

Buy EUR 25,00 (EUR 21,00) Kurs EUR 16,40 Upside 52,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 25,00 FCF-Value Potential 2022: 21,50	Aktien Daten: Bloomberg: V3S GR Reuters: V3SG ISIN: DE000A0KEXC7	Beschreibung: Führende Kassensysteme für Gastronomie- und Bäckereibranche
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 119,1 Aktienanzahl (Mio.): 7,3 EV: 119,6 Freefloat MC: 52,2 Ø Trad. Vol. (30T): 382,16 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 43,8 % Thomas Stümmler 24,9 % Jens Reckendorf 21,1 % Primepulse SE 10,3 % TBF Global Asset Management 5,6 %	Risikoprofil (WRe): 2019e Beta: 1,3 KBV: 10,3 x EK-Quote: 43 %

Mittelfristige Guidance bietet Bewertungspotenzial

Am 25.11.2019 gab Vectron kurz- und mittelfristige Ziele bekannt, die ein deutliches zukünftiges Bewertungspotenzial bieten könnten.

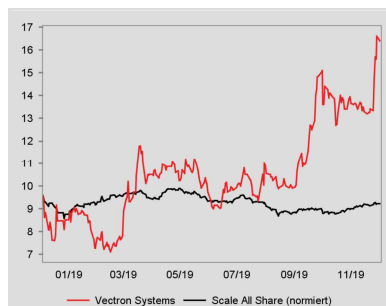
Für 2020 strebt Vectron einen Umsatz von >EUR 50 Mio. (entspricht WRe EUR 52 Mio.) und eine niedrige zweistellige EBIT-Marge an. Der Hauptwachstumstreiber des nächsten Jahres wird ein deutlicher **Nachfrageanstieg** sein, getrieben durch die Kassensicherungsverordnung, die zum 01. Januar in Kraft tritt. **Ältere Systeme** müssen mit einer Sicherheitseinrichtung **nachgerüstet oder ersetzt werden**, um dieser nachzukommen. Dies entspricht einem zusätzlichen Umsatzpotenzial in Höhe von ca. EUR 100 Mio. im Zeitraum 2020-22 in der bestehenden installierten Basis von rund 100.000 Vectron-Systemen (55% Upgrades und 45% Ersatzsysteme angenommen).

Für 2022 sieht Vectron das Potenzial, den Umsatz auf ca. EUR 100 Mio. zu steigern, was eine mittlere zweistellige EBIT-Marge ermöglichen würde (siehe Tabelle nächste Seite). Durch den Rollout der "Duratec Digital World" auf meist neue Kunden **sollte sich der durchschnittliche Umsatz pro Kasse** durch die Kommerzialisierung einer Vielzahl von digitalen Diensten **verfünf- bis versiebenfachen**. Das Produkt selbst dürfte sehr attraktiv sein, wie bereits in ersten Markttests gezeigt. Die Kunden erhalten die Kasse unentgeltlich, abonnieren aber das digitale Angebot von Vectron. Hier ist zunächst die Zahlungslösung (Kredit-/Girokarten etc.) entscheidend, für welche Gastronomiekunden ohnehin externe Servicekosten entstehen. Die durchschnittlichen Provisionen überwiegen die Kosten des gesamten Hardware-Sets. Hinzu kommen weitere digitale Produkte wie Tischreservierung, Bestellung, Treueprogramme oder Datenvermarktung etc. Die Digitalisierung der Gastronomie ist nur schwach ausgeprägt. Vectron als größter Player auf dem deutschen Markt (Marktanteil von ~25-30%, 3-4x des nächsten Wettbewerbers) sollte in der führenden Position sein, um erfolgreich digitale Dienstleistungen zu etablieren, basierend auf den Kassensystemen als zentrale Schnittstelle/Kern-IT-System.

