

<b>Buy</b>  <b>EUR 6,40</b>  Kurs <b>EUR 3,83</b> <b>Upside 67,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 6,40	<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: 59,2 Aktienanzahl (Mio.): 15,5 EV: 91,8 Freefloat MC: 46,6 Ø Trad. Vol. (30T): 36,75	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 78,7 % Quaero Capital 5,2 % Active Ownership Fund 9,5 % Obotritia Capital 6,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2018e Beta: 1,6 KBV: 1,9 x EK-Quote: 19 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,8 x Net Debt / EBITDA: 1,6 x

## Jump kommt im Q4

Berichtete Kennzahlen Q3/2018:								Kommentar zu den Kennzahlen:							
in Mio. EUR	Q3/18	Q3/18e	Q3/17	yoy	9M/18	9M/17	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Am 15.11.18 legte die Francotyp Postalia AG die Geschäftszahlen für das dritte Quartal respektive die ersten neun Monate 2018 vor.</li> <li>Während der Umsatz marginal unter den Erwartungen lag, übertraf das Ergebnis die Prognosen (WRe) deutlich. Dies lag erneut daran, dass die Gesellschaft von den für das Gesamtjahr avisierten Ausgaben im Rahmen des Jump Programmes von EUR 6-8 Mio. erst EUR 1,4 Mio. aufgewendet hat. Hier war deutlich mehr erwartet worden (WRe).</li> </ul>							
<b>Umsatz</b>	<b>49,5</b>	50,5	49,4	0,1%	<b>154,3</b>	153,9	0,3%								
<b>EBITDA</b>	<b>4,2</b>	3,0	7,0	-39,0%	<b>17,0</b>	19,7	-13,5%								
<i>Marge</i>	<i>8,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,1%</i>		<i>11,0%</i>	<i>12,8%</i>									
<b>EPS in EUR</b>	<b>0,01</b>	-0,05	0,08	-87,5%	<b>0,20</b>	0,21	-4,8%								

Kern der berichteten Zahlen sind zwei Aspekte: Zum einen zeichnet sich ein Erreichen der EBIT-Prognose (WRe) vor Aufwendungen für das Jump-Programm ab. Denn in den ersten neun Monaten wurde ein EBIT (ohne Jump) von EUR 5,6 gezeigt. Die Erwartung für das Gesamtjahr lautet EUR 8 Mio. (WRe, ohne Jump). Dies sollte knapp erreicht werden können.

Zum anderen liegen die Aufwendungen für das Jump-Programm mit EUR 1,4 Mio. in den ersten neun Monaten weit unter dem, was die avisierte Größenordnung von EUR 6-8 Mio. für 2018 hätte erwarten lassen. Dies ist darin begründet, dass wesentliche Aufwendungen des Jump-Programmes Rückstellungen für personelle Maßnahmen sind. Diese Rückstellungen werden voraussichtlich erst im Q4 gebildet. Für das Q4 wird daher ein Verlust (EBIT -2 bis -3 Mio. WRe) erwartet. Die etwas andere Verteilung der Aufwendungen des Jump-Programmes gegenüber der Erwartung (WRe) hat allerdings keinen Einfluss auf die Prognosen oder die Einschätzung.

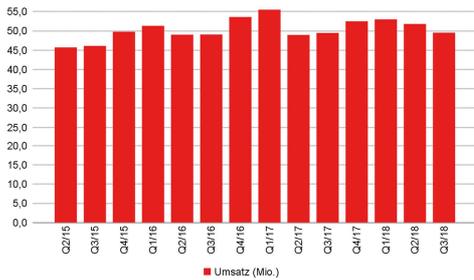
Besonders hervorzuheben bei den Quartalszahlen ist erneut das Kerngeschäft mit Frankiermaschinen, welches währungsbereinigt in den ersten neun Monaten deutlich um 4,1% auf EUR 98,8 Mio. anstieg. Hierbei gelang es in allen Märkten und gegenüber allen wichtigen Peers Marktanteile zu gewinnen. Denn bei den wichtigen Konkurrenzunternehmen Neopost und Pitney Bowes steht die Frankiermaschine nicht mehr im Fokus der Wachstumsstrategie. Diese Lücke schließt Francotyp erfolgreich.

