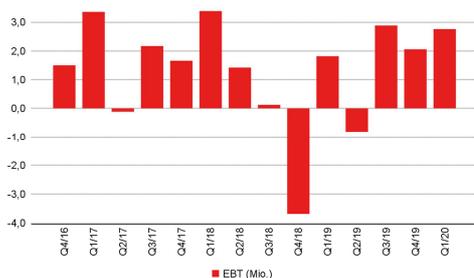
## Unternehmenshintergrund

- Die Francotyp-Postalia Holding AG mit Hauptsitz in Berlin ist ein weltweit tätiger Anbieter von Produkten und Dienstleistungen für den Postausgangsmarkt.
- Das Unternehmen entstand im Jahr 1983 durch den Zusammenschluss der Traditionsunternehmen Francotyp (gegründet 1923) und Postalia (gegründet 1938) und besitzt damit mehr als 80 Jahre Erfahrung im Postmarkt.
- Im Zuge der Liberalisierung der Postmärkte hat sich die FP-Gruppe von einem Hersteller von Frankiermaschinen zu einem Mail-Management-Anbieter für den Postausgang entwickelt.
- Den Kern der Geschäftstätigkeit bilden nach wie vor Frankier- und Kuvertiermaschinen.
- Mit neuen Lösungen z.B. im Bereich IoT und elektronische Signatur erweiterte das Unternehmen sein Portfolio strategisch.

## Wettbewerbsqualität

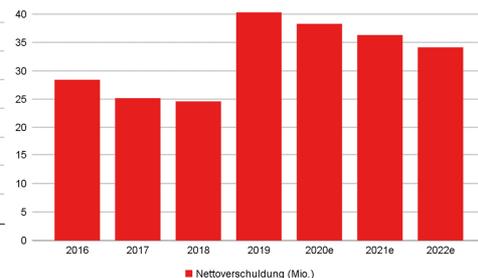
- Mit dem Fokus auf Kunden mit geringem bis mittlerem Postaufkommen adressiert Francotyp-Postalia zwei stabile Segmente im insgesamt schwierigen Markt für Frankiermaschinen.
- 45% Marktanteil im deutschen Frankiermarkt erklärt die Reputation des deutschen Marktführers und ist eine Folge von Differenzierungsmerkmalen:
- Langjährige Kundenbeziehungen und 80 Jahre Erfahrung im deutschen Markt mit dem Wissen um die Kundenwünsche und ein dichtes Servicenetzwerk mit schnellen Reaktionszeiten.
- Der erhebliche Anteil (aktuell ca. 3/4) wiederkehrender Erlöse am Gesamtumsatz verdeutlicht die erfolgreiche Transformation der Wettbewerbsqualität in eine hohe Unternehmensqualität.
- Für neue Marktteilnehmer ist diese Bestandskundenbasis nicht erreichbar und die Nische der Frankiermaschinen unattraktiv.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