Die Visibilität auf die entscheidenden Parameter wie durchschnittlicher Umsatz pro Kasse und möglicher Marktanteil, ist derzeit gering. **Unsere Annahme bleibt unverändert** (aber unter den Zielen von Vectron), **dass Vectron bis 2022 mit digitalen Produkten im deutschen Gastronomiemarkt einen Marktanteil von rund 10% erreichen kann** (ca. 20.000 Kunden). Einzelne Umsatzquellen könnten monatlich einen Umsatz von jeweils EUR 40-100 (z.B. Zahlung, Reservierung, Bestellung) generieren. Während Vectron den durchschnittlichen monatlichen Umsatz auf EUR 300 oder mehr steigern will, gehen wir von anfänglichen wiederkehrenden Umsätzen von EUR 100 pro Monat (Anstieg auf EUR 140 bis 2022) aus.

Das **Erreichen eines Umsatzes von EUR 100 Mio. und einer mittleren zweistelligen EBIT-Marge bis 2022 würde zu einem deutlichen Bewertungspotenzial** von bis zu EUR 50 je Aktie führen. Wie bereits erwähnt, nehmen wir jedoch eine konservativere Haltung ein und gehen von einem Umsatz von ~EUR 70 Mio. und einer EBIT-Marge von 22% bis 2022 aus (wäre bei einem höheren Anteil an margenstarken digitalen Umsätzen stärker). Auf dem aktuellen Niveau gelten die Aktienkurse aufgrund des Bewertungspotenzials als Kaufgelegenheit. Die **Kaufempfehlung** wird beibehalten, während das **DCF-basierte Kursziel auf EUR 25 steigt**. Neben der Erreichung der Unternehmensziele könnte ein möglicher mittelfristiger Rollout in andere Länder für Aufwärtspotenzial sorgen.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	
Umsatz	27,3	-12,7 %	52,1	0,2 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> Höhere Marketingkosten erklären niedrigere Schätzungen für 2020 Signifikantes Volumen- und Margenpotenzial durch höhere Marktdurchdringung und/oder Durchschnittsumsätze (siehe Tabelle nächste Seite) Marge sollte mit einem höheren Anteil an wiederkehrenden digitalen Umsätzen auf >20% steigen
EBIT	-1,5	n.m.	8,6	-29,8 %	n.a.	n.m.	



Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	17,6 %
6 Monate:	76,7 %
Jahresverlauf:	87,5 %
Letzte 12 Monate:	74,9 %

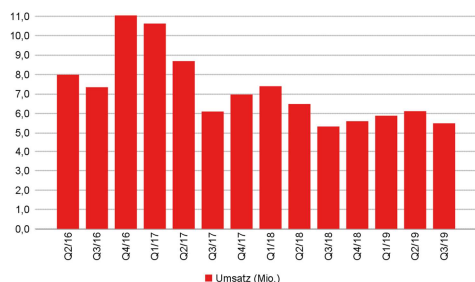
Unternehmenstermine:	
1 Monat:	17,6 %
6 Monate:	76,7 %
Jahresverlauf:	87,5 %
Letzte 12 Monate:	74,9 %

