

Buy EUR 20,00 Kurs EUR 10,05 Upside 99,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 20,00 FCF-Value Potential 2022e: 16,00	Aktien Daten: Bloomberg: V3S GR Reuters: V3SG ISIN: DE000A0KEXC7	Beschreibung: Führende Kassensysteme für Gastronomie- und Bäckereibranche
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 80,3 Aktienanzahl (Mio.): 8,0 EV: 70,0 Freefloat MC: 38,8 Ø Trad. Vol. (30T): 302,78 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 48,3 % Thomas Stümmler 22,6 % Jens Reckendorf 19,1 % Primepulse SE 10,0 % TBF Global Asset Management 5,0 %	Risikoprofil (WRe): 2020e Beta: 1,3 KBV: 3,9 x EK-Quote: 61 %

Keine weitere Fristverlängerung für manipulationssichere Kassen

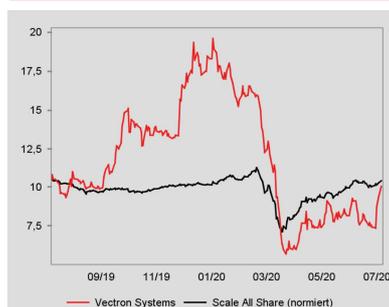
Laut Presseberichten wird das Bundesfinanzministerium die **Nichtbeanstandungsfrist für die Einführung manipulationssicherer Kassensysteme nicht weiter verlängern**. Nachdem erwartete Forderungen der Branchenverbände zuletzt Unterstützung aus dem Bundeswirtschaftsministerium erhalten hatten, erschien eine Fristverlängerung nicht unwahrscheinlich. Dies bedeutet, dass Kassensysteme ab dem 01. Oktober über technische Sicherheitseinrichtungen (TSE) verfügen müssen, die eine Manipulation der Kassenvorgänge verhindern. Da auch eine längere Fristverlängerung nicht vollständig ausgeschlossen werden konnte, ist die Meldung somit eindeutig positiv.

Dies sollte **ab Spätsommer zu einer deutlichen Belebung der Nachfrage** bei Vectron führen. In den für Vectron hauptsächlich relevanten Branchen Gastronomie und Bäckereien dürfte die installierte Kassenbasis bei rund 300 – 350 Tsd. Systemen liegen. Der Großteil der Kassen dürfte mit einer TSE nachgerüstet werden können. Nach früheren Schätzungen (u.a. auch seitens der Finanzbehörden) und auf Basis einer vergleichbaren Einführung in Österreich ist zu erwarten, dass 25 – 50% der installierten Basis durch neue Systeme ausgetauscht werden. Angesichts eines 25-30%igen Marktanteils in diesen Branchen bedeutet dies für Vectron ein Umsatzpotenzial von EUR 50 – 80 Mio. in der installierten Vectron-Basis in den nächsten 24-36 Monaten. Auf Basis der Erfahrungen in Österreich dürfte sich der gesamte Austausch über 2-3 Jahre erstrecken, da auch die verfügbaren Kapazitäten im Fachhandel einen schnelleren Austausch kaum zulassen.

Entscheidend für den Investment-Case und die Hebung des Bewertungspotenzials ist hingegen vor allem die Etablierung der digitalen Dienstleistungen mit dem Kassensystem als zentraler Hardware (SaaS-Plattform). Hier hat COVID zwischenzeitlich den Ausbau des Vertriebs und die Gewinnung weiterer Kunden für die Duratec-Lösung unterbrochen. Neben der erwarteten Nachfragebelebung nach Kassensystemen sollte der Fokus in den nächsten Monaten auf diesem Aspekt liegen, da bis Jahresende belastbarere Daten vorliegen sollten. Prinzipiell sollte sich die Notwendigkeit für manipulationssichere Kassensysteme auch hier positiv auswirken, da eine große Zahl an potenziellen Kunden eine neue Kasse kaufen muss. Hinzu kommt, dass die geringen initialen Hardwarekosten für den Kunden (Refinanzierung durch Payment- und andere digitale Erlöse auf Seiten von Vectron) ein zusätzliches Verkaufsargument im gegenwärtigen Umfeld sind. Insgesamt ist die Visibilität auf die erzielbaren durchschnittlichen Erlöse, der erreichbare Kunden- und Produktmix gegenwärtig jedoch noch gering. Derzeit dürften Verträge mit rund 1.000 Kunden bestehen.