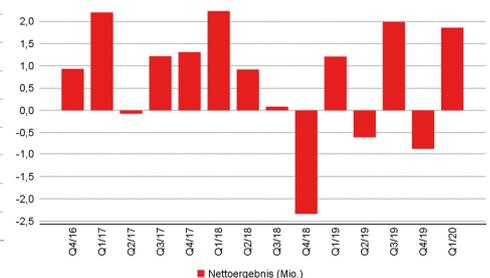
Quelle: Warburg Research

**Nettverbindlichkeiten**  
in EURm



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	195,0	200,9	206,9	213,1	219,5	226,1	232,8	239,8	247,0	254,4	262,1	269,9	278,0	1,0 %
Umsatzwachstum	-6,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
EBIT	5,5	7,1	8,0	10,7	13,2	13,6	14,0	14,4	14,8	15,3	15,7	16,2	16,7	
EBIT-Marge	2,8 %	3,5 %	3,9 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Steuerquote (EBT)	32,0 %	32,0 %	32,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	
NOPAT	3,7	4,8	5,5	7,1	8,8	9,1	9,4	9,6	9,9	10,2	10,5	10,9	11,2	
Abschreibungen	22,5	23,0	23,0	19,2	19,8	20,3	21,0	21,6	22,2	22,9	23,6	24,3	25,0	
Abschreibungsquote	11,5 %	11,5 %	11,1 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Veränd. Rückstellungen	1,0	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Investitionen	26,0	26,0	26,0	21,3	21,9	20,3	21,0	21,6	22,2	22,9	23,6	24,3	25,0	
Investitionsquote	13,3 %	12,9 %	12,6 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	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)	1,6	2,5	3,1	4,8	6,4	8,8	9,1	9,4	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	
Barwert FCF	1,6	2,2	2,6	3,6	4,5	5,8	5,5	5,2	5,0	4,7	4,5	4,3	4,0	54
Anteil der Barwerte	5,92 %			43,82 %										50,26 %

### Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,60
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	1,60
<b>WACC</b>	<b>8,25 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,60</b>

### Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	54		
Terminal Value	54		
Zinstr. Verbindlichkeiten	50		
Pensionsrückstellungen	21		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	41	Aktienzahl (Mio.)	15,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>77</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,01</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,84	9,3 %	3,81	3,88	3,96	4,04	4,12	4,21	4,31	1,84	9,3 %	2,16	2,78	3,41	4,04	4,66	5,29	5,91
1,72	8,8 %	4,22	4,30	4,39	4,49	4,59	4,70	4,82	1,72	8,8 %	2,49	3,16	3,82	4,49	5,15	5,82	6,49
1,66	8,5 %	4,44	4,53	4,63	4,74	4,85	4,97	5,10	1,66	8,5 %	2,67	3,36	4,05	4,74	5,43	6,11	6,80
1,60	8,3 %	4,68	4,78	4,89	5,01	5,13	5,26	5,41	1,60	8,3 %	2,87	3,58	4,29	5,01	5,72	6,43	7,14
1,54	8,0 %	4,93	5,04	5,16	5,29	5,43	5,58	5,74	1,54	8,0 %	3,08	3,82	4,55	5,29	6,03	6,77	7,50
1,48	7,8 %	5,20	5,33	5,46	5,60	5,75	5,92	6,10	1,48	7,8 %	3,31	4,07	4,84	5,60	6,37	7,13	7,89
1,36	7,3 %	5,80	5,96	6,12	6,29	6,48	6,69	6,91	1,36	7,3 %	3,81	4,64	5,47	6,29	7,12	7,94	8,77

- Francotyp erzielt in normalen Geschäftsjahren hohe, stetige Cash-Flows.

