

<b>Buy</b>  <b>EUR 3,40</b> (EUR 4,30)  <b>Kurs</b> EUR 2,83 <b>Upside</b> 20,1 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 3,43	<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: 43,7 Aktienanzahl (Mio.): 15,5 EV: 66,8 Freefloat MC: 21,0 Ø Trad. Vol. (30T): 128,93 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 50,7 % Obotritia Capital 28,0 % Active Ownership Fund 9,5 % SALTARAX GmbH 5,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2019e Beta: 2,0 KBV: 1,4 x EK-Quote: 20 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,2 x Net Debt / EBITDA: 0,7 x

## 2019 stark; Geschäftsmodell relativ widerstandsfähig gegenüber Coronakrise

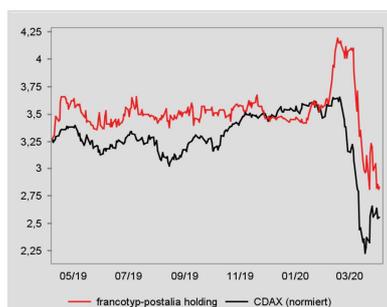
Berichtete Kennzahlen Q4/2019:										Kommentar zu den Kennzahlen:	
in Mio. EUR	Q4/19	Q4/19e	Q4/18	yoy	2019	2019e	2018	yoy			
Umsatz	56,6	53,8	49,9	13,4%	209,0	206,2	204,2	2,3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Am 3. April gab die Francotyp-Postalia Holding AG ihre Zahlen für das GJ 2019 bekannt. Die vollständigen Ergebnisse werden am 30. April vorgelegt. Der Umsatz lag leicht über den Erwartungen und zeigte ein zufriedenstellendes operatives Geschäft. Aufgrund der veränderten Aktivierung von Maschinen (längere berechnete Lebensdauer) lag auch das EBITDA über den Erwartungen.</li> <li>Aufgrund der höheren Abschreibungen, einschließlich der Neubewertung von FP-Sign, lag das Nettoergebnis jedoch deutlich unter den Erwartungen. Vor dem Hintergrund der Corona-Entwicklung ist der Fokus auf die Zukunft bedeutender geworden.</li> </ul>		
EBITDA	12,3	8,4	0,1	23972,5%	33,0	29,1	17,1	93,3%			
Marge	21,7%	14,8%	0,1%		15,8%	14,0%	8,4%				
EPS in EUR	-0,10	-0,33	-0,14	-28,6%	0,06	0,29	0,06	0,0%			

Das Frankiermaschinengeschäft macht 70% des Umsatzes von Francotyp aus (weitere ca. 10% Mail Services). Die Kundenbasis dieses Geschäfts umfasst Tausende von kleinen Einzelunternehmen und stammt im Wesentlichen aus einem Kundenstamm, der sich über die letzten 100 Jahre erstreckt und bei dem jeder Kunde sehr geringe Zahlungen leistet. Dieses Geschäft ist durch einen hohen Cashflow gekennzeichnet. In Krisenzeiten, aber vor allem danach, wird von diesem Geschäft eine hohe Stabilität erwartet. Die Kosten fallen vor allem in Deutschland an, wo mit Hilfe der staatlich geförderten Kurzarbeit sehr flexibel auf die Kostensituation reagiert werden kann. Die operativen Risiken der Coronakrise sind daher als gering einzustufen.

Auch in Bezug auf die Bilanz ist das Unternehmen gut aufgestellt. Zuletzt verfügte es über Finanzmittel von EUR 30 Mio. Zudem bestehen Kreditlinien von rund EUR 200 Mio. Vermutlich können diese nicht alle direkt zur Überwindung der Coronakrise genutzt werden, aber mit Blick auf die aktuelle Situation kann das Unternehmen im Allgemeinen als weniger problematisch eingestuft werden. Vor allem das Frankiermaschinengeschäft bietet langfristig Potenzial. Das Modell geht von einer etwas kleineren Kundenbasis und im Wesentlichen von einer Profitabilität auf historischem Niveau aus.

