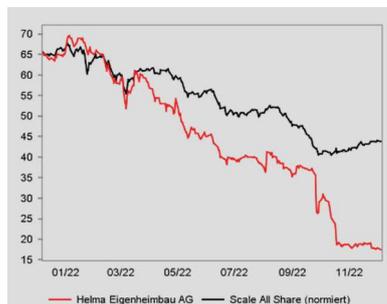


Buy EUR 37,50 (EUR 55,00) Kurs EUR 17,45 Upside 114,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 37,54	Warburg ESG Risiko Score: 2,3 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 2,8 Markt Liquidität Score: 1,0	Beschreibung: Dienstleister im Eigenheimbau (massiv) und für Ferienimmobilien
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 69,8 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 270,1 Freefloat MC: 48,8 Ø Trad. Vol. (30T): 108,28 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 69,90 % Karl-Heinz Maerzke 29,80 % Management board 0,30 %	Kennzahlen (WRre): 2022e Beta: 1,7 KBV: 0,6 x EK-Quote: 29 % Net Fin. Debt / EBITDA: 24,3 x Net Debt / EBITDA: 24,3 x

Gegenwind durch mangelhafte Überwachung der Bauqualität und Makroumfeld

- Helma zweite Prognoseanpassung innerhalb von zwei Monaten wurde notwendig, da das neue Management die Folgekosten durch die Insolvenz des Haupt-Generalunternehmers der Helma Ferienimmobilien GmbH, der Natura-Holzbau GmbH, umfassender bewertet hat. Die massive Reduzierung der EBT-Prognose in zwei Schritten von EUR 30 Mio. auf einen mittleren einstelligen Millionenbetrag ist nach Unternehmensangaben auf folgende Faktoren zurückzuführen:
- Erstens muss das Unternehmen bestehende Verträge mit dem insolventen Generalunternehmer Natura-Hausbau GmbH durch neue Subunternehmer ersetzen oder direkt mit den Subunternehmern des insolventen Unternehmens verhandeln. Die Bedeutung dieser Insolvenz für Helma Ferienimmobilien war schwerwiegender als wir erwartet hatten, da das Unternehmen für den Bau mehrerer weiterer Entwicklungsprojekte wie in Büsum, Tossens und Burhave sowie für das Großprojekt von Helma in Olpenitz verantwortlich war, was das Klumpenrisiko von Helma in den letzten Jahren erhöht hat.
- Zweitens wird die Insolvenz dieses Generalunternehmers auch zu Vertragsstrafen für die spätere Übergabe und Fertigstellung von bereits verkauften Einheiten führen (WRre: Olpenitz und Büsum). Dies hat das Unternehmen auch bei der Senkung seiner Umsatzprognose für 2022 (auf das untere Ende des angepassten Zielkorridors von EUR 300-320 Mio. im Vergleich zu EUR 360 Mio. zuvor) aufgrund der erwarteten Verzögerungen im Bauprozess berücksichtigt.
- Drittens führt die geringere Qualität einiger bereits gebauter bzw. noch im Bau befindlicher Haustypen, vor allem in Olpenitz, zu steigenden Gewährleistungsansprüchen, die das neue Management in einer intensiven Prüfung zu bewältigen hat. Schwierige Wetterbedingungen an den Küstenstandorten von Helma an Nord- und Ostsee wurden möglicherweise nicht ausreichend berücksichtigt, was zu Gewährleistungsansprüchen der Kunden führen würde.
- Vor diesem Hintergrund und da das neue Management keine Angaben zur Aufschlüsselung der möglichen Belastung durch diese Faktoren gemacht hat, haben wir eine Plausibilitätsprüfung der beiden Prognoseanpassungen von Helma vorgenommen:
 - Die Hauptgründe für die Senkung der Prognose im September (EBT von EUR 30 Mio. auf EUR 20 Mio.) dürften die erwähnten höheren Kosten für die Fertigstellung bestehender Projekte und in geringerem Maße die notwendige Strafzahlung für Verzögerungen bei der Schlüsselübergabe gewesen sein. *(Fortsetzung auf der nächsten Seite)*