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-22e)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	30,3 %	33,7	32,4	24,8	23,8	52,2	61,3	71,6
Veränd. Umsatz yoy		33,7 %	-4,0 %	-23,3 %	-4,1 %	119,2 %	17,4 %	16,8 %
Rohertragsmarge		54,4 %	56,7 %	53,7 %	56,0 %	56,0 %	57,0 %	58,0 %
EBITDA		3,6	2,3	-3,8	-2,3	6,6	10,5	16,5
Marge		10,7 %	7,0 %	-15,2 %	-9,5 %	12,7 %	17,2 %	23,1 %
EBIT		3,1	1,8	-5,4	-2,9	6,0	9,9	15,9
Marge		9,1 %	5,4 %	-22,0 %	-12,1 %	11,5 %	16,2 %	22,2 %
Nettoergebnis		2,0	1,1	-3,9	-3,1	4,0	6,5	10,6
EPS		1,23	0,16	-0,59	-0,43	0,55	0,89	1,46
EPS adj.		1,23	0,16	-0,59	-0,43	0,55	0,89	1,46
DPS	41,4 %	1,00	0,05	0,05	0,05	0,10	0,15	0,20
Dividendenrendite		9,0 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %
FCFPS		0,23	-0,46	-0,40	-0,54	0,13	0,93	1,26
FCF / MarktKap.		2,1 %	-1,8 %	-2,3 %	-3,3 %	0,8 %	5,6 %	7,6 %
EV / Umsatz		0,3 x	5,0 x	5,2 x	5,0 x	2,3 x	1,8 x	1,5 x
EV / EBITDA		2,9 x	71,4 x	n.a.	n.a.	17,9 x	10,7 x	6,4 x
EV / EBIT		3,4 x	92,2 x	n.a.	n.a.	19,8 x	11,4 x	6,7 x
KGV		9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	29,8 x	18,4 x	11,4 x
KGV ber.		9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	29,8 x	18,4 x	11,4 x
FCF Potential Yield		21,8 %	0,9 %	-1,8 %	-2,1 %	3,8 %	6,4 %	10,7 %
Nettoverschuldung		-7,2	-1,7	1,2	0,5	-0,1	-6,1	-14,1
ROCE (NOPAT)		29,8 %	11,2 %	n.a.	n.a.	30,8 %	46,5 %	71,7 %
Guidance:		2020: Umsatz > EUR 50 Mio.; niedrig 2-stellige EBIT Marge						

2022 potential	Base Case*	High Case**	Blue Sky
# avg. of digital customers	19.200	25.000	35.000
Average monthly sales	140	200	300
Sales digital products (EUR k)	32.256	60.000	126.000
Gross margin digital sales	59%	69%	75%
Sales classic POS (final upgrades)	39.361	40.000	30.000
Gross margin hardware sales	58%	58%	58%
Total sales	71.617	100.000	156.000
Total gross profit margin	41.860 58%	64.600 65%	111.900 72%
EBIT potential margin	16.260 23%	36.500 37%	78.800 51%

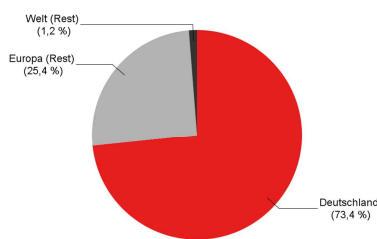
* reflects WR estimates; ** should mirror Vectron's assumptions (no details provided)

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



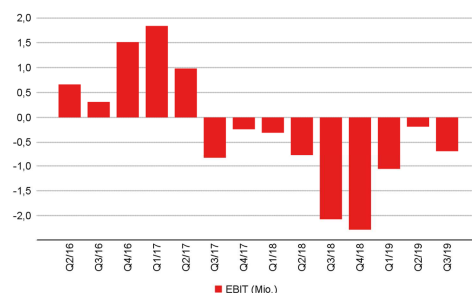
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

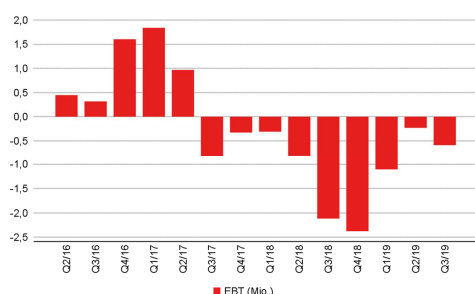
Unternehmenshintergrund

- Vectron ist ein führender Anbieter von Kassensystemen. Die Produkte sind vom 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 aufrechterhalten zu können.
- Seit Ende 2013 adressiert Vectron mit einfacheren Systemen (Zweitmarke Duratec) auch untere Marktsegmente und weitere Auslandsmärkte