Angesichts der erwarteten Nachfragebelebung wird für die zweite Jahreshälfte mit einem noch eher schwachen Q3 ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet und die Prognosen für 2020 angehoben. Im Gegensatz dazu, werden die Schätzungen für die Jahre 2021/22 jedoch etwas reduziert, da COVID-bedingt sich das Wachstum der Kundenbasis für digitale Lösungen verzögert (WRe nun durchschnittlich 6-7 Tsd. Kunden nach zuvor erwartet 10-11 Tsd.). Die Annahmen für die finale Penetration (rund 10% Marktanteil in Deutschland), das Kursziel und Rating bleiben unverändert.

Schätzungsänderungen:						Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	
Umsatz	22,0	16,4 %	59,3	-9,8 %	69,6	-6,1 %	<ul style="list-style-type: none"> Anhebung der 2020er Schätzung vor dem Hintergrund der Nachfragebelebung Reduktion der Erwartungen 2021/22 aufgrund COVID-bedingter geringerer durchschnittlicher Kundenbasis infolge späterer Kundengewinnung
EBIT	-7,4	n.m.	8,7	-17,9 %	14,1	-10,3 %	

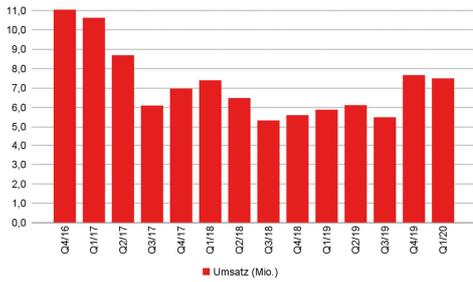


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	9,8 %
6 Monate:	-45,8 %
Jahresverlauf:	-47,5 %
Letzte 12 Monate:	1,7 %

Unternehmenstermine:
31.08.20 Q2

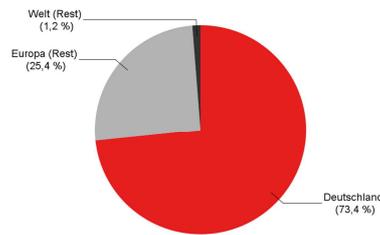
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	37,5 %	33,7	32,4	24,8	25,2	25,6	53,5	65,4
Veränd. Umsatz yoy		33,7 %	-4,0 %	-23,3 %	1,4 %	1,7 %	108,9 %	22,3 %
Rohertragsmarge		54,4 %	56,7 %	53,7 %	57,8 %	58,0 %	57,5 %	58,0 %
EBITDA		3,6	2,3	-3,8	-1,4	-3,1	7,8	13,2
Marge		10,7 %	7,0 %	-15,2 %	-5,5 %	-12,3 %	14,5 %	20,2 %
EBIT		3,1	1,8	-5,4	-1,8	-3,8	7,1	12,6
Marge		9,1 %	5,4 %	-22,0 %	-7,1 %	-14,7 %	13,3 %	19,3 %
Nettoergebnis		2,0	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,6	8,3
EPS		1,23	0,16	-0,59	-0,19	-0,42	0,57	1,05
EPS adj.		1,23	0,16	-0,59	-0,19	-0,42	0,57	1,05
DPS		1,00	0,05	0,05	0,00	0,00	0,10	0,20
Dividendenrendite		9,0 %	0,2 %	0,3 %	n.a.	n.a.	1,0 %	2,0 %
FCFPS		0,23	-0,46	-0,40	-0,38	-0,17	0,30	0,80
FCF / MarktKap.		2,1 %	-1,8 %	-1,1 %	-3,4 %	-1,7 %	3,0 %	7,9 %
EV / Umsatz		n.a.	5,0 x	5,2 x	3,2 x	2,7 x	1,3 x	0,9 x
EV / EBITDA		n.a.	71,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	8,7 x	4,7 x
EV / EBIT		n.a.	92,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	9,5 x	4,9 x
KGV		9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	17,6 x	9,6 x
KGV ber.		9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	17,6 x	9,6 x
FCF Potential Yield		n.a.	0,9 %	-1,8 %	-1,4 %	-4,1 %	7,8 %	14,6 %
Nettoverschuldung		-7,2	-1,7	1,2	-0,9	-10,3	-12,7	-18,3
ROCE (NOPAT)		29,8 %	11,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	43,1 %	65,0 %
Guidance:	2020: -							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



