

Buy EUR 74,00 (EUR 65,00) Kurs EUR 64,50 Upside 14,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 74,30 FCF-Value Potential 22e: 62,80	Aktien Daten: Bloomberg: D6H GR Reuters: D6HG ISIN: DE000A0JC8S7	Beschreibung: IT-Dienstleister mit Fokus auf wiederkehrende Services
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 537,3 Aktienanzahl (Mio.): 8,3 EV: 610,6 Freefloat MC: 264,4 Ø Trad. Vol. (30T): 811,80 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 49,2 % HHS Beteiligungsges. mbH 50,8 %	Risikoprofil (WRe): 2019/20e Beta: 1,3 KBV: 6,6 x EK-Quote: 26 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,1 x Net Debt / EBITDA: 1,9 x

Verlässige Strategieumsetzung mit steigender Visibilität

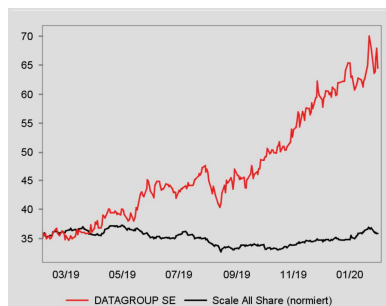
Nach der Übernahme einer 68%-Beteiligung an Portavis durch die Datagroup und der Telefonkonferenz am Donnerstag (30.01.2020) haben wir unser Modell aktualisiert und das Kursziel auf EUR 74 (EUR 65) erhöht. Portavis hat etwa 200 Mitarbeiter, die Cloud- und Betriebsdienstleistungen für die Finanzindustrie erbringen. Das Unternehmen dürfte einen Jahresumsatz von etwa EUR 60 Mio. erwirtschaften. Diese Art von Geschäft sollte EBIT-Margen auf dem Niveau von Datagroup generieren (WRe).

Der **Free Cashflow** war im vergangenen Jahr ein Diskussionsthema. Ein Mittelabfluss von ca. EUR 29 Mio. stand jedoch im Zusammenhang mit dem 10-jährigen Großprojekt der NRW.Bank. Die entsprechende Hardware wird durch den Kunden über die Vertragslaufzeit zurückgeleast und schlägt sich im Working Capital nieder. Datagroup strebt in Zukunft eine Finanzierung durch die Kunden an oder sucht nach Alternativen, was den Cashflow verbessern sollte.

Die **mittelfristigen Perspektiven** sind weiterhin intakt, da Datagroup von dem anhaltenden Outtasking und Outsourcing von IT durch deutsche KMUs profitiert. Darüber hinaus scheint die Einführung von SAP S/4 HANA an Fahrt zu gewinnen. In diesem Jahr dürfte Datagroup etwa EUR 60-70 Mio. an **SAP-bezogenen** Umsätzen erzielen und strebt mittelfristig EUR 100 Mio. an. Die SAP-Kompetenz von Datagroup wurde vor kurzem durch die Übernahme von IT-Informatik gestärkt, die auch eine Einheit in Barcelona mit sich brachte. Unserer Ansicht nach könnte diese Präsenz zu einem Msuter für die Bereitstellung von Nearshore-Services für die Dienste von Datagroup werden. Gleichzeitig ist die Visibilität hoch, da mehr als 80% der Umsätze und mehr als 90% des Bruttoergebnisses auf Mehrjahresverträgen basieren. **Robotics Process Automation (RPA)** ist ein weiterer Bereich, der dynamische Wachstumsraten verzeichnet, da die Kunden von Datagroup nach mehr Effizienz streben. Um dieser Nachfrage gerecht zu werden, hat Datagroup seine beiden Einheiten **Datagroup Mobile Solutions**, eine Einheit, die sich auf die Mobilisierung von Geschäftsprozessen und die Entwicklung von Anwendungen konzentriert, und **Almato**, ein RPA-Spezialist, zusammengelegt. Die neue Alamato AG wird "Robots-as-a-Service" anbieten, um die wachsende Nachfrage zu bedienen. Kernstück des Angebots ist eine KI-fähige Robots-as-a-Service-Plattform für die Automatisierung von Geschäftsprozessen.

