

<b>Buy</b>  <b>EUR 14,00</b> (EUR 16,50)  <b>Kurs</b> EUR 8,20 <b>Upside</b> 70,7 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 14,02	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: EMH1 GR Reuters: EMH1k.DE ISIN: DE000A1K0409	<b>Beschreibung:</b> Online-Sport-Wettanbieter mit starkem Fokus auf Pferderennen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 35,5 Aktienanzahl (Mio.): 4,3 EV: 25,5 Freefloat MC: 14,4 Ø Trad. Vol. (30T): 32,82 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 40,7 % Jochen Dickinger 5,3 % Lars Wilhelm Baumgarten 5,0 % Pierre Hofer 4,3 % Dachverband Rennsport 5,1 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2020e Beta: 1,5 KBV: 2,3 x EK-Quote: 57 %

## Corona bremst die zuletzt stark laufende Pferdewette aus; Kaufen aber bestätigt

<b>Berichtete Kennzahlen Q4/2019:</b> <b>Pferdewetten.de AG - Q4/2019</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th>in Mio. EUR</th> <th>Q4/19</th> <th>Q4/19e</th> <th>Q4/18</th> <th>yoy</th> <th>2019</th> <th>2019e</th> <th>2018</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>4,7</td> <td>3,3</td> <td>3,0</td> <td>58,7%</td> <td>14,4</td> <td>13,0</td> <td>11,1</td> <td>30,2%</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>1,3</td> <td>-0,2</td> <td>0,1</td> <td>1560,0%</td> <td>2,4</td> <td>1,0</td> <td>0,8</td> <td>203,2%</td> </tr> <tr> <td><b>Marge</b></td> <td>28,0%</td> <td>-4,7%</td> <td>2,7%</td> <td></td> <td>16,9%</td> <td>7,3%</td> <td>7,2%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	in Mio. EUR	Q4/19	Q4/19e	Q4/18	yoy	2019	2019e	2018	yoy	<b>Umsatz</b>	4,7	3,3	3,0	58,7%	14,4	13,0	11,1	30,2%	<b>EBIT</b>	1,3	-0,2	0,1	1560,0%	2,4	1,0	0,8	203,2%	<b>Marge</b>	28,0%	-4,7%	2,7%		16,9%	7,3%	7,2%		<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nachdem das Unternehmen bereits am 14.02.20 mitteilte, dass das EBIT für das GJ 2019 voraussichtlich zwischen EUR 2,3 – 2,7 Mio. liegen wird, und somit deutlich über der einst gegebenen Prognose von EUR 1 – 2 Mio., bestätigte die pferdewetten.de AG ein sehr starkes GJ 2019 mit der Veröffentlichung des Geschäftsbericht am 30.03.2020.</li> <li>Aufgrund eines starken Q4, lagen sowohl Umsatz als auch EBIT deutlich oberhalb unserer zuletzt veröffentlichten Schätzungen,</li> </ul>
in Mio. EUR	Q4/19	Q4/19e	Q4/18	yoy	2019	2019e	2018	yoy																													
<b>Umsatz</b>	4,7	3,3	3,0	58,7%	14,4	13,0	11,1	30,2%																													
<b>EBIT</b>	1,3	-0,2	0,1	1560,0%	2,4	1,0	0,8	203,2%																													
<b>Marge</b>	28,0%	-4,7%	2,7%		16,9%	7,3%	7,2%																														

Aufgrund der anhaltenden Corona Pandemie gingen diese guten Resultate des Unternehmens jedoch unter und das Jahr 2020 wird mit massiven Unsicherheiten einhergehen. Somit ist der CEO, Pierre Hofer, gezwungen lediglich eine sehr vage Prognose für 2020 abzugeben, die sich darauf beschränkt, dass 1) von Umsatzeinbußen ausgegangen werden muss (Ohne spezifische Quantifizierung) und 2) dass EBIT zwischen EUR 0 – 3 Mio. liegen könnte, und nicht wie zuvor angedacht, bei EUR 3 Mio. liegen sollte.