Wertermittlung	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	1,9 x	2,5 x	1,8 x	1,7 x	1,5 x	1,4 x	1,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,07	-0,09	-0,46	-0,42	-0,66	-0,89	-1,10
EV / Umsatz	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
EV / EBITDA	3,6 x	4,2 x	5,0 x	2,9 x	3,3 x	3,0 x	2,8 x
EV / EBIT	9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,8 x	12,6 x	11,0 x
EV / EBIT adj.*	9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,8 x	12,6 x	11,0 x
Kurs / FCF	14,9 x	14,6 x	9,9 x	20,1 x	15,4 x	12,4 x	10,8 x
KGV	11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	15,1 x	11,5 x	10,1 x
KGV ber.*	11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	15,1 x	11,5 x	10,1 x
Dividendenrendite	3,8 %	2,3 %	0,8 %	0,9 %	2,6 %	3,5 %	4,0 %
FCF Potential Yield (on market EV)	12,0 %	11,2 %	2,2 %	10,0 %	12,9 %	15,6 %	16,2 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>203,0</b>	<b>206,3</b>	<b>204,2</b>	<b>209,1</b>	<b>195,0</b>	<b>200,9</b>	<b>206,9</b>
Veränd. Umsatz yoy	6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,4 %	-6,7 %	3,0 %	3,0 %
Bestandsveränderungen	0,2	0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	11,4	10,8	14,1	18,6	13,7	13,1	13,4
<b>Gesamterlöse</b>	<b>214,5</b>	<b>217,7</b>	<b>218,0</b>	<b>227,6</b>	<b>208,7</b>	<b>213,9</b>	<b>220,3</b>
Materialaufwand	96,5	102,9	101,6	101,6	93,6	96,4	99,3
<b>Rohertrag</b>	<b>118,0</b>	<b>114,8</b>	<b>116,3</b>	<b>126,0</b>	<b>115,1</b>	<b>117,5</b>	<b>121,0</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>58,1 %</b>	<b>55,6 %</b>	<b>57,0 %</b>	<b>60,3 %</b>	<b>59,0 %</b>	<b>58,5 %</b>	<b>58,5 %</b>
Personalaufwendungen	57,4	59,2	64,7	60,2	54,6	56,2	57,9
Sonstige betriebliche Erträge	3,8	4,8	1,9	2,9	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	37,1	34,1	36,4	35,4	33,4	32,1	33,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>27,2</b>	<b>26,3</b>	<b>17,1</b>	<b>33,3</b>	<b>28,0</b>	<b>30,1</b>	<b>31,0</b>
<b>Marge</b>	<b>13,4 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>15,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	17,5	19,1	17,3	27,4	22,5	23,0	23,0
<b>EBITA</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
<b>Marge</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>-0,1 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>3,9 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
Zinserträge	1,3	2,1	2,8	2,2	0,8	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	1,6	1,9	1,4	1,8	0,3	0,3	0,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,1	-0,4	0,1	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7
<b>EBT</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>1,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>
<b>Marge</b>	<b>4,7 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>0,6 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,8 %</b>
Steuern gesamt	3,4	2,4	0,4	4,2	1,7	2,2	2,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
<b>Marge</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,6 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
<b>EPS</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,22</b>	<b>0,29</b>	<b>0,33</b>
EPS adj.	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,29	0,33

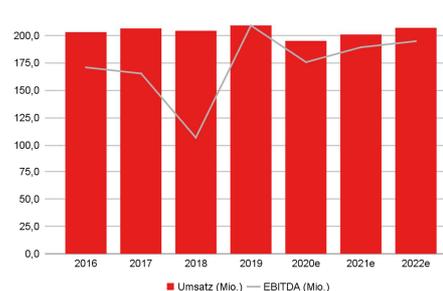
\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz EUR 195-203 Mio., EBITDA EUR 24-28m**

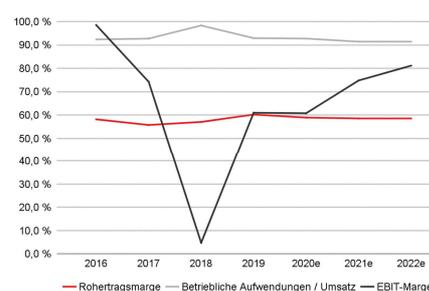
## Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,3 %	92,8 %	98,4 %	92,9 %	92,7 %	91,5 %	91,5 %
Operating Leverage	1,3 x	-15,3 x	n.a.	n.a.	1,0 x	10,0 x	4,2 x
EBITDA / Interest expenses	17,4 x	13,8 x	12,3 x	18,5 x	93,3 x	100,4 x	103,4 x
Steuerquote (EBT)	35,5 %	34,3 %	28,4 %	71,3 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	41,7 %	41,7 %	54,1 %	28,4 %	39,6 %	39,8 %	40,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	170.997	170.431	165.358	165.992	151.772	153.260	154.763

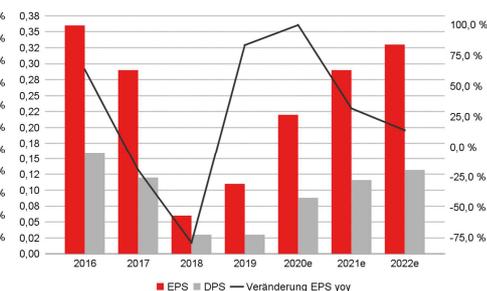
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

