

Buy EUR 70,00 (EUR 77,50) Kurs EUR 38,40 Upside 82,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 69,58	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: 153,6 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 380,2 Freefloat MC: 107,4 Ø Trad. Vol. (30T): 143,31 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 69,90 % Karl-Heinz Maerzke 29,80 % Management board 0,30 %	Kennzahlen (WRe): 2022e Beta: 1,6 KBV: 1,1 x EK-Quote: 30 % Net Fin. Debt / EBITDA: 6,8 x Net Debt / EBITDA: 6,8 x

H1-Ergebnis trotz schwierigem Umfeld beeindruckend robust

Berichtete Kennzahlen Q2/2022:							
in EUR m	H1/22	H1/22e	H1/21	yoy	2022e old	2021	yoy
Sales	169.2	175.9	161.4	5%	364.6	331.5	10%
EBIT	14.0	13.8	12.7	11%	30.8	27.9	10%
EBIT adjusted	15.4	14.8	13.5	14%	31.5	30.2	4%
EBIT-margin (adjusted)	9.1%	8.4%	8.4%		8.6%	9.1%	
EBT	13.5	13.5	12.4	8%	29.9	27.3	9%
Net income	8.9	9.4	8.7	3%	20.4	18.8	9%
EPS	2.23	2.36	2.17	3%	5.11	4.69	9%

Kommentar zu den Kennzahlen:

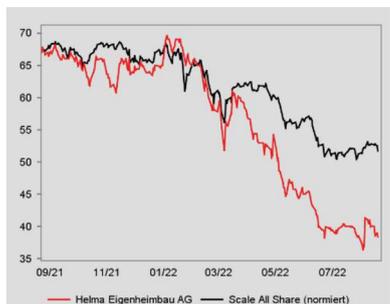
- **Gutes Umsatzwachstum von 5%** auf EUR 169 Mio. in H1 entsprach nahezu unserer Schätzung (WRe: EUR 175 Mio.). **EBIT & bereinigtes EBIT** stiegen deutlich um 11% bzw. 14% und übertrafen unsere Schätzung. Die **bereinigte EBIT-Marge** stieg um beeindruckende 70 BP auf 9,1% und erreichte damit das Vorjahresniveau. HELMA dürfte von a) einem kontinuierlichen Anstieg der Verkaufspreise und b) wahrscheinlich besserem Zugang zu Baumaterialien und ausgehandelten Verträgen mit Generalunternehmern profitiert haben.
- Da HELMA mit EUR 13,5 Mio. bereits ~45% des unteren Endes des **GJ-EBT-Ziels** erreicht hat, sollte das Unternehmen in der Lage sein, die konkretisierte GJ-EBT-Prognose des Managements von EUR 30 Mio. (unteres Ende der bisherigen Spanne von EUR 30-33 Mio.) zu erreichen.

- Das etwas geringere Wachstum des **Konzernergebnisses** von 3% erklärt sich durch höhere Steuern aufgrund eines höheren Gewerbesteuer-Multiplikators. Nach einer höheren Steuerquote im Jahr 2022 (WRe: 32,5%) aufgrund von Anpassungen der latenten Steuern, schätzen wir für die Zukunft eine Steuerquote von 31,5% (+90 BP über der bisherigen Steuerquote von 30,4%).
- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von EUR 70, das einen höheren risikofreien Zinssatz von 2,75% in unserem Modell und eine Anpassung unserer Schätzungen widerspiegelt, um die geringe Visibilität der Nachfrage aufgrund makroökonomischer Unsicherheiten zu berücksichtigen. Trotzdem bleibt der langfristige Investment Case von HELMA intakt, da das Unternehmen über alle Voraussetzungen verfügt, um von einer Normalisierung zu profitieren: a) eine starke und qualitativ hochwertige Pipeline, b) eine solide Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 31%, c) einen guten Zugang zu Finanzmitteln und d) ein erfahrenes Vertriebsteam. Das Management (CEO) hat sein Commitment zur Investment Story mit dem kürzlichen Kauf von Aktien für EUR 45.000 bewiesen und in den letzten 14 Monaten 5.000 Aktien gekauft.
- Die Bewertung ist mit einem Abschlag von mehr als 40% auf den fairen DCF-Wert (EUR 69,6 je Aktie) und dem kombinierten Wert von Eigenkapital und geschätzten stillen Reserven von EUR ~70 je Aktie anspruchlos.

Schätzungsänderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2022e (alt)	+ / -	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -
Umsatz	364,6	0,0 %	371,9	-6,9 %	409,1	-4,7 %
EBT	29,9	0,0 %	33,3	-16,2 %	40,0	-10,3 %
Nettoergebnis	20,4	-1,5 %	22,8	-16,3 %	27,4	-10,4 %

Kommentar zu den Änderungen:

- Unsere Schätzungen für 2022 bleiben nach der Konkretisierung der Guidance, die uns nicht überrascht hat, unverändert. Der ausgezeichnete Auftragsbestand von EUR 383 Mio. sollte HELMA in die Lage versetzen, die GJ-Guidance von EUR 360 Mio. und ein EBT von ~EUR 30 Mio. zu erreichen.
- Für 2023 und 2024 sind wir vorsichtiger, da sich die Visibilität der Nachfrage nach HELMA-Produkten (Pipeline) und Baudienstleistungen (HELMA Eigenheimbau) verschlechtert hat. In unserem aktuellen Szenario sehen wir 2023 als Übergangsjahr, das von einer Zurückhaltung der Verbraucher (Zinssätze, Erschwinglichkeit) bestimmt wird. 2024 ist eine Erholung immer noch möglich, wenn sich das Marktumfeld normalisiert mit einem Umsatz und EBT in der Nähe der Guidance für 2024 (Umsatz >EUR 400 Mio., EBT >EUR 40 Mio.).

