Francotyp-Postalia

(CDAX, Industrial Goods & Services)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 4,00	(EUR 3,40)
Kurs	EUR 3,19
Upside	**25,4 %**

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	4,01

Aktien Daten:	
Bloomberg:	FPH GR
Reuters:	FPHG
ISIN:	DE000FPH9000

Beschreibung:

Führender Frankiermaschinen-hersteller und Komplettanbieter für die Postbearbeitung.

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	49,3
Aktienanzahl (Mio.):	15,5
EV:	87,5
Freefloat MC:	25,0
Ø Trad. Vol. (30T):	36,55 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	50,7 %
Obotritia Capital	28,0 %
Active Ownership Fund	9,5 %
SALTARAX GmbH	5,0 %

Risikoprofil (WRe):	2020e
Beta:	1,8
KBV:	1,5 x
EK-Quote:	18 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	0,6 x
Net Debt / EBITDA:	1,4 x

Sehr starkes Q1

Kennzahlen Q1/2020:

in Mio. EUR	Q1/20	Q1/20e	Q1/19	yoy	2020e	2019	yoy
Umsatz	**57,0**	53,0	52,1	9,4%	**192,4**	209,1	-8,0%
EBITDA	**8,0**	7,0	6,9	14,9%	**27,9**	33,3	-16,3%
Marge	*14,0%*	*14,8%*	*13,3%*		*14,5%*	*15,9%*	

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Die Francotyp-Postalia AG gab gestern, am 26. Mai 2020, die Kennzahlen für das erste Quartal bekannt. Umsatz und Ergebnis lagen deutlich über den Erwartungen (WRe).
- Die Veröffentlichung des endgültigen Quartalsberichts ist für den 28. Mai 2020 geplant.

Die starken Zahlen wurden insbesondere durch ein deutliches Wachstum im Segment Mail Services und im Kerngeschäft der Frankiermaschinen angetrieben. Aufgrund der COVID-19-Pandemie blieb das Geschäft im Produktbereich Software/Digital eher schwach. Abgesehen davon verfolgt das Unternehmen eine strikte Kontrolle seiner Kostenstruktur und die strategischen Anpassungen der letzten Jahre zeigen Erfolge.

Insgesamt stellt die Pandemie weiterhin einen großen Unsicherheitsfaktor dar, insbesondere was die Prognose für das laufende Jahr betrifft. Grundsätzlich kann eine schwache wirtschaftliche Entwicklung auch negative (langfristige) Auswirkungen auf die Kundenbasis haben (siehe auch unsere Publikation vom 6. April 2020).

Vor dem Hintergrund des hervorragenden ersten Quartals und angesichts der Tatsache, dass sich die Belastung durch die COVID-19-Pandemie im deutschen Kernmarkt als eher moderat erweist, werden die Prognosen nach einer ersten signifikanten negativen Anpassung (WRe) nun wieder nach oben korrigiert.

Basierend auf den erhöhten Prognosen und der Anpassung des im DCF-Modell verwendeten Risikoparameters (Beta) ist das Kursziel nun wieder deutlich höher. **Mit einem Kursziel von EUR 4,00 (3,40) wird die Aktie weiterhin mit Kaufen bewertet.**

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -
Umsatz	188,1	2,3 %	193,7	2,3 %	n.a.	n.m.
EBITDA	23,5	18,6 %	29,1	2,3 %	n.a.	n.m.
EBIT	1,0	432,6 %	6,1	10,9 %	n.a.	n.m.
EPS	0,03	633,3 %	0,25	8,0 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Grundlage der neuen Ergebnisschätzung ist ein etwas höherer Umsatz als die ursprüngliche Prognose (WRe).
- Zusammen mit einer besseren Kostenstruktur führt dies zu den positiven Anpassungen.
- Die hohe prozentuale Abweichung im laufenden Jahr ist auf einen Basiseffekt zurückzuführen.

Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	0,8 %
6 Monate:	4,2 %
Jahresverlauf:	6,6 %
Letzte 12 Monate:	0,7 %

Unternehmenstermine:

28.05.20	Q1
17.06.20	HV
27.08.20	Q2
16.11.20	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	-0,8 %	203,0	206,3	204,2	209,1	192,4	198,1	204,1
Veränd. Umsatz yoy		6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,4 %	-8,0 %	3,0 %	3,0 %
Rohertragsmarge		*58,1 %*	*55,6 %*	*57,0 %*	*60,3 %*	*59,0 %*	*58,5 %*	*58,5 %*
EBITDA	-2,8 %	27,2	26,3	17,1	33,3	27,9	29,7	30,6
Marge		*13,4 %*	*12,8 %*	*8,4 %*	*15,9 %*	*14,5 %*	*15,0 %*	*15,0 %*
EBIT	8,9 %	9,7	7,3	-0,3	5,9	5,4	6,7	7,6
Marge		*4,8 %*	*3,5 %*	*-0,1 %*	*2,8 %*	*2,8 %*	*3,4 %*	*3,7 %*
Nettoergebnis	43,6 %	5,9	4,6	0,9	1,7	3,5	4,4	5,0
EPS	41,3 %	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,27	0,31
EPS adj.	41,3 %	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,27	0,31
DPS	60,5 %	0,16	0,12	0,03	0,03	0,09	0,11	0,12
Dividendenrendite		3,8 %	2,3 %	0,8 %	0,9 %	2,8 %	3,4 %	3,9 %
FCFPS		0,28	0,36	0,38	0,17	0,22	0,25	0,29
FCF / Marktkap.		6,7 %	6,9 %	10,1 %	5,0 %	7,0 %	7,9 %	9,1 %
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	3,2 x	3,0 x	2,8 x
EV / EBIT		9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,6 x	13,1 x	11,3 x
KGV		11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	14,5 x	11,8 x	10,3 x
KGV ber.		11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	14,5 x	11,8 x	10,3 x
FCF Potential Yield		12,0 %	11,2 %	2,2 %	10,0 %	13,3 %	15,9 %	16,5 %
Nettoverschuldung		28,4	25,2	24,6	40,3	38,2	36,4	34,4
ROCE (NOPAT)		9,5 %	7,7 %	n.a.	2,6 %	5,0 %	6,2 %	6,9 %
Guidance:	n.a.							

Analyst/-in

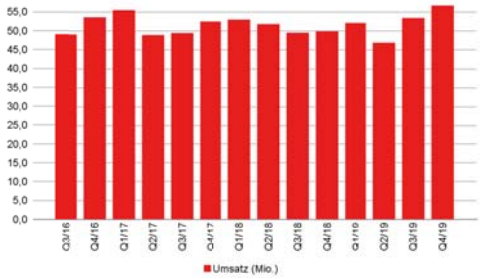
Felix Ellmann

fellmann@warburg-research.com

+49 40 309537-120

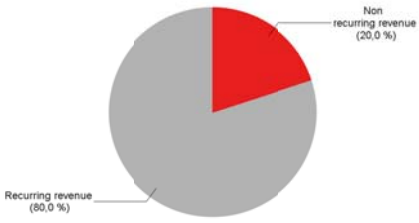
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



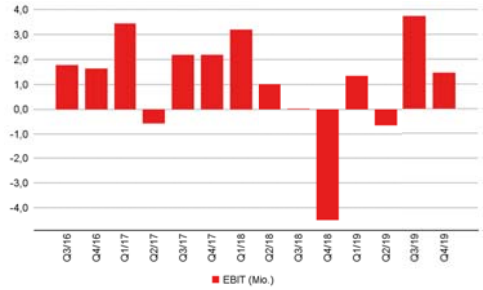
Quelle: Warburg Research

Anteill wiederkehrender Umsätze
2019e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