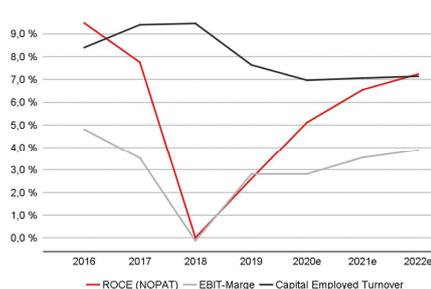
## Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	34,9	35,1	40,8	38,8	45,8	52,8	59,8
davon übrige imm. VG	26,4	26,7	30,3	34,1	41,1	48,1	55,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,5	8,5	10,4	4,6	4,6	4,6	4,6
Sachanlagen	39,3	31,8	29,9	29,2	25,7	21,7	17,7
Finanzanlagen	9,7	11,6	13,4	18,1	18,1	18,1	18,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	11,2	11,2	11,2	11,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>83,9</b>	<b>78,5</b>	<b>84,1</b>	<b>97,3</b>	<b>100,8</b>	<b>103,8</b>	<b>106,8</b>
Vorräte	11,2	10,6	11,2	12,4	11,5	11,9	12,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,0	19,5	19,0	18,1	17,6	18,2	18,7
Liquide Mittel	27,1	34,9	30,9	30,5	33,6	36,6	39,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	26,2	27,1	21,6	28,0	28,0	28,0	28,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>83,4</b>	<b>92,1</b>	<b>82,7</b>	<b>89,0</b>	<b>90,7</b>	<b>94,7</b>	<b>98,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>167,3</b>	<b>170,6</b>	<b>166,7</b>	<b>186,3</b>	<b>191,5</b>	<b>198,4</b>	<b>205,7</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	16,2	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Kapitalrücklage	34,6	34,8	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-19,5	-17,4	-14,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-14,9	-17,4	-17,7	-19,0	3,6	4,7	5,3
Buchwert	35,9	33,7	33,3	32,0	35,1	38,4	42,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>35,9</b>	<b>33,7</b>	<b>33,3</b>	<b>32,0</b>	<b>35,1</b>	<b>38,4</b>	<b>42,0</b>
Rückstellungen gesamt	18,0	17,7	17,6	24,0	25,0	26,1	27,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	17,1	16,5	16,2	20,6	21,6	22,7	23,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	38,4	43,6	39,3	50,2	50,2	50,2	50,2
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,9	0,4	0,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,6	11,2	14,0	14,6	13,6	14,0	14,4
Sonstige Verbindlichkeiten	64,3	64,5	62,6	65,5	67,6	69,7	71,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>131,4</b>	<b>137,0</b>	<b>133,4</b>	<b>154,3</b>	<b>156,4</b>	<b>160,0</b>	<b>163,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>167,3</b>	<b>170,6</b>	<b>166,7</b>	<b>186,3</b>	<b>191,5</b>	<b>198,4</b>	<b>205,7</b>

## Kennzahlen

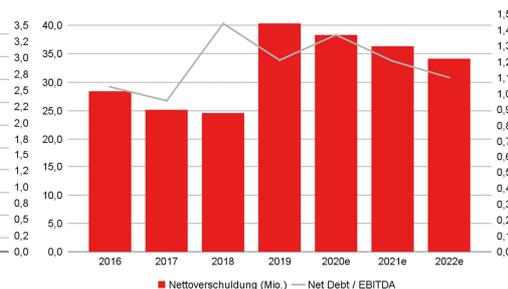
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,4 x	4,1 x	4,4 x	4,6 x	4,7 x	5,3 x	6,0 x
Capital Employed Turnover	3,2 x	3,5 x	3,5 x	2,9 x	2,7 x	2,7 x	2,7 x
ROA	7,0 %	5,9 %	1,1 %	1,8 %	3,6 %	4,5 %	5,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	9,5 %	7,7 %	n.a.	2,6 %	5,1 %	6,5 %	7,2 %
ROE	16,8 %	13,4 %	2,7 %	5,2 %	10,7 %	12,8 %	13,3 %
Adj. ROE	16,8 %	13,4 %	2,7 %	5,2 %	10,7 %	12,8 %	13,3 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	28,4	25,2	24,6	40,3	38,3	36,3	34,1
Nettofinanzverschuldung	11,4	8,6	8,4	19,7	16,7	13,6	10,3
Net Gearing	79,1 %	74,7 %	73,9 %	125,9 %	109,1 %	94,7 %	81,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	41,8 %	32,8 %	49,1 %	59,3 %	59,6 %	45,2 %	33,2 %
Buchwert je Aktie	2,2	2,1	2,1	2,0	2,2	2,4	2,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1