In der Pferdewette finden derzeit zwar vereinzelt noch Rennen statt (bspw. in Schweden und Australien), aber das kann sich auch täglich ändern, genauso, dass in einigen Regionen ggf. ab Mai wieder Rennen stattfinden könnten. Die Sportwette ist weiterhin nur von sehr geringer Bedeutung (von EUR 14,4 Mio. Nettoumsatz in 2019 wurden EUR 0,1 Mio. in der Sportwette generiert, wobei dies durch Spielerboni reduziert wird und 2018, somit sogar noch ein negativer Umsatz von rund EUR -0,5 Mio. ausgewiesen wurde).

In der Pferdewette sind vor allem Frankreich, UK, Deutschland und Schweden die wichtigsten Märkte (für Veranstaltungen), somit hängt die zukünftige Umsatzentwicklung stark von den weiteren Entwicklungen in diesen Ländern ab. Zum derzeitigen Zeitpunkt gehen wir für Q2 von einer deutlichen Umsatzreduzierung von knapp -60% aus, nachdem Q1 noch einigermaßen stabil verlaufen sein sollte. Für H2 gehen wir aktuell von einer leichten Erholung aus und rechnen somit für das GJ 2020 mit einem Umsatzrückgang von fast -30%. Nicht zuletzt aufgrund der Marketingausgaben in den vergangenen Jahren sehen wir einige Einsparpotentiale, auch wenn sich eine Margen-Verwässerung ggü. des starken Vorjahres kaum vermeiden lassen wird. Somit rechnen wir aber noch mit einem positiven EBIT von EUR 0,5 Mio. für das GJ 2020.

Per GJ 2019, verfügte die pferdewetten.de AG über ein Kasse i.H.v. EUR 11,4 Mio. und keine Schulden, sodass uns die finanzielle Situation kurz-, wie auch mittelfristig keine Sorgen bereitet. Wir bestätigen unsere Kaufen-Empfehlung mit einem reduzierten Kursziel von EUR 14,00.

<b>Schätzungsänderungen:</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2020e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2021e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2022e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>15,8</td> <td>-33,4 %</td> <td>17,9</td> <td>-24,5 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>1,9</td> <td>-73,2 %</td> <td>3,3</td> <td>-46,1 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -	<b>Umsatz</b>	15,8	-33,4 %	17,9	-24,5 %	n.a.	n.m.	<b>EBIT</b>	1,9	-73,2 %	3,3	-46,1 %	n.a.	n.m.	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Deutliche Reduzierung der Top-line aufgrund weniger Wettmöglichkeiten im Zuge der Corona Pandemie</li> <li>Dies sollte auch die Marge deutlich negativ beeinflussen, auch wenn einige Kosten wie bspw. Marketing Ausgaben reduziert werden können.</li> </ul>
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	2022e (alt)	+ / -																
<b>Umsatz</b>	15,8	-33,4 %	17,9	-24,5 %	n.a.	n.m.																
<b>EBIT</b>	1,9	-73,2 %	3,3	-46,1 %	n.a.	n.m.																

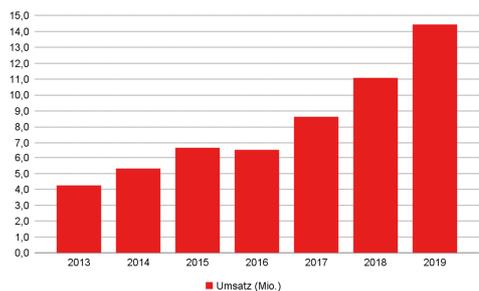


<b>Rel. Performance vs General</b>	
1 Monat:	-8,0 %
6 Monate:	-4,3 %
Jahresverlauf:	-10,8 %
Letzte 12 Monate:	-12,0 %