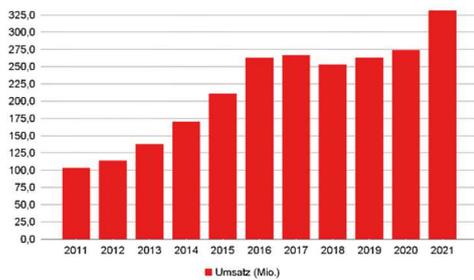


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-3,2 %
6 Monate:	-19,6 %
Jahresverlauf:	-18,2 %
Letzte 12 Monate:	-18,5 %

Unternehmenstermine:	

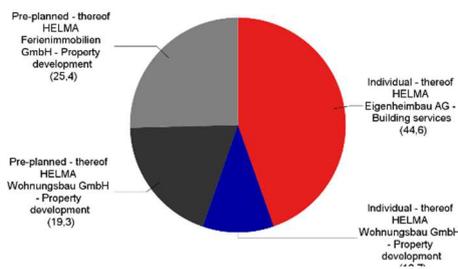
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (21-24e)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	5,5 %	253,3	263,2	274,0	331,5	364,6	346,4	389,7
Veränd. Umsatz yoy		-5,0 %	3,9 %	4,1 %	21,0 %	10,0 %	-5,0 %	12,5 %
Rohmarge adj.	-1,1 %	23,8 %	24,5 %	24,1 %	24,7 %	23,2 %	24,1 %	23,9 %
EBITDA	9,0 %	23,8	25,2	24,8	30,6	33,6	31,7	39,7
EBIT	9,7 %	21,8	22,8	22,2	27,9	30,8	28,9	36,9
Marge		8,6 %	8,7 %	8,1 %	8,4 %	8,4 %	8,3 %	9,5 %
EBT		21,2	23,6	22,5	27,3	29,9	27,9	35,9
Nettoergebnis	9,3 %	14,5	16,1	15,4	18,8	20,1	19,1	24,5
EPS	9,3 %	3,62	4,04	3,84	4,69	5,03	4,77	6,13
EPS adj.		3,62	4,04	3,84	4,69	5,03	4,77	6,13
DPS	6,9 %	1,30	1,85	1,54	1,72	1,95	2,10	2,10
Dividendenrendite		3,5 %	4,9 %	4,2 %	2,9 %	5,1 %	5,5 %	5,5 %
FCFPS		-0,25	-1,44	-2,99	-0,46	-1,10	0,00	-2,11
FCF / MarktKap.		-0,7 %	-3,8 %	-8,1 %	-0,8 %	-2,9 %	0,0 %	-5,5 %
EV / Umsatz		1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x
EV / EBITDA		12,9 x	13,0 x	14,0 x	14,5 x	11,3 x	12,4 x	10,4 x
EV / EBIT		14,1 x	14,4 x	15,6 x	16,0 x	12,4 x	13,6 x	11,2 x
KGV		10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	7,6 x	8,1 x	6,3 x
KGV ber.		10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	7,6 x	8,1 x	6,3 x
FCF Potential Yield		5,1 %	5,0 %	4,7 %	4,7 %	5,9 %	5,5 %	6,5 %
Nettoverschuldung		159,3	175,7	199,1	211,7	226,6	239,4	260,6
ROCE (NOPAT)		6,0 %	5,8 %	5,1 %	5,9 %	5,8 %	5,2 %	6,1 %
Guidance:		in Mio. EUR: 2022 Umsatz 360, EBT 30; 2024: Umsatz >>400 EBT >>40						

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



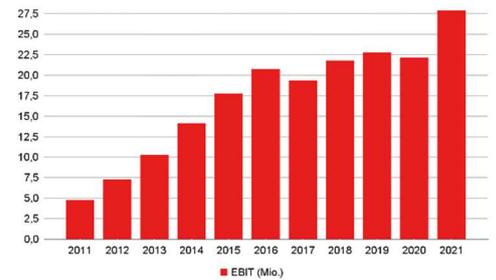
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang nach Segmenten 2021; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

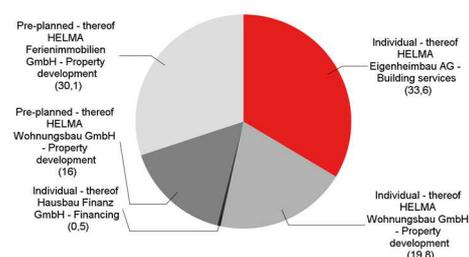
Unternehmenshintergrund

- 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

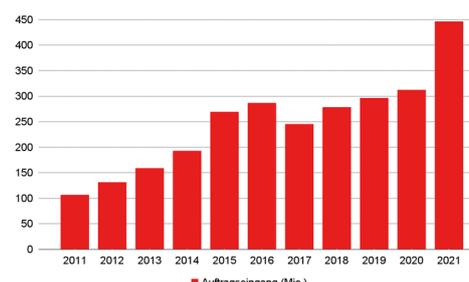
- Individualisierung ohne Mehrpreis: HELMA-Eigenheime zeichnen sich besonders durch viele individuelle Gestaltungsmöglichkeiten aus, die keine Preiserhöhung verursachen.
- Hohe Kompetenz im Zukunftsmarkt Energiesparhäuser: HELMA bietet eine umfangreiche Palette an Energiesparhäusern wie z.B. das KfW 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 %



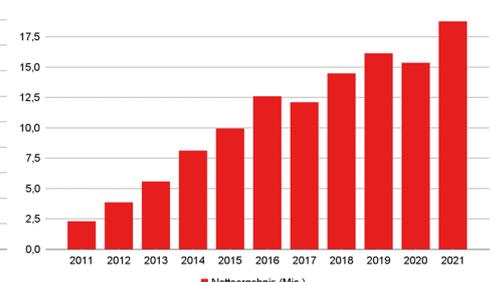
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

- **Segmente:** Das Umsatzwachstum von 4,9% auf Konzernebene wurde von beiden Geschäftsbereichen getragen, da der Umsatz mit individuell geplanten Häusern (z. B. Einfamilienhäuser, Reihenhäuser) um 6,4% und mit vorgeplanten Wohneinheiten (z. B. Wohnungen bei HELMA Wohnungsbau & HELMA Ferienimmobilien) um 3,4% stieg. Betrachtet man die operativen Einheiten im Entwicklergeschäft, so verbesserte sich HELMA Wohnungsbau stark um 62% auf EUR 51 Mio., während der Umsatz von HELMA Ferienimmobilien nach einem hervorragenden Ergebnis in 2021 wie erwartet um 32% zurückging (Details siehe Tabelle 1). Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend in H2 fortsetzen wird, da die finanzielle Stabilität der Privatkunden aufgrund deutlich gestiegener Finanzierungskosten und Verkaufspreise (Haupttreiber für HELMAs Umsatzwachstum in H1) unter Druck zu stehen scheint.