### Entwicklung ROCE



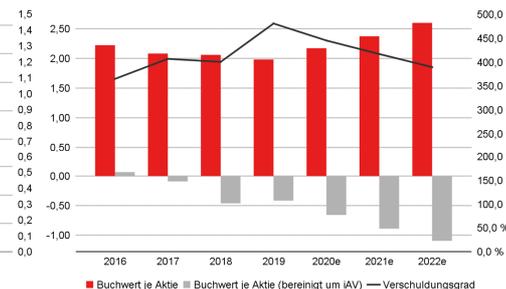
Quelle: Warburg Research

### Nettoverschuldung in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

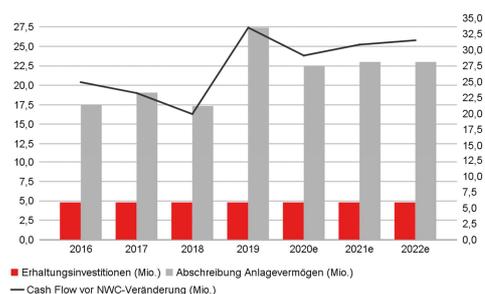
## Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,9	4,6	0,9	1,7	3,6	4,7	5,3
Abschreibung Anlagevermögen	17,5	19,1	17,3	27,4	22,5	23,0	23,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,6	-0,5	-0,3	4,4	1,0	1,1	1,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	2,0	0,0	2,0	2,0	2,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>24,9</b>	<b>23,2</b>	<b>19,9</b>	<b>33,5</b>	<b>29,1</b>	<b>30,8</b>	<b>31,5</b>
Veränderung Vorräte	0,5	0,6	-0,6	-1,2	0,8	-0,3	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,0	-0,6	0,6	0,8	0,5	-0,5	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,8	0,6	2,8	0,6	-1,0	0,4	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,0	-2,5	1,5	-10,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,8	-1,9	4,3	-10,4	0,4	-0,5	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>22,2</b>	<b>21,3</b>	<b>24,2</b>	<b>23,1</b>	<b>29,5</b>	<b>30,3</b>	<b>31,0</b>
Investitionen in iAV	-6,7	-6,9	-9,0	-13,8	-7,0	-7,0	-7,0
Investitionen in Sachanlagen	-15,3	-8,6	-9,0	-6,5	-19,0	-19,0	-19,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,3	-1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-17,6</b>	<b>-15,5</b>	<b>-21,2</b>	<b>-21,4</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,5	4,5	-4,3	11,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,6	-0,8	-1,9	-0,5	-0,4	-1,3	-1,7
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	-2,6	-2,6	-0,2	-15,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,5	-1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>18,7</b>	<b>24,2</b>	<b>21,2</b>	<b>18,1</b>	<b>21,2</b>	<b>24,2</b>	<b>27,6</b>

