

<b>Buy</b>  <b>EUR 105,00</b> (EUR 92,00)  Kurs <b>EUR 86,00</b> <b>Upside 22,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 105,02	<b>Warburg ESG Risiko Score: 3,0</b> ESG Score (MSCI basiert): 2,0 Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 2,0	<b>Beschreibung:</b> FlatexDEGIRO ist ein Finanztechnologieunternehmen in Deutschland
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.345 Aktienanzahl (Mio.): 27 EV: 1.800 Freefloat MC: 1.184 Ø Trad. Vol. (30T): 5,90 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 50,5 % Management 3,1 % DeGiro Gründer 27,7 % GfBk mbH 13,4 % Heliad Equity Partners 5,3 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2020e Beta: 1,4 KBV: 5,6 x EK-Quote: 28 %

## Deutliche Guidance-Anhebung führt zu höherem Kursziel

Kurz nach der Veröffentlichung unseres Kommentars und der Erhöhung der Schätzungen am Dienstag hat FlatexDEGIRO am selben Tag seine Prognose deutlich angehoben. Das Unternehmen meldete einen Rekord-Januar 2021 mit mehr als 130.000 Neukunden und 11,4 Mio. Transaktionen. Dies entspricht einer beeindruckenden Kundenwachstumsrate von rund +271%. Die Transaktionen stiegen auf Pro-forma-Basis um 185%.

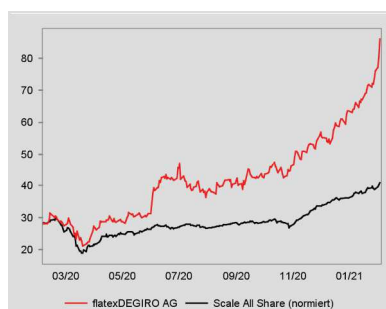
Aufgrund des starken Jahresauftakts hob FlatexDEGIRO seine Prognose für 2021 an. Das Unternehmen strebt nun zwischen 1,8 Mio. und 2 Mio. Kunden an, verglichen mit mehr als 1,6 Mio. zuvor. Das Ziel für die Transaktionen liegt nun zwischen 75 Mio. und 90 Mio. statt der bisherigen Spanne von 65 Mio. bis 75 Mio. Trades.

Unsere Annahmen, die bereits angehoben wurden, lagen bei 1,63 Mio. Kunden und 71 Mio. Trades. Wie in unserem vorherigen Kommentar beschrieben, waren wir positiv überrascht, obwohl wir bereits mit einem hervorragenden Januar für das Unternehmen gerechnet hatten. Die Verdoppelung der angestrebten Neukundenanzahl für das Jahr ist ein starkes Zeichen des Managements. Um den außergewöhnlichen Jahresauftakt und die starke Dynamik widerzuspiegeln, haben wir unsere Annahmen weiter angehoben.

Wir erwarten nun, dass FlatexDEGIRO im Jahr 2021 1,89 Mio. Kunden erreicht und insgesamt fast 83 Mio. Trades durchführt. Damit sollte das Unternehmen im Jahr 2021 erstmals mehr als EUR 400 Mio. Umsatz erzielen und eine EBITDA-Marge von mehr als 41% erreichen. Auch die Vision für 2025 mit mehr als 3 Mio. Kunden und jährlichen Transaktionen von mehr als 100 Mio. erscheint angesichts der starken Wachstumsszahlen in greifbarer Nähe. Aus heutiger Sicht erscheint es sehr wahrscheinlich, dass die Ziele deutlich vor 2025 erreicht werden könnten.

Insgesamt führen die weiter angehobenen Annahmen zu unserem neuen Kursziel von EUR 105.