Für die Prognosen und die Einschätzung der Aktie ergibt sich daher kein Anpassungsbedarf. Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass das Jump-Programm ab 2020 jährlich rund EUR 6 Mio. Einsparungen zeigen soll und bereits eine Rückkehr zu normalisierten Ergebnisniveaus (vgl. EPS 2016: 0,36) eine deutliche Bewertungsreserve indiziert, bleibt die Aktie sehr attraktiv gepreist.

**Die Aktie der Francotyp wird bei einem Kursziel von EUR 6,40 weiter mit Kaufen eingestuft.**

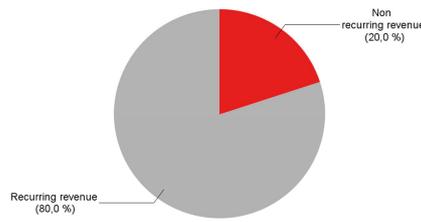
	<b>Rel. Performance vs CDAX:</b> 1 Monat: 9,2 % 6 Monate: 30,2 % Jahresverlauf: -4,8 % Letzte 12 Monate: -3,9 %	<b>Unternehmenstermine:</b>							
	<b>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</b>	<b>CAGR (17-20e)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
	<b>Umsatz</b>	4,4 %	170,3	191,1	203,0	206,3	213,2	223,9	235,1
	<i>Veränd. Umsatz yoy</i>		0,8 %	12,2 %	6,2 %	1,7 %	3,3 %	5,0 %	5,0 %
	<i>Rohertragsmarge</i>		61,3 %	60,4 %	58,1 %	55,6 %	56,1 %	57,3 %	57,1 %
	<b>EBITDA</b>	9,3 %	23,1	26,8	27,2	26,3	20,0	31,0	34,3
	<i>Marge</i>		13,6 %	14,0 %	13,4 %	12,8 %	9,4 %	13,8 %	14,6 %
	<b>EBIT</b>	31,1 %	9,8	9,0	9,7	7,3	2,0	13,0	16,3
	<i>Marge</i>		5,8 %	4,7 %	4,8 %	3,5 %	0,9 %	5,8 %	7,0 %
	<b>Nettoergebnis</b>	34,3 %	5,1	3,5	5,9	4,6	1,7	9,0	11,3
	<b>EPS</b>	34,1 %	0,32	0,22	0,36	0,29	0,11	0,56	0,70
	<b>EPS adj.</b>	34,1 %	0,32	0,22	0,36	0,29	0,11	0,56	0,70
	<b>DPS</b>	20,5 %	0,16	0,16	0,16	0,16	0,00	0,22	0,28
	Dividendenrendite		3,6 %	3,7 %	3,8 %	3,1 %	n.a.	5,8 %	7,3 %
	<b>FCFPS</b>		-0,36	-0,10	0,28	0,35	-0,25	0,18	0,32
<b>FCF / MarktKap.</b>		-8,3 %	-2,2 %	0,2 %	6,8 %	-6,5 %	4,7 %	8,4 %	
<b>EV / Umsatz</b>		0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	
<b>EV / EBITDA</b>		4,4 x	3,9 x	3,6 x	4,2 x	4,7 x	3,0 x	2,7 x	
<b>EV / EBIT</b>		10,5 x	11,5 x	9,9 x	15,1 x	47,1 x	7,1 x	5,6 x	
<b>KGV</b>		13,7 x	19,8 x	11,7 x	17,9 x	34,8 x	6,8 x	5,5 x	
<b>KGV ber.</b>		13,7 x	19,8 x	11,7 x	17,9 x	34,8 x	6,8 x	5,5 x	
<b>FCF Potential Yield</b>		3,5 %	6,1 %	12,0 %	11,2 %	8,3 %	16,4 %	19,0 %	
<b>Nettoverschuldung</b>		31,6	32,9	28,4	25,2	32,6	30,6	29,5	
<b>ROCE (NOPAT)</b>		11,0 %	6,8 %	9,5 %	7,8 %	2,5 %	12,9 %	14,8 %	
<b>Guidance:</b>	n.a.								

## Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



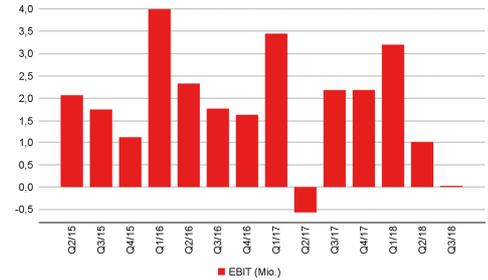
Quelle: Warburg Research

## Anteil wiederkehrender Umsätze 2018e; in %



Quelle: Warburg Research

## Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

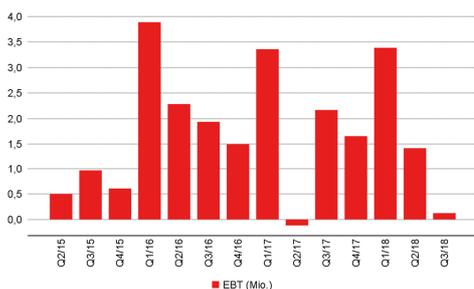
## Unternehmenshintergrund

- 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 Diensten wie der Abholung, Sortierung und Konsolidierung der Ausgangspost sowie elektronischen Hybridmail-Lösungen erweiterte das Unternehmen sein Produktportfolio.

## Wettbewerbsqualität

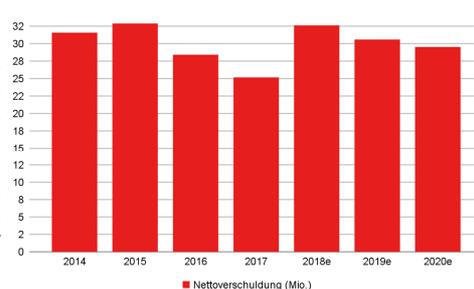
- Mit dem Fokus auf Kunden mit geringem bis mittlerem Postaufkommen adressiert Francotyp-Postalia zwei stabile Segmente im insgesamt schwierigen Markt für Frankiermaschinen.
- 45% Marktanteil im deutschen Frankiermarkt erklärt die Reputation des deutschen Marktführers und ist eine Folge von Differenzierungsmerkmalen:
- 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



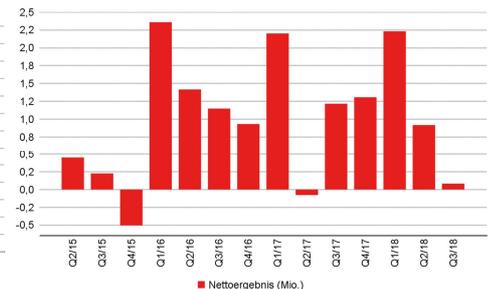
Quelle: Warburg Research

## Nettoverbindlichkeiten in EURm



Quelle: Warburg Research

## Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	
Umsatz	213,2	223,9	235,1	241,0	247,0	253,2	259,5	266,0	272,6	279,5	286,4	293,6	300,9	
Umsatzwachstum	3,3 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,0 %
EBIT	2,0	13,0	16,3	16,9	17,3	17,7	18,2	18,6	19,1	19,6	20,1	20,6	21,1	
EBIT-Marge	0,9 %	5,8 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	22,6 %	32,0 %	32,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	1,6	8,8	11,1	11,8	12,1	12,4	12,7	13,0	13,4	13,7	14,0	14,4	14,7	
Abschreibungen	18,0	18,0	18,0	21,7	22,2	22,8	23,4	23,9	24,5	25,2	25,8	26,4	27,1	
Abschreibungsquote	8,4 %	8,0 %	7,7 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,8	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,6	0,9	1,0	9,5	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	
- Investitionen	26,0	26,0	26,0	24,1	24,7	25,3	26,0	23,9	24,5	25,2	25,8	26,4	27,1	
Investitionsquote	12,2 %	11,6 %	11,1 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	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)	-6,2	0,8	3,0	0,7	8,4	8,6	8,8	11,7	11,9	12,2	12,5	12,8	13,1	14
Barwert FCF	-6,0	0,7	2,5	0,6	6,0	5,7	5,4	6,6	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0	74
Anteil der Barwerte	-2,28 %			42,52 %										59,76 %

### Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,80
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,40
<b>WACC</b>	<b>8,09 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,56</b>

### Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2030e	50		
Terminal Value	74		
Zinstr. Verbindlichkeiten	44		
Pensionsrückstellungen	17		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	36	Aktienzahl (Mio.)	15,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>99</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,40</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
1,80	9,1 %	4,80	4,90	5,01	5,12	5,24	5,36	5,50	1,80	9,1 %	2,95	3,67	4,40	5,12	5,84	6,56	7,28
1,68	8,6 %	5,34	5,46	5,58	5,72	5,86	6,01	6,18	1,68	8,6 %	3,41	4,18	4,95	5,72	6,48	7,25	8,02
1,62	8,3 %	5,63	5,76	5,90	6,05	6,20	6,37	6,56	1,62	8,3 %	3,67	4,46	5,25	6,05	6,84	7,63	8,43
1,56	8,1 %	5,95	6,09	6,24	<b>6,40</b>	6,58	6,76	6,97	1,56	8,1 %	3,94	4,76	5,58	<b>6,40</b>	7,22	8,04	8,86
1,50	7,8 %	6,28	6,44	6,61	6,78	6,98	7,19	7,41	1,50	7,8 %	4,23	5,08	5,93	6,78	7,63	8,48	9,33
1,44	7,6 %	6,64	6,81	7,00	7,20	7,41	7,64	7,89	1,44	7,6 %	4,55	5,43	6,32	7,20	8,08	8,96	9,84
1,32	7,1 %	7,45	7,66	7,88	8,13	8,40	8,69	9,00	1,32	7,1 %	5,27	6,22	7,18	8,13	9,08	10,03	10,99

- Francotyp erzielt in normalen Geschäftsjahren hohe, stetige Cash-Flows.
- In 2013ff sind die Cash-Flows für Jahre durch hohe Investitionen in die installierte Basis geprägt.
- Die Cash Flow Stärke des Unternehmens zeigt sich erst langfristig.

Wertermittlung							
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
KBV	2,5 x	2,1 x	1,9 x	2,6 x	1,9 x	1,5 x	1,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,26	0,04	0,07	-0,13	-0,62	-0,49	-0,44
EV / Umsatz	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
EV / EBITDA	4,4 x	3,9 x	3,6 x	4,2 x	4,7 x	3,0 x	2,7 x
EV / EBIT	10,5 x	11,5 x	9,9 x	15,1 x	47,1 x	7,1 x	5,6 x
EV / EBIT adj.*	10,5 x	11,5 x	9,9 x	15,1 x	47,1 x	7,1 x	5,6 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	426,4 x	14,7 x	n.a.	21,3 x	11,9 x
KGV	13,7 x	19,8 x	11,7 x	17,9 x	34,8 x	6,8 x	5,5 x
KGV ber.*	13,7 x	19,8 x	11,7 x	17,9 x	34,8 x	6,8 x	5,5 x
Dividendenrendite	3,6 %	3,7 %	3,8 %	3,1 %	n.a.	5,8 %	7,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	3,5 %	6,1 %	12,0 %	11,2 %	8,3 %	16,4 %	19,0 %
*Adjustiert um:	-						