Wettbewerbsqualität

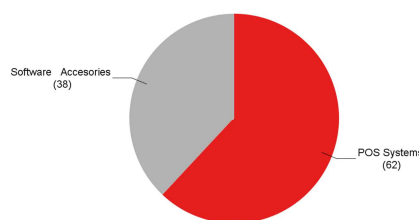
- In den Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei, geprägt durch eine atomistische Kundenstruktur, werden Faktoren wie eine hohe Zuverlässigkeit, einfache Bedienung und geringe Folgekosten (Wartung/Support) nachgefragt.
- Dies erklärt die hohe Penetrationsrate der proprietären Kassensysteme. Da große Kassenhersteller 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



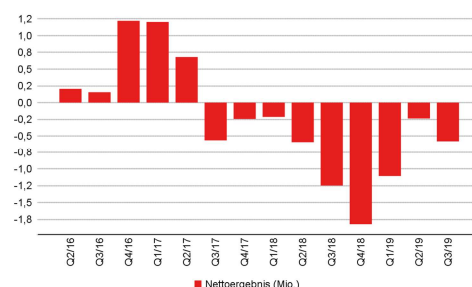
Quelle: Warburg Research

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
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	
Umsatz	23,8	52,2	61,3	71,1	61,2	70,9	77,3	82,7	88,5	93,0	97,6	102,5	104,3	
Umsatzwachstum	-4,1 %	119,2 %	17,4 %	16,0 %	-14,0 %	16,0 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	1,8 %	1,8 %
EBIT	-2,9	6,0	9,9	15,6	12,8	15,6	17,0	18,2	19,5	20,4	21,5	22,5	22,9	
EBIT-Marge	-12,1 %	11,5 %	16,2 %	22,0 %	21,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	
Steuerquote (EBT)	0,0 %	31,0 %	31,0 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	30,5 %	
NOPAT	-2,9	4,1	6,8	10,9	8,9	10,8	11,8	12,7	13,5	14,2	14,9	15,7	15,9	
Abschreibungen	0,6	0,6	0,6	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	
Abschreibungsquote	2,6 %	1,2 %	1,0 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
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	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	4,3	-0,2	1,3	-2,6	0,8	0,0	0,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,3	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	
Investitionsquote	2,4 %	1,1 %	0,9 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
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)	-3,7	-0,1	7,1	9,6	11,5	10,1	11,9	12,6	12,7	13,5	14,2	14,9	15,7	16
Barwert FCF	-3,8	-0,1	6,3	7,8	8,8	7,1	7,7	7,6	7,1	7,0	6,8	6,6	6,4	105
Anteil der Barwerte	1,31 %			40,44 %										58,24 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	7,00 %	Finanzielle Stabilität	1,10
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,35
		Sonstiges	1,30
WACC	7,98 %	Beta	1,25

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031e	75		
Terminal Value	105		
Zinstr. Verbindlichkeiten	13		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	2		
Liquide Mittel	12	Aktienzahl (Mio.)	7,3
Eigenkapitalwert	181	Wert je Aktie (EUR)	24,98

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
1,45	9,0 %	20,03	20,36	20,71	21,09	21,49	21,92	22,38	1,45	9,0 %	19,45	20,00	20,54	21,09	21,63	22,17	22,72
1,35	8,5 %	21,61	22,01	22,43	22,88	23,37	23,90	24,47	1,35	8,5 %	21,13	21,71	22,30	22,88	23,47	24,05	24,64
1,30	8,2 %	22,48	22,92	23,39	23,89	24,43	25,02	25,66	1,30	8,2 %	22,06	22,67	23,28	23,89	24,50	25,11	25,72
1,25	8,0 %	23,42	23,90	24,42	24,98	25,58	26,24	26,95	1,25	8,0 %	23,07	23,71	24,34	24,98	25,61	26,24	26,88
1,20	7,7 %	24,43	24,96	25,53	26,16	26,83	27,57	28,37	1,20	7,7 %	24,17	24,83	25,49	26,16	26,82	27,48	28,14
1,15	7,5 %	25,52	26,11	26,75	27,44	28,20	29,03	29,94	1,15	7,5 %	25,37	26,06	26,75	27,44	28,13	28,82	29,51
1,05	7,0 %	27,98	28,71	29,51	30,38	31,35	32,41	33,59	1,05	7,0 %	28,10	28,86	29,62	30,38	31,14	31,90	32,66