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	■ Annahmen angesichts der starken Wachstumsdynamik angehoben
<b>Umsatz</b>	263	0,0 %	361	12,8 %	422	13,1 %	
<b>EBITDA</b>	97	0,0 %	161	8,0 %	217	11,3 %	
<b>Nettoergebnis</b>	51	0,0 %	93	10,0 %	131	13,7 %	



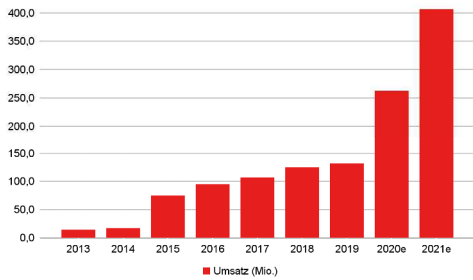
<b>Rel. Performance vs Scale All</b>	
1 Monat:	24,4 %
6 Monate:	70,3 %
Jahresverlauf:	22,2 %
Letzte 12 Monate:	165,8 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
28.04.21	FY 2020
04.05.21	Q1
31.08.21	Q2
09.11.21	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	53,4 %	95	107	125	132	263	407	477
Veränd. Umsatz yoy		26,7 %	12,6 %	16,9 %	5,5 %	99,1 %	54,8 %	17,2 %
<b>Rohertragsmarge</b>		73,2 %	71,0 %	70,5 %	71,1 %	74,5 %	75,9 %	79,2 %
<b>EBITDA</b>	86,0 %	31	32	42	38	97	173	242
Marge		32,2 %	30,0 %	33,9 %	28,5 %	37,1 %	42,7 %	50,7 %
<b>EBIT</b>	105,3 %	25	26	35	25	76	150	214
Marge		26,8 %	24,7 %	27,6 %	18,8 %	28,8 %	36,8 %	44,9 %
<b>Nettoergebnis</b>	115,5 %	8	17	21	15	51	102	149
<b>EPS</b>	93,0 %	0,50	0,96	1,08	0,76	1,87	3,74	5,46
<b>EPS adj.</b>	93,0 %	0,97	0,96	1,08	0,76	1,87	3,74	5,46
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPS</b>		-9,11	-0,71	0,06	0,83	1,79	3,79	5,85
<b>FCF / Marktkap.</b>		-58,3 %	-3,9 %	0,2 %	3,8 %	2,1 %	4,4 %	6,8 %
Buchwert je Aktie		4,50	6,43	8,53	9,29	15,49	19,23	24,69
<b>KBV</b>		3,5 x	2,9 x	3,3 x	2,4 x	5,6 x	4,5 x	3,5 x
<b>ROE</b>		11 %	18 %	15 %	9 %	17 %	22 %	25 %
<b>ROV</b>		31,3 x	19,2 x	25,7 x	28,9 x	46,0 x	23,0 x	15,8 x
<b>KGV ber.</b>		16,1 x	19,2 x	25,7 x	28,9 x	46,0 x	23,0 x	15,8 x

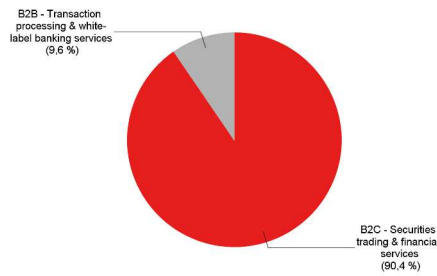
**Guidance:** 1.8-2m Kunden und 75-90m Transaktionen

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



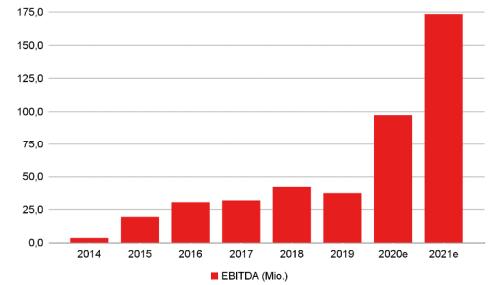
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