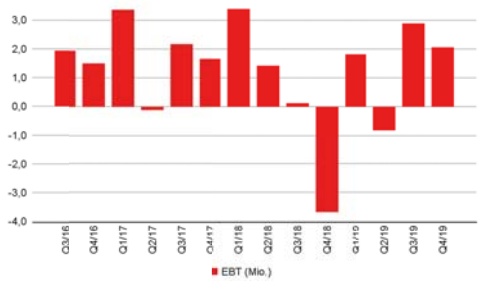
Unternehmenshintergrund

- 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

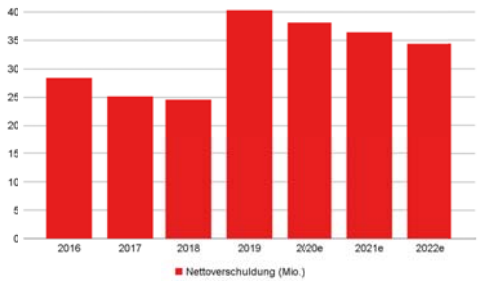
- Mit dem Fokus auf Kunden mit geringem bis mittlerem Postaufkommen adressiert Francotyp-Postalia zwei stabile Segmente im insgesamt schwierigen Markt für Frankiermaschinen.
- 45% Marktanteil im deutschen Frankiermarkt erklärt die Reputation des deutschen Marktführers und ist eine Folge von Differenzierungsmerkmalen: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



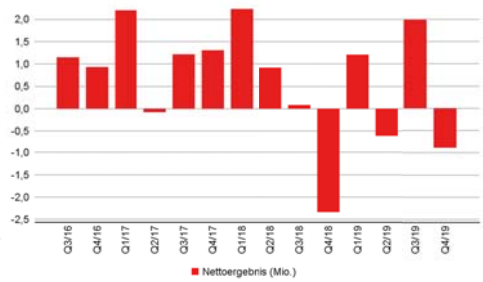
Quelle: Warburg Research

Nettoverbindlichkeiten
in EURm



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	192,4	198,1	204,1	210,2	216,5	223,0	229,7	236,6	243,7	251,0	258,5	266,3	274,3	
Umsatzwachstum	*-8,0 %*	*3,0 %*	*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	5,4	6,7	7,6	10,5	13,0	13,4	13,8	14,2	14,6	15,1	15,5	16,0	16,5	
EBIT-Marge	*2,8 %*	*3,4 %*	*3,7 %*	*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	4,6	5,2	7,0	8,7	9,0	9,2	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,0	
Abschreibungen	22,5	23,0	23,0	18,9	19,5	20,1	20,7	21,3	21,9	22,6	23,3	24,0	24,7	
Abschreibungsquote	*11,7 %*	*11,6 %*	*11,3 %*	*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	0,3	0,2	0,2	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,6	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	21,0	21,7	20,1	20,7	21,3	21,9	22,6	23,3	24,0	24,7	
Investitionsquote	*13,5 %*	*13,1 %*	*12,7 %*	*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)	1,8	2,2	2,8	4,7	6,3	8,7	9,0	9,2	9,5	9,8	10,0	10,3	10,6	10
Barwert FCF	1,7	1,9	2,3	3,5	4,3	5,4	5,1	4,8	4,5	4,3	4,0	3,8	3,6	43
Anteil der Barwerte	6,39 %			46,96 %										46,65 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	25,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %
Marktrendite	7,00 %
Risikofreie Rendite	1,50 %
WACC	**9,08 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,80
Liquidität (Aktie)	1,80
Zyklizität	1,80
Transparenz	1,80
Sonstiges	1,80
Beta	**1,80**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	49
Terminal Value	43
Zinstr. Verbindlichkeiten	50
Pensionsrückstellungen	21
Hybridkapital	0
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	41
Eigenkapitalwert	**62**