Übersicht Segmentumsatz – Tabelle 1

HELMA - Sales in EUR m	2015	2016	yoy	2017	split	2018	split	2019	yoy	2020	yoy	2021	yoy	H1/22	yoy	H2/22	yoy	2022e	yoy	
Individual planned	n.a.	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.		172.8	n.a.	178.7	3.4%	82.8	6.4%	107.9	7.0%	190.7	6.7%	
Share in %	n.a.	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.		0.6		0.5		48.9%		55.2%		52.3%		
Pre-planned	n.a.	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.		101.2	n.a.	152.8	51.0%	86.4	3.4%	87.5	26.3%	173.9	13.8%	
Share in %	n.a.	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.		0.4		0.5		51.1%		44.8%		47.7%		
Total in EUR m	n.a.	n.a.		n.a.		n.a.		n.a.		274.0	n.a.	331.5	21.0%	169.2	4.9%	195.4	14.8%	364.6	10.0%	
HELMA Eigenheimbau AG	78.2	n.a.	91.9	17.4%	85.1	-7.4%	85.6	0.6%	78.2	-8.5%	115.8	48.1%	111.4	-3.9%	55.0	8.6%	65.3	7.5%	120.3	8.0%
Share in %	37.2%		34.8%		31.8%		33.8%		37.2%		42.3%		33.6%		32.5%		33.4%		33.0%	
HELMA Wohnungsbau GmbH	110.9	n.a.	139.4	25.7%	133.4	-4.4%	122.6	-8.0%	110.9	-9.6%	102.7	-7.4%	118.6	15.6%	78.2	34.9%	82.3	35.6%	160.5	35.3%
Share in %	52.7%		52.8%		49.9%		48.4%		52.7%		37.5%		35.8%		46.2%		42.1%		44.0%	
thereof individual planned	n.a.							n.a.		55.4		65.7	18.5%	27.0	2.7%	42.0	6.5%	69.0	5.0%	
thereof Share in %										54.0%		55.3%		34.6%		51.0%		43.0%		
thereof pre-planned	n.a.							n.a.		47.3		53.0	12.1%	51.1	61.6%	40.4	89.2%	91.5	72.8%	
thereof Share in %										46.0%		44.7%		65.4%		49.0%		57.0%		
HELMA Ferienimmobilien GmbH	20.7	n.a.	31.7	53.1%	48.1	52.0%	44.0	-8.6%	20.7	-53.0%	54.0	161.0%	99.9	85.0%	35.3	-32.0%	47.1	-1.8%	82.4	-17.5%
Share in %	9.8%		12.0%		18.0%		17.4%		9.8%		19.7%		30.1%		20.8%		24.1%		22.6%	
Hausbau Finanz GmbH	0.8	n.a.	0.9	14.8%	0.9	-1.6%	1.1	27.1%	0.8	-30.3%	1.5		1.6	7.6%	0.8	-8.4%	0.6		1.4	-10.0%
Share in %	0.4%		0.3%		0.3%		0.4%		0.4%		0.5%		0.5%		0.5%		0.3%		0.4%	
Total in EUR m & growth rate	210.6	n.a.	263.8	25.3%	267.4	1.4%	253.3	-5.3%	210.6	-16.8%	274.0	30.1%	331.5	21.0%	169.2	4.9%	195.4	15.3%	364.6	10.0%

Quelle: HELMA, Warburg Research

- **Margenentwicklung:** HELMAs Profitabilität war in H1 sehr robust. Die geschätzte Rohertragsmarge stieg um 60 BP (ggü. Vj.) auf 25,1% und blieb im Vergleich zum GJ 2021 nahezu stabil, was in diesem Umfeld und nach einem kontinuierlichen Anstieg von ~4 PP seit 2017 bemerkenswert ist. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich um 70 BP auf 9,1%, was auf höhere Anpassungen zurückzuführen ist (Reduzierung der kapitalisierten Zinsen für realisierte Projekte).

=> Für das GJ 2022 erhöhen wir unsere Schätzung der bereinigten EBIT-Marge auf 9%.

Die EBT-Marge stieg um 30 BP auf 8%, da positive Rohertragsmargen-Effekte die höheren Finanzierungskosten ausgleichen. Für das GJ schätzen wir weiterhin eine EBT-Marge von 8,2%.

HELMAs Preiserhöhungen, die von den Kunden akzeptiert wurden, und der vergleichsweise gute Zugang zu Baumaterialien waren der Hauptgrund für diese positive Entwicklung.

- **Bilanz:** Was die Bilanzqualität betrifft, so hat sich die starke Bilanz von HELMA in diesem schwierigen Umfeld gut entwickelt, da sich die Eigenkapitalquote um 3 PP auf ausgezeichnete 31% verbesserte, insbesondere im Vergleich zu nicht börsennotierten Wettbewerbern. Wir begrüßen diese Entwicklung, da die starke Quote eine höhere Flexibilität im operativen Geschäft ermöglicht (Optimierung des Verkaufsbegins von Projekten, Zugang zu Fremdkapital, Höhe der Zinskosten von durchschnittlich 2,1%, Zugang zu Baumaterialien aufgrund der starken Solvabilität).
- **Beeindruckende Entwicklung von Auftragseingang und Auftragsbestand in H1 2022:** Der beeindruckende und unveränderte **Auftragseingang** von EUR 197 Mio. führte zu einem hervorragenden Auftragsbestand von EUR 383 Mio. HELMA profitierte von der höheren Nachfrage im Segment der vorgeplanten Wohneinheiten bei HELMA

Wohnungsbau mit einem Wachstum von 32% im ersten Halbjahr. Der Rückgang von 22% bei HELMA Ferienimmobilien ist vor allem auf die außergewöhnliche Basis in H1/21 zurückzuführen, stellt aber immer noch den zweitbesten Auftragseingang aller Zeiten in diesem Bereich dar.