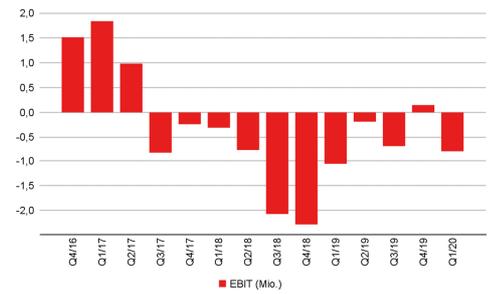
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

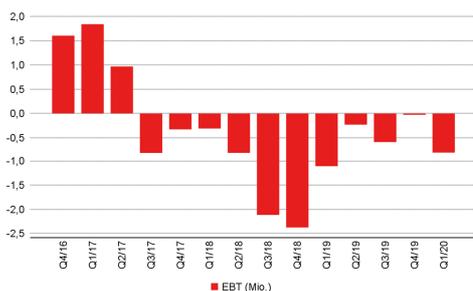
Unternehmenshintergrund

- Vectron ist ein führender Anbieter von Kassensystemen. Die Produkte sind im mittleren bis zum Premium-Segment positioniert. Mit einem hohen Grad an Funktionalität zählt Vectron zu den Technologie- und Innovationsführern.
- Vectron fokussiert den Markt für proprietäre Kassensysteme (30% des Gesamtmarktes). PC-basierte Systeme (Großteil des Marktes) sind meist wartungsintensiver und werden vor allem von Großfilialisten eingesetzt.
- Einen hohen Marktanteil erreicht Vectron insbesondere in den Branchen Gastronomie und Bäckereien. Hier ist Vectron in der deutschsprachigen Region bei proprietären Systemen mit einem Marktanteil von ca. 25% Marktführer.
- Vectron beschäftigt rund 180 Mitarbeiter. Ca. ein Drittel hiervon entfällt auf den Bereich Entwicklung & Produktmanagement, um die Technologieführerschaft auch zukünftig aufrecht erhalten zu können.
- Seit Ende 2013 adressiert Vectron mit einfacheren Systemen (Zweitmarke Duratec) auch untere Marktsegmente und weitere Auslandsmärkte

Wettbewerbsqualität

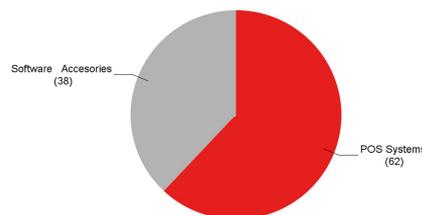
- In den Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei, geprägt durch eine atomistische Kundenstruktur, werden Faktoren wie eine hohe Zuverlässigkeit, einfache Bedienung und geringe Folgekosten (Wartung/Support) nachgefragt.
- Dies erklärt die hohe Penetrationsrate der proprietären Kassensysteme. Da große Kassenhersteller vor allem PC-basierte Kassen anbieten, sieht sich Vectron vor allem kleinen Wettbewerbern gegenüber.
- Gegenüber den vorwiegend kleineren Wettbewerbern differenziert sich Vectron durch die konsequente Weiterentwicklung der Kassensysteme und einen hohen Zusatznutzen, der eine hohe Funktionalität erlaubt.
- Mit dem Fokus auf das Premiumsegment vermeidet Vectron die typische Problematik im unteren Segment, die alleinige Differenzierung über den Preis. Rohmargen von ca. 55% und ROCEs deutlich über 10% verdeutlichen dies.
- Wachstumsmöglichkeiten bietet die Etablierung der Kooperation mit DeutschlandCard und potenziell weiteren Partnern