Aktienzahl (Mio.)	15,5
Wert je Aktie (EUR)	**4,01**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	0,25 %	0,50 %	0,75 %	**1,00 %**	1,25 %	1,50 %	1,75 %
2,04	10,1 %	3,07	3,12	3,17	3,23	3,30	3,36	3,43
1,92	9,6 %	3,40	3,46	3,53	3,60	3,67	3,75	3,83
1,86	9,3 %	3,58	3,65	3,72	3,80	3,88	3,96	4,06
1,80	9,1 %	3,77	3,84	3,92	**4,01**	4,10	4,19	4,29
1,74	8,8 %	3,97	4,05	4,14	4,23	4,33	4,43	4,55
1,68	8,6 %	4,19	4,28	4,37	4,47	4,58	4,69	4,82
1,56	8,1 %	4,66	4,77	4,88	5,01	5,14	5,28	5,43

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
2,04	10,1 %	1,58	2,13	2,68	3,23	3,79	4,34	4,89
1,92	9,6 %	1,84	2,43	3,01	3,60	4,18	4,77	5,35
1,86	9,3 %	1,99	2,59	3,19	3,80	4,40	5,00	5,60
1,80	9,1 %	2,14	2,76	3,39	**4,01**	4,63	5,25	5,87
1,74	8,8 %	2,31	2,95	3,59	4,23	4,87	5,52	6,16
1,68	8,6 %	2,48	3,15	3,81	4,47	5,14	5,80	6,46
1,56	8,1 %	2,87	3,58	4,29	5,01	5,72	6,43	7,14

- 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	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,07	-0,09	-0,46	-0,42	-0,67	-0,91	-1,14
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	3,2 x	3,0 x	2,8 x
EV / EBIT	9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,6 x	13,1 x	11,3 x
EV / EBIT adj.*	9,9 x	15,1 x	n.a.	16,3 x	16,6 x	13,1 x	11,3 x
Kurs / FCF	14,9 x	14,6 x	9,9 x	20,1 x	14,2 x	12,7 x	11,0 x
KGV	11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	14,5 x	11,8 x	10,3 x
KGV ber.*	11,7 x	17,9 x	62,6 x	31,5 x	14,5 x	11,8 x	10,3 x
Dividendenrendite	3,8 %	2,3 %	0,8 %	0,9 %	2,8 %	3,4 %	3,9 %
FCF Potential Yield (on market EV)	12,0 %	11,2 %	2,2 %	10,0 %	13,3 %	15,9 %	16,5 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	**203,0**	**206,3**	**204,2**	**209,1**	**192,4**	**198,1**	**204,1**
Veränd. Umsatz yoy	6,2 %	1,7 %	-1,0 %	2,4 %	-8,0 %	3,0 %	3,0 %
Bestandsveränderungen	0,2	0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	11,4	10,8	14,1	18,6	13,5	12,9	13,3
Gesamterlöse	**214,5**	**217,7**	**218,0**	**227,6**	**205,8**	**211,0**	**217,3**
Materialaufwand	96,5	102,9	101,6	101,6	92,3	95,1	98,0
Rohertrag	**118,0**	**114,8**	**116,3**	**126,0**	**113,5**	**115,9**	**119,4**
Rohertragsmarge	*58,1 %*	*55,6 %*	*57,0 %*	*60,3 %*	*59,0 %*	*58,5 %*	*58,5 %*
Personalaufwendungen	57,4	59,2	64,7	60,2	53,9	55,5	57,1
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	32,7	31,7	32,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**27,2**	**26,3**	**17,1**	**33,3**	**27,9**	**29,7**	**30,6**
Marge	*13,4 %*	*12,8 %*	*8,4 %*	*15,9 %*	*14,5 %*	*15,0 %*	*15,0 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	17,5	19,1	17,3	27,4	22,5	23,0	23,0
EBITA	**9,7**	**7,3**	**-0,3**	**5,9**	**5,4**	**6,7**	**7,6**
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
EBIT	**9,7**	**7,3**	**-0,3**	**5,9**	**5,4**	**6,7**	**7,6**
Marge	*4,8 %*	*3,5 %*	*-0,1 %*	*2,8 %*	*2,8 %*	*3,4 %*	*3,7 %*
EBIT adj.	**9,7**	**7,3**	**-0,3**	**5,9**	**5,4**	**6,7**	**7,6**
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
EBT	**9,6**	**7,1**	**1,3**	**5,9**	**5,2**	**6,5**	**7,4**
Marge	*4,7 %*	*3,4 %*	*0,6 %*	*2,8 %*	*2,7 %*	*3,3 %*	*3,6 %*
Steuern gesamt	3,4	2,4	0,4	4,2	1,7	2,1	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**6,2**	**4,6**	**0,9**	**1,7**	**3,5**	**4,4**	**5,0**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**6,2**	**4,6**	**0,9**	**1,7**	**3,5**	**4,4**	**5,0**
Minderheitenanteile	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**5,9**	**4,6**	**0,9**	**1,7**	**3,5**	**4,4**	**5,0**
Marge	*2,9 %*	*2,3 %*	*0,4 %*	*0,8 %*	*1,8 %*	*2,2 %*	*2,5 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
EPS	**0,36**	**0,29**	**0,06**	**0,11**	**0,22**	**0,27**	**0,31**
EPS adj.	0,36	0,29	0,06	0,11	0,22	0,27	0,31