Für das GJ 2022 hat das Management in seiner Prognose von EUR 350-360 Mio. alle derzeit sichtbaren Belastungsfaktoren berücksichtigt. Die zugrunde liegende Annahme ist ein Rückgang von ~35% bzw. EUR 150-160 Mio. in H2.

=> Nichtsdestotrotz bleibt das Verkaufspotenzial von HELMA aus der Produktpipeline im Entwicklungsgeschäft höher, da das Management den möglichen Start von sehr attraktiven Projekten innerhalb der nächsten 18 Monate mit einer Gesamtzahl von 1.000 Einheiten angedeutet hat. Unter der Annahme eines durchschnittlichen Preises pro Einheit von EUR 500.000 könnte der HELMA-Vertrieb attraktive Objekte mit einem Umsatzvolumen von ca. EUR 500 Mio. (WRe) anbieten.

Übersicht Auftragseingang – Tabelle 2

HELMA - Order intake in EUR m																								
	2015			2016			2017			2018			2019			2020			2021			2022e		
	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split	yoy	split		
H1	113.1	31.4%	42.0%	120.6	6.6%	42.1%	116.3	-3.6%	47.4%	106.3	-8.6%	38.2%	140.6	32.3%	47.4%	115.5	-17.8%	37.0%	197.2	70.7%	44.2%	197.4	0.1%	55.4%
H2	156.3	46.2%	58.0%	166.2	6.3%	57.9%	129.1	-22.3%	52.6%	172.3	33.5%	61.8%	155.9	-9.5%	52.6%	197.0	26.3%	63.0%	249.4	26.6%	55.8%	158.6	-36.4%	44.6%
FY	269.4	39.6%	100.0%	286.8	6.5%	100.0%	245.4	-14.4%	100.0%	278.6	13.5%	100.0%	296.5	6.4%	100.0%	312.5	5.4%	100.0%	446.6	42.9%	100.0%	356.0	-20.3%	100.0%

Quelle: HELMA, Warburg Research

- Der **Auftragsbestand** lag Ende Juni bei starken EUR 383 Mio., was unserer Ansicht nach zu einer Stabilisierung des Umsatzes von HELMA in H2 und 2023 führen wird. Ende 2022 sollte der Auftragsbestand auf der Grundlage unserer Annahmen bei rund EUR 345 Mio. liegen.
- Der Gegenwind für HELMAs mittelfristige Prognose für 2024, die ein Umsatzvolumen von >EUR 400 Mio. und ein EBT von >EUR 40 Mio. anstrebt, hat zugenommen. Im Szenario einer Normalisierung des Umfelds und der Nachfrage bleiben die Ziele jedoch erreichbar, da HELMA innerhalb der nächsten 18 Monate eine Verkaufsphase für ~1.000 Einheiten starten könnte.

Übersicht Auftragseingang nach Segmenten und Geschäftseinheiten – Tabelle 3

HELMA - Order intake in EUR m		2020	yoy	H1/21	yoy	H2/21	yoy	2021	yoy	H1/22	yoy	H2/22	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
Individual planned	193.9	n.a.	111.3	n.a.	135.8	n.a.	247.1	27.5%	105.6	-5.1%	82.1	-39.6%	187.7	-24.0%	194.5	3.6%	201.8	3.7%	
Share in %		62%	56.5%		54%		55%	53.5%		51.7%		52.7%		53%		53%		53%	
Pre-planned	118.6	n.a.	85.9	n.a.	113.6	n.a.	199.4	68.2%	91.7	6.9%	76.5	-32.6%	168.3	-15.6%	174.8	3.9%	181.4	3.8%	
Share in %		38%	43.5%		46%		45%	46.5%		48.3%		47.3%		47%		47%		47%	
Total in EUR m	312.5		197.2		249.4		446.6	42.9%	197.4	0.1%	158.6	-36.4%	356.0	-20.3%	369.3	3.7%	383.2	3.8%	
HELMA Eigenheimbau AG	127.3	4.6%	83.9	63.3%	115.5	52.1%	199.4	56.6%	92.8	10.6%	56.8	-50.8%	149.5	-25.0%	152.5	2.0%	155.6	2.0%	
Share in %		41%	42.5%		46%		45%	47.0%		45.1%		42.0%		41%		41%		41%	
HELMA Wohnungsbau GmbH	110.7	-15.7%	70.1	74.3%	63.7	-9.7%	133.7	20.8%	70.9	1.2%	56.2	-11.8%	127.0	-5.0%	133.4	5.0%	140.1	5.0%	
Share in %		35%	35.5%		25.5%		29.9%	35.9%		35.4%		35.7%		36%		37%		37%	
thereof individual planned	66.6		27.4	n.a.	20.3	n.a.	47.7	-28.3%	12.9	-53.1%	25.3		38.2	-20.0%	42.0	10.0%	46.2	10.0%	
thereof Share in %		60%	39.1%		31.9%		35.7%	18.2%		45.1%		30.1%		31%		33%		33%	
thereof pre-planned	44.1		42.6	n.a.	43.4	n.a.	86.0	95.0%	58.0	36.1%	30.8		88.9	3.3%	91.4	2.9%	93.9	2.7%	
thereof Share in %		40%	60.9%		68.1%		64.3%	81.8%		54.9%		69.9%		69%		67%		67%	
HELMA Ferienimmobilien GmbH	74.5	71.6%	43.2	80.6%	70.2	38.9%	113.5	52.3%	33.7	-22.0%	45.7	-34.9%	79.4	-30.0%	83.4	5.0%	87.6	5.0%	
Share in %		24%	21.9%		28.2%		25.4%	17.1%		28.8%		22.3%		23%		23%		23%	
Total in EUR m & growth rate	312.5	5.4%	197.2	70.7%	249.4	26.6%	446.6	42.9%	197.4	0.1%	158.6	-36.4%	356.0	-20.3%	369.3	3.7%	383.2	3.8%	