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	
Umsatz	304,6	0,0 %	297,0	-12,8 %	343,1	-26,0 %	<ul style="list-style-type: none"> Wir haben unsere Schätzungen für die Zukunft gesenkt, um deutlich höhere Gewährleistungen in den Jahren 2022 und 2023 sowie eine geringere Umsatzentwicklung zu berücksichtigen. Der Umsatzrückgang wird durch a) eine schwächere Nachfrage, b) einige selektive Veräußerungen von Standorten und c) einen späteren, opportunistischen Beginn der Vertriebsphase für mehrere Projekte bedingt sein (das frühere Management gab im August an, dass die Vertriebsphase für fast 1.000 Einheiten innerhalb der nächsten 18 Monate beginnen sollte). Der Schwerpunkt wird auf der Cashflow-Entwicklung liegen, da das Unternehmen rund ein Drittel seiner Schuldscheine im Jahr 2023 refinanzieren muss (WRre: EUR 35,5 Mio.).
EBT	19,6	-76,7 %	20,4	-53,1 %	27,5	-44,4 %	
Nettoergebnis	13,2	-76,9 %	14,0	-53,2 %	18,8	-44,5 %	



Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-6,2 %
6 Monate:	-39,4 %
Jahresverlauf:	-39,6 %
Letzte 12 Monate:	-41,1 %

Unternehmenstermine:	

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	-8,5 %	253,3	263,2	274,0	331,5	304,6	258,9	253,8
Veränd. Umsatz yoy		-5,0 %	3,9 %	4,1 %	21,0 %	-8,1 %	-15,0 %	-2,0 %
Rohmarge adj.	2,3 %	23,8 %	24,5 %	24,1 %	24,7 %	22,1 %	24,9 %	26,4 %
EBITDA	-14,5 %	23,8	25,2	24,8	30,6	8,3	13,5	19,2
EBIT	-16,3 %	21,8	22,8	22,2	27,9	5,5	10,7	16,4
Marge		8,6 %	8,7 %	8,1 %	8,4 %	1,8 %	4,1 %	6,4 %
EBT		21,2	23,6	22,5	27,3	4,6	9,6	15,3
Nettoergebnis	-17,8 %	14,5	16,1	15,4	18,8	3,0	6,5	10,4
EPS	-17,7 %	3,62	4,04	3,84	4,69	0,76	1,63	2,61
EPS adj.	-17,7 %	3,62	4,04	3,84	4,69	0,76	1,63	2,61
DPS	-8,9 %	1,30	1,85	1,54	1,72	0,75	1,20	1,30
Dividendenrendite		3,5 %	4,9 %	4,2 %	2,9 %	4,3 %	6,9 %	7,4 %
FCFPS		-0,25	-1,44	-2,99	-0,46	5,48	4,07	2,71
FCF / MarktKap.		-0,7 %	-3,8 %	-8,1 %	-0,8 %	31,4 %	23,3 %	15,5 %
EV / Umsatz		1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x
EV / EBITDA		12,9 x	13,0 x	14,0 x	14,5 x	32,7 x	19,4 x	13,6 x
EV / EBIT		14,1 x	14,4 x	15,6 x	16,0 x	49,5 x	24,5 x	15,9 x
KGV		10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	23,0 x	10,7 x	6,7 x
KGV ber.		10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	23,0 x	10,7 x	6,7 x
FCF Potential Yield		5,1 %	5,0 %	4,7 %	4,7 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %
Nettoverschuldung		159,3	175,7	199,1	211,7	200,3	192,0	190,4
ROCE (NOPAT)		6,0 %	5,8 %	5,1 %	5,9 %	1,1 %	2,3 %	3,5 %
Guidance:	in Mio. EUR: 2022 Umsatz unteres Ende v. 300-320, EBT mid-single-digit million;							

Unser Check: Beim Kernprojekt von Helma Ferienimmobilien in Olpenitz sind bei einer Bauzeit von 7-8 Jahren insgesamt ~1.390 Einheiten geplant worden, von denen nach Angaben des Unternehmens bereits 50% fertiggestellt sind. In Büsum an der Nordseeküste hat Helma 130 Einheiten im Bau, und in Burhave, ebenfalls an der Nordsee, hat Helma 167 Einheiten geplant, die sich teilweise bereits in der Vermarktungsphase befinden. Über die Anzahl der Einheiten in Tossens (Nordsee) konnten wir keine genauen Angaben finden, aber das Projekt könnte ~80-100 Einheiten umfassen. Somit dürfte sich die Anzahl der Einheiten in den betroffenen Projekten auf fast 1.800 belaufen.

Nach Angaben des Managements befanden sich zum Zeitpunkt der Insolvenz des Generalunternehmers Natura-Holzbau ca. 250 Einheiten (Projekte Olpenitz und Nordsee) in der Bauphase. Geht man von der gleichen durchschnittlichen Verkaufspreisschätzung für die Helma Ferienimmobilien GmbH aus wie für die Helma-Pipeline (EUR ~441.000), könnte ein Umsatzvolumen von ~EUR 110 Mio. betroffen sein, was die Prognosekürzung von EUR 40-60 Mio. für das Umsatzvolumen nachvollziehbar macht.