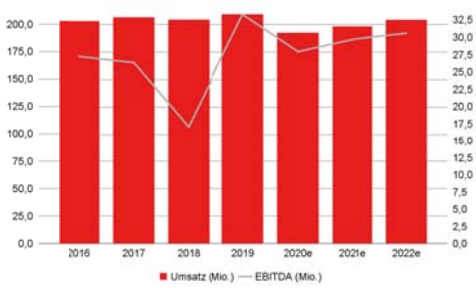
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

Kennzahlen

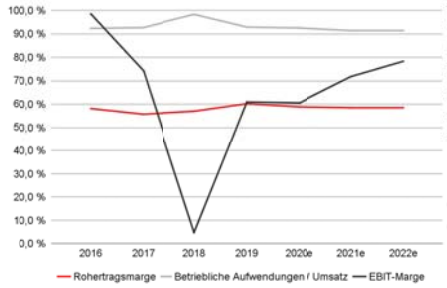
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	92,3 %	92,8 %	98,4 %	92,9 %	92,5 %	91,5 %	91,5 %
Operating Leverage	1,3 x	-15,3 x	n.a.	n.a.	1,1 x	8,2 x	4,4 x
EBITDA / Interest expenses	17,4 x	13,8 x	12,3 x	18,5 x	93,0 x	99,1 x	102,0 x
Steuerquote (EBT)	35,5 %	34,3 %	28,4 %	71,3 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	41,7 %	41,7 %	54,1 %	28,4 %	40,3 %	39,4 %	39,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	170.997	170.431	165.358	165.992	149.718	151.186	152.668

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



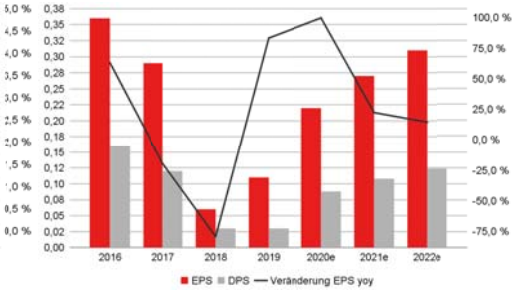
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