Quelle: HELMA, Warburg Research

- Konkretisierung der Guidance 2022:** Das Management rechnet nun damit, dass das Umsatzvolumen (EUR 360 Mio.) und das EBT (EUR 30 Mio.) aufgrund der massiven Gegenwinde (steigende Zinsen, Preiserhöhungen bei Baustoffen, Materialknappheit, Wegfall der Neubauförderung) am unteren Ende der bisherigen Prognose liegen werden. In Anbetracht der genannten Gegenwinde sollte die Konkretisierung der Guidance dennoch zu einem attraktiven Umsatz- und EBT-Wachstum von 10% führen. Die konkretisierte Prognose von HELMA für 2022 spiegelt sich in unseren Schätzungen vollständig wider (WRe: Umsatz EUR 364,6 Mio., EBT EUR 29,9 Mio.).

Vorräte – Tabelle 4

HELMA	2016		2017 LTM-growth & split		2018 LTM-growth & split		2019 LTM-growth & split		2020 LTM-growth & split		H1/21 LTM-growth & split		2021 LTM-growth & split		H1/22 LTM-growth & split	
Inventories	173.8		199.9	15.0%	220.2	10.1%	232.2	5.5%	281.7	21.3%	283.9	9.1%	311.0	10.4%	320.9	13.0%
of which land	124.3	71.5%	172.4	86.3%	185.9	84.4%	192.5	82.9%	220.3	78.2%	216.9	76.4%	230.5	74.1%	238.6	74.4%
of which building and ancillary building costs	44.7	25.7%	21.7	10.9%	26.5	12.0%	29.1	12.5%	47.9	17.0%	52.1	18.4%	65.4	21.0%	66.6	20.8%
of which capitalised interest	4.6	2.7%	5.5	2.7%	7.7	3.5%	10.5	4.5%	13.4	4.8%	14.7	5.2%	15.1	4.9%	15.6	4.9%
of which others	0.2	0.1%	0.3	0.1%	0.1	0.0%	0.1	0.0%	0.1	0.0%	0.1	0.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
(Contractually secured land plots not recognised at BS)									42.2		51.5		52.8		69.0	

Quelle: HELMA, Warburg Research

- Das **Pipeline-Volumen** von HELMA stieg in H1 um 6,4% (bzw. EUR 130 Mio.) gegenüber dem Ende des Jahres 2021 auf EUR 2.084 Mio. Dieses Wachstum wurde durch eine höhere Anzahl von Einheiten (+1,4%) und steigende Umsätze pro Einheit (+3,7% bei HELMA Wohnungsbau, 10% bei HELMA Ferienimmobilien; siehe Tabelle 5 unten) erzielt. Das gute Pipelinevolumen resultiert aus der seit Jahren erfolgreichen Grundstücksakquisitionspolitik von HELMA. Die Vorräte (in der Bilanz siehe Tabelle 4), die die Grundstücke einschließen, stiegen in H1 um ~4% bzw. EUR 8 Mio. auf EUR 239 Mio. Diese im Durchschnitt vor vier Jahren gekauften Grundstücke sind zu Anschaffungskosten bilanziert, die keine geschätzten stillen Reserven widerspiegeln. Darüber hinaus verfügt HELMA über vertraglich gesicherte Grundstücke mit einem Kaufpreis von EUR 69 Mio. (2021: EUR 52,8 Mio.), die nach Erhalt der Baugenehmigungen und entsprechender Zahlungen ausgeglichen werden. Unter Berücksichtigung der Entwicklung der Grundstückspreise in den letzten Jahren schätzen wir stille Reserven von EUR 120-150 Mio. Zusammen mit dem vorhandenen Eigenkapital (EUR 34,6 je Aktie) ergäbe sich ein Wert je Aktie von EUR 68,4.
- Das Pipeline-Volumen von EUR 2.084 Mio. würde normalerweise innerhalb eines Zeithorizonts von sechs Jahren realisiert werden, was EUR 347 Mio. auf Jahresbasis entspricht. Zusammen mit dem geschätzten jährlichen Beitrag aus dem Baudienstleistungsgeschäft von EUR 125 Mio. ergibt sich ein jährliches Umsatzpotenzial von ~ EUR 475 Mio.
- Da die Visibilität der Nachfrage jedoch zumindest für die nächsten 12 Monate klar begrenzt ist, könnte 2023 angesichts des derzeitigen negativen Marktumfelds unserer Ansicht nach ein Übergangsjahr werden. Jüngste Daten von Destatis zeigen einen Rückgang der Baugenehmigungen z. B. für Einfamilienhäuser in H1 um 17% auf 42.000 Einheiten und sind unserer Meinung nach ein Hinweis auf die derzeitige Zurückhaltung der möglichen Käufer.