**Unternehmenstermine:**  
19.05.20 HV

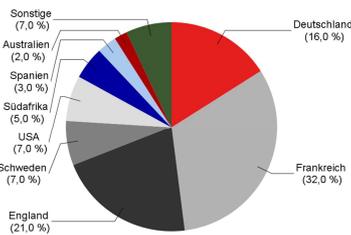
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	3,5 %	6,6	8,6	11,1	14,4	10,5	13,5	16,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		-2,0 %	31,7 %	28,3 %	30,2 %	-27,3 %	28,6 %	18,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		79,0 %	75,4 %	56,4 %	57,0 %	55,2 %	55,6 %	56,3 %
<b>EBITDA</b>	4,9 %	2,2	2,6	1,2	3,0	1,1	2,4	3,5
<b>Marge</b>		34,2 %	29,8 %	10,5 %	21,0 %	10,5 %	17,8 %	21,9 %
<b>EBIT</b>	6,0 %	1,9	2,2	0,8	2,4	0,5	1,8	2,9
<b>Marge</b>		29,1 %	26,0 %	7,2 %	16,9 %	4,8 %	13,3 %	18,1 %
<b>Nettoergebnis</b>	-8,9 %	1,7	2,6	-0,5	3,3	0,4	1,6	2,5
<b>EPS</b>	-9,0 %	0,44	0,60	-0,11	0,77	0,10	0,36	0,58
<b>EPS adj.</b>	-9,0 %	0,44	0,60	-0,11	0,77	0,10	0,36	0,58
<b>DPS</b>	0,0 %	0,12	0,14	0,16	0,20	0,20	0,20	0,20
<b>Dividendenrendite</b>		1,8 %	1,1 %	1,5 %	1,9 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
<b>FCFPS</b>		0,38	0,48	0,44	0,94	0,09	0,36	0,58
<b>FCF / Marktkap.</b>		5,5 %	3,9 %	4,1 %	9,0 %	1,1 %	4,4 %	7,1 %
<b>EV / Umsatz</b>		3,0 x	5,3 x	3,5 x	2,4 x	2,4 x	1,8 x	1,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		8,8 x	17,8 x	33,0 x	11,5 x	23,2 x	10,3 x	6,6 x
<b>EV / EBIT</b>		10,4 x	20,4 x	47,8 x	14,3 x	50,9 x	13,8 x	8,0 x
<b>KGV</b>		15,4 x	20,3 x	n.a.	13,6 x	82,0 x	22,8 x	14,1 x
<b>KGV ber.</b>		15,4 x	20,3 x	n.a.	13,6 x	82,0 x	22,8 x	14,1 x
<b>FCF Potential Yield</b>		9,9 %	6,2 %	-0,6 %	10,9 %	4,1 %	8,7 %	13,4 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-6,9	-6,9	-8,3	-10,4	-10,0	-10,7	-12,3
<b>ROCE (NOPAT)</b>		34,3 %	41,3 %	n.a.	63,6 %	7,9 %	28,3 %	45,5 %
<b>Guidance:</b>		2020: weniger Umsatz und ein EBIT von EUR 0 - 3 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



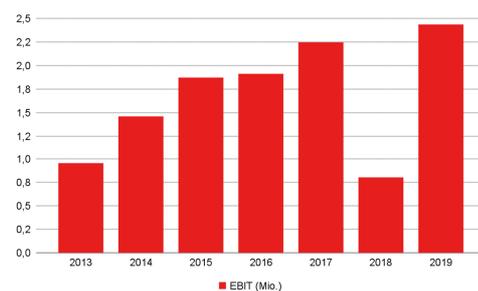
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen (Veranstaltungen) 2019e; WRe; in %**



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

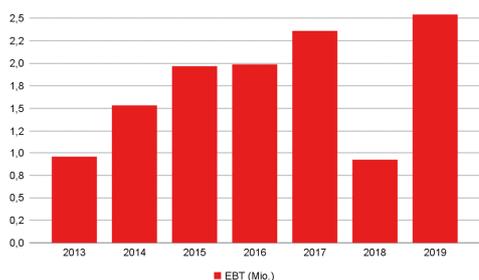
**Unternehmenshintergrund**

- Die pferdewetten.de AG ist ein Online-Wettanbieter, der sich stark auf Pferderennen fokussiert und dort einer der führenden Wettanbieter in Deutschland ist.
- Diese Ausrichtung auf den Nischenmarkt erfolgte im Jahr 2008. Davor agierte das Unternehmen unter dem Namen Sportwetten.de AG und war zusätzlich auf dem Markt für Sportwetten aktiv.
- Im Mai 2017 gab der Vorstand bekannt, dass ein Wiedereintritt in den Sport-Wettenmarkt mit den Plattformen sportwetten.de und sportwetten.com zum Ende des Jahres 2017 erfolgen soll.
- Der frühere Hauptaktionär mybet Holding hat im Sommer 2016 seine Anteile von 51% vollständig veräußert. Dies ermöglicht es pferdewetten.de zukünftig vollkommen unabhängige strategische Entscheidungen zu treffen.