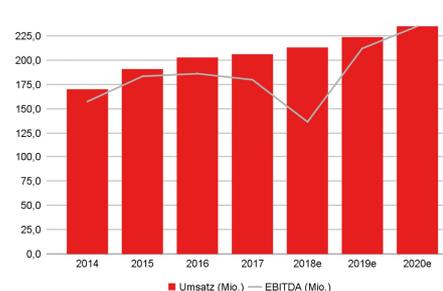
GuV							
In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Umsatz</b>	<b>170,3</b>	<b>191,1</b>	<b>203,0</b>	<b>206,3</b>	<b>213,2</b>	<b>223,9</b>	<b>235,1</b>
Veränd. Umsatz yoy	0,8 %	12,2 %	6,2 %	1,7 %	3,3 %	5,0 %	5,0 %
Bestandsveränderungen	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	15,5	15,8	11,4	10,8	10,8	10,8	10,8
<b>Gesamterlöse</b>	<b>186,4</b>	<b>206,7</b>	<b>214,5</b>	<b>217,7</b>	<b>224,1</b>	<b>234,7</b>	<b>245,9</b>
Materialaufwand	82,0	91,3	96,5	102,9	104,5	106,4	111,7
<b>Rohertrag</b>	<b>104,3</b>	<b>115,4</b>	<b>118,0</b>	<b>114,8</b>	<b>119,6</b>	<b>128,4</b>	<b>134,3</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>61,3 %</i>	<i>60,4 %</i>	<i>58,1 %</i>	<i>55,6 %</i>	<i>56,1 %</i>	<i>57,3 %</i>	<i>57,1 %</i>
Personalaufwendungen	53,5	57,4	57,4	59,2	64,0	61,6	63,5
Sonstige betriebliche Erträge	2,4	4,3	3,8	4,8	4,3	4,5	4,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,1	35,6	37,1	34,1	39,9	40,3	41,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>23,1</b>	<b>26,8</b>	<b>27,2</b>	<b>26,3</b>	<b>20,0</b>	<b>31,0</b>	<b>34,3</b>
<i>Marge</i>	<i>13,6 %</i>	<i>14,0 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>14,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	8,6	17,8	17,5	19,1	18,0	18,0	18,0
<b>EBITA</b>	<b>14,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>2,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	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>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>2,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,3</b>
<i>Marge</i>	<i>5,8 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>7,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>2,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,3</b>
Zinserträge	0,5	0,7	1,3	2,1	0,8	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	2,6	2,2	1,6	1,9	0,6	0,6	0,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,7	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>2,2</b>	<b>13,2</b>	<b>16,5</b>
<i>Marge</i>	<i>4,9 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>7,0 %</i>
Steuern gesamt	3,2	3,9	3,4	2,4	0,5	4,2	5,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</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>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>
Minderheitenanteile	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>
<i>Marge</i>	<i>3,0 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
<b>EPS</b>	<b>0,32</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,11</b>	<b>0,56</b>	<b>0,70</b>
EPS adj.	0,32	0,22	0,36	0,29	0,11	0,56	0,70

\*Adjustiert um:

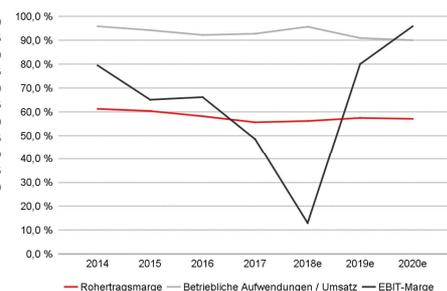
**Guidance: n.a.**

Kennzahlen							
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,9 %	94,2 %	92,3 %	92,8 %	95,7 %	91,0 %	90,0 %
Operating Leverage	-6,5 x	-0,7 x	1,3 x	-15,3 x	-21,6 x	109,4 x	5,2 x
EBITDA / Interest expenses	8,8 x	11,9 x	17,4 x	13,8 x	33,3 x	51,7 x	57,2 x
Steuerquote (EBT)	38,0 %	51,3 %	35,5 %	34,3 %	22,6 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	49,6 %	69,4 %	41,7 %	55,6 %	0,0 %	40,4 %	40,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	149.276	164.180	170.997	170.431	172.677	177.756	182.984