Zusammen mit einer soliden Umsatzentwicklung strebt Datagroup mittelfristig eine EBIT-Marge von 9-10% an. Die Steigerung der EBIT-Marge sollte durch geringere PPA-bezogene Abschreibungen sowie eine höhere Effizienz und einen höheren Grad an Automatisierung der eigenen Services, die den Kunden auf Basis von Service-Level-Agreements angeboten werden, unterstützt werden. **Angesichts der intakten Wachstumsaussichten, des Potenzials zur Steigerung der EBIT-Marge und des Potenzials zu unserem Kursziel wird die Kaufempfehlung bestätigt.**

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	2019/20e (alt)	+ / -	2020/21e (alt)	+ / -	2021/22e (alt)	+ / -	
Umsatz	345,0	9,6 %	365,7	17,3 %	n.a.	n.m.	■ Portavis dürfte einen jährlichen Umsatz von etwa EUR 60 Mio. erzielen. Die Margen für diese Art von Geschäft sollten auf dem Niveau von Datagroup liegen. Datagroup wird einen 68%-Anteil an Portavis besitzen.
EBITDA	51,7	11,9 %	55,5	18,4 %	n.a.	n.m.	■ IT-Informatik hat gerade erst die Gewinnschwelle erreicht und ist derzeit margenverwässernd.
EBIT adj.	33,2	12,6 %	36,5	25,3 %	n.a.	n.m.	■ Normalerweise veröffentlicht Datagroup im Rahmen der Hauptversammlung eine neue Guidance.
EBIT	30,4	9,8 %	34,3	23,1 %	n.a.	n.m.	
EPS	2,15	2,3 %	2,47	18,6 %	n.a.	n.m.	

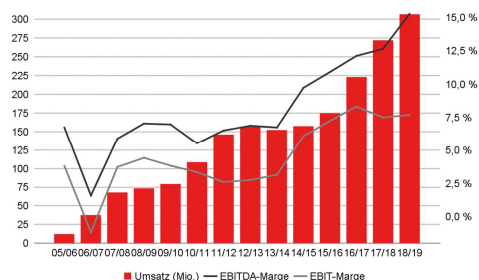


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	0,3 %
6 Monate:	39,2 %
Jahresverlauf:	-4,4 %
Letzte 12 Monate:	81,7 %

Unternehmenstermine:	
25.02.20	Q1
03.03.20	HV
14.05.20	Q2
01.09.20	Q3

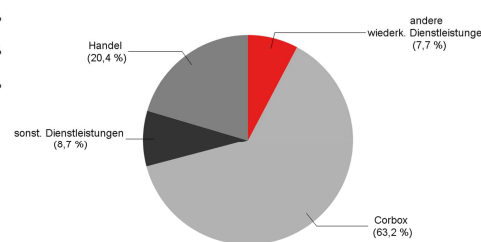
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (18/19-21/22e)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Umsatz	13,7 %	174,9	223,1	272,1	306,8	378,2	429,0	450,5
Veränd. Umsatz yoy		11,0 %	27,6 %	21,9 %	12,7 %	23,3 %	13,4 %	5,0 %
Rohrtragsmarge		67,0 %	71,5 %	70,7 %	67,9 %	71,2 %	71,3 %	71,4 %
EBITDA	13,7 %	19,1	27,0	34,5	46,9	57,8	65,7	68,9
Marge		10,9 %	12,1 %	12,7 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %
EBIT adj.	19,9 %	15,3	21,8	24,4	27,8	37,3	45,7	47,9
Marge		8,8 %	9,8 %	9,0 %	9,1 %	9,9 %	10,6 %	10,6 %
EBIT	23,9 %	12,7	18,6	20,4	23,6	33,3	42,2	44,9
Nettoergebnis	21,7 %	5,7	11,2	12,9	14,5	18,3	24,4	26,2
EPS	21,7 %	0,75	1,41	1,55	1,74	2,20	2,93	3,14
DPS	8,7 %	0,30	0,45	0,60	0,70	0,75	0,80	0,90
Dividendenrendite		2,1 %	1,5 %	1,5 %	1,8 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %
FCFPS		0,82	2,76	0,34	-2,69	0,55	2,08	1,96
FCF / Marktkap.		5,6 %	9,2 %	0,8 %	-7,0 %	0,9 %	3,2 %	2,9 %
EV / Umsatz		0,8 x	1,1 x	1,3 x	1,3 x	1,6 x	1,4 x	1,4 x
EV / EBITDA		7,8 x	9,4 x	10,2 x	8,2 x	10,6 x	9,1 x	9,0 x
EV / EBIT		11,7 x	13,7 x	17,2 x	16,3 x	18,3 x	14,2 x	13,8 x
EV / EBIT adj.		9,7 x	11,7 x	14,4 x	13,8 x	16,3 x	13,1 x	12,9 x
KGv		19,5 x	21,3 x	25,5 x	22,2 x	29,3 x	22,0 x	21,6 x
FCF Potential Yield		8,2 %	7,1 %	6,2 %	6,9 %	5,6 %	6,6 %	6,7 %
Nettoverschuldung		72,8	49,3	56,8	98,1	108,6	98,5	89,8
ROCE (NOPAT)		8,2 %	12,0 %	12,3 %	10,7 %	12,6 %	15,2 %	16,1 %
Guidance:	2018/19: Umsatz: > EUR 295 Mio.; EBITDA: > EUR 45 Mio.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