Entwicklungspipeline – Tabelle 5

New Development pipeline H1 2022	Total				Individually planned detached houses				Preplanned semi-detached & terraced houses & owner			
	Number of units	Revenues volume in EUR k	Revenue/unit in k	Growth	Number of units	Revenues volume in EUR k	Revenue/unit in k	Growth	Number of units	Revenues volume in EUR k	Revenue/unit in k	Growth
HELMA Wohnungsbau GmbH Berlin Potsdam region	1,455	833,300	573	4.2%	690	402,800	584	4.9%	765	430,500	563	3.4%
HELMA Wohnungsbau GmbH Hamburg/Hanover region	515	262,100	509	8.0%	190	105,200	554	2.7%	325	156,900	483	9.4%
HELMA Wohnungsbau GmbH Leipzig region	335	149,600	447	-2.8%	270	121,500	450	-3.3%	65	28,100	432	0.1%
HELMA Wohnungsbau GmbH Munich region	230	199,400	867	-7.2%	0	0			230	199,400	867	-7.2%
HELMA Wohnungsbau GmbH Rhein Ruhr region	70	33,900	484	3.0%	70	33,900	484	3.0%	0	0		
Total HELMA Wohnungsbau GmbH	2,605	1,478,300	567	3.7%	1,220	663,400	544	2.9%	1,385	814,900	588	4.7%
Total HELMA Ferienimmobilien GmbH	1,375	605,900	441	10.0%	0	0			1,375	605,900	441	7.0%
Total HELMA Wohnungsbau GmbH & HELMA Ferienimmobilien GmbH	3,980	2,084,200	524	5.0%	1,220	663,400	544	2.9%	2,760	1,420,800	515	4.7%

Source: HELMA, Warburg Research

Quelle: HELMA, Warburg Research

- Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem neuen Kursziel von EUR 70, das einen höheren risikofreien Zinssatz von 2,75% in unserem Modell und eine Anpassung unserer Schätzungen widerspiegelt, um die geringe Visibilität der Nachfrage aufgrund makroökonomischer Unsicherheiten zu berücksichtigen. Nichtsdestotrotz bleibt der langfristige Investment Case von HELMA intakt, da das Unternehmen über alle Voraussetzungen verfügt, um von einer Normalisierung zu profitieren: a) eine starke und qualitativ hochwertige Pipeline, b) eine solide Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 31%, c) einen guten Zugang zu Finanzmitteln und d) ein erfahrenes Vertriebsteam. Das Management (CEO) hat sein Commitment zur Investment Story mit dem kürzlichen Kauf von Aktien für EUR 45.000 bewiesen und in den letzten 14 Monaten 5.000 Aktien gekauft.
- Die Bewertung ist mit einem Abschlag von mehr als 40% auf den fairen DCF-Wert (EUR 69,6 je Aktie) und dem kombinierten Wert von Eigenkapital und geschätzten stillen Reserven von EUR ~70 je Aktie anspruchslos.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	
Umsatz	364,6	346,4	389,7	420,9	452,4	479,6	508,4	533,8	560,5	577,3	588,8	600,6	612,6	
Umsatzwachstum	10,0 %	-5,0 %	12,5 %	8,0 %	7,5 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	30,8	28,9	36,9	44,2	47,5	50,4	53,4	53,4	56,0	54,8	55,9	54,1	55,1	
EBIT-Marge	8,4 %	8,3 %	9,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	9,5 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	
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	20,8	19,8	25,3	30,3	32,5	34,5	36,6	36,6	38,4	37,6	38,3	37,0	37,8	
Abschreibungen	2,8	2,8	2,8	3,4	3,6	3,8	4,1	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	
Abschreibungsquote	0,8 %	0,8 %	0,7 %	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	28,9	24,2	37,4	18,1	32,1	27,1	20,9	16,3	16,5	5,6	-0,2	-0,5	-0,7	
- Investitionen	3,2	3,4	3,4	3,8	4,1	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	
Investitionsquote	0,9 %	1,0 %	0,9 %	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)	-8,6	-5,0	-12,7	11,7	-0,1	7,0	15,1	19,8	21,3	31,4	38,0	36,9	37,9	26
Barwert FCF	-9,0	-4,9	-11,9	10,4	0,0	5,5	11,3	14,0	14,3	19,9	22,7	20,9	20,3	377
Anteil der Barwerte	-5,27 %			28,41 %										76,86 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	55,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,50
WACC	5,75 %	Beta	1,60

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2034e	113		
Terminal Value	377		
Zinstr. Verbindlichkeiten	234		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	278	Wert je Aktie (EUR)	69,58

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							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		
2,05	6,8 %	30,73	33,48	36,51	39,86	43,58	47,74	52,41	2,05	6,8 %	11,96	21,26	30,56	39,86	49,16	58,46	67,76
1,83	6,3 %	41,14	44,67	48,59	52,97	57,90	63,48	69,87	1,83	6,3 %	21,90	32,26	42,61	52,97	63,33	73,69	84,05
1,71	6,0 %	47,18	51,20	55,70	60,76	66,49	73,04	80,61	1,71	6,0 %	27,80	38,79	49,77	60,76	71,74	82,73	93,72
1,60	5,8 %	53,88	58,50	63,70	69,58	76,31	84,07	93,13	1,60	5,8 %	34,49	46,19	57,88	69,58	81,28	92,98	104,68
1,49	5,5 %	61,38	66,72	72,76	79,67	87,64	96,94	107,93	1,49	5,5 %	42,13	54,64	67,16	79,67	92,18	104,69	117,21
1,37	5,3 %	69,82	76,03	83,12	91,31	100,85	112,14	125,68	1,37	5,3 %	50,95	64,40	77,85	91,31	104,76	118,21	131,66
1,15	4,8 %	90,32	98,95	109,02	120,92	135,20	152,66	174,48	1,15	4,8 %	73,38	89,23	105,08	120,92	136,77	152,62	168,46

■ ...

Wertermittlung							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
KBV	1,5 x	1,4 x	1,3 x	1,8 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	23,65	26,30	28,29	31,48	34,72	37,64	41,75
EV / Umsatz	1,2 x	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x
EV / EBITDA	12,9 x	13,0 x	14,0 x	14,5 x	11,3 x	12,4 x	10,4 x
EV / EBIT	14,1 x	14,4 x	15,6 x	16,0 x	12,4 x	13,6 x	11,2 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	14,0 x	14,9 x	14,8 x	11,6 x	13,3 x	11,0 x
Kurs / FCF	n.a.						
KGV	10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	7,6 x	8,1 x	6,3 x
KGV ber.*	10,2 x	9,4 x	9,6 x	12,5 x	7,6 x	8,1 x	6,3 x
Dividendenrendite	3,5 %	4,9 %	4,2 %	2,9 %	5,1 %	5,5 %	5,5 %
FCF Potential Yield (on market EV)	5,1 %	5,0 %	4,7 %	4,7 %	5,9 %	5,5 %	6,5 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Auftragseingang	278,6	296,5	312,5	446,6	356,0	369,3	383,2
Gesamtleistung	279,0	273,0	310,3	355,7	374,6	356,4	399,7
Materialaufwand	217,1	207,8	241,7	272,2	289,9	273,0	306,7
Rohmarge adj.	23,8 %	24,5 %	24,1 %	24,7 %	23,2 %	24,1 %	23,9 %