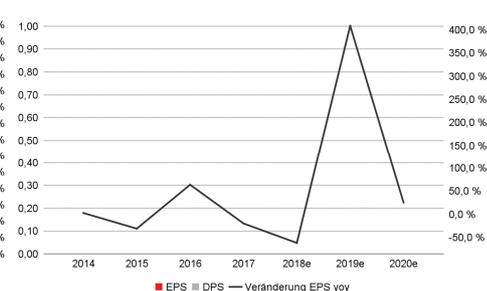
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

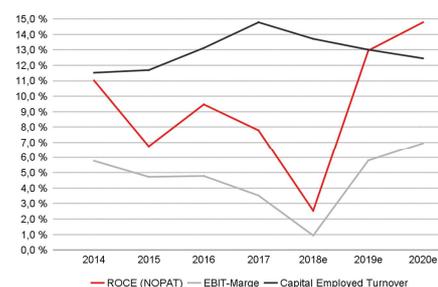
## Bilanz

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,9	33,0	34,9	35,1	42,1	49,1	56,1
davon übrige imm. VG	23,8	24,5	26,4	26,7	33,7	40,7	47,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	9,1	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Sachanlagen	37,0	42,0	39,3	31,8	32,8	33,8	34,8
Finanzanlagen	3,0	6,0	9,7	11,6	11,6	11,6	11,6
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>73,0</b>	<b>81,0</b>	<b>83,9</b>	<b>78,5</b>	<b>86,5</b>	<b>94,5</b>	<b>102,5</b>
Vorräte	10,0	11,7	11,2	10,6	11,0	11,5	12,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,3	16,9	19,0	18,7	19,3	20,2	21,3
Liquide Mittel	17,2	18,9	27,1	34,9	25,1	26,0	26,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	24,6	27,6	26,2	27,1	26,5	26,5	26,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>69,2</b>	<b>75,1</b>	<b>83,4</b>	<b>91,3</b>	<b>81,9</b>	<b>84,3</b>	<b>85,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>142,1</b>	<b>156,2</b>	<b>167,3</b>	<b>169,8</b>	<b>168,4</b>	<b>178,8</b>	<b>188,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	16,2	16,2	16,2	16,3	16,3	16,3	16,3
Kapitalrücklage	35,0	34,9	34,6	34,8	34,8	34,8	34,8
Gewinnrücklagen	5,1	3,5	0,0	0,0	-20,7	-18,9	-13,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-27,6	-20,9	-14,9	-18,1	1,7	9,0	11,3
Buchwert	28,7	33,7	35,9	33,0	32,1	41,2	49,1
Anteile Dritter	1,4	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>30,1</b>	<b>35,2</b>	<b>35,9</b>	<b>33,0</b>	<b>32,1</b>	<b>41,2</b>	<b>49,1</b>
Rückstellungen gesamt	22,9	22,3	18,0	17,7	18,5	19,4	20,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	17,4	15,5	17,1	16,5	17,4	18,2	19,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	31,4	36,3	38,4	43,6	40,4	38,4	36,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,5	4,6	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,5	9,9	10,6	11,2	11,6	12,2	12,8
Sonstige Verbindlichkeiten	48,3	52,5	64,3	64,4	65,8	67,7	69,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>112,1</b>	<b>120,9</b>	<b>131,4</b>	<b>136,8</b>	<b>136,3</b>	<b>137,7</b>	<b>139,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>142,1</b>	<b>156,2</b>	<b>167,3</b>	<b>169,8</b>	<b>168,4</b>	<b>178,8</b>	<b>188,4</b>