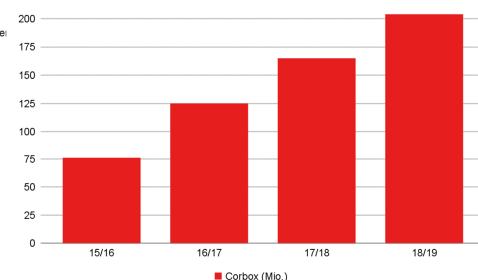
Quelle: Warburg Research

Umsatzanteile
2018/19; in %



Quelle: Warburg Research

Corbox revenues
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

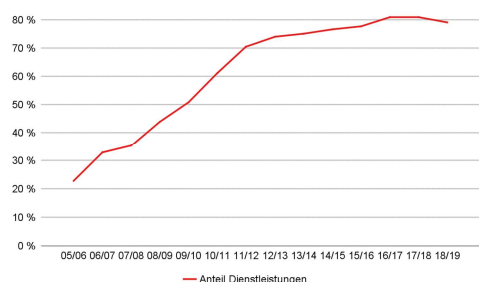
Unternehmenshintergrund

- Datagroup zählt zu den führenden unabhängigen IT-Dienstleistern Deutschlands und ist deutschlandweit präsent.
- Kern des IT-Service-Spektrums ist Corbox. Dies ist das modulare Full Service-Angebot für überwiegend mittelständische Unternehmen - der Hauptkundengruppe der Datagroup.
- Corbox Services reichen von cloudbasierten Rechenzentrums-Services bis zu Sicherheitsdienstleistungen und Big Data und umfassen insgesamt 12 IT-Servicefamilien. Diese decken wesentliche Teile der Kunden-IT ab.
- Projektbezogene Services und Reselling von IT runden das Angebot ab.
- Akquisitionen sind ein wesentlicher Teil der Unternehmensstrategie. Diese umfassen Restrukturierungsfälle, Nachfolgeregelungen sowie Übernahmen, die das Angebot ergänzen.

Wettbewerbsqualität

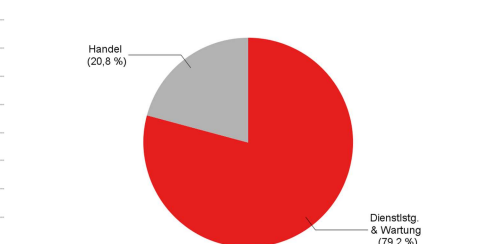
- Durch das breite Dienstleistungsangebot positioniert sich Datagroup als "One-Stop-Shop" für die Kunden.
- Der Fokus auf das Dienstleistungsgeschäft ermöglicht Datagroup eine Differenzierung durch die Servicequalität (z.B. Services 24 x 7). Das Service-Niveau wird durch die ISO 20000-Zertifizierung unterstrichen.
- Die auf Basis mehrjähriger Verträge an Datagroup ausgelagerten IT-Prozesse führen zu einer hohen Kundenbindung und damit einhergehend einer Minderung des Wettbewerbs.
- Kundenzufriedenheitswerte von fast 80% legen die Basis für Vertragsverlängerungsraten von über 98%.
- Datagroup verfügt über einen erfolgreichen Track Record bei Übernahmen.

Anteil Dienstleistungen
in % vom Umsatz



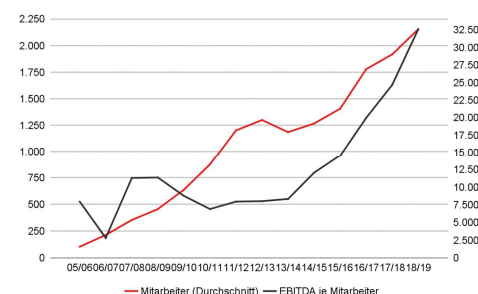
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2018/19; in %



Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	
Umsatz	378,2	429,0	450,5	473,0	495,1	516,8	537,9	558,5	578,4	597,7	616,4	634,4	647,1	2,0 %
Umsatzwachstum	23,3 %	13,4 %	5,0 %	5,0 %	4,7 %	4,4 %	4,1 %	3,8 %	3,6 %	3,3 %	3,1 %	2,9 %	2,0 %	
EBIT	33,3	42,2	44,9	46,8	49,0	51,2	53,3	55,3	57,3	59,2	61,0	62,8	64,1	9,9 %
EBIT-Marge	8,8 %	9,8 %	10,0 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	
Steuerquote (EBT)	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	43,9
NOPAT	22,8	28,9	30,8	32,1	33,6	35,0	36,5	37,9	39,2	40,5	41,8	43,0	43,9	
Abschreibungen	24,5	23,5	24,0	25,5	26,7	27,9	29,0	30,2	31,2	32,3	33,3	34,3	34,9	5,4 %
Abschreibungsquote	6,5 %	5,5 %	5,3 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	
Veränd. Rückstellungen	9,3	1,0	1,0	29,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-2,0	1,5
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	17,7	0,1	1,6	-6,5	-1,9	-2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	1,5	34,3
- Investitionen	20,2	21,0	22,0	25,1	26,2	27,4	28,5	29,6	30,7	31,7	32,7	33,6	34,3	
Investitionsquote	5,3 %	4,9 %	4,9 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	0,0
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)	18,7	32,3	32,2	68,1	35,7	37,5	33,9	35,2	36,4	37,7	38,9	40,1	41,0	45
Barwert FCF	18,7	30,1	28,0	55,3	27,1	26,5	22,4	21,7	20,9	20,2	19,5	18,7	17,9	380
Anteil der Barwerte	10,86 %			35,37 %										53,76 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	18,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	1,4 %	Liquidität (Akte)	1,25
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,25
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,25
		Sonstiges	1,25
WACC	7,16 %	Beta	1,26

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031/32e	327		
Terminal Value	380		
Zinstr. Verbindlichkeiten	108		
Pensionsrückstellungen	28		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	47	Aktienzahl (Mio.)	8,3
Eigenkapitalwert	619	Wert je Aktie (EUR)	74,33

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta WACC		Ewiges Wachstum							Beta WACC		Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,48	8,2 %	57,30	58,45	59,68	61,01	62,46	64,03	65,75	1,48	8,2 %	50,55	54,04	57,53	61,01	64,50	67,99	71,48
1,37	7,7 %	62,48	63,89	65,42	67,08	68,90	70,89	73,09	1,37	7,7 %	55,71	59,50	63,29	67,08	70,87	74,66	78,46
1,32	7,4 %	65,39	66,96	68,67	70,54	72,59	74,84	77,34	1,32	7,4 %	58,64	62,61	66,57	70,54	74,50	78,47	82,43
1,26	7,2 %	68,54	70,30	72,22	74,33	76,65	79,22	82,08	1,26	7,2 %	61,86	66,02	70,17	74,33	78,48	82,64	86,79
1,20	6,9 %	71,98	73,95	76,12	78,51	81,15	84,09	87,39	1,20	6,9 %	65,41	69,78	74,14	78,51	82,87	87,24	91,60
1,15	6,7 %	75,73	77,96	80,42	83,14	86,16	89,55	93,38	1,15	6,7 %	69,35	73,94	78,54	83,14	87,73	92,33	96,93
1,04	6,2 %	84,40	87,27	90,48	94,06	98,11	102,71	107,98	1,04	6,2 %	78,63	83,77	88,92	94,06	99,21	104,35	109,50