GuV

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	253,3	263,2	274,0	331,5	364,6	346,4	389,7
Veränd. Umsatz yoy	-5,0 %	3,9 %	4,1 %	21,0 %	10,0 %	-5,0 %	12,5 %
Bestandsveränderungen	n.a.						
Aktivierete Eigenleistungen	n.a.						
Gesamtleistung	279,0	273,0	310,3	355,7	374,6	356,4	399,7
Materialaufwand	217,1	207,8	241,7	272,2	289,9	273,0	306,7
Rohertrag	61,9	65,3	68,6	83,5	84,8	83,4	93,0
Rohertragsmarge	24,5 %	24,8 %	25,0 %	25,2 %	23,2 %	24,1 %	23,9 %
Personalaufwendungen	23,9	25,0	26,6	29,0	30,2	31,2	32,3
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	23,0	22,5	23,0
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	33,6	31,7	39,7
Marge	9,4 %	9,6 %	9,0 %	9,2 %	9,2 %	9,1 %	10,2 %
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	30,8	28,9	36,9
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	30,8	28,9	36,9
Marge	8,6 %	8,7 %	8,1 %	8,4 %	8,4 %	8,3 %	9,5 %
EBIT adj.	22,9	23,5	23,2	30,2	32,8	29,6	37,6
Zinserträge	0,1	1,7	0,9	0,1	0,2	0,3	0,3
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	29,9	27,9	35,9
Marge	8,4 %	9,0 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,1 %	9,2 %
Steuern gesamt	6,6	7,4	7,1	8,5	9,7	8,8	11,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,5	16,2	15,4	18,8	20,2	19,1	24,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	14,5	16,2	15,4	18,8	20,2	19,1	24,6
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	14,5	16,1	15,4	18,8	20,1	19,1	24,5
Marge	5,7 %	6,1 %	5,6 %	5,7 %	5,5 %	5,5 %	6,3 %
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	5,03	4,77	6,13
EPS adj.	3,62	4,04	3,84	4,69	5,03	4,77	6,13

*Adjustiert um:

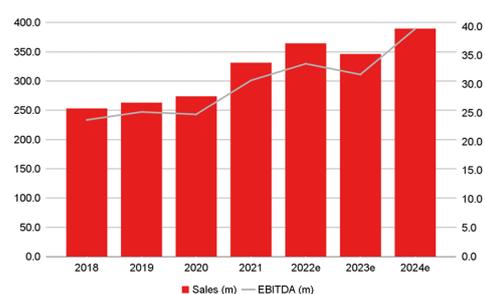
Guidance: in Mio. EUR: 2022 Umsatz 360, EBT 30; 2024:Umsatz >>400 EBT >>40

Kennzahlen

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	100,8 %	94,2 %	104,2 %	98,1 %	93,5 %	93,7 %	92,4 %
Operating Leverage	-2,5 x	1,2 x	-0,7 x	1,2 x	1,0 x	1,2 x	2,2 x
EBITDA / Interest expenses	34,7 x	29,0 x	38,1 x	42,0 x	30,5 x	24,4 x	30,5 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 %	38,7 %	44,0 %	34,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	779.311	817.525	791.887	952.546	1.027.255	956.758	1.055.247

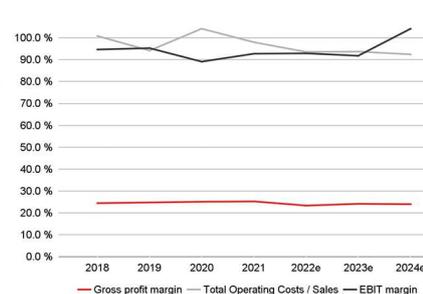
Sales, EBITDA

in EUR m

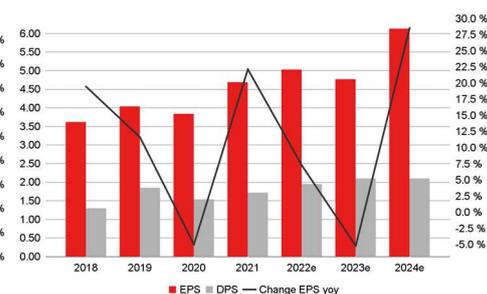


Operating Performance

in %



Performance per Share



Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

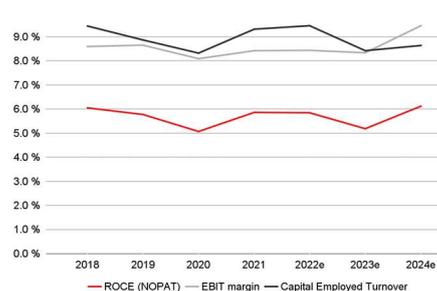
Bilanz

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	330,0	360,0	390,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	77,2	96,6	87,8	86,3	99,9	94,9	106,8
Liquide Mittel	16,3	16,7	20,1	21,8	21,2	24,3	20,7
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	457,4	485,6	524,0
Bilanzsumme (Aktiva)	341,4	380,2	423,4	451,4	482,6	511,3	550,2
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	63,1	74,4	90,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	21,2	26,7	27,2	33,6	33,6	34,3	34,9
Buchwert	97,6	108,5	116,5	129,3	142,6	154,6	171,3
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	142,7	154,7	171,4
Rückstellungen gesamt	25,5	33,4	33,3	30,8	32,8	34,6	37,0
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	247,8	263,7	281,3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	33,0	36,0	36,9	20,6	23,7	27,3	31,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,5	15,0	16,0	16,3	18,0	17,1	19,2
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	339,9	356,6	378,7
Bilanzsumme (Passiva)	341,4	380,2	423,4	451,4	482,6	511,3	550,2