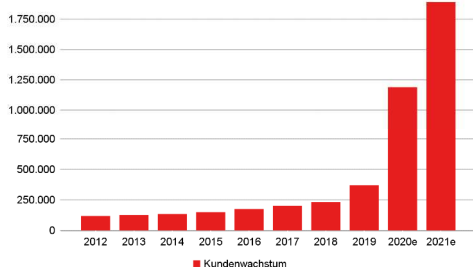
**Unternehmenshintergrund**

- FlatexDEGIRO ist mit der Brand Flatex im B2C Bereich unter den Marktführern für Online Brokerage in Deutschland. Mit der Akquisition von DeGiro übernimmt Flatex auch auf europäischer Ebene eine führende Rolle.
- Das Brokerage Geschäft basiert auf einem Discount-Preismodell mit einem pauschalen Preis bei Flatex und günstigen Preisen bei DeGiro. Dies versetzt das Unternehmen in eine starke Wettbewerbsposition in Europa.
- Unter der Tech Unit vetreibt die FlatexDEGIRO im Bereich B2B innovative Software-und Technologiedienstleistungen.
- Mit der Flatex Bank AG als Einlagenkreditinstitut hat das Unternehmen nicht nur Zugang zu einer Banklizenz, sondern bietet auch White Label Bankdienstleistungen im B2B Bereich an.

**Wettbewerbsqualität**

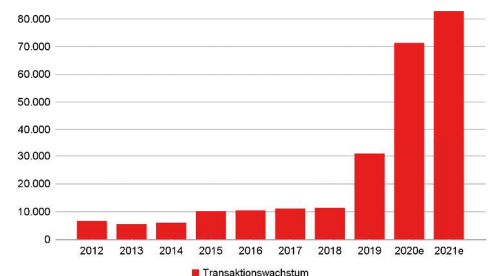
- Die Akquisition von DeGiro versetzt FlatexDEGIRO in eine Europäisch führende Position im Bereich des B2C Discount Brokerage. Dies ermöglicht dem Unternehmen hohe Synergien zu heben und Skaleneffekte zu realisieren.
- FlatexDEGIRO unterscheidet sich von Wettbewerbern indem es seine Servicedienstleistungen sowohl im Bereich B2C als auch im Bereich B2B anbietet und somit Synergien realisieren kann
- Im Bereich B2C hat FlatexDEGIRO eine starke Wettberwsposition und grenzt sich durch sein Pauschalpreissystem von seinen Wettbewerbern ab
- Im Bereich B2B hat FlatexDEGIRO mehr als 25 Jahre Erfahrung und einen erfolgreichen Track Record mit großen Kunden aus der Finanzindustrie

**Kundenwachstum - Flatex**



Quelle: Warburg Research

**Transaktionswachstum**  
in tsd.



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	263	407	477	539	598	652	697	736	769	792	812	828	840	
Umsatzwachstum	99,1 %	54,8 %	17,2 %	13,0 %	11,0 %	9,0 %	7,0 %	5,5 %	4,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	76	150	214	242	269	293	314	331	346	356	365	373	378	
EBIT-Marge	28,8 %	36,8 %	44,9 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	2,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	
NOPAT	54	108	156	177	196	214	229	242	339	260	267	272	276	
Abschreibungen	22	24	28	35	36	33	35	37	38	40	41	41	42	
Abschreibungsquote	8,3 %	5,9 %	5,8 %	6,5 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	11	2	2	2	2	1	1	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	11	10	5	0	4	3	3	2	2	1	1	1	1	
- Investitionen	13	13	13	27	30	33	35	37	38	40	41	41	42	
Investitionsquote	4,8 %	3,1 %	2,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	52	109	167	196	201	213	228	241	338	260	265	271	275	278
Barwert FCF	52	101	142	153	144	139	137	132	170	119	112	104	97	1.275
Anteil der Barwerte	10,27 %			45,41 %										44,32 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,40
<b>WACC</b>	<b>9,20 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	1.602		
Terminal Value	1.275		
Zinstr. Verbindlichkeiten	17		
Pensionsrückstellungen	11		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	16	Aktienzahl (Mio.)	27,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.864</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>105,02</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,58	10,2 %	89,42	90,35	91,33	92,37	93,46	94,63	95,87	1,58	10,2 %	89,22	90,27	91,32	92,37	93,41	94,46	95,51
1,49	9,7 %	94,82	95,91	97,07	98,30	99,61	101,00	102,49	1,49	9,7 %	94,96	96,08	97,19	98,30	99,42	100,53	101,64
1,45	9,5 %	97,76	98,95	100,21	101,56	102,99	104,51	106,15	1,45	9,5 %	98,11	99,26	100,41	101,56	102,71	103,86	105,00
1,40	9,2 %	100,87	102,17	103,55	105,02	106,59	108,27	110,07	1,40	9,2 %	101,46	102,64	103,83	105,02	106,21	107,40	108,59
1,35	9,0 %	104,18	105,60	107,11	108,72	110,44	112,29	114,28	1,35	9,0 %	105,03	106,26	107,49	108,72	109,95	111,18	112,41
1,31	8,7 %	107,70	109,25	110,91	112,68	114,58	116,62	118,82	1,31	8,7 %	108,86	110,13	111,40	112,68	113,95	115,23	116,50
1,22	8,2 %	115,45	117,33	119,33	121,49	123,81	126,32	129,04	1,22	8,2 %	117,37	118,74	120,11	121,49	122,86	124,23	125,60