**Wettbewerbsqualität**

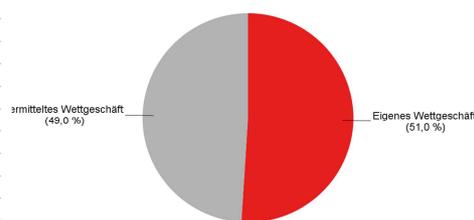
- Die pferdewetten.de AG verfügt über eine sehr gute Positionierung in dem Nischenmarkt für Pferdewetten und besitzt durch die eigene Buchmachersoftware über wertvolles Markt-Know-How.
- Das Unternehmen verfügt über eine aktive und loyale Kundenbasis aus dem Bereich der Pferdewetten.
- Durch das Auslagern des Plattformbetriebes im Rahmen des Neustarts von sportwetten.de und sportwetten.com durch den Wettquotensteller Cashpoint ist eine starke Fokussierung auf die Kundengewinnung möglich.
- Des Weiteren bietet Cashpoint ein State-of-the-art Produktportfolio, welches technisch und in der Produktbreite immer auf dem höchsten Niveau gehalten wird.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



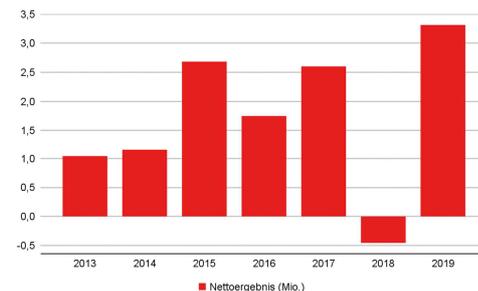
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Wettart 2018; in %**



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	10,5	13,5	16,0	17,9	19,4	20,4	21,3	22,0	22,6	23,2	23,7	24,2	24,7	
Umsatzwachstum	-27,3 %	28,6 %	18,5 %	12,0 %	8,0 %	5,6 %	4,2 %	3,3 %	2,8 %	2,5 %	2,3 %	2,2 %	2,1 %	2,0 %
EBIT	0,5	1,8	2,9	3,8	4,3	4,7	5,0	5,3	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	
EBIT-Marge	4,8 %	13,3 %	18,1 %	21,0 %	22,0 %	23,0 %	23,5 %	24,0 %	24,5 %	25,0 %	25,5 %	26,0 %	26,5 %	
Steuerquote (EBT)	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %	
NOPAT	0,4	1,6	2,5	3,3	3,7	4,1	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,7	
Abschreibungen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	
Abschreibungsquote	5,7 %	4,4 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	
Investitionsquote	5,7 %	4,4 %	3,8 %	3,0 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	
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)	0,4	1,6	2,5	3,3	3,8	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,8	6
Barwert FCF	0,4	1,3	2,0	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	24
Anteil der Barwerte	7,29 %			43,90 %										48,80 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,5 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,70
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>9,53 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,46</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2032e	26		
Terminal Value	24		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	4,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>61</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>14,02</b>