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



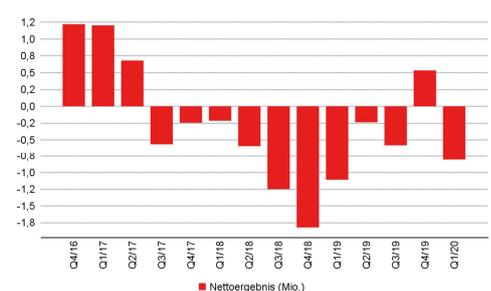
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



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	25,6	53,5	65,4	56,2	65,2	71,1	76,1	81,4	85,5	89,8	94,3	99,0	n.a.	1,8 %	
Umsatzwachstum	1,7 %	108,9 %	22,3 %	-14,0 %	16,0 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %		n.a.
EBIT	-3,8	7,1	12,6	7,9	11,7	14,2	15,2	16,3	17,1	18,0	18,9	19,8	n.a.		
EBIT-Marge	-14,7 %	13,3 %	19,3 %	14,0 %	18,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %		n.a.
Steuerquote (EBT)	15,1 %	31,0 %	31,0 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %		n.a.
NOPAT	-3,2	4,9	8,7	5,5	8,2	9,9	10,6	11,3	11,9	12,5	13,1	13,8	n.a.		
Abschreibungen	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	n.a.		
Abschreibungsquote	2,4 %	1,2 %	0,9 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %		n.a.
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.		
Liquiditätsveränderung															
- Working Capital	-1,9	3,6	2,0	-2,2	1,1	1,1	0,9	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	n.a.		
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	n.a.		
Investitionsquote	2,3 %	1,1 %	0,9 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	n.a.		
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	n.a.		
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,2	1,4	6,7	7,7	7,1	8,8	9,7	10,4	11,2	11,7	12,3	12,9	n.a.		14
Barwert FCF	-1,2	1,3	5,8	6,1	5,2	6,0	6,0	6,0	5,9	5,8	5,6	5,4	n.a.	82	
Anteil der Barwerte	4,01 %			39,40 %										56,59 %	

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	6,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,30
WACC	8,30 %	Beta	1,30

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	63		
Terminal Value	82		
Zinstr. Verbindlichkeiten	10		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	2		
Liquide Mittel	23	Aktienzahl (Mio.)	8,0
Eigenkapitalwert	159	Wert je Aktie (EUR)	19,92

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,49	9,3 %	16,42	16,65	16,89	17,15	17,42	17,71	18,03	1,49	9,3 %	15,81	16,26	16,70	17,15	17,59	18,04	18,48
1,40	8,8 %	17,56	17,83	18,12	18,43	18,76	19,12	19,51	1,40	8,8 %	16,99	17,47	17,95	18,43	18,91	19,39	19,87
1,35	8,5 %	18,19	18,48	18,80	19,15	19,51	19,91	20,34	1,35	8,5 %	17,65	18,15	18,65	19,15	19,64	20,14	20,64
1,30	8,3 %	18,86	19,19	19,54	19,92	20,32	20,77	21,25	1,30	8,3 %	18,36	18,88	19,40	19,92	20,43	20,95	21,47
1,25	8,0 %	19,58	19,94	20,33	20,75	21,20	21,70	22,24	1,25	8,0 %	19,13	19,67	20,21	20,75	21,29	21,83	22,37
1,20	7,8 %	20,36	20,76	21,19	21,65	22,16	22,72	23,32	1,20	7,8 %	19,97	20,53	21,09	21,65	22,22	22,78	23,34
1,11	7,3 %	22,10	22,59	23,13	23,71	24,35	25,06	25,83	1,11	7,3 %	21,87	22,48	23,10	23,71	24,33	24,94	25,56