- Die liquiden Mittel wurden um die Einlagen adjustiert
- Eine Ausweitung der EBIT marge bis 2022 sollte die Folge von Ansteigenden Synergien aus der DeGiro Transaktion sein

Wertermittlung							
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	3,5 x	2,9 x	3,3 x	2,4 x	5,6 x	4,5 x	3,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,08	2,84	4,30	4,55	5,36	9,38	15,22
EV / Umsatz	n.a.	0,2 x	n.a.	0,5 x	7,6 x	4,4 x	3,1 x
EV / EBITDA	n.a.	0,7 x	n.a.	1,8 x	20,6 x	10,4 x	6,1 x
EV / EBIT	n.a.	0,8 x	n.a.	2,8 x	26,5 x	12,0 x	6,9 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	0,8 x	n.a.	2,8 x	26,5 x	12,0 x	6,9 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	455,0 x	26,5 x	48,1 x	22,7 x	14,7 x
KGV	31,3 x	19,2 x	25,7 x	28,9 x	46,0 x	23,0 x	15,8 x
KGV ber.*	16,1 x	19,2 x	25,7 x	28,9 x	46,0 x	23,0 x	15,8 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	-465,3 %	113,4 %	-105,7 %	45,3 %	3,8 %	7,4 %	12,6 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kundenwachstum	175400,0	201700,4	231955,5	370490,0	1187891,3	1891651,4	2311324,6
Transaktionswachstum	10462,5	11104,7	11377,5	30874,5	71404,2	82927,6	95096,6