- 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	2019e	2020e	2021e	2022e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,0	1,1	-3,9	-3,1	4,0	6,7	10,8	
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,5	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	2,3	1,4	-2,3	-2,6	4,5	7,2	11,4	
FCF Potential Yield (on market EV)	21,8 %	0,9 %	-1,8 %	-2,1 %	3,8 %	6,4 %	10,7 %	
WACC	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	7,98 %	
= Enterprise Value (EV)	10,6	161,4	128,5	119,6	119,0	113,0	106,4	
= Fair Enterprise Value	29,0	17,2	n.a.	n.a.	56,7	90,5	142,3	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,1	-6,1	-14,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- 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	28,4	16,7	n.a.	n.a.	56,8	96,6	156,5	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,6	6,6	6,6	7,2	7,3	7,3	7,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	17,77	2,53	n.a.	n.a.	7,82	13,30	21,55	
Premium (-) / Discount (+) in %					-52,3 %	-18,9 %	29,8 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,98 %	2,83	1,65	n.a.	n.a.	5,69	9,90	16,20
	9,98 %	3,12	1,82	n.a.	n.a.	6,26	10,80	17,62
	8,98 %	3,47	2,03	n.a.	n.a.	6,95	11,91	19,37
WACC	7,98 %	3,92	2,30	n.a.	n.a.	7,82	13,30	21,55
	6,98 %	4,49	2,64	n.a.	n.a.	8,94	15,09	24,36
	5,98 %	5,25	3,09	n.a.	n.a.	10,44	17,47	28,10
	4,98 %	6,32	3,72	n.a.	n.a.	12,53	20,80	33,35

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

Wertermittlung							
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
KBV	1,2 x	11,4 x	12,6 x	10,3 x	8,0 x	5,8 x	4,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,75	1,94	1,51	1,57	2,02	2,82	4,12
EV / Umsatz	0,3 x	5,0 x	5,2 x	5,0 x	2,3 x	1,8 x	1,5 x
EV / EBITDA	2,9 x	71,4 x	n.a.	n.a.	17,9 x	10,7 x	6,4 x
EV / EBIT	3,4 x	92,2 x	n.a.	n.a.	19,8 x	11,4 x	6,7 x
EV / EBIT adj.*	3,4 x	92,2 x	n.a.	n.a.	19,8 x	11,4 x	6,7 x
Kurs / FCF	48,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	124,7 x	17,7 x	13,2 x
KGV	9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	29,8 x	18,4 x	11,4 x
KGV ber.*	9,1 x	154,5 x	n.a.	n.a.	29,8 x	18,4 x	11,4 x
Dividendenrendite	9,0 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	21,8 %	0,9 %	-1,8 %	-2,1 %	3,8 %	6,4 %	10,7 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	33,7	32,4	24,8	23,8	52,2	61,3	71,6
Veränd. Umsatz yoy	33,7 %	-4,0 %	-23,3 %	-4,1 %	119,2 %	17,4 %	16,8 %
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	23,8	52,2	61,3	71,6
Materialaufwand	15,4	14,6	11,7	10,5	23,0	26,4	30,1
Rohrertrag	18,4	18,4	13,3	13,3	29,2	34,9	41,5
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>54,4 %</i>	<i>56,7 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>56,0 %</i>	<i>56,0 %</i>	<i>57,0 %</i>	<i>58,0 %</i>
Personalaufwendungen	8,6	9,7	10,2	9,2	10,9	11,6	12,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,6	7,0	7,4	6,9	12,3	13,5	13,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	3,6	2,3	-3,8	-2,3	6,6	10,5	16,5
<i>Marge</i>	<i>10,7 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>-15,2 %</i>	<i>-9,5 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>23,1 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITA	3,3	1,9	-4,2	-2,7	6,2	10,1	16,1
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	-2,9	6,0	9,9	15,9
<i>Marge</i>	<i>9,1 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>-22,0 %</i>	<i>-12,1 %</i>	<i>11,5 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>22,2 %</i>
EBIT adj.	3,1	1,8	-5,4	-2,9	6,0	9,9	15,9
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	-3,1	5,8	9,7	15,7
<i>Marge</i>	<i>8,8 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>-22,6 %</i>	<i>-13,0 %</i>	<i>11,1 %</i>	<i>15,9 %</i>	<i>21,9 %</i>
Steuern gesamt	1,0	0,6	-1,7	0,0	1,8	3,0	4,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,0	1,1	-3,9	-3,1	4,0	6,7	10,8
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	-3,1	4,0	6,7	10,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Nettoergebnis	2,0	1,1	-3,9	-3,1	4,0	6,5	10,6
<i>Marge</i>	<i>5,8 %</i>	<i>3,3 %</i>	<i>-15,6 %</i>	<i>-13,0 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>14,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,6	6,6	6,6	7,2	7,3	7,3	7,3
EPS	1,23	0,16	-0,59	-0,43	0,55	0,89	1,46
EPS adj.	1,23	0,16	-0,59	-0,43	0,55	0,89	1,46