- Fiskalische Regulierung im Modell berücksichtigt
- Umsatz und Profitabilität steigt durch höhere Durchdringung mit digitalen Produkten
- Modell berücksichtigt derzeit noch nicht das Unternehmensziel von > EUR 100 Mio. Umsatz ab 2022

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.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	n.a.	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,8	8,6	
+ Abschreibung + Amortisation	n.a.	0,5	1,7	0,4	0,6	0,6	0,6	
- Zinsergebnis (netto)	n.a.	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- Erhaltungsinvestitionen	n.a.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
+ Sonstiges	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	n.a.	1,4	-2,3	-1,1	-2,8	5,3	9,1	
FCF Potential Yield (on market EV)	n/a	0,9 %	-1,8 %	-1,4 %	-4,1 %	7,8 %	14,6 %	
WACC	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	161,4	128,5	79,9	70,0	67,6	62,0	
= Fair Enterprise Value	n.a.	16,6	n.a.	n.a.	n.a.	63,9	109,5	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	n.a.	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-12,7	-18,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	26,8	n.a.	n.a.	n.a.	76,6	127,7	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,6	6,6	6,6	7,2	7,9	7,9	7,9	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	n.a.	4,06	n.a.	n.a.	n.a.	9,66	16,11	
Premium (-) / Discount (+) in %						-3,9 %	60,3 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,30 %	n.a.	2,81	n.a.	n.a.	n.a.	7,46	12,35
	10,30 %	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	n.a.	8,03	13,33
	9,30 %	n.a.	3,14	n.a.	n.a.	n.a.	8,72	14,51
WACC	8,30 %	n.a.	3,36	n.a.	n.a.	n.a.	9,59	15,99
	7,30 %	n.a.	3,64	n.a.	n.a.	n.a.	10,68	17,86
	6,30 %	n.a.	4,02	n.a.	n.a.	n.a.	12,12	20,34
	5,30 %	n.a.	4,53	n.a.	n.a.	n.a.	14,11	23,74

- Steigende Wertindikation mit ansteigendem Umsatzvolumen...
- ...durch hohen operativen Hebel mit Rohmargen von >50%