## GuV

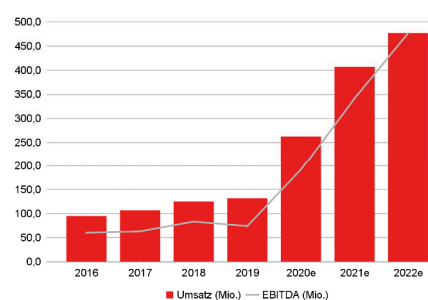
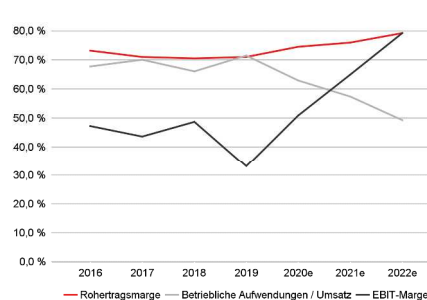
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>95</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>263</b>	<b>407</b>	<b>477</b>
Veränd. Umsatz yoy	26,7 %	12,6 %	16,9 %	5,5 %	99,1 %	54,8 %	17,2 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktiviere Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>95</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>263</b>	<b>407</b>	<b>477</b>
Materialaufwand	25	31	37	38	67	98	99
<b>Rohertrag</b>	<b>70</b>	<b>76</b>	<b>88</b>	<b>94</b>	<b>196</b>	<b>309</b>	<b>378</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>73,2 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>70,5 %</i>	<i>71,1 %</i>	<i>74,5 %</i>	<i>75,9 %</i>	<i>79,2 %</i>
Personalaufwendungen	19	23	22	25	46	64	63
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	19	21	24	31	52	71	72
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>97</b>	<b>173</b>	<b>242</b>
<i>Marge</i>	<i>32,2 %</i>	<i>30,0 %</i>	<i>33,9 %</i>	<i>28,5 %</i>	<i>37,1 %</i>	<i>42,7 %</i>	<i>50,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2	2	3	6	7	7	8
<b>EBITA</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>91</b>	<b>166</b>	<b>233</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	4	5	7	15	17	19
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>76</b>	<b>150</b>	<b>214</b>
<i>Marge</i>	<i>26,8 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>27,6 %</i>	<i>18,8 %</i>	<i>28,8 %</i>	<i>36,8 %</i>	<i>44,9 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>76</b>	<b>150</b>	<b>214</b>
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	2	1	2	3	4	8	10
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>72</b>	<b>142</b>	<b>204</b>
<i>Marge</i>	<i>25,5 %</i>	<i>23,5 %</i>	<i>25,6 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>34,8 %</i>	<i>42,8 %</i>
Steuern gesamt	4	8	11	7	21	40	55
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>51</b>	<b>102</b>	<b>149</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	-8	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>51</b>	<b>102</b>	<b>149</b>
Minderheitenanteile	4	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>51</b>	<b>102</b>	<b>149</b>
<i>Marge</i>	<i>8,9 %</i>	<i>15,7 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>25,1 %</i>	<i>31,2 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	17	18	20	20	27	27	27
<b>EPS</b>	<b>0,50</b>	<b>0,96</b>	<b>1,08</b>	<b>0,76</b>	<b>1,87</b>	<b>3,74</b>	<b>5,46</b>
EPS adj.	0,97	0,96	1,08	0,76	1,87	3,74	5,46

\*Adjustiert um:

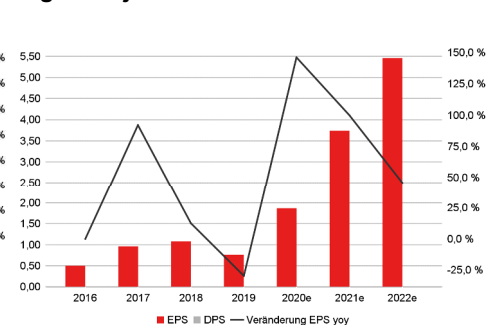
**Guidance: 1.8-2m Kunden und 75-90m Transaktionen**

## Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	67,8 %	70,0 %	66,1 %	71,5 %	62,9 %	57,3 %	49,3 %
Operating Leverage	2,0 x	0,3 x	1,8 x	-5,2 x	2,1 x	1,8 x	2,5 x
EBITDA / Interest expenses	19,1 x	24,9 x	19,4 x	12,0 x	24,4 x	21,7 x	24,2 x
Steuerquote (EBT)	16,3 %	32,5 %	34,3 %	31,1 %	29,0 %	28,0 %	27,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUROperative Performance  
in %