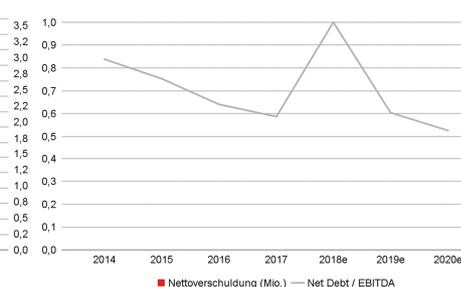
## Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,1 x	3,1 x	3,4 x	4,1 x	4,1 x	4,2 x	4,2 x
Capital Employed Turnover	2,8 x	2,8 x	3,2 x	3,5 x	3,3 x	3,1 x	3,0 x
ROA	7,0 %	4,4 %	7,0 %	5,9 %	2,0 %	9,5 %	11,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	11,0 %	6,8 %	9,5 %	7,8 %	2,5 %	12,9 %	14,8 %
ROE	18,9 %	11,4 %	16,8 %	13,5 %	5,3 %	24,5 %	24,9 %
Adj. ROE	18,9 %	11,4 %	16,8 %	13,5 %	5,3 %	24,5 %	24,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	31,6	32,9	28,4	25,2	32,6	30,6	29,5
Nettofinanzverschuldung	14,2	17,4	11,4	8,6	15,3	12,4	10,4
Net Gearing	105,1 %	93,3 %	79,1 %	76,3 %	101,7 %	74,3 %	60,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	61,6 %	65,0 %	41,8 %	32,8 %	76,3 %	39,9 %	30,2 %
Buchwert je Aktie	1,8	2,1	2,2	2,0	2,0	2,5	3,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4

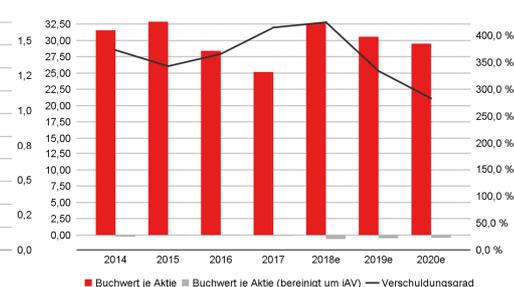
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,1	3,5	5,9	4,6	1,7	9,0	11,3
Abschreibung Anlagevermögen	8,6	17,8	17,5	19,1	18,0	18,0	18,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	3,3	-1,9	1,6	-0,5	0,8	0,9	0,9
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	2,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>23,6</b>	<b>21,4</b>	<b>24,9</b>	<b>23,2</b>	<b>22,5</b>	<b>29,8</b>	<b>32,2</b>
Veränderung Vorräte	-1,2	-1,7	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-0,6
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	0,4	-2,0	0,3	-0,6	-1,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,0	0,4	0,8	0,6	0,4	0,6	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-6,7	-2,0	-2,0	-3,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-6,2	-2,9	-2,8	-2,0	-0,6	-0,9	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>17,5</b>	<b>18,6</b>	<b>22,2</b>	<b>21,2</b>	<b>22,0</b>	<b>28,9</b>	<b>31,2</b>
Investitionen in iAV	-5,1	-5,8	-6,7	-6,9	-7,0	-7,0	-7,0
Investitionen in Sachanlagen	-18,3	-14,3	-15,3	-8,6	-19,0	-19,0	-19,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-23,1</b>	<b>-20,1</b>	<b>-17,6</b>	<b>-15,5</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-6,9	4,5	4,5	4,5	-3,1	-2,0	-2,0
Dividende Vorjahr	-1,3	-2,6	-2,6	-0,8	-2,6	0,0	-3,2
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,4	0,4	-2,6	-2,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-7,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,2</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-13,4</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>	<b>-9,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,6	0,8	0,5	-1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>16,9</b>	<b>15,9</b>	<b>18,7</b>	<b>24,1</b>	<b>25,1</b>	<b>26,0</b>	<b>26,0</b>