Für die von Helma Ferienimmobilien verkauften Einheiten sollte die durchschnittliche Rohertragsmarge mindestens ~30% (WRe) betragen, was über dem Wert des Helma-Konzerns von 24,7% (2021) liegt und bei dem genannten Umsatzvolumen von EUR 110 Mio. zu Baukosten von EUR 77 Mio. führen würde. Da sich die betroffenen Einheiten (~250) bereits im Bau befanden, dürften die verbleibenden Baukosten geringer sein (WRe: 40-60%). Unter der Annahme einer 20%igen Kostensteigerung für die zur Fertigstellung des Baus notwendigen Arbeiten führt dies zu Mehrkosten von EUR 7,7 Mio. (WRe). In Kombination mit den erwarteten Strafzahlungen (WRe: EUR 1,25 Mio. bzw. EUR 5.000 pro Einheit) für die spätere Übergabe und Fertigstellung der verkauften Einheiten, einer gewissen Umsatzverschiebung in das Jahr 2023 und einem Managementpuffer war das Ausmaß der Prognosekürzung im September unseres Erachtens plausibel. Darüber hinaus könnte der Gegenwind beim Auftragseingang auch in der ersten Prognose enthalten gewesen sein, wurde aber nicht quantifiziert.

- b) Die zweite EBT-Kürzung um weitere EUR 15 Mio. im November dürfte eher durch Gewährleistungen für bereits fertiggestellte Einheiten und die Reparatur von Einheiten in der laufenden Bauphase (WRe: insgesamt ~1.000) getrieben worden sein, was ein deutlicher Hinweis auf Mängel in der Qualitätsüberwachung durch Helma Ferienimmobilien wäre. Geht man von notwendigen Gewährleistungen für etwa zwei Drittel (~650) der betroffenen Einheiten aus, so ergibt sich eine geschätzte Belastung von EUR 23.000 pro Einheit bzw. ~5-7% des Verkaufspreises. Dies sieht auf den ersten Blick überschaubar aus und das Management könnte bei der Bewertung einer möglichen Belastung einen konservativen Ansatz (Kitchen Sinking) wählen.

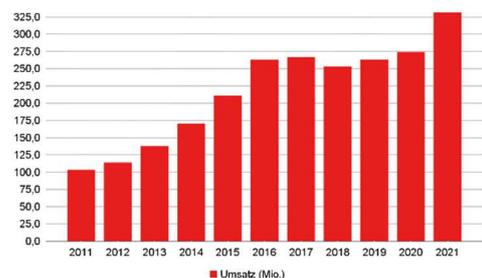
Das Management hat jedoch keine Einzelheiten oder eine Aufschlüsselung der Belastung bekannt gegeben. Außerdem sind die Auswirkungen der Verschlechterung des Marktumfelds nicht sichtbar, was die Transparenz der bereinigten operativen Leistung verringert. Aus diesem Grund berücksichtigen wir eine zusätzliche Belastung von EUR 5 Mio. im Jahr 2023 für zusätzliche Gewährleistungskosten.

- Helmas Cash-Position von EUR 20 Mio. zum Ende von H1/22 und die Eigenkapitalquote von 30% sind solide Bilanzkennzahlen. Dennoch dürfte Helma den Fokus auf die Cashflow-Entwicklung legen, da das Unternehmen rund ein Drittel seiner Schuldscheine im Jahr 2023 refinanzieren muss (WRe: EUR 35,5 Mio.). Es wäre daher sinnvoll, einige Standorte opportunistisch zu veräußern, um die Cash-Position zu stärken bzw. die Verschuldung zu reduzieren, was insbesondere vor der notwendigen Refinanzierung besagter Schuldscheindarlehen mit einem Volumen von EUR 35,5 Mio. in H2/2023 günstig wäre. Zudem sind die von Helma geschätzten stillen Reserven (WRe: EUR 120-150 Mio.) im bestehenden Standortportfolio in der aktuellen Marktkapitalisierung von nur EUR 72 Mio. nicht berücksichtigt. Eine Veräußerung, selbst zu reduzierten Marktwerten, sollte einen bedeutenden Buchgewinn ermöglichen, da diese Standorte seit durchschnittlich fünf Jahren zu Anschaffungskosten in der Bilanz von Helma stehen.

Fazit: Unsere aktualisierten Annahmen führen zu einem fairen Wert von EUR 37,50 je Aktie auf der Grundlage unseres DCF-Modells. Die Reduzierung von EUR 55 ist zurückzuführen auf a) eine deutliche Senkung der Schätzungen, b) ein höheres Beta von 1,7 (zuvor 1,6) aufgrund geringerer Transparenz und c) höhere kalkulierte Fremdkapitalkosten. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Helma-Konzern angesichts der bedeutenden stillen Reserven in Helmas Standortportfolio profitabel bleiben wird. Mit einem Aufwärtspotenzial von mehr als 100% zu unserem geschätzten fairen Wert bestätigen wir daher unsere Kaufempfehlung.