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

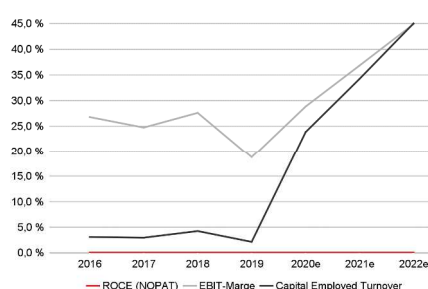
## Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	57	63	83	93	276	269	258
davon übrige imm. VG	29	8	11	10	194	187	176
davon Geschäfts- oder Firmenwert	29	29	37	37	37	37	37
Sachanlagen	6	7	8	16	73	70	65
Finanzanlagen	1	1	1	1	1	1	1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	26	41	69	69	69	69
<b>Anlagevermögen</b>	<b>64</b>	<b>97</b>	<b>132</b>	<b>180</b>	<b>421</b>	<b>409</b>	<b>394</b>
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9	8	16	12	25	39	46
Liquide Mittel	389	397	655	469	465	553	703
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1.072	605	424	605	605	605	605
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>1.470</b>	<b>1.010</b>	<b>1.095</b>	<b>1.086</b>	<b>1.096</b>	<b>1.198</b>	<b>1.354</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>1.534</b>	<b>1.107</b>	<b>1.228</b>	<b>1.266</b>	<b>1.516</b>	<b>1.607</b>	<b>1.748</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	17	18	19	20	27	27	27
Kapitalrücklage	50	68	101	107	289	289	289
Gewinnrücklagen	9	28	47	55	106	208	357
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0	0	0	0	0	0	0
Buchwert	76	113	167	182	423	525	673
Anteile Dritter	15	0	0	1	1	1	1
<b>Eigenkapital</b>	<b>91</b>	<b>113</b>	<b>167</b>	<b>182</b>	<b>423</b>	<b>525</b>	<b>674</b>
Rückstellungen gesamt	26	18	19	31	31	31	31
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	8	7	6	11	11	11	11
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	114	88	75	95	103	88	78
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	60	61	57	72	72	72	72
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6	1	3	6	7	11	13
Sonstige Verbindlichkeiten	1.297	888	964	952	952	952	952
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1.443</b>	<b>995</b>	<b>1.061</b>	<b>1.084</b>	<b>1.093</b>	<b>1.082</b>	<b>1.074</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>1.534</b>	<b>1.107</b>	<b>1.228</b>	<b>1.266</b>	<b>1.516</b>	<b>1.607</b>	<b>1.748</b>

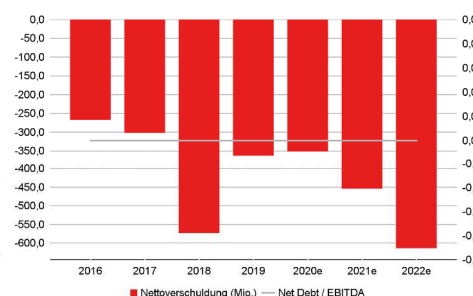
## Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	11,0 x	7,7 x	6,1 x	5,7 x	2,9 x	4,2 x	4,9 x
Capital Employed Turnover	-0,5 x	-0,6 x	-0,3 x	-0,7 x	3,7 x	5,8 x	7,9 x
ROA	13,2 %	17,2 %	15,9 %	8,3 %	12,1 %	24,9 %	37,8 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	11,3 %	17,9 %	15,1 %	8,5 %	16,8 %	21,5 %	24,9 %
Adj. ROE	22,0 %	17,9 %	15,1 %	8,5 %	16,8 %	21,5 %	24,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Netto-Cash	267	302	573	363	351	455	614
	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net Gearing	-295,0 %	-268,1 %	-342,9 %	-199,0 %	-83,0 %	-86,6 %	-91,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,5	6,4	8,5	9,3	15,5	19,2	24,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,1	2,8	4,3	4,5	5,4	9,4	15,2

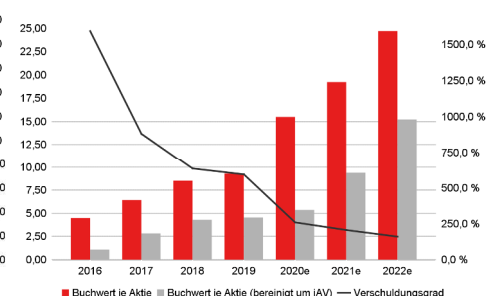
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