Ein potenzieller Managementwechsel steht derzeit noch aus. Der Aufsichtsrat hat Carsten Lind zum 1. Juni in den Vorstand berufen. Aufgrund von Meinungsverschiedenheiten bezüglich der Strategie des Konzerns wird eine Aufhebungsvereinbarung mit dem derzeitigen CEO, Rüdiger Andreas Günther, vorgeschlagen. Die Unterzeichnung steht jedoch noch aus, da der CEO seinen Vertrag, der vom Aufsichtsrat im Mai 2019 verlängert wurde, erfüllen will. Änderungen in der Unternehmensstrategie sind derzeit nicht vorhersehbar. Die Bewertung basiert hauptsächlich auf der historischen Profitabilität des Frankiergeschäfts. **Die Kaufempfehlung wird mit einem Kursziel von EUR 3,40 (4,30) beibehalten.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -		
Umsatz	206,2	1,3 %	216,6	-13,1 %	227,4	-14,8 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deutlicher Umsatz- und Ergebnismrückgang für 2020 erwartet. Die Prognosen werden möglicherweise mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts erneut angepasst.</li> <li>Auch für 2021 wird eine geringere Umsatzbasis erwartet, selbst wenn die Coronakrise weitgehend vorbei ist.</li> <li>Die mittelständische Kundenbasis könnte langfristig von der Krise betroffen sein, während die ehemaligen Wachstumsgeschäftsfelder nun ebenfalls deutlich konservativer betrachtet werden.</li> </ul>	
EBITDA	29,1	13,5 %	33,6	-30,0 %	34,1	-14,8 %		
EBIT	7,1	-15,3 %	11,1	-90,9 %	11,1	-45,4 %		
EPS	0,29	-79,3 %	0,46	-93,5 %	0,46	-45,7 %		

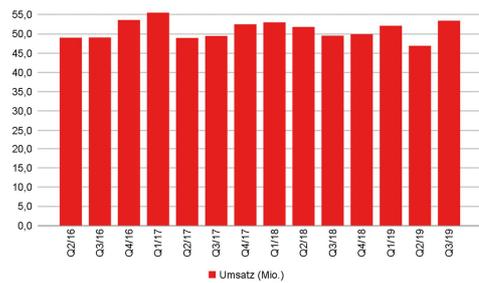


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-10,3 %
6 Monate:	0,7 %
Jahresverlauf:	9,7 %
Letzte 12 Monate:	7,9 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
30.04.20	FY 2019
28.05.20	Q1
17.06.20	HV
27.08.20	Q2

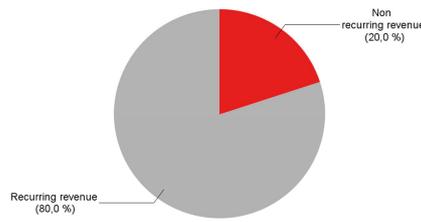
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-21e)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	-1,7 %	191,1	203,0	206,3	204,2	209,0	188,1	193,7
Veränd. Umsatz yoy		12,2 %	6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,3 %	-10,0 %	3,0 %
Rohertragsmarge		60,4 %	58,1 %	55,6 %	57,0 %	62,3 %	59,0 %	58,5 %
EBITDA	19,4 %	26,8	27,2	26,3	17,1	33,0	23,5	29,1
Marge		14,0 %	13,4 %	12,8 %	8,4 %	15,8 %	12,5 %	15,0 %
EBIT		9,0	9,7	7,3	-0,3	6,0	1,0	6,1
Marge		4,7 %	4,8 %	3,5 %	-0,1 %	2,9 %	0,5 %	3,1 %
Nettoergebnis	64,5 %	3,5	5,9	4,6	0,9	0,9	0,6	4,0
EPS	60,9 %	0,22	0,36	0,29	0,06	0,06	0,03	0,25
EPS adj.	60,9 %	0,22	0,36	0,29	0,06	0,06	0,03	0,25
DPS	49,4 %	0,12	0,16	0,12	0,03	0,00	0,01	0,10
Dividendenrendite		2,7 %	3,8 %	2,3 %	0,8 %	n.a.	0,4 %	3,5 %
FCFPS		-0,10	0,28	0,36	0,38	0,12	0,11	0,21
FCF / MarktKap.		-2,2 %	6,7 %	6,9 %	10,2 %	4,1 %	3,9 %	7,4 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	0,4 x	0,3 x
EV / EBITDA		3,9 x	3,6 x	4,2 x	5,0 x	2,1 x	2,9 x	2,3 x
EV / EBIT		11,5 x	9,9 x	15,1 x	n.a.	11,6 x	67,9 x	11,0 x
KGV		19,8 x	11,7 x	17,9 x	62,6 x	47,2 x	94,3 x	11,3 x
KGV ber.		19,8 x	11,7 x	17,9 x	62,6 x	47,2 x	94,3 x	11,3 x
FCF Potential Yield		6,1 %	12,0 %	11,2 %	2,2 %	14,0 %	13,5 %	20,7 %
Nettoverschuldung		32,9	28,4	25,2	24,6	24,0	23,1	20,8
ROCE (NOPAT)		6,8 %	9,5 %	7,7 %	n.a.	5,2 %	1,2 %	7,1 %
Guidance:	n.a.							

## Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



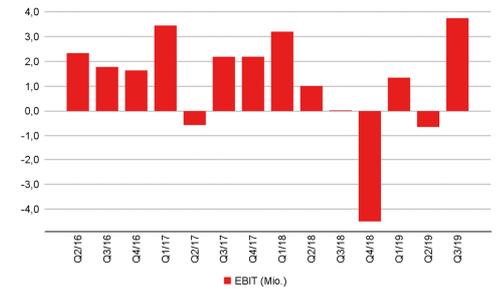
Quelle: Warburg Research

## 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

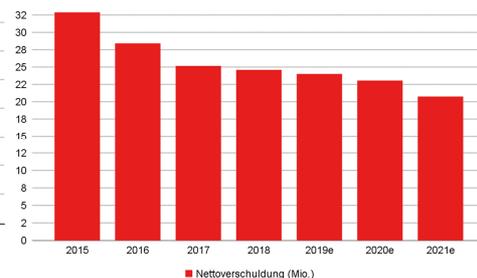
- Mit dem Fokus auf Kunden mit geringem bis mittlerem Postaufkommen adressiert Francotyp-Postalia zwei stabile Segmente im insgesamt schwierigen Markt für Frankiermaschinen.
- 45% Marktanteil im deutschen Frankiermarkt erklärt die Reputation des deutschen Marktführers und ist eine Folge von Differenzierungsmerkmalen: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



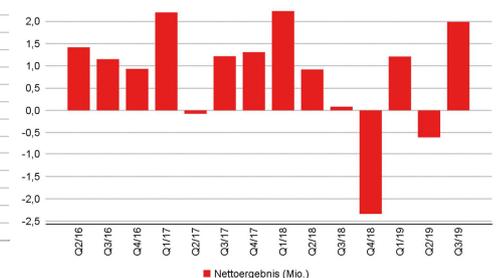
Quelle: Warburg Research

## Nettverbindlichkeiten in EURm



Quelle: Warburg Research

## Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	
Umsatz	209,0	188,1	193,7	199,6	205,5	211,7	218,1	224,6	231,3	238,3	245,4	252,8	260,4	
Umsatzwachstum	2,3 %	-10,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,0 %
EBIT	6,0	1,0	6,1	10,0	12,3	12,7	13,1	13,5	13,9	14,3	14,7	15,2	15,6	
EBIT-Marge	2,9 %	0,5 %	3,1 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Steuerquote (EBT)	50,1 %	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	3,0	0,7	4,1	6,7	8,3	8,5	8,8	9,0	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	
Abschreibungen	27,0	22,5	23,0	18,0	18,5	19,1	19,6	20,2	20,8	21,4	22,1	22,8	23,4	
Abschreibungsquote	12,9 %	12,0 %	11,9 %	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	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2,8	-1,9	0,5	2,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	
- Investitionen	26,0	26,0	26,0	20,0	20,6	21,2	19,6	20,2	20,8	21,4	22,1	22,8	23,4	
Investitionsquote	12,4 %	13,8 %	13,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	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)	2,0	-0,1	1,5	2,5	5,8	5,9	8,3	8,5	8,7	9,0	9,3	9,5	9,8	10
Barwert FCF	2,0	-0,1	1,3	1,9	4,0	3,8	4,8	4,5	4,2	3,9	3,7	3,4	3,2	36
Anteil der Barwerte	4,23 %			49,03 %										46,74 %

### Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	2,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>9,90 %</b>	<b>Beta</b>	<b>2,00</b>

### Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031e	41		
Terminal Value	36		
Zinstr. Verbindlichkeiten	39		
Pensionsrückstellungen	16		
-	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	32	Aktienzahl (Mio.)	15,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>53</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,43</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
<b>2,24</b>	10,9 %	2,70	2,74	2,79	2,83	2,88	2,93	2,99	<b>2,24</b>	10,9 %	1,29	1,81	2,32	2,83	3,34	3,86	4,37
<b>2,12</b>	10,4 %	2,96	3,01	3,06	3,12	3,17	3,23	3,30	<b>2,12</b>	10,4 %	1,50	2,04	2,58	3,12	3,65	4,19	4,73
<b>2,06</b>	10,2 %	3,10	3,16	3,21	3,27	3,33	3,40	3,47	<b>2,06</b>	10,2 %	1,61	2,16	2,72	3,27	3,82	4,38	4,93
<b>2,00</b>	9,9 %	3,25	3,31	3,37	<b>3,43</b>	3,50	3,57	3,65	<b>2,00</b>	9,9 %	1,73	2,30	2,87	<b>3,43</b>	4,00	4,57	5,14
<b>1,94</b>	9,7 %	3,41	3,47	3,54	3,61	3,68	3,76	3,84	<b>1,94</b>	9,7 %	1,86	2,44	3,02	3,61	4,19	4,77	5,36
<b>1,88</b>	9,4 %	3,58	3,64	3,71	3,79	3,87	3,95	4,04	<b>1,88</b>	9,4 %	1,99	2,59	3,19	3,79	4,39	4,99	5,59
<b>1,76</b>	8,9 %	3,94	4,02	4,10	4,19	4,29	4,39	4,50	<b>1,76</b>	8,9 %	2,28	2,92	3,56	4,19	4,83	5,47	6,10