**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
1,64	10,5 %	12,08	12,19	12,31	12,44	12,57	12,71	12,86	1,64	10,5 %	11,80	12,01	12,22	12,44	12,65	12,86	13,07
1,55	10,0 %	12,75	12,88	13,02	13,18	13,34	13,51	13,69	1,55	10,0 %	12,49	12,72	12,95	13,18	13,40	13,63	13,86
1,51	9,8 %	13,11	13,26	13,42	13,58	13,76	13,95	14,15	1,51	9,8 %	12,88	13,11	13,35	13,58	13,82	14,05	14,29
1,46	9,5 %	13,50	13,66	13,84	14,02	14,21	14,42	14,64	1,46	9,5 %	13,29	13,53	13,77	14,02	14,26	14,50	14,75
1,41	9,3 %	13,92	14,10	14,28	14,48	14,70	14,93	15,18	1,41	9,3 %	13,73	13,98	14,23	14,48	14,73	14,99	15,24
1,37	9,0 %	14,36	14,56	14,76	14,98	15,22	15,47	15,75	1,37	9,0 %	14,20	14,46	14,72	14,98	15,24	15,51	15,77
1,28	8,5 %	15,34	15,58	15,83	16,10	16,39	16,71	17,05	1,28	8,5 %	15,25	15,53	15,82	16,10	16,38	16,66	16,95

- Durch den Markteintritt rechnen wir mit einem starken Umsatzwachstum für die detaillierte Planungsphase von 2019e-2021e.
- Der WACC von rund 9,5 % sowie ein Beta von 1,5 spiegeln das Risiko wider, welches mit dem Markteintritt einhergeht.
- Durch den Markteintritt erwarten wir eine rückläufige EBIT-Marge, bevor sie langfristig wieder auf rund 27% ansteigt.

Wertermittlung	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	2,3 x	3,8 x	3,6 x	2,9 x	2,3 x	2,2 x	2,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,17	2,73	2,31	3,04	2,99	3,17	3,58
EV / Umsatz	3,0 x	5,3 x	3,5 x	2,4 x	2,4 x	1,8 x	1,4 x
EV / EBITDA	8,8 x	17,8 x	33,0 x	11,5 x	23,2 x	10,3 x	6,6 x
EV / EBIT	10,4 x	20,4 x	47,8 x	14,3 x	50,9 x	13,8 x	8,0 x
EV / EBIT adj.*	10,4 x	20,4 x	47,8 x	14,3 x	50,9 x	13,8 x	8,0 x
Kurs / FCF	18,0 x	25,6 x	24,4 x	11,1 x	92,1 x	23,9 x	14,7 x
KGV	15,4 x	20,3 x	n.a.	13,6 x	82,0 x	22,8 x	14,1 x
KGV ber.*	15,4 x	20,3 x	n.a.	13,6 x	82,0 x	22,8 x	14,1 x
Dividendenrendite	1,8 %	1,1 %	1,5 %	1,9 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	9,9 %	6,2 %	-0,6 %	10,9 %	4,1 %	8,7 %	13,4 %
*Adjustiert um:	-						

**GuV**

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,1</b>	<b>14,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,5</b>	<b>16,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	-2,0 %	31,7 %	28,3 %	30,2 %	-27,3 %	28,6 %	18,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>6,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,1</b>	<b>14,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,5</b>	<b>16,0</b>
Materialaufwand	1,4	2,1	4,8	6,2	4,7	6,0	7,0
<b>Rohrertrag</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>79,0 %</i>	<i>75,4 %</i>	<i>56,4 %</i>	<i>57,0 %</i>	<i>55,2 %</i>	<i>55,6 %</i>	<i>56,3 %</i>
Personalaufwendungen	2,1	2,4	3,1	3,3	3,0	3,2	3,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,4	1,9	2,3	2,4	2,0	2,3	2,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>
<i>Marge</i>	<i>34,2 %</i>	<i>29,8 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>21,0 %</i>	<i>10,5 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>21,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>
<i>Marge</i>	<i>29,1 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>18,1 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>
<i>Marge</i>	<i>30,3 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>17,6 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>18,1 %</i>
Steuern gesamt	0,3	-0,2	1,4	-0,8	0,1	0,2	0,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
<i>Marge</i>	<i>26,7 %</i>	<i>30,1 %</i>	<i>-4,1 %</i>	<i>23,0 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>11,5 %</i>	<i>15,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,9	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
<b>EPS</b>	<b>0,44</b>	<b>0,60</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,77</b>	<b>0,10</b>	<b>0,36</b>	<b>0,58</b>
EPS adj.	0,44	0,60	-0,11	0,77	0,10	0,36	0,58