Wertermittlung							
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	1,2 x	11,4 x	12,6 x	5,8 x	3,9 x	3,2 x	2,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,75	1,94	1,51	1,88	2,58	3,12	4,07
EV / Umsatz	n.a.	5,0 x	5,2 x	3,2 x	2,7 x	1,3 x	0,9 x
EV / EBITDA	n.a.	71,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	8,7 x	4,7 x
EV / EBIT	n.a.	92,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	9,5 x	4,9 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	92,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	9,5 x	4,9 x
Kurs / FCF	48,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,4 x	12,6 x
KGV	9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	17,6 x	9,6 x
KGV ber.*	9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	17,6 x	9,6 x
Dividendenrendite	9,0 %	0,2 %	0,3 %	n.a.	n.a.	1,0 %	2,0 %
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	0,9 %	-1,8 %	-1,4 %	-4,1 %	7,8 %	14,6 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	33,7	32,4	24,8	25,2	25,6	53,5	65,4
Veränd. Umsatz yoy	33,7 %	-4,0 %	-23,3 %	1,4 %	1,7 %	108,9 %	22,3 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	33,7	33,0	25,0	25,2	25,6	53,5	65,4
Materialaufwand	15,4	14,6	11,7	10,7	10,8	22,7	27,5
Rohrertrag	18,4	18,4	13,3	14,5	14,9	30,8	37,9
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>54,4 %</i>	<i>56,7 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>57,8 %</i>	<i>58,0 %</i>	<i>57,5 %</i>	<i>58,0 %</i>
Personalaufwendungen	8,6	9,7	10,2	9,3	10,3	11,6	12,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,6	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,6	7,0	7,4	7,0	8,3	12,0	13,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	3,6	2,3	-3,8	-1,4	-3,1	7,8	13,2
<i>Marge</i>	<i>10,7 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>-15,2 %</i>	<i>-5,5 %</i>	<i>-12,3 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>20,2 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
EBITA	3,3	1,9	-4,2	-1,6	-3,6	7,3	12,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,2	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,1	1,8	-5,4	-1,8	-3,8	7,1	12,6
<i>Marge</i>	<i>9,1 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>-22,0 %</i>	<i>-7,1 %</i>	<i>-14,7 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>19,3 %</i>
EBIT adj.	3,1	1,8	-5,4	-1,8	-3,8	7,1	12,6
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,0	1,7	-5,6	-2,0	-4,0	6,9	12,4
<i>Marge</i>	<i>8,8 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>-22,6 %</i>	<i>-7,8 %</i>	<i>-15,5 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>19,0 %</i>
Steuern gesamt	1,0	0,6	-1,7	-0,6	-0,6	2,1	3,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,0	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,8	8,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,0	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,8	8,6
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Nettoergebnis	2,0	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,6	8,3
<i>Marge</i>	<i>5,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>-15,6 %</i>	<i>-5,5 %</i>	<i>-13,2 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>12,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,6	6,6	6,6	7,2	7,9	7,9	7,9
EPS	1,23	0,16	-0,59	-0,19	-0,42	0,57	1,05
EPS adj.	1,23	0,16	-0,59	-0,19	-0,42	0,57	1,05

*Adjustiert um:

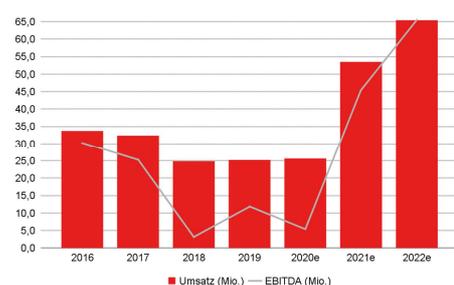
Guidance: 2020: -

Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,4 %	95,0 %	116,1 %	105,6 %	112,3 %	85,5 %	79,8 %
Operating Leverage	1,5 x	10,9 x	n.a.	-48,6 x	64,6 x	n.a.	3,4 x
EBITDA / Interest expenses	37,2 x	14,9 x	n.m.	n.m.	n.m.	38,8 x	66,2 x
Steuerquote (EBT)	33,8 %	35,3 %	31,0 %	28,7 %	15,1 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	81,5 %	30,7 %	n.m.	0,0 %	0,0 %	16,6 %	18,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	235.783	203.667	190.962	193.610	196.971	411.385	503.061

Umsatz, EBITDA

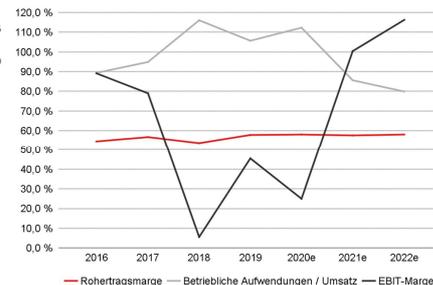
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