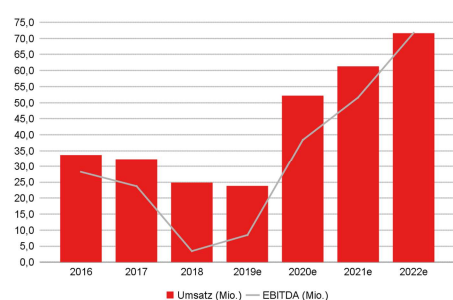
*Adjustiert um:

Guidance: 2020: Umsatz > EUR 50 Mio.; niedrig 2-stellige EBIT Marge

Kennzahlen

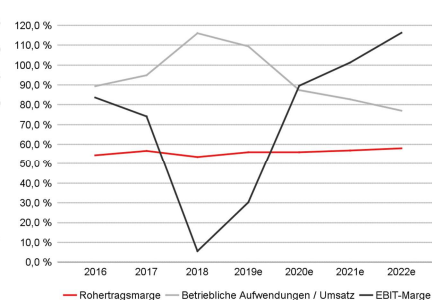
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,4 %	95,0 %	116,1 %	109,5 %	87,3 %	82,8 %	76,9 %
Operating Leverage	1,5 x	10,9 x	n.a.	11,5 x	n.a.	3,7 x	3,6 x
EBITDA / Interest expenses	37,2 x	14,9 x	n.m.	n.m.	33,2 x	52,7 x	82,7 x
Steuerquote (EBT)	33,8 %	35,3 %	31,0 %	0,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	81,5 %	30,7 %	n.m.	n.m.	18,1 %	16,2 %	13,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	235.783	203.667	190.962	183.146	401.538	471.538	550.900

Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



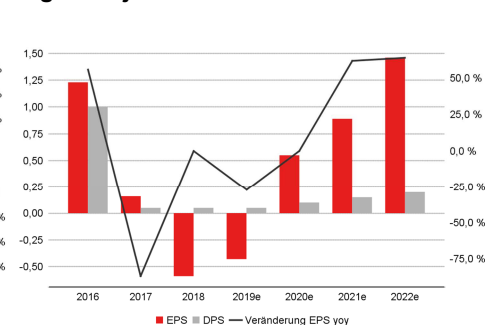
Quelle: Warburg Research

Operative Performance in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie

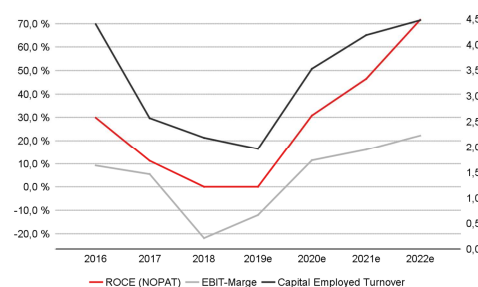


Quelle: Warburg Research

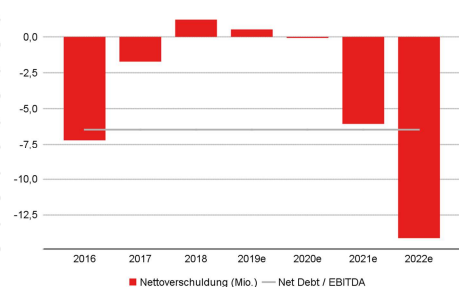
Bilanz							
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	1,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon übrige imm. VG	0,4	1,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Finanzanlagen	0,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	2,1	4,0	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
Vorräte	4,8	7,6	5,8	6,0	7,5	6,5	6,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,9	3,3	2,3	3,3	7,2	8,4	9,8
Liquide Mittel	11,7	5,5	11,6	12,2	12,8	18,8	26,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,2	1,1	2,7	2,7	1,1	1,1	1,1
Umlaufvermögen	22,5	17,5	22,3	24,2	28,6	34,8	44,3
Bilanzsumme (Aktiva)	24,6	21,5	24,9	26,7	31,1	37,3	46,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,6	6,6	6,6	7,3	7,3	7,3	7,3
Kapitalrücklage	10,3	5,4	5,4	9,7	9,7	9,7	9,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	-3,4	0,2	6,0	15,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,9	2,3	-1,9	-2,0	-2,4	-2,3	-2,4
Buchwert	14,9	14,3	10,1	11,6	14,9	20,7	30,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	14,9	14,3	10,1	11,6	14,9	20,7	30,1
Rückstellungen gesamt	3,2	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	12,8	12,8	12,8	12,8
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,5	1,4	0,6	1,0	2,1	2,5	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Verbindlichkeiten	9,7	7,2	14,7	15,1	16,2	16,6	16,5
Bilanzsumme (Passiva)	24,6	21,5	24,9	26,7	31,1	37,3	46,7

Kennzahlen							
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,8 x	3,2 x	3,1 x	2,7 x	4,0 x	4,8 x	5,0 x
Capital Employed Turnover	4,4 x	2,6 x	2,2 x	2,0 x	3,5 x	4,2 x	4,5 x
ROA	95,4 %	27,2 %	-151,1 %	-122,3 %	161,4 %	265,1 %	441,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	29,8 %	11,2 %	n.a.	n.a.	30,8 %	46,5 %	71,7 %
ROE	17,4 %	7,4 %	-31,7 %	-28,4 %	30,3 %	36,4 %	41,8 %
Adj. ROE	17,4 %	7,4 %	-31,7 %	-28,4 %	30,3 %	36,4 %	41,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-7,2	-1,7	1,2	0,5	-0,1	-6,1	-14,1
Nettofinanzverschuldung	-7,2	-1,7	1,2	0,5	-0,1	-6,1	-14,1
Net Gearing	-48,5 %	-12,1 %	11,9 %	4,4 %	-0,5 %	-29,3 %	-46,9 %
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	1,6	2,0	2,9	4,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,8	1,9	1,5	1,6	2,0	2,8	4,1

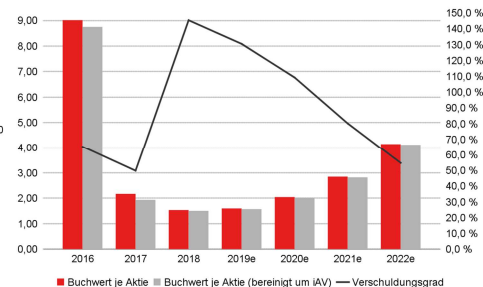
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