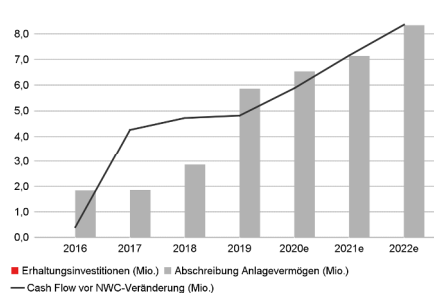
Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12	17	21	15	51	102	149
Abschreibung Anlagevermögen	2	2	3	6	7	7	8
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	4	5	7	15	17	19
Veränderung langfristige Rückstellungen	3	0	-1	5	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-179	-18	-4	-5	0	0	0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>-159</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>73</b>	<b>126</b>	<b>177</b>
Veränderung Vorräte	1	0	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	21	1	-8	3	-13	-14	-7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-8	-5	2	3	2	4	2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	0	16	0	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	15	-4	-6	22	-11	-10	-5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>-144</b>	<b>0</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>116</b>	<b>172</b>
Investitionen in iAV	-6	-9	-13	0	-9	-9	-9
Investitionen in Sachanlagen	-2	-3	-3	-15	-4	-4	-4
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	-250	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	0	-11	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	<b>-263</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-3	15	-6	1	8	-15	-10
Dividende Vorjahr	0	0	0	0	0	0	0
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	18	35	6	190	0	0
Sonstiges	4	-13	3	-3	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>4</b>	<b>198</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-152</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>-4</b>	<b>88</b>	<b>149</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>-116</b>	<b>22</b>	<b>285</b>	<b>32</b>	<b>12</b>	<b>101</b>	<b>250</b>

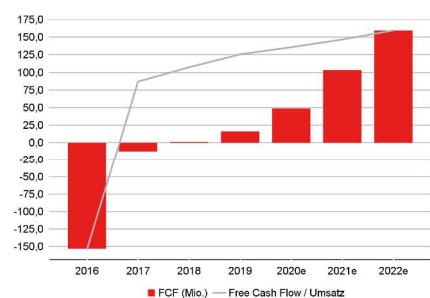
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-153	-12	1	16	49	103	159
Free Cash Flow / Umsatz	-161,2 %	-11,7 %	1,0 %	12,3 %	18,5 %	25,4 %	33,4 %
Free Cash Flow Potential	19	24	31	31	77	134	187
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-1819,4 %	-74,3 %	5,7 %	109,2 %	95,8 %	101,3 %	107,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,3 %	1,3 %	2,7 %	3,7 %	4,0 %	8,4 %	12,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	8,4 %	11,8 %	13,0 %	11,0 %	4,8 %	3,1 %	2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	155,4 %	225,2 %	208,5 %	113,3 %	57,8 %	52,9 %	45,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	10,9 %	4,7 %	7,9 %	7,4 %	4,7 %	5,7 %	6,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	146,1 %	788,5 %	558,0 %	219,0 %	350,0 %	351,4 %	348,9 %
Vorratumschlag	76,3 x	92,8 x	196,0 x	385,6 x	677,1 x	989,3 x	999,7 x
Receivables collection period (Tage)	33	26	45	34	35	35	35
Payables payment period (Tage)	84	11	28	53	39	41	48
Cash conversion cycle (Tage)	-46	18	20	-19	-4	-6	-13

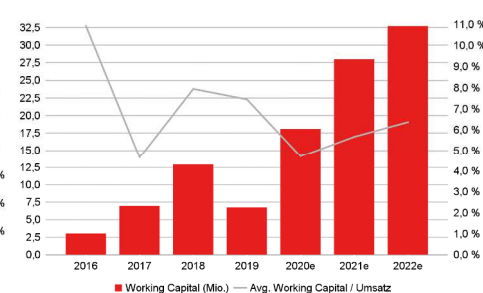
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

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

**URHEBERRECHTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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



---

**QUELLEN**

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

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

---

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
flatexDEGIRO	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FTG1111.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FTG1111.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	131	64
Halten	59	29
Verkaufen	8	4
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	38	83
Halten	5	11
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
<b>Gesamt</b>	<b>46</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FLATEXDEGIRO] AM [04.02.2021]**

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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

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

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

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

**Dr. Christian Ehmann** +49 40 309537-167  
BioTech, Life Science cehmann@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

**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

**Lea Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Ireland 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

**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](https://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](https://www.factset.com)

Thomson Reuters [www.thomsonreuters.com](https://www.thomsonreuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](https://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