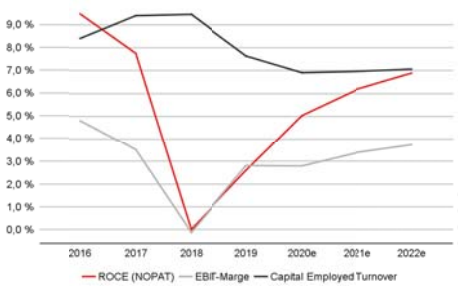
Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Aktiva							
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
Anlagevermögen	**83,9**	**78,5**	**84,1**	**97,3**	**100,8**	**103,8**	**106,8**
Vorräte	11,2	10,6	11,2	12,4	11,4	11,7	12,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,0	19,5	19,0	18,1	17,4	17,9	18,5
Liquide Mittel	27,1	34,9	30,9	30,5	33,7	36,5	39,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	26,2	27,1	21,6	28,0	28,0	28,0	28,0
Umlaufvermögen	**83,4**	**92,1**	**82,7**	**89,0**	**90,5**	**94,2**	**98,2**
Bilanzsumme (Aktiva)	**167,3**	**170,6**	**166,7**	**186,3**	**191,2**	**197,9**	**204,9**
Passiva							
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	-19,6	-17,4	-14,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-14,9	-17,4	-17,7	-19,0	3,5	4,4	5,0
Buchwert	35,9	33,7	33,3	32,0	34,9	38,1	41,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**35,9**	**33,7**	**33,3**	**32,0**	**34,9**	**38,1**	**41,4**
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	13,4	13,8	14,2
Sonstige Verbindlichkeiten	64,3	64,5	62,6	65,5	67,6	69,7	71,8
Verbindlichkeiten	**131,4**	**137,0**	**133,4**	**154,3**	**156,2**	**159,8**	**163,5**
Bilanzsumme (Passiva)	**167,3**	**170,6**	**166,7**	**186,3**	**191,2**	**197,9**	**204,9**

Kennzahlen

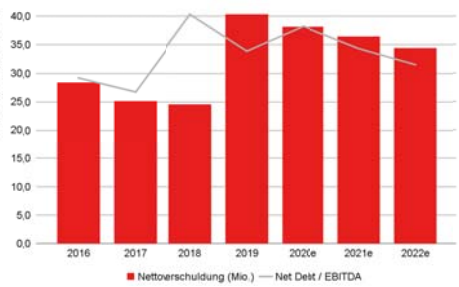
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,4 x	4,1 x	4,4 x	4,6 x	4,7 x	5,3 x	6,0 x
Capital Employed Turnover	3,2 x	3,5 x	3,5 x	2,9 x	2,6 x	2,7 x	2,7 x
ROA	7,0 %	5,9 %	1,1 %	1,8 %	3,5 %	4,3 %	4,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	9,5 %	7,7 %	n.a.	2,6 %	5,0 %	6,2 %	6,9 %
ROE	16,8 %	13,4 %	2,7 %	5,2 %	10,5 %	12,1 %	12,7 %
Adj. ROE	16,8 %	13,4 %	2,7 %	5,2 %	10,5 %	12,1 %	12,7 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	28,4	25,2	24,6	40,3	38,2	36,4	34,4
Nettofinanzverschuldung	11,4	8,6	8,4	19,7	16,5	13,7	10,6
Net Gearing	79,1 %	74,7 %	73,9 %	125,9 %	109,2 %	95,6 %	83,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	41,8 %	32,8 %	49,1 %	59,3 %	59,3 %	46,2 %	34,6 %
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



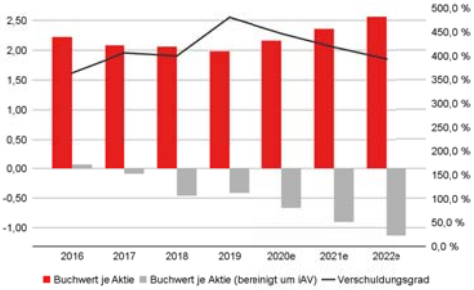
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

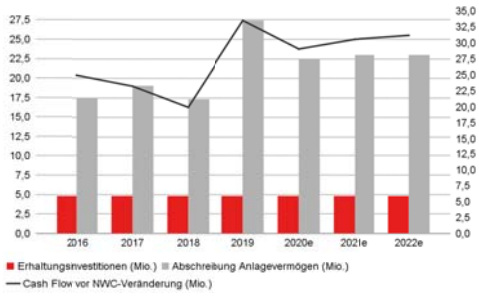
Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,9	4,6	0,9	1,7	3,5	4,4	5,0
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
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**24,9**	**23,2**	**19,9**	**33,5**	**29,1**	**30,5**	**31,2**
Veränderung Vorräte	0,5	0,6	-0,6	-1,2	1,0	-0,3	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,0	-0,6	0,6	0,8	0,8	-0,5	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,8	0,6	2,8	0,6	-1,2	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	0,6	-0,5	-0,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**22,2**	**21,3**	**24,2**	**23,1**	**29,6**	**30,1**	**30,7**
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-17,6**	**-15,5**	**-21,2**	**-21,4**	**-26,0**	**-26,0**	**-26,0**
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	-1,5
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-0,7**	**1,1**	**-6,4**	**-4,7**	**-0,4**	**-1,3**	**-1,5**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**3,9**	**6,9**	**-3,5**	**-3,0**	**3,2**	**2,8**	**3,2**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,5	-1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**18,7**	**24,2**	**21,2**	**18,1**	**21,3**	**24,1**	**27,3**