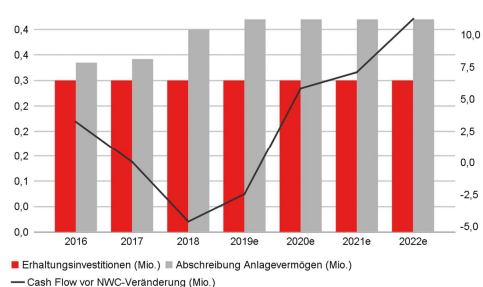
Cash flow

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,0	1,1	-3,9	-3,1	4,0	6,5	10,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,4	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	0,0	1,2	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	3,3	0,0	-4,6	-2,5	5,8	7,1	11,2
Veränderung Vorräte	-1,0	-2,9	1,8	-0,2	-1,5	1,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,5	1,6	1,0	-1,0	-3,9	-1,2	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	-0,8	0,4	1,1	0,4	-0,1
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	-0,8	-4,3	0,2	-1,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,8	-1,5	-2,3	-3,3	1,5	7,3	9,7
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-0,4	-2,4	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-3,3	-0,6	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,7	-1,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,7	-1,1
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	5,9	0,0	0,0	4,9	0,0	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	4,6	-0,4	-0,7	-1,1
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	2,2	-6,1	6,0	0,7	0,6	6,0	8,1
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	12,2	12,8	18,8	26,9

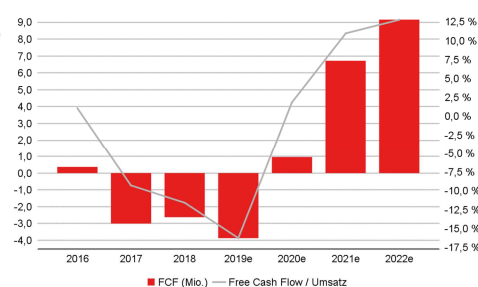
Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Kapitalfluss							
FCF	0,4	-3,0	-2,6	-3,9	1,0	6,7	9,2
Free Cash Flow / Umsatz	1,1 %	-9,3 %	-11,6 %	-16,3 %	1,8 %	11,0 %	12,8 %
Free Cash Flow Potential	2,3	1,4	-2,3	-2,6	4,5	7,2	11,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	18,6 %	-279,6 %	74,4 %	125,6 %	23,8 %	103,7 %	86,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	0,7 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,6 %	3,7 %	2,5 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,2 %	4,7 %	2,3 %	2,4 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,3 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %
CAPEX / Abschreibungen	78,6 %	300,2 %	34,5 %	93,5 %	93,5 %	93,5 %	93,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,7 %	27,3 %	34,1 %	33,1 %	20,0 %	20,4 %	18,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	336,9 %	228,8 %	375,5 %	330,0 %	342,9 %	336,0 %	408,3 %
Vorratumschlag	3,2 x	1,9 x	2,0 x	1,7 x	3,1 x	4,1 x	4,6 x
Receivables collection period (Tage)	53	37	33	51	50	50	50
Payables payment period (Tage)	34	36	19	35	33	35	29
Cash conversion cycle (Tage)	131	191	196	225	136	105	100

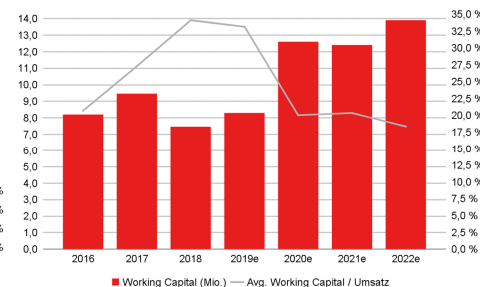
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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-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.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 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)
Vectron Systems AG	3, 4, 5, 6	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	118	58
Halten	74	37
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	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	77
Halten	8	19
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	43	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VECTRON SYSTEMS AG] AM [03.12.2019]



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 Rüschemier +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 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

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

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
Sales Trading jwalter@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