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

Wertermittlung							
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
KBV	2,1 x	1,9 x	2,5 x	1,8 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,04	0,07	-0,09	-0,46	-0,86	-1,27	-1,47
EV / Umsatz	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,3 x	0,4 x	0,3 x
EV / EBITDA	3,9 x	3,6 x	4,2 x	5,0 x	2,1 x	2,9 x	2,3 x
EV / EBIT	11,5 x	9,9 x	15,1 x	n.a.	11,6 x	67,9 x	11,0 x
EV / EBIT adj.*	11,5 x	9,9 x	15,1 x	n.a.	11,6 x	67,9 x	11,0 x
Kurs / FCF	n.a.	14,9 x	14,6 x	9,8 x	24,3 x	25,3 x	13,6 x
KGV	19,8 x	11,7 x	17,9 x	62,6 x	47,2 x	94,3 x	11,3 x
KGV ber.*	19,8 x	11,7 x	17,9 x	62,6 x	47,2 x	94,3 x	11,3 x
Dividendenrendite	2,7 %	3,8 %	2,3 %	0,8 %	n.a.	0,4 %	3,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,1 %	12,0 %	11,2 %	2,2 %	14,0 %	13,5 %	20,7 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>191,1</b>	<b>203,0</b>	<b>206,3</b>	<b>204,2</b>	<b>209,0</b>	<b>188,1</b>	<b>193,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	12,2 %	6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,3 %	-10,0 %	3,0 %
Bestandsveränderungen	-0,1	0,2	0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	15,8	11,4	10,8	14,1	21,5	13,2	12,6
<b>Gesamterlöse</b>	<b>206,7</b>	<b>214,5</b>	<b>217,7</b>	<b>218,0</b>	<b>230,5</b>	<b>201,3</b>	<b>206,3</b>
Materialaufwand	91,3	96,5	102,9	101,6	100,3	90,3	93,0
<b>Rohertrag</b>	<b>115,4</b>	<b>118,0</b>	<b>114,8</b>	<b>116,3</b>	<b>130,2</b>	<b>111,0</b>	<b>113,3</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>60,4 %</b>	<b>58,1 %</b>	<b>55,6 %</b>	<b>57,0 %</b>	<b>62,3 %</b>	<b>59,0 %</b>	<b>58,5 %</b>
Personalaufwendungen	57,4	57,4	59,2	64,7	62,7	52,7	54,2
Sonstige betriebliche Erträge	4,3	3,8	4,8	1,9	1,0	0,9	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	35,6	37,1	34,1	36,4	35,5	35,7	31,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>26,8</b>	<b>27,2</b>	<b>26,3</b>	<b>17,1</b>	<b>33,0</b>	<b>23,5</b>	<b>29,1</b>
<b>Marge</b>	<b>14,0 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>15,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	17,8	17,5	19,1	17,3	27,0	22,5	23,0
<b>EBITA</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</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>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>
<b>Marge</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>-0,1 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>0,5 %</b>	<b>3,1 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>
Zinserträge	0,7	1,3	2,1	2,8	1,0	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	2,2	1,6	1,9	1,4	0,2	0,3	0,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,2	0,1	-0,4	0,1	-5,0	-0,7	-0,7
<b>EBT</b>	<b>7,7</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,9</b>
<b>Marge</b>	<b>4,0 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>0,6 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>3,0 %</b>
Steuern gesamt	3,9	3,4	2,4	0,4	0,9	0,3	1,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</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>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>
Minderheitenanteile	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>
<b>Marge</b>	<b>1,9 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>0,4 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>2,1 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
<b>EPS</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,03</b>	<b>0,25</b>
EPS adj.	0,22	0,36	0,29	0,06	0,06	0,03	0,25

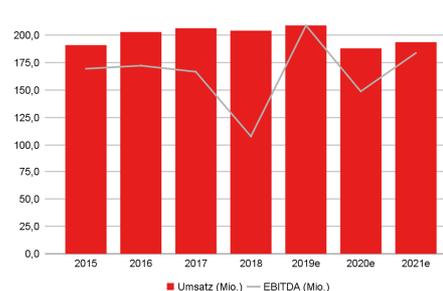
\*Adjustiert um:

**Guidance: n.a.**

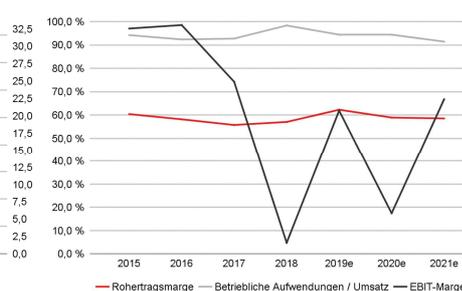
## Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,2 %	92,3 %	92,8 %	98,4 %	94,5 %	94,5 %	91,5 %
Operating Leverage	-0,7 x	1,3 x	-15,3 x	n.a.	n.a.	8,3 x	166,2 x
EBITDA / Interest expenses	11,9 x	17,4 x	13,8 x	12,3 x	165,0 x	78,4 x	96,9 x
Steuerquote (EBT)	51,3 %	35,5 %	34,3 %	28,4 %	50,1 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	52,1 %	41,7 %	41,7 %	54,1 %	0,0 %	35,1 %	40,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	164.180	170.997	170.431	165.358	165.922	146.402	147.837