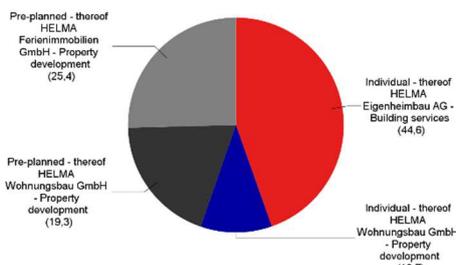
Die Eigenkapitalquote von 30% erscheint im Vergleich zu den Wettbewerbern grundsollide. Da die Bauqualität in den anderen Helma-Töchtern Helma Eigenheimbau und Helma Wohnungsbau nicht von den Problemen bei Helma Ferienimmobilien betroffen war, sollte Helma von einem guten Auftragsbestand von EUR 383 Mio. (H1/22) in H2 und 2023 und 2024 profitieren. Eine konsequente und zügige Lösung der bestehenden Qualitätsprobleme bei Helma Ferienimmobilien sollte Helma wieder auf einen profitablen Wachstumspfad bringen, auch unterstützt durch eine Erholung der makroökonomischen Daten und den Beginn der angekündigten staatlichen Unterstützung für die Finanzierungskosten von Neubauten.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



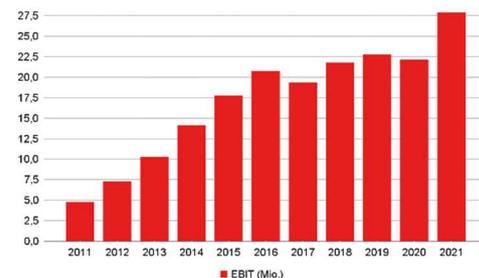
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang nach Segmenten
2021; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

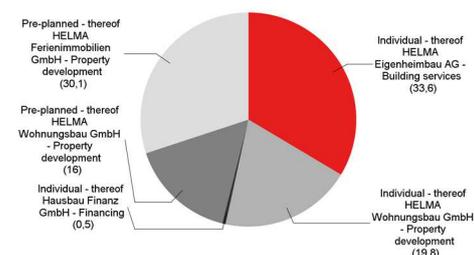
Unternehmenshintergrund

- Baudienstleister für individualisierbare Eigenheime in Massivbauweise im Geschäftsbereich HELMA Eigenheimbau.
- Fokus auf Produktentwicklung, Vertrieb, Planung und Bauregie. Bauausführung übernehmen Subunternehmen
- Über die HELMA Wohnungsbau GmbH erwirbt HELMA in der Funktion als Bauträger größere Baugebiete mit bis zu 250 Bauplätzen. Der regionale Fokus liegt auf Metropolregionen wie z.B. Berlin, Hamburg, Hannover und München.
- Seit Anfang 2011 werden über die Tochter HELMA Ferienimmobilien Ferienhäuser und -wohnungen an der Nord- und Ostseeküste, an attraktiven Seenlagen sowie im Mittelgebirge in Deutschland entwickelt und vertrieben.

Wettbewerbsqualität

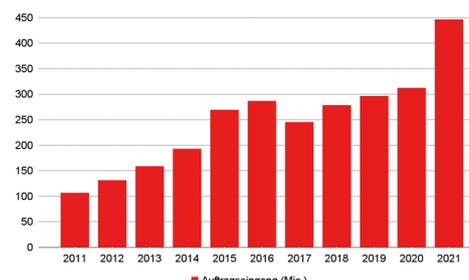
- Individualisierung ohne Mehrpreis: HELMA-Eigenheime zeichnen sich besonders durch viele individuelle Gestaltungsmöglichkeiten aus, die keine Preiserhöhung verursachen.
- Hohe Kompetenz im Zukunftsmarkt Energiesparhäuser: HELMA bietet eine umfangreiche Palette an Energiesparhäusern wie z.B. das KfW 55 EE als Mindeststandard.
- Leistungsfähiges Vertriebskonzept: Die bundesweit 35 HELMA-Musterhäuser werden von den ca. 80 freien Handelsvertretern als Point of Sale genutzt.
- Erweiterung des Geschäftsmodells um den Geschosswohnungsbau in Metropolregionen rundet die Angebotspalette ab
- Erfolgreiche Entwicklung des Bauträgergeschäfts im Bereich Ferienimmobilien seit 2011. Sukzessive Ausweitung der Marktpositionierung ermöglicht attraktives Wachstum.