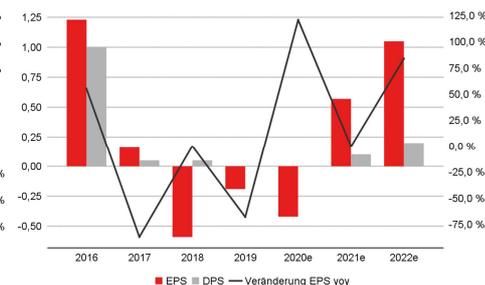
Operative Performance

in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

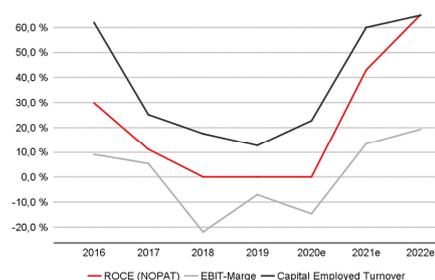
Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,4	1,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Finanzanlagen	0,9	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	2,1	4,0	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5
Vorräte	4,8	7,6	5,8	5,0	4,7	5,6	5,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,9	3,3	2,3	5,0	3,5	7,3	9,0
Liquide Mittel	11,7	5,5	11,6	11,3	20,7	23,1	28,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,2	1,1	2,7	2,8	2,3	0,7	0,7
Umlaufvermögen	22,5	17,5	22,3	24,1	31,2	36,7	44,3
Bilanzsumme (Aktiva)	24,6	21,5	24,9	26,7	33,8	39,3	46,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,6	6,6	6,6	7,3	8,0	8,0	8,0
Kapitalrücklage	10,3	5,4	5,4	9,7	19,8	19,8	19,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,3	1,2	8,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,9	2,3	-1,9	-3,3	-3,8	-4,0	-4,0
Buchwert	14,9	14,3	10,1	13,8	20,7	25,1	32,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	14,9	14,3	10,1	13,8	20,7	25,1	32,6
Rückstellungen gesamt	3,2	1,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	4,4	3,8	12,8	10,4	10,4	10,4	10,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	1,1	0,8	10,4	10,4	10,4	10,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5	1,4	0,6	0,9	1,1	2,2	2,2
Sonstige Verbindlichkeiten	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindlichkeiten	9,7	7,2	14,7	12,9	13,1	14,2	14,2
Bilanzsumme (Passiva)	24,6	21,5	24,9	26,7	33,8	39,3	46,8

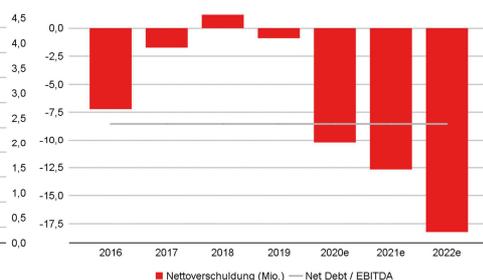
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,8 x	3,2 x	3,1 x	2,6 x	3,4 x	4,8 x	5,0 x
Capital Employed Turnover	4,4 x	2,6 x	2,2 x	1,9 x	2,5 x	4,3 x	4,6 x
ROA	95,4 %	27,2 %	-151,1 %	-52,7 %	-129,6 %	177,9 %	330,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	29,8 %	11,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	43,1 %	65,0 %
ROE	17,4 %	7,4 %	-31,7 %	-11,6 %	-19,5 %	19,9 %	28,9 %
Adj. ROE	17,4 %	7,4 %	-31,7 %	-11,6 %	-19,5 %	19,9 %	28,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-7,2	-1,7	1,2	-0,9	-10,3	-12,7	-18,3
Nettofinanzverschuldung	-7,2	-1,7	1,2	-0,9	-10,3	-12,7	-18,3
Net Gearing	-48,5 %	-12,1 %	11,9 %	-6,5 %	-49,6 %	-50,6 %	-56,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	9,0	2,2	1,5	1,9	2,6	3,1	4,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,8	1,9	1,5	1,9	2,6	3,1	4,1

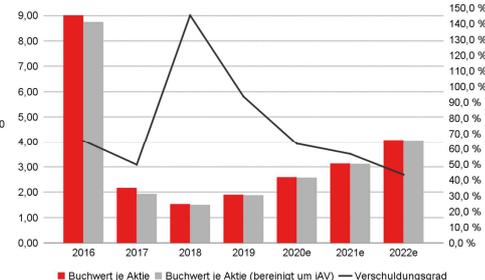
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