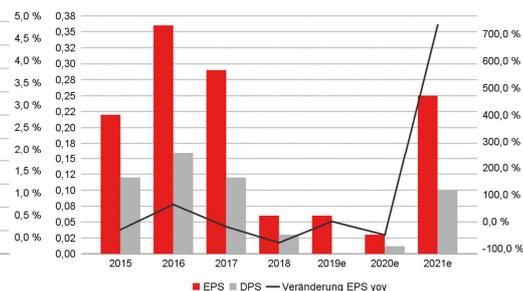
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

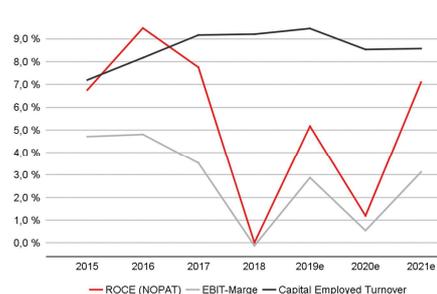
## Bilanz

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	33,0	34,9	35,1	40,8	47,8	54,8	61,8
davon übrige imm. VG	24,5	26,4	26,7	30,3	37,3	44,3	51,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,5	8,5	8,5	10,4	10,4	10,4	10,4
Sachanlagen	42,0	39,3	31,8	29,9	21,9	18,4	14,4
Finanzanlagen	6,0	9,7	11,6	13,4	13,4	13,4	13,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>81,0</b>	<b>83,9</b>	<b>78,5</b>	<b>84,1</b>	<b>83,1</b>	<b>86,6</b>	<b>89,6</b>
Vorräte	11,7	11,2	10,6	11,2	11,5	10,3	10,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,9	19,0	19,5	19,0	18,9	17,0	17,5
Liquide Mittel	18,9	27,1	34,9	30,9	31,2	31,0	34,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	27,6	26,2	27,1	21,6	21,6	21,6	21,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>75,1</b>	<b>83,4</b>	<b>92,1</b>	<b>82,7</b>	<b>83,2</b>	<b>80,0</b>	<b>84,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>156,2</b>	<b>167,3</b>	<b>170,6</b>	<b>166,7</b>	<b>166,2</b>	<b>166,5</b>	<b>173,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	16,2	16,2	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Kapitalrücklage	34,9	34,6	34,8	34,7	34,7	34,7	34,7
Gewinnrücklagen	3,5	0,0	0,0	0,0	-18,1	-17,3	-17,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-20,9	-14,9	-17,4	-17,7	0,9	0,6	4,0
Buchwert	33,7	35,9	33,7	33,3	33,8	34,3	38,0
Anteile Dritter	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>35,2</b>	<b>35,9</b>	<b>33,7</b>	<b>33,3</b>	<b>33,8</b>	<b>34,3</b>	<b>38,0</b>
Rückstellungen gesamt	22,3	18,0	17,7	17,6	18,4	19,3	20,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	15,5	17,1	16,5	16,2	17,0	17,9	18,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	36,3	38,4	43,6	39,3	38,2	36,2	36,2
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4,6	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,9	10,6	11,2	14,0	11,4	10,2	10,5
Sonstige Verbindlichkeiten	52,5	64,3	64,5	62,6	64,5	66,6	68,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>120,9</b>	<b>131,4</b>	<b>137,0</b>	<b>133,4</b>	<b>132,4</b>	<b>132,2</b>	<b>135,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>156,2</b>	<b>167,3</b>	<b>170,6</b>	<b>166,7</b>	<b>166,2</b>	<b>166,5</b>	<b>173,5</b>