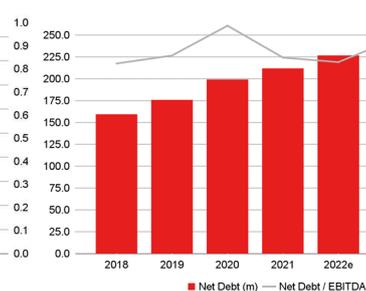
Kennzahlen

	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	0,8 x	0,8 x
Capital Employed Turnover	1,0 x	0,9 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	0,9 x
ROA	65,1 %	57,9 %	55,9 %	75,2 %	79,9 %	74,2 %	93,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	6,0 %	5,8 %	5,1 %	5,9 %	5,8 %	5,2 %	6,1 %
ROE	15,6 %	15,7 %	13,7 %	15,3 %	14,8 %	12,8 %	15,1 %
Adj. ROE	15,6 %	15,7 %	13,7 %	15,3 %	14,8 %	12,8 %	15,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	159,3	175,7	199,1	211,7	226,6	239,4	260,6
Nettofinanzverschuldung	159,3	175,7	199,1	211,7	226,6	239,4	260,6
Net Gearing	163,0 %	161,8 %	170,8 %	163,5 %	158,8 %	154,8 %	152,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	670,1 %	698,2 %	804,1 %	690,9 %	675,2 %	755,5 %	657,1 %
Buchwert je Aktie	24,4	27,1	29,1	32,3	35,6	38,6	42,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	23,7	26,3	28,3	31,5	34,7	37,6	41,7

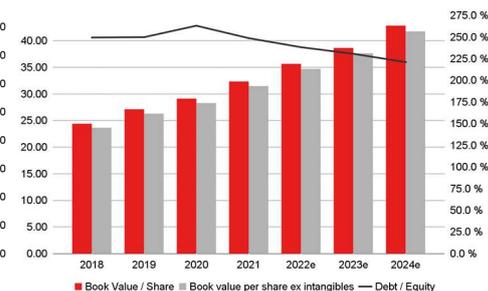
ROCE Development



Net debt in EUR m



Book Value per Share in EUR



Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

Source: Warburg Research

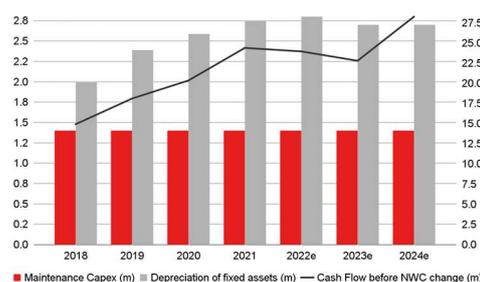
Cash flow

In EUR Mio.	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	14,5	16,2	15,4	18,8	20,2	19,1	24,6
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	24,0	22,8	28,3
Veränderung Vorräte	-16,9	-8,6	-45,5	-25,3	-19,0	-30,0	-30,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-25,0	8,3	2,4	-13,6	5,0	-11,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,0	4,0	7,7	1,9	1,7	-0,9	2,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	8,3	8,0	-0,2	-2,8	5,8	6,5	6,5
Veränderung Working Capital (gesamt)	-10,9	-21,6	-29,7	-23,8	-25,1	-19,4	-33,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	4,1	-3,5	-9,3	0,5	-1,2	3,4	-5,0
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	14,3	15,9	17,6
Dividende Vorjahr	-5,6	-5,2	-7,4	-6,2	-6,9	-7,8	-8,4
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	3,3	2,6	4,3
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-0,3	0,4	3,4	1,7	-0,6	3,1	-3,6
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	21,2	24,3	20,7

Kennzahlen

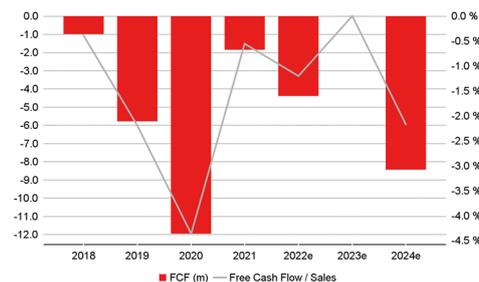
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kapitalfluss							
FCF	-1,0	-5,8	-12,0	-1,8	-4,4	0,0	-8,4
Free Cash Flow / Umsatz	-0,4 %	-2,2 %	-4,4 %	-0,6 %	-1,2 %	0,0 %	-2,2 %
Free Cash Flow Potential	15,7	16,4	16,3	20,8	22,5	21,5	27,0
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-6,8 %	-35,8 %	-77,8 %	-9,8 %	-21,8 %	0,0 %	-34,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,3 %	10,2 %	5,1 %	0,5 %	0,9 %	1,3 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,4 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,0 %	1,4 %	1,1 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %
Maint. Capex / Umsatz	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
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 %	108,7 %	122,6 %	117,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	812,2 %	642,2 %	549,7 %	527,9 %	555,0 %	555,0 %	556,3 %
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.						

CAPEX and Cash Flow in EUR m



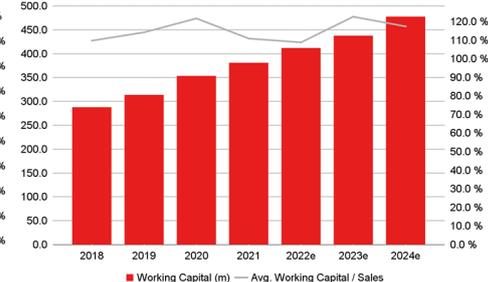
Source: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Source: Warburg Research

Working Capital



Source: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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	161	75
Halten	46	21
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	215	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	48	83
Halten	8	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	58	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [HELMA EIGENHEIMBAU] AM [22.08.2022]



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

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

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

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

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

Thor Höfs +49 40 309537-255
Software, IT thoefs@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

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 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