- Der intakte Outsourcing-Trend legt die Basis für künftiges Wachstum.
- Der steigende Dienstleistungsanteil wirkt sich positiv auf die Margenentwicklung aus.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,7	11,2	12,9	14,5	19,9	26,0	27,9	
+ Abschreibung + Amortisation	6,4	8,5	14,0	23,3	24,5	23,5	24,0	
- Zinsergebnis (netto)	-2,6	-2,0	-1,9	-1,9	-4,2	-4,2	-4,2	
- Erhaltungsinvestitionen	2,7	3,7	7,1	13,3	14,4	14,0	14,7	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	12,1	18,0	21,8	26,4	34,3	39,7	41,4	
FCF Potential Yield (on market EV)	8,2 %	7,1 %	6,2 %	6,9 %	5,6 %	6,6 %	6,7 %	
WACC	7,16 %	7,16 %	7,16 %	7,16 %	7,16 %	7,16 %	7,16 %	
= Enterprise Value (EV)	148,1	253,8	350,4	384,0	610,6	600,5	620,1	
= Fair Enterprise Value	168,6	250,7	304,4	367,9	479,1	554,6	577,7	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	60,4	60,4	60,4	60,4	61,6	50,5	40,8	
- Pensionsverbindlichkeiten	37,7	37,7	37,7	37,7	47,0	48,0	49,0	
- Sonstige	-35,4	-35,4	-35,4	-35,4	-35,4	-35,4	-35,4	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	105,9	187,9	241,7	305,2	405,9	491,4	523,2	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,6	8,0	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	13,98	23,58	29,01	36,63	48,72	58,99	62,81	
Premium (-) / Discount (+) in %					-24,5 %	-8,5 %	-7,5 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
WACC	10,16 %	6,74	13,68	18,22	23,60	31,75	39,34	42,34
	9,16 %	8,29	15,99	21,03	26,99	36,17	44,46	47,67
	8,16 %	10,23	18,88	24,53	31,22	41,68	50,84	54,31
	7,16 %	12,71	22,56	29,01	36,63	48,72	58,99	62,81
	6,16 %	15,99	27,44	34,93	43,79	58,05	69,79	74,06
	5,16 %	20,54	34,21	43,15	53,73	70,99	84,77	89,66
	4,16 %	27,28	44,23	55,32	68,44	90,15	106,94	112,76

- Als IT-Dienstleister hat Datagroup einen geringen Investitionsbedarf.
- Free Cash Flows dürften für Akquisitionen genutzt werden, die den FCF-Value noch weiter steigern dürften.
- FCF-Value-CAGR 2016-2022e: 31%

Wertermittlung							
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
KBV	3,9 x	4,1 x	4,9 x	4,3 x	6,6 x	5,8 x	5,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-2,63	0,36	0,66	-1,03	1,12	2,37	3,25
EV / Umsatz	0,8 x	1,1 x	1,3 x	1,3 x	1,6 x	1,4 x	1,4 x
EV / EBITDA	7,8 x	9,4 x	10,2 x	8,2 x	10,6 x	9,1 x	9,0 x
EV / EBIT	11,7 x	13,7 x	17,2 x	16,3 x	18,3 x	14,2 x	13,8 x
EV / EBIT adj.*	9,7 x	11,7 x	14,4 x	13,8 x	16,3 x	13,1 x	12,9 x
Kurs / FCF	17,8 x	10,9 x	117,8 x	n.a.	117,1 x	31,0 x	34,6 x
KGV	19,5 x	21,3 x	25,5 x	22,2 x	29,3 x	22,0 x	21,6 x
KGV ber.*	19,5 x	21,3 x	25,5 x	22,2 x	29,3 x	22,0 x	21,6 x
Dividendenrendite	2,1 %	1,5 %	1,5 %	1,8 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	8,2 %	7,1 %	6,2 %	6,9 %	5,6 %	6,6 %	6,7 %
*Adjustiert um: PPA-Abschreibungen							

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Anteil Dienstleistungen	77,7 %	80,9 %	80,9 %	79,1 %	82,6 %	84,9 %	85,7 %
Mitarbeiter (Durchschnitt)	1.404	1.776	1.915	2.155	2.100	2.205	2.315
EBITDA je Mitarbeiter	14,5	20,0	24,7	32,6	39,1	43,1	43,9
andere wiederk. Dienstleistungen	39,0	32,0	34,0	25,0	25,8	26,5	27,3
Corbox	76,0	125,0	165,0	204,0	224,2	247,3	269,9
sonst. Dienstleistungen	21,0	24,0	23,0	28,0	27,7	27,4	27,2
Handel	39,0	42,0	50,0	66,0	65,3	64,7	64,0