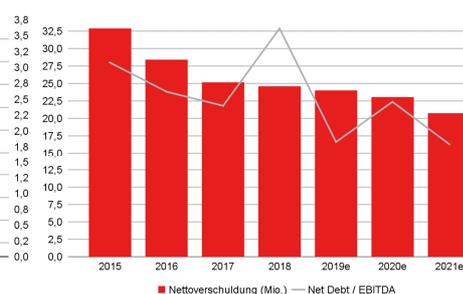
## Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,1 x	3,4 x	4,1 x	4,4 x	5,1 x	5,3 x	6,1 x
Capital Employed Turnover	2,8 x	3,2 x	3,5 x	3,5 x	3,6 x	3,3 x	3,3 x
ROA	4,4 %	7,0 %	5,9 %	1,1 %	1,1 %	0,6 %	4,5 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	6,8 %	9,5 %	7,7 %	n.a.	5,2 %	1,2 %	7,1 %
ROE	11,4 %	16,8 %	13,4 %	2,7 %	2,7 %	1,6 %	11,0 %
Adj. ROE	11,4 %	16,8 %	13,4 %	2,7 %	2,7 %	1,6 %	11,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	32,9	28,4	25,2	24,6	24,0	23,1	20,8
Nettofinanzverschuldung	17,4	11,4	8,6	8,4	7,0	5,2	2,0
Net Gearing	93,3 %	79,1 %	74,7 %	73,9 %	71,0 %	67,3 %	54,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	65,0 %	41,8 %	32,8 %	49,1 %	21,1 %	22,0 %	6,8 %
Buchwert je Aktie	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,0	0,1	-0,1	-0,5	-0,9	-1,3	-1,5

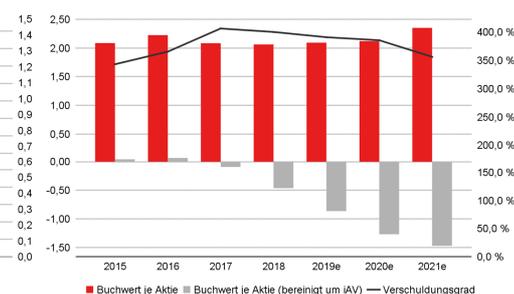
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

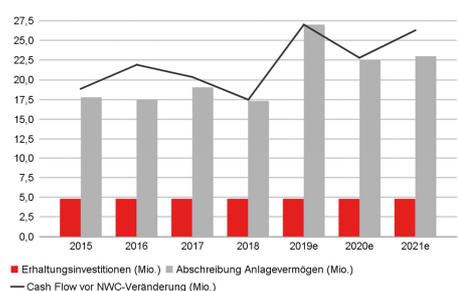
## Cash flow

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,5	5,9	4,6	0,9	0,9	0,6	4,0
Abschreibung Anlagevermögen	17,8	17,5	19,1	17,3	27,0	22,5	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	-1,9	1,6	-0,5	-0,3	0,8	0,9	0,9
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>21,4</b>	<b>24,9</b>	<b>23,2</b>	<b>19,9</b>	<b>30,7</b>	<b>25,9</b>	<b>29,9</b>
Veränderung Vorräte	-1,7	0,5	0,6	-0,6	-0,3	1,1	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,4	-2,0	-0,6	0,6	0,1	1,9	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,4	0,8	0,6	2,8	-2,6	-1,1	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,0	-2,0	-2,5	1,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,9	-2,8	-1,9	4,3	-2,8	1,9	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>18,6</b>	<b>22,2</b>	<b>21,3</b>	<b>24,2</b>	<b>27,9</b>	<b>27,8</b>	<b>29,4</b>
Investitionen in iAV	-5,8	-6,7	-6,9	-9,0	-7,0	-7,0	-7,0
Investitionen in Sachanlagen	-14,3	-15,3	-8,6	-9,0	-19,0	-19,0	-19,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-20,1</b>	<b>-17,6</b>	<b>-15,5</b>	<b>-21,2</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>	<b>-26,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,5	4,5	4,5	-4,3	-1,1	-2,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,6	-2,6	-0,8	-1,9	-0,5	0,0	-0,2
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	-2,6	-2,6	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,2</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,8	0,5	-1,4	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>15,9</b>	<b>18,7</b>	<b>24,2</b>	<b>32,0</b>	<b>31,2</b>	<b>31,0</b>	<b>34,2</b>