Umsatz nach Bereichen
2021 in %



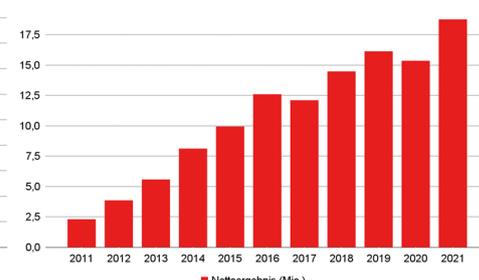
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang
in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	304,6	258,9	253,8	274,1	296,0	319,7	338,8	355,8	373,6	384,8	392,5	400,3	408,3	
Umsatzwachstum	-8,1 %	-15,0 %	-2,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	5,5	10,7	16,4	19,2	23,7	25,6	27,1	28,5	29,9	30,8	31,4	32,0	32,7	
EBIT-Marge	1,8 %	4,1 %	6,4 %	7,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	
Steuerquote (EBT)	32,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	
NOPAT	3,7	7,3	11,2	13,1	16,2	17,5	18,6	19,5	20,5	21,1	21,5	21,9	22,4	
Abschreibungen	2,8	2,8	2,8	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	
Abschreibungsquote	0,9 %	1,1 %	1,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	
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	-14,0	-6,4	3,0	9,8	12,6	12,4	15,3	15,6	12,5	4,6	0,5	0,3	0,2	
- Investitionen	3,2	3,4	3,4	2,5	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	
Investitionsquote	1,1 %	1,3 %	1,3 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	
- 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)	17,3	13,1	7,6	3,1	3,3	4,8	2,9	3,6	7,6	16,1	20,7	21,2	21,8	18
Barwert FCF	18,2	13,1	7,1	2,7	2,8	3,8	2,2	2,5	5,1	10,2	12,4	12,0	11,7	258
Anteil der Barwerte	10,60 %			18,09 %										71,31 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	70,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	3,1 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	5,79 %	Beta	1,70

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	104		
Terminal Value	258		
Zinstr. Verbindlichkeiten	234		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	150	Wert je Aktie (EUR)	37,54

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
2,31	6,8 %	11,58	13,46	15,52	17,81	20,34	23,17	26,35	2,31	6,8 %	-0,95	5,30	11,56	17,81	24,06	30,31	36,56
2,00	6,3 %	18,44	20,85	23,52	26,50	29,85	33,64	37,97	2,00	6,3 %	5,66	12,61	19,55	26,50	33,44	40,39	47,33
1,85	6,0 %	22,43	25,17	28,23	31,67	35,56	40,01	45,12	1,85	6,0 %	9,60	16,96	24,31	31,67	39,03	46,38	53,74
1,70	5,8 %	26,87	30,01	33,54	37,54	42,10	47,35	53,47	1,70	5,8 %	14,07	21,89	29,72	37,54	45,36	53,19	61,01
1,55	5,5 %	31,85	35,47	39,57	44,25	49,65	55,93	63,34	1,55	5,5 %	19,19	27,54	35,90	44,25	52,61	60,96	69,32
1,40	5,3 %	37,45	41,66	46,47	52,01	58,45	66,06	75,16	1,40	5,3 %	25,10	34,07	43,04	52,01	60,97	69,94	78,91
1,09	4,8 %	51,09	56,92	63,72	71,74	81,34	93,03	107,60	1,09	4,8 %	40,16	50,69	61,21	71,74	82,27	92,80	103,32

■ ...

Wertermittlung							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	1,5 x	1,4 x	1,3 x	1,8 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	23,65	26,30	28,29	31,48	30,57	31,11	32,36
EV / Umsatz	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x
EV / EBITDA	12,9 x	13,0 x	14,0 x	14,5 x	32,7 x	19,4 x	13,6 x
EV / EBIT	14,1 x	14,4 x	15,6 x	16,0 x	49,5 x	24,5 x	15,9 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	14,0 x	14,9 x	14,8 x	36,2 x	23,0 x	15,2 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,2 x	4,3 x	6,4 x
KGV	10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	23,0 x	10,7 x	6,7 x
KGV ber.*	10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	23,0 x	10,7 x	6,7 x
Dividendenrendite	3,5 %	4,9 %	4,2 %	2,9 %	4,3 %	6,9 %	7,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	5,1 %	5,0 %	4,7 %	4,7 %	2,0 %	3,5 %	5,0 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Auftragseingang	278,6	296,5	312,5	446,6	329,0	249,9	269,6
Gesamtleistung	279,0	273,0	310,3	355,7	314,6	268,9	263,8
Materialaufwand	217,1	207,8	241,7	272,2	247,2	204,6	196,7
Rohmarge adj.	23,8 %	24,5 %	24,1 %	24,7 %	22,1 %	24,9 %	26,4 %
Auftragsbestand	n.a.						

GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	253,3	263,2	274,0	331,5	304,6	258,9	253,8
Veränd. Umsatz yoy	-5,0 %	3,9 %	4,1 %	21,0 %	-8,1 %	-15,0 %	-2,0 %
Bestandsveränderungen	n.a.						
Aktivierete Eigenleistungen	n.a.						
Gesamtleistung	279,0	273,0	310,3	355,7	314,6	268,9	263,8
Materialaufwand	217,1	207,8	241,7	272,2	247,2	204,6	196,7
Rohertrag	61,9	65,3	68,6	83,5	67,5	64,4	67,1
Rohertragsmarge	24,5 %	24,8 %	25,0 %	25,2 %	22,1 %	24,9 %	26,4 %
Personalaufwendungen	23,9	25,0	26,6	29,0	30,2	29,9	30,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	2,6	2,7	1,6	2,0	2,0	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,9	17,7	19,9	25,4	31,0	23,0	19,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	23,8	25,2	24,8	30,6	8,3	13,5	19,2
Marge	9,4 %	9,6 %	9,0 %	9,2 %	2,7 %	5,2 %	7,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,0	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
EBITA	21,8	22,8	22,2	27,9	5,5	10,7	16,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	21,8	22,8	22,2	27,9	5,5	10,7	16,4
Marge	8,6 %	8,7 %	8,1 %	8,4 %	1,8 %	4,1 %	6,4 %
EBIT adj.	22,9	23,5	23,2	30,2	7,5	11,4	17,1
Zinserträge	0,1	1,7	0,9	0,1	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,7	0,9	0,7	0,7	1,1	1,3	1,3
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	21,2	23,6	22,5	27,3	4,6	9,6	15,3
Marge	8,4 %	9,0 %	8,2 %	8,2 %	1,5 %	3,7 %	6,0 %
Steuern gesamt	6,6	7,4	7,1	8,5	1,5	3,0	4,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,5	16,2	15,4	18,8	3,1	6,6	10,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	14,5	16,2	15,4	18,8	3,1	6,6	10,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	14,5	16,1	15,4	18,8	3,0	6,5	10,4
Marge	5,7 %	6,1 %	5,6 %	5,7 %	1,0 %	2,5 %	4,1 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	3,62	4,04	3,84	4,69	0,76	1,63	2,61
EPS adj.	3,62	4,04	3,84	4,69	0,76	1,63	2,61

*Adjustiert um:

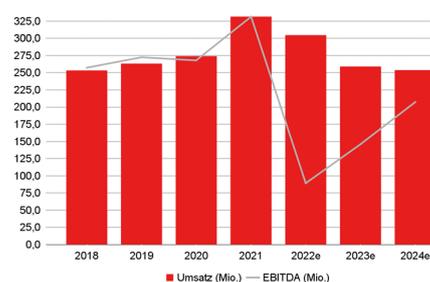
Guidance: in Mio. EUR: 2022 Umsatz unteres Ende v. 300-320, EBT mid-single-digit million;

Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	100,8 %	94,2 %	104,2 %	98,1 %	100,6 %	98,7 %	96,4 %
Operating Leverage	-2,5 x	1,2 x	-0,7 x	1,2 x	9,9 x	-6,4 x	-26,5 x
EBITDA / Interest expenses	34,7 x	29,0 x	38,1 x	42,0 x	7,5 x	10,4 x	14,7 x
Steuerquote (EBT)	31,4 %	31,4 %	31,5 %	31,1 %	32,5 %	31,5 %	31,5 %
Ausschüttungsquote	35,8 %	45,7 %	40,0 %	36,6 %	97,5 %	73,1 %	49,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	779.311	817.525	791.887	952.546	858.222	715.185	687.139

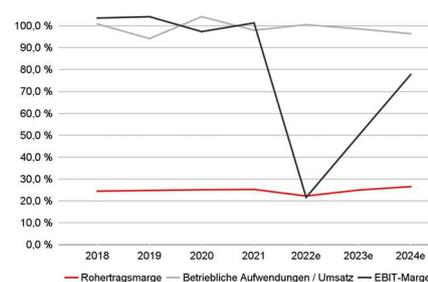
Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR



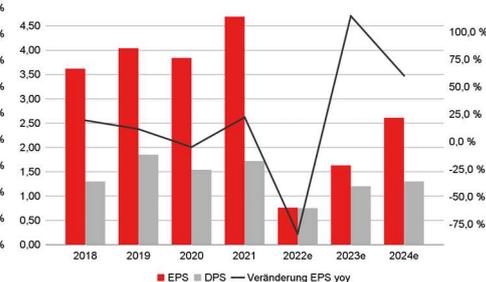
Operative Performance

in %



Ergebnis je Aktie

in %



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

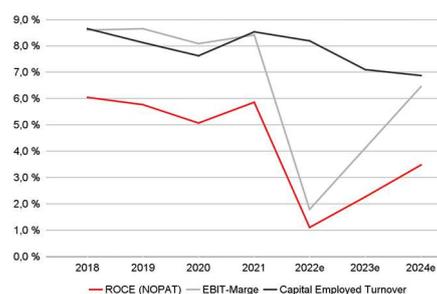
Bilanz

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,0	3,3	3,3	3,4	3,7	4,0	4,3
davon übrige imm. VG	1,6	1,9	1,9	2,0	2,3	2,6	2,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Sachanlagen	19,1	19,9	19,5	19,3	19,1	19,2	19,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	4,6	4,6	2,2	2,3	2,4	2,5
Anlagevermögen	22,2	27,9	27,5	25,0	25,2	25,7	26,2
Vorräte	220,2	232,2	281,7	311,0	300,0	305,0	310,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	77,2	96,6	87,8	86,3	83,5	70,9	69,5
Liquide Mittel	16,3	16,7	20,1	21,8	20,0	20,0	32,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,5	6,8	6,3	7,4	6,3	6,4	6,6
Umlaufvermögen	319,2	352,3	395,9	426,5	409,8	402,4	418,9
Bilanzsumme (Aktiva)	341,4	380,2	423,4	451,4	435,0	428,1	445,1
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	41,5	41,5	41,6	41,8	41,8	41,8	41,8
Gewinnrücklagen	30,9	36,3	43,7	49,9	46,1	49,6	55,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	21,2	26,7	27,2	33,6	34,1	33,0	32,7
Buchwert	97,6	108,5	116,5	129,3	126,0	128,5	133,8
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	97,7	108,6	116,6	129,5	126,1	128,6	133,9
Rückstellungen gesamt	25,5	33,4	33,3	30,8	32,3	33,4	34,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	175,6	192,4	219,2	233,5	220,3	212,1	223,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	33,0	36,0	36,9	20,6	18,6	20,4	22,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,5	15,0	16,0	16,3	15,0	12,8	12,5
Sonstige Verbindlichkeiten	33,1	30,7	38,4	41,3	41,3	41,3	41,3
Verbindlichkeiten	243,7	271,6	306,8	321,9	308,9	299,5	311,2
Bilanzsumme (Passiva)	341,4	380,2	423,4	451,4	435,0	428,1	445,1

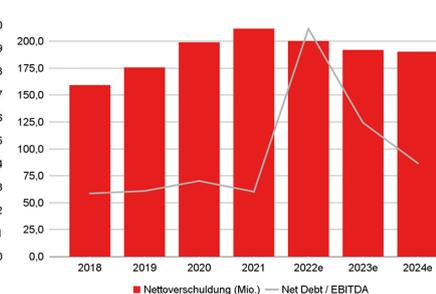
Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
Capital Employed Turnover	1,0 x	0,9 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x
ROA	65,1 %	57,9 %	55,9 %	75,2 %	12,1 %	25,4 %	39,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	6,0 %	5,8 %	5,1 %	5,9 %	1,1 %	2,3 %	3,5 %
ROE	15,6 %	15,7 %	13,7 %	15,3 %	2,4 %	5,1 %	7,9 %
Adj. ROE	15,6 %	15,7 %	13,7 %	15,3 %	2,4 %	5,1 %	7,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	159,3	175,7	199,1	211,7	200,3	192,0	190,4
Nettofinanzverschuldung	159,3	175,7	199,1	211,7	200,3	192,0	190,4
Net Gearing	163,0 %	161,8 %	170,8 %	163,5 %	158,8 %	149,3 %	142,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	670,1 %	698,2 %	804,1 %	690,9 %	2425,1 %	1423,6 %	993,5 %
Buchwert je Aktie	24,4	27,1	29,1	32,3	31,5	32,1	33,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	23,7	26,3	28,3	31,5	30,6	31,1	32,4

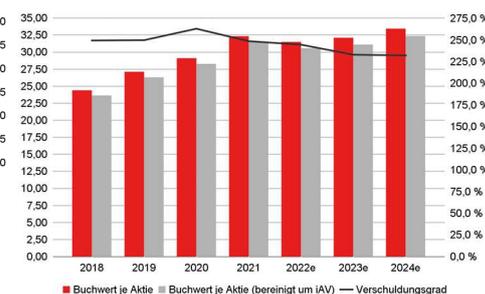
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