GuV

In EUR Mio.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Umsatz	174,9	223,1	272,1	306,8	378,2	429,0	450,5
Veränd. Umsatz yoy	11,0 %	27,6 %	21,9 %	12,7 %	23,3 %	13,4 %	5,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	0,5	0,5
Gesamterlöse	175,4	223,8	272,8	307,5	378,9	429,5	451,0
Materialaufwand	58,2	64,2	80,4	99,2	109,7	123,6	129,3
Rohhertrag	117,2	159,5	192,4	208,3	269,3	306,0	321,7
<i>Rohhertragsmarge</i>	<i>67,0 %</i>	<i>71,5 %</i>	<i>70,7 %</i>	<i>67,9 %</i>	<i>71,2 %</i>	<i>71,3 %</i>	<i>71,4 %</i>
Personalaufwendungen	85,7	119,9	134,7	145,2	188,4	212,8	223,4
Sonstige betriebliche Erträge	8,4	9,1	5,7	11,1	5,0	6,0	7,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,8	21,8	28,8	27,4	28,0	33,5	36,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	19,1	27,0	34,5	46,9	57,8	65,7	68,9
<i>Marge</i>	<i>10,9 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>15,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,8	4,1	8,1	16,8	20,0	20,0	21,0
EBITA	16,3	23,0	26,3	30,1	37,8	45,7	47,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	4,4	5,9	6,4	4,5	3,5	3,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,7	18,6	20,4	23,6	33,3	42,2	44,9
<i>Marge</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>10,0 %</i>
EBIT adj.	15,3	21,8	24,4	27,8	37,3	45,7	47,9
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	2,6	2,0	1,9	1,9	4,3	4,3	4,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	10,1	16,6	18,5	21,7	29,1	37,9	40,7
<i>Marge</i>	<i>5,8 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,0 %</i>
Steuern gesamt	4,4	5,4	5,6	7,2	9,2	12,0	12,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,7	11,2	12,9	14,5	19,9	26,0	27,9
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,7	11,2	12,9	14,5	19,9	26,0	27,9
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	1,6	1,7
Nettoergebnis	5,7	11,2	12,9	14,5	18,3	24,4	26,2
<i>Marge</i>	<i>3,3 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,6	8,0	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
EPS	0,75	1,41	1,55	1,74	2,20	2,93	3,14
EPS adj.	0,75	1,41	1,55	1,74	2,20	2,93	3,14

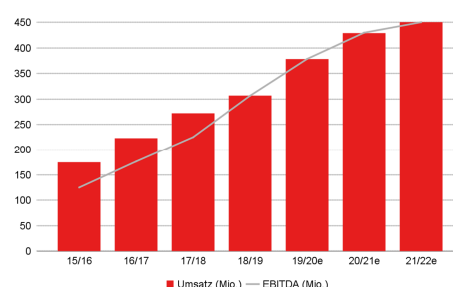
*Adjustiert um: PPA-Abschreibungen

Guidance: 2018/19: Umsatz: > EUR 295 Mio.; EBITDA: > EUR 45 Mio.

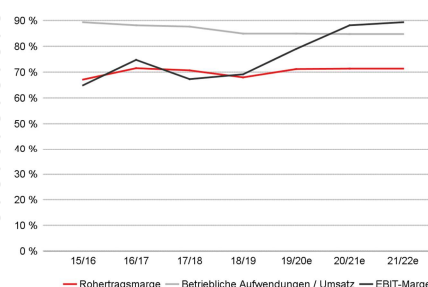
Kennzahlen

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,4 %	88,2 %	87,6 %	85,0 %	84,9 %	84,8 %	84,8 %
Operating Leverage	2,9 x	1,7 x	0,4 x	1,2 x	1,8 x	2,0 x	1,3 x
EBITDA / Interest expenses	7,4 x	13,6 x	17,7 x	24,2 x	13,5 x	15,3 x	16,0 x
Steuerquote (EBT)	43,4 %	32,5 %	30,3 %	33,1 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %
Ausschüttungsquote	39,7 %	32,0 %	38,8 %	40,2 %	31,3 %	25,6 %	26,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	132.965	164.683	194.966	213.401	255.460	281.332	286.795

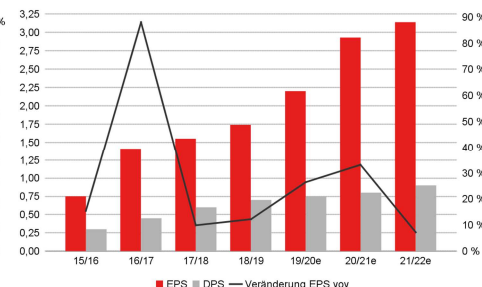
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