## Kennzahlen

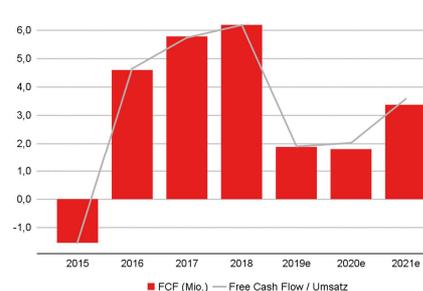
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-1,5	4,6	5,8	6,2	1,9	1,8	3,4
Free Cash Flow / Umsatz	-0,8 %	2,3 %	2,8 %	3,0 %	0,9 %	1,0 %	1,7 %
Free Cash Flow Potential	6,3	11,6	12,3	1,8	9,8	9,3	13,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-43,7 %	78,4 %	124,3 %	690,1 %	210,5 %	326,5 %	84,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,8 %	5,9 %	6,9 %	8,7 %	3,2 %	2,6 %	2,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,6 %	4,2 %	4,7 %	3,4 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	10,5 %	10,8 %	7,5 %	8,8 %	12,4 %	13,8 %	13,4 %
Maint. Capex / Umsatz	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,6 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	112,9 %	125,8 %	81,2 %	104,2 %	96,3 %	115,6 %	113,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,6 %	9,4 %	9,3 %	8,6 %	8,4 %	9,6 %	9,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	171,9 %	178,9 %	174,2 %	135,7 %	166,4 %	166,4 %	166,4 %
Vorratumschlag	7,8 x	8,6 x	9,7 x	9,1 x	8,8 x	8,8 x	8,8 x
Receivables collection period (Tage)	32	34	35	34	33	33	33
Payables payment period (Tage)	39	40	40	50	41	41	41
Cash conversion cycle (Tage)	40	36	32	24	33	33	33

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



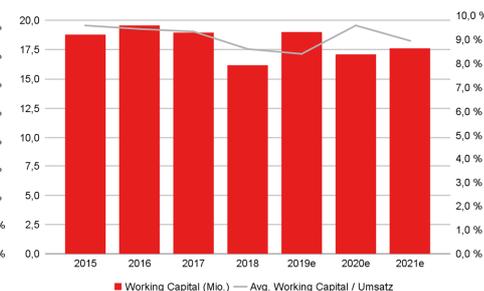
Quelle: Warburg Research

**Free Cash Flow Generation**



Quelle: Warburg Research

**Working Capital**



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-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.
- 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

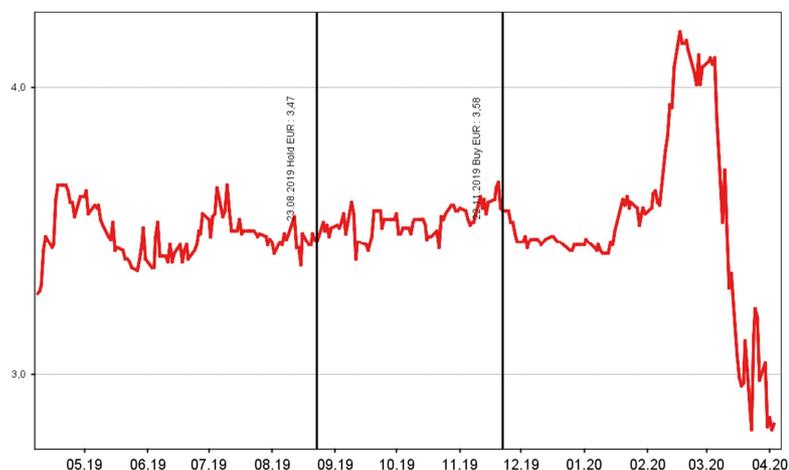
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	125	61
Halten	63	31
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	6	3
<b>Gesamt</b>	<b>204</b>	<b>100</b>

## 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	33	79
Halten	6	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
<b>Gesamt</b>	<b>42</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRANCOTYP-POSTALIA] AM [06.04.2020]



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

**Jan Bauer** +49 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +49 40 309537-240  
Telco, 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

**Franz Schall** +49 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

**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