Kennzahlen

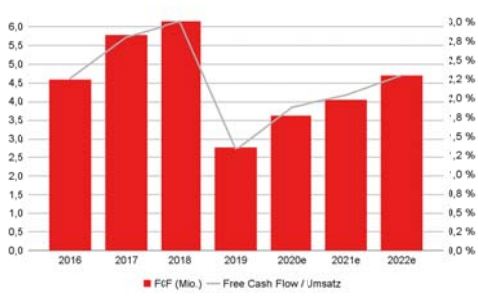
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitalfluss							
FCF	4,6	5,8	6,1	2,8	3,6	4,1	4,7
Free Cash Flow / Umsatz	2,3 %	2,8 %	3,0 %	1,3 %	1,9 %	2,0 %	2,3 %
Free Cash Flow Potential	11,6	12,3	1,8	9,7	12,0	14,0	14,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	78,4 %	124,3 %	685,7 %	163,8 %	102,9 %	91,4 %	93,3 %
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 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	10,8 %	7,5 %	8,8 %	9,7 %	13,5 %	13,1 %	12,7 %
Maint. Capex / Umsatz	2,4 %	2,3 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %
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



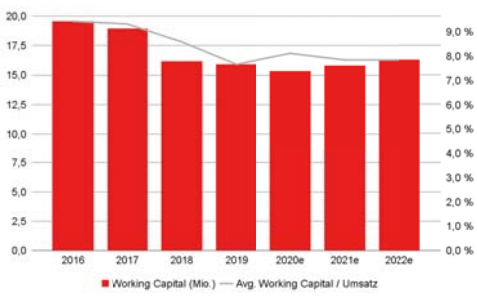
Quelle: Warburg Research

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 vorangegangen 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	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FPH9000.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

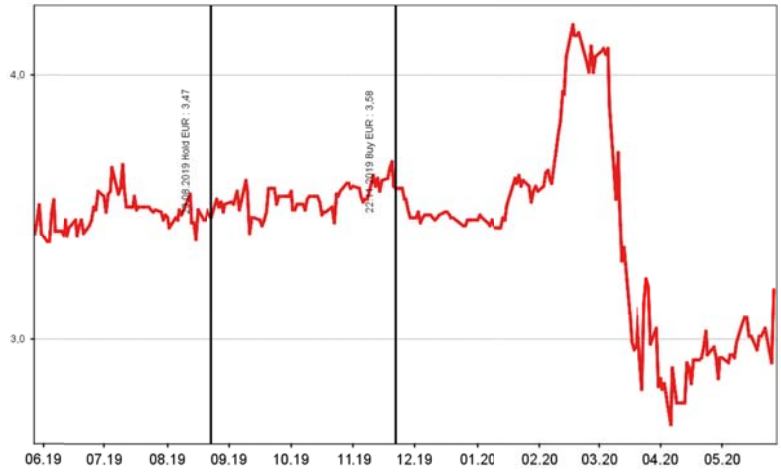
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	130	63
Halten	59	29
Verkaufen	9	4
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	**205**	**100**

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	81
Halten	5	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
Gesamt	**42**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRANCOTYP-POSTALIA] AM [27.05.2020]



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 Rüschmeier +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

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	Thomson Reuters	www.thomsonreuters.com
Bloomberg	MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.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