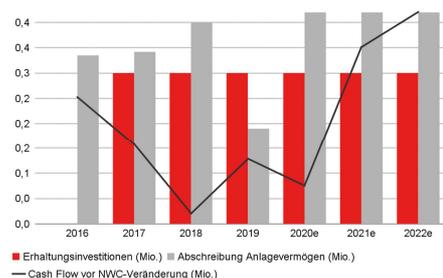
Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,0	1,1	-3,9	-1,4	-3,4	4,6	8,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,2	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	-1,6	-2,4	0,1	0,0	1,4	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	3,3	0,0	-4,6	-0,9	-2,7	6,6	9,0
Veränderung Vorräte	-1,0	-2,9	1,8	0,8	0,3	-0,9	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,5	1,6	1,0	-2,7	1,5	-3,8	-1,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,2	1,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,5	-1,5	2,3	-1,6	1,9	-3,6	-2,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,8	-1,5	-2,3	-2,5	-0,8	3,0	7,0
Investitionen in iAV	-0,2	-1,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-0,4	-2,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-3,3	-0,6	8,9	-2,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,7	-1,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,8
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	5,9	0,0	0,0	5,1	10,8	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	1,9	-2,2	8,6	2,7	10,8	0,0	-0,8
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	2,2	-6,1	6,0	0,1	9,4	2,4	5,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	11,7	5,5	11,6	11,7	20,7	23,1	28,7

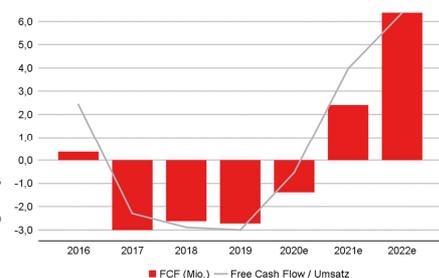
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitalfluss							
FCF	0,4	-3,0	-2,6	-2,7	-1,4	2,4	6,4
Free Cash Flow / Umsatz	1,1 %	-9,3 %	-10,6 %	-10,8 %	-5,4 %	4,5 %	9,7 %
Free Cash Flow Potential	n.a.	1,4	-2,3	-1,1	-2,8	5,3	9,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	18,6 %	-279,6 %	67,8 %	196,0 %	41,2 %	52,9 %	76,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,7 %	0,5 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,6 %	3,7 %	2,5 %	1,7 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,2 %	4,7 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	1,1 %	0,9 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	0,9 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	0,6 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	78,6 %	300,2 %	34,5 %	148,7 %	93,5 %	93,5 %	93,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,7 %	27,3 %	34,1 %	32,8 %	31,5 %	16,6 %	17,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	336,9 %	228,8 %	375,5 %	541,0 %	318,2 %	331,8 %	409,1 %
Vorratumschlag	3,2 x	1,9 x	2,0 x	2,1 x	2,3 x	4,1 x	4,7 x
Receivables collection period (Tage)	53	37	33	73	50	50	50
Payables payment period (Tage)	34	36	19	32	37	35	29
Cash conversion cycle (Tage)	131	191	196	211	172	104	99

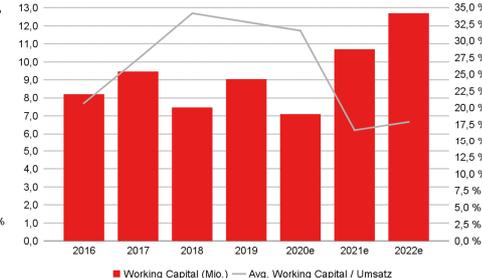
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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.

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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Vectron Systems AG	3, 4, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KEXC7.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	131	64
Halten	55	27
Verkaufen	12	6
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	85
Halten	4	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	40	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VECTRON SYSTEMS AG] AM [07.07.2020]



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

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, 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

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