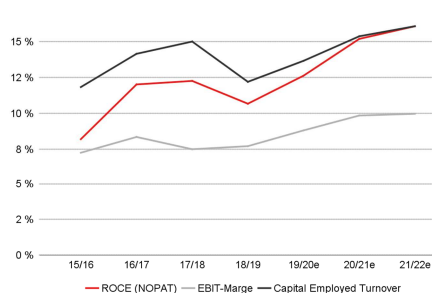
Bilanz

In EUR Mio.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	48,3	55,6	61,8	82,6	71,6	72,7	74,8
davon übrige imm. VG	9,8	15,9	4,8	5,8	5,5	6,5	8,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	38,5	39,6	46,6	64,0	64,0	64,0	64,0
Sachanlagen	7,3	19,3	22,4	60,1	56,1	52,6	48,6
Finanzanlagen	10,9	10,2	8,2	23,6	23,6	23,6	23,6
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	66,5	85,0	92,4	166,3	151,2	148,8	146,9
Vorräte	1,4	3,5	2,0	19,1	22,0	23,0	24,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,1	29,3	37,7	54,3	57,0	57,0	58,0
Liquide Mittel	24,4	53,2	38,7	47,5	44,4	36,5	36,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	48,3	42,4	44,8	32,9	38,6	43,6	46,6
Umlaufvermögen	93,2	128,4	123,2	153,8	162,0	160,1	164,7
Bilanzsumme (Aktiva)	159,7	213,4	215,5	320,1	313,2	308,9	311,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,6	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kapitalrücklage	11,7	32,2	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3
Gewinnrücklagen	12,6	21,5	30,6	40,1	52,6	70,8	90,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-3,5	-3,5	-3,9	-6,7	-12,4	-19,0	-29,1
Buchwert	28,4	58,6	67,4	74,1	80,9	92,4	101,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	28,4	58,6	67,4	74,1	80,9	92,4	101,8
Rückstellungen gesamt	47,4	52,4	55,7	56,2	54,3	55,6	56,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	41,8	38,6	40,6	37,7	47,0	48,0	49,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	55,4	63,8	54,9	107,8	106,0	87,0	77,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	3,5	11,1	12,3	8,7	7,0	7,0	7,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,7	4,8	5,6	9,1	7,3	8,2	8,6
Sonstige Verbindlichkeiten	25,9	33,8	32,1	72,9	64,7	65,7	67,7
Verbindlichkeiten	131,4	154,9	148,2	246,0	232,3	216,5	209,9
Bilanzsumme (Passiva)	159,7	213,4	215,5	320,1	313,2	308,9	311,7

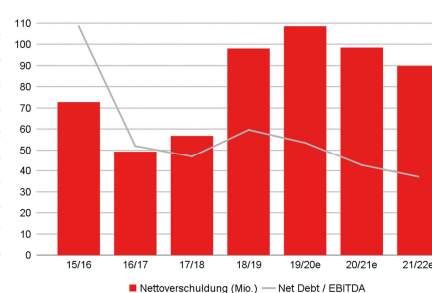
Kennzahlen

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	8,3 x	5,2 x	4,8 x	2,7 x	3,0 x	3,5 x	3,7 x
Capital Employed Turnover	1,7 x	2,1 x	2,2 x	1,8 x	2,0 x	2,2 x	2,4 x
ROA	8,6 %	13,2 %	13,9 %	8,7 %	12,1 %	16,4 %	17,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	8,2 %	12,0 %	12,3 %	10,7 %	12,6 %	15,2 %	16,1 %
ROE	21,8 %	25,8 %	20,4 %	20,5 %	23,7 %	28,1 %	26,9 %
Adj. ROE	21,8 %	25,8 %	20,4 %	20,5 %	23,7 %	28,1 %	26,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	72,8	49,3	56,8	98,1	108,6	98,5	89,8
Nettofinanzverschuldung	31,0	10,6	16,2	60,4	61,6	50,5	40,8
Net Gearing	256,6 %	84,1 %	84,3 %	132,3 %	134,2 %	106,5 %	88,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	162,0 %	39,3 %	47,0 %	128,7 %	106,5 %	76,9 %	59,2 %
Buchwert je Aktie	3,7	7,0	8,1	8,9	9,7	11,1	12,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-2,6	0,4	0,7	-1,0	1,1	2,4	3,2

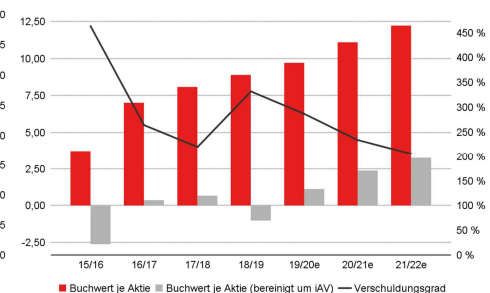
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