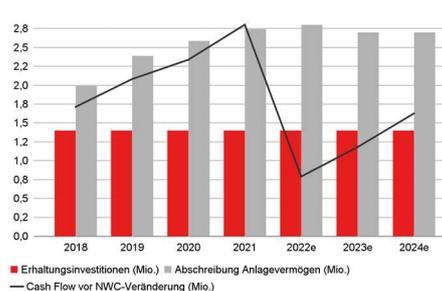
Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	14,5	16,2	15,4	18,8	3,1	6,6	10,5
Abschreibung Anlagevermögen	2,0	2,4	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,6	-0,3	2,2	2,5	1,0	1,0	1,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	14,9	18,1	20,4	24,4	6,9	10,3	14,2
Veränderung Vorräte	-16,9	-8,6	-45,5	-25,3	11,0	-5,0	-5,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-25,0	8,3	2,4	2,8	12,6	1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,0	4,0	7,7	1,9	-1,3	-2,2	-0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	8,3	8,0	-0,2	-2,8	5,8	4,0	4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-10,9	-21,6	-29,7	-23,8	18,3	9,4	0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	4,1	-3,5	-9,3	0,5	25,1	19,7	14,3
Investitionen in iAV	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Investitionen in Sachanlagen	-4,4	-3,0	-2,3	-2,0	-2,6	-2,8	-2,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,5	0,1	0,6	0,2	0,5	0,5	0,5
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-4,4	-2,0	-1,9	-2,0	-2,7	-2,9	-2,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	9,7	15,8	26,9	14,4	-13,3	-8,2	11,1
Dividende Vorjahr	-5,6	-5,2	-7,4	-6,2	-6,9	-3,0	-4,8
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-4,1	-4,7	-4,9	-5,1	-4,1	-5,5	-4,9
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	0,1	5,9	14,6	3,2	-24,2	-16,7	1,4
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-0,3	0,4	3,4	1,7	-1,8	0,1	12,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	16,3	16,7	20,1	21,8	20,0	20,0	32,8

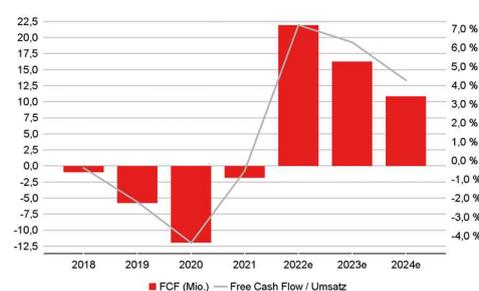
Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitalfluss							
FCF	-1,0	-5,8	-12,0	-1,8	21,9	16,3	10,9
Free Cash Flow / Umsatz	-0,4 %	-2,2 %	-4,4 %	-0,6 %	7,2 %	6,3 %	4,3 %
Free Cash Flow Potential	15,7	16,4	16,3	20,8	5,4	9,1	13,0
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-6,8 %	-35,8 %	-77,8 %	-9,8 %	720,1 %	248,9 %	104,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	10,2 %	5,1 %	0,5 %	1,0 %	1,0 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,4 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,0 %	1,4 %	1,1 %	0,8 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	253,1 %	150,0 %	111,4 %	97,7 %	114,3 %	121,4 %	121,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	109,8 %	114,3 %	121,8 %	110,8 %	123,0 %	141,3 %	143,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	812,2 %	642,2 %	549,7 %	527,9 %	556,7 %	553,9 %	556,0 %
Vorratumschlag	n.a.						
Receivables collection period (Tage)	111	134	117	95	100	100	100
Payables payment period (Tage)	n.a.						
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.						

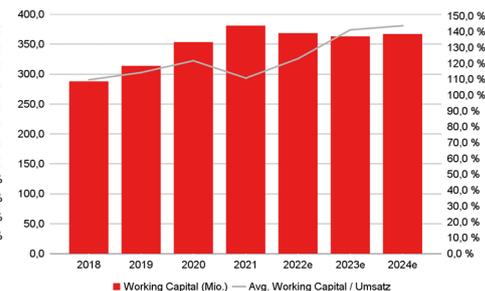
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. 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)
HELMA Eigenheimbau	3, 5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0EQ578.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	162	76
Halten	43	20
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	214	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	45	83
Halten	7	13
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	54	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [HELMA EIGENHEIMBAU] AM [06.12.2022]



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

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

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@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, Telco 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 69 5050-7400
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

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 40 3282-2695
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 RESP MMWA GO
FactSet www.factset.com

Refinitiv www.refinitiv.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