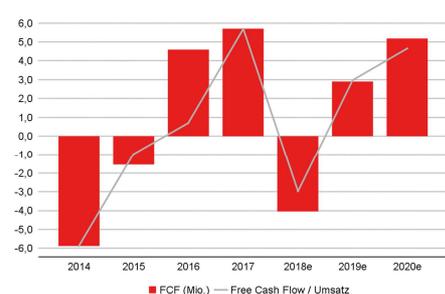
## Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-5,9	-1,5	4,6	5,7	-4,0	2,9	5,2
Free Cash Flow / Umsatz	-3,5 %	-0,8 %	0,1 %	2,8 %	-1,9 %	1,3 %	2,2 %
Free Cash Flow Potential	3,6	6,3	11,6	12,3	7,9	15,1	17,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-115,4 %	-43,7 %	2,7 %	122,7 %	-236,5 %	32,4 %	46,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,2 %	3,8 %	5,9 %	6,9 %	2,7 %	3,1 %	3,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,5 %	6,6 %	4,2 %	4,7 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	13,7 %	10,5 %	10,8 %	7,5 %	12,2 %	11,6 %	11,1 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,1 %	2,0 %
CAPEX / Abschreibungen	175,9 %	112,9 %	125,8 %	81,2 %	144,4 %	144,4 %	144,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	10,7 %	9,6 %	9,4 %	9,1 %	8,6 %	8,6 %	8,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	182,9 %	171,9 %	178,9 %	166,7 %	166,4 %	166,4 %	166,4 %
Vorratumschlag	8,2 x	7,8 x	8,6 x	9,7 x	9,5 x	9,2 x	9,2 x
Receivables collection period (Tage)	37	32	34	33	33	33	33
Payables payment period (Tage)	42	39	40	40	40	42	42
Cash conversion cycle (Tage)	40	40	36	31	31	31	31

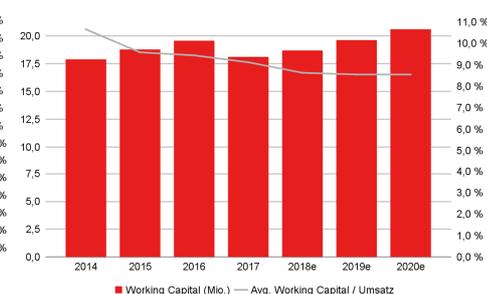
## Investitionen und Cash Flow

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, 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 von Warburg Research 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-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

## 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.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 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, 6	<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

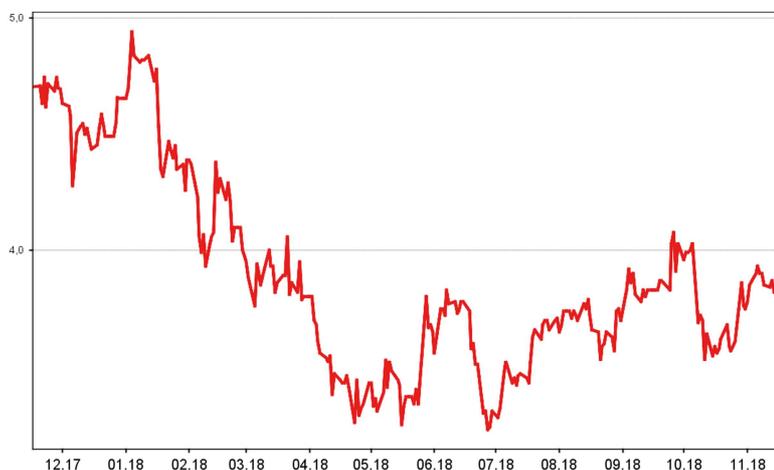
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	126	62
Halten	68	33
Verkaufen	3	1
Empf. ausgesetzt	7	3
<b>Gesamt</b>	<b>204</b>	<b>100</b>

## 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	34	72
Halten	11	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	4
<b>Gesamt</b>	<b>47</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRANCOTYP-POSTALIA] AM [16.11.2018]



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**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@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

**Jonas Blum** +40 40 309537-240  
Small/Mid Cap Research 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

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@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

**Marina Manas Cháfer** +49 40 309537-254  
Renewables, Small/Mid Cap mmanaschafer@warburg-research.com

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

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Franz Schall** +40 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers fschall@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

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods 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**

**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  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

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

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

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Simon Pallhuber** +49 69 5050-7414  
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

**Angelika Flegler** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@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

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

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

**Jan Walter** +49 40 3282-2662  
Sales Trading jwalter@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  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com  
Capital IQ 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