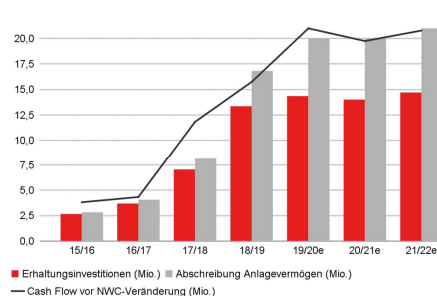
Cash flow

In EUR Mio.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,7	11,2	12,9	14,5	19,9	26,0	27,9
Abschreibung Anlagevermögen	2,8	4,1	8,1	16,8	20,0	20,0	21,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	4,4	5,9	6,4	4,5	3,5	3,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	-7,7	1,1	0,8	9,3	1,0	1,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,6	-1,1	1,4	0,9	-1,2	-1,1	-0,9
Cash Flow vor NWC-Veränderung	9,5	10,8	29,5	39,4	52,5	49,4	52,0
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,9	-1,0	-1,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,1	5,5	-6,2	-47,5	-2,7	0,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,7	16,2	-4,3	12,6	-12,1	0,9	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,0	21,7	-10,5	-34,9	-17,7	-0,1	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	9,5	32,5	19,0	4,5	34,8	49,3	50,4
Investitionen in iAV	-1,5	-8,5	-3,5	-3,1	-4,2	-4,5	-5,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,8	-1,9	-11,3	-15,6	-16,0	-16,5	-17,0
Zugänge aus Akquisitionen	-2,0	-10,5	-4,8	-21,7	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-4,2	-7,8	-0,1	-2,5	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	5,8	9,0	0,7	0,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-3,7	-19,7	-19,1	-42,1	-20,2	-21,0	-22,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	19,6	-0,3	-8,3	-9,9	-1,8	-19,0	-10,0
Dividende Vorjahr	-1,9	-2,3	-3,7	-5,0	-5,8	-6,2	-6,7
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	21,1	0,0	69,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,2	-2,6	-1,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	16,5	16,0	-14,4	44,7	-17,6	-36,2	-28,7
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	22,4	28,8	-14,5	7,1	-3,1	-7,9	-0,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	24,6	53,2	38,7	45,8	44,4	36,5	36,2

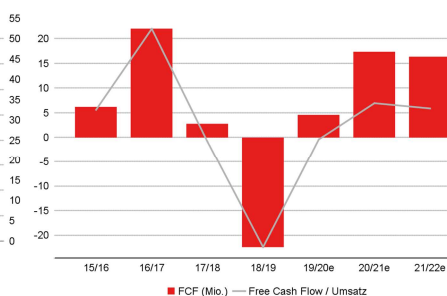
Kennzahlen

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Kapitalfluss							
FCF	6,2	22,0	2,8	-22,4	4,6	17,3	16,4
Free Cash Flow / Umsatz	3,5 %	9,9 %	1,0 %	-7,3 %	1,2 %	4,0 %	3,6 %
Free Cash Flow Potential	12,1	18,0	21,8	26,4	34,3	39,7	41,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	108,5 %	196,6 %	21,7 %	-154,6 %	25,0 %	71,1 %	62,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,5 %	3,3 %	3,3 %	2,4 %	4,0 %	4,5 %	5,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,9 %	4,7 %	5,4 %	6,1 %	5,3 %	4,9 %	4,9 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	1,7 %	2,6 %	4,4 %	3,8 %	3,3 %	3,3 %
CAPEX / Abschreibungen	51,7 %	123,7 %	105,5 %	80,3 %	82,4 %	89,4 %	91,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,5 %	8,4 %	10,6 %	14,2 %	16,4 %	16,6 %	16,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	716,6 %	606,5 %	676,8 %	595,3 %	780,8 %	695,1 %	674,4 %
Vorratumschlag	41,8 x	18,5 x	40,8 x	5,2 x	5,0 x	5,4 x	5,4 x
Receivables collection period (Tage)	40	48	51	65	55	48	47
Payables payment period (Tage)	17	27	25	34	24	24	24
Cash conversion cycle (Tage)	6	17	34	61	102	90	88

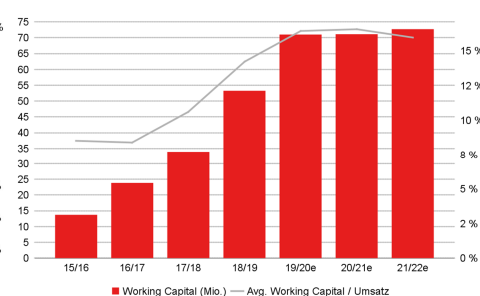
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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 Wettbewerbsslage, 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
DATAGROUP	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JC8S7.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	117	58
Halten	73	36
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	5	2
Gesamt	202	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	33	80
Halten	6	15
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DATAGROUP] AM [03.02.2020]


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

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

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
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