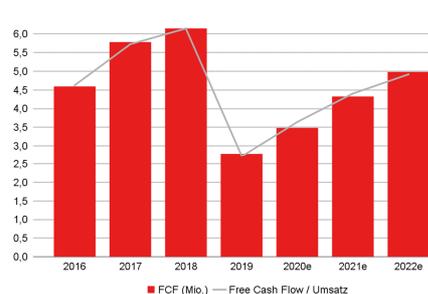
## Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	4,6	5,8	6,1	2,8	3,5	4,3	5,0
Free Cash Flow / Umsatz	2,3 %	2,8 %	3,0 %	1,3 %	1,8 %	2,2 %	2,4 %
Free Cash Flow Potential	11,6	12,3	1,8	9,7	11,8	14,1	14,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	78,4 %	124,3 %	685,7 %	163,8 %	97,0 %	91,8 %	93,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,9 %	6,9 %	8,7 %	7,2 %	2,5 %	2,3 %	2,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,2 %	4,7 %	3,4 %	4,0 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	10,8 %	7,5 %	8,8 %	9,7 %	13,3 %	12,9 %	12,6 %
Maint. Capex / Umsatz	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %
CAPEX / Abschreibungen	125,8 %	81,2 %	104,2 %	73,9 %	115,6 %	113,0 %	113,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,4 %	9,3 %	8,6 %	7,7 %	8,1 %	7,9 %	7,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	178,9 %	174,2 %	135,7 %	124,4 %	129,6 %	129,6 %	129,6 %
Vorratsumschlag	8,6 x	9,7 x	9,1 x	8,2 x	8,1 x	8,1 x	8,1 x
Receivables collection period (Tage)	34	35	34	32	33	33	33
Payables payment period (Tage)	40	40	50	52	53	53	53
Cash conversion cycle (Tage)	36	32	24	24	25	25	25

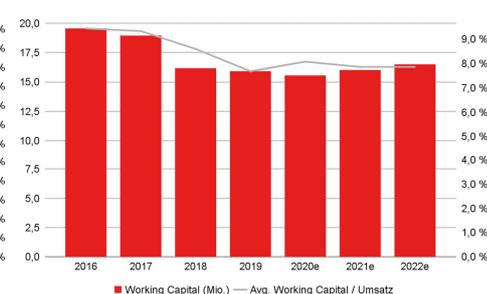
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URheberRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## QUELLEN

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

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Francotyp-Postalia	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FPH9000.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FPH9000.htm</a>

## ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

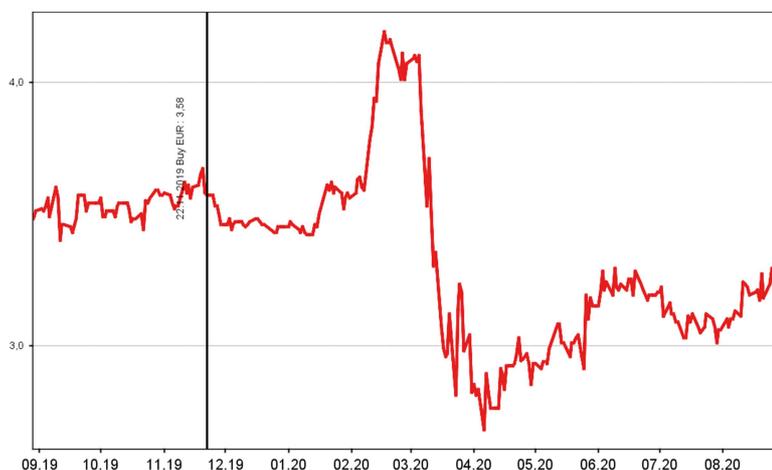
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	64
Halten	56	28
Verkaufen	11	5
Empf. ausgesetzt	5	2
<b>Gesamt</b>	<b>202</b>	<b>100</b>

## 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	35	88
Halten	3	8
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
<b>Gesamt</b>	<b>40</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRANCOTYP-POSTALIA] AM [28.08.2020]



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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

**Henner 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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Patrick Schmidt** +49 40 309537-125  
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

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

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

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

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

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

**Tobias Hald** +49 40 3282-2695  
United Kingdom thald@mmwarburg.com

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

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

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

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

**SALES TRADING**

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

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

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

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

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

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

**MACRO RESEARCH**

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

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

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)

Bloomberg MMWA GO

FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

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

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

**For access please contact:**

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

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