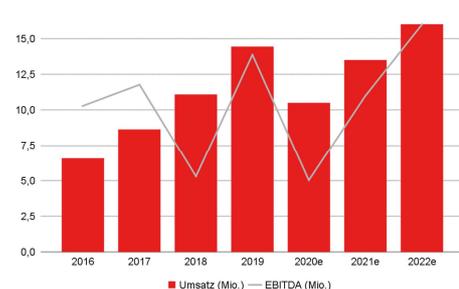
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2020: weniger Umsatz und ein EBIT von EUR 0 - 3 Mio.**

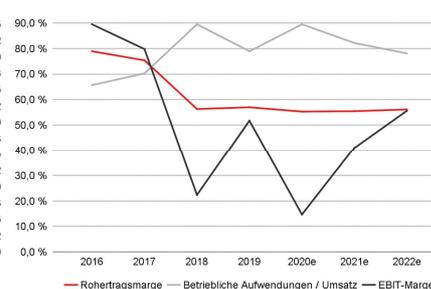
**Kennzahlen**

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	65,8 %	70,2 %	89,5 %	79,0 %	89,5 %	82,2 %	78,1 %
Operating Leverage	-1,1 x	0,6 x	-2,3 x	6,7 x	2,9 x	9,1 x	3,3 x
EBITDA / Interest expenses	1123,5 x	367,9 x	n.a.	178,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	13,9 %	-10,3 %	149,6 %	-30,5 %	13,5 %	13,5 %	13,5 %
Ausschüttungsquote	27,7 %	23,3 %	n.m.	26,1 %	200,0 %	55,5 %	34,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	234.357	254.147	263.929	335.744	244.186	313.953	372.093

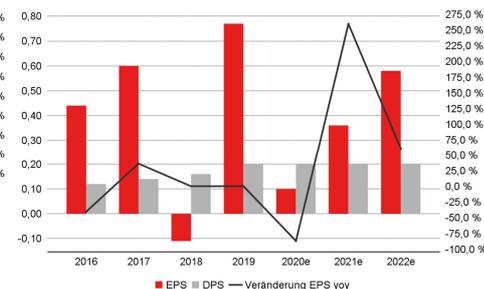
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

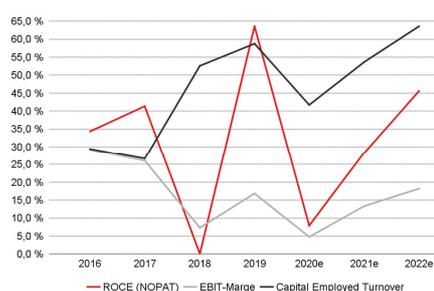
## Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,2	3,2	3,0	2,7	2,6	2,5	2,4
davon übrige imm. VG	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Sachanlagen	0,1	0,3	0,3	1,3	1,4	1,5	1,6
Finanzanlagen	1,3	4,8	5,5	5,9	5,9	5,9	5,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,0	1,1	1,0	2,1	1,6	2,0	2,4
Liquide Mittel	6,9	6,9	8,3	11,4	10,9	11,6	13,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,8	2,2	2,3	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>9,8</b>	<b>10,2</b>	<b>11,6</b>	<b>17,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,8</b>	<b>19,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>14,9</b>	<b>19,1</b>	<b>20,9</b>	<b>28,0</b>	<b>27,1</b>	<b>28,2</b>	<b>30,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Kapitalrücklage	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Gewinnrücklagen	5,1	7,2	6,0	8,7	8,2	8,9	10,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7
Buchwert	11,7	14,0	12,9	15,8	15,5	16,2	17,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,7</b>	<b>14,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,5</b>	<b>16,2</b>	<b>17,8</b>
Rückstellungen gesamt	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,6	1,0	1,2	2,1	1,5	1,9	2,3
Sonstige Verbindlichkeiten	1,3	4,0	6,7	9,1	9,1	9,1	9,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>8,0</b>	<b>12,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	<b>12,4</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>14,9</b>	<b>19,1</b>	<b>20,9</b>	<b>28,0</b>	<b>27,1</b>	<b>28,2</b>	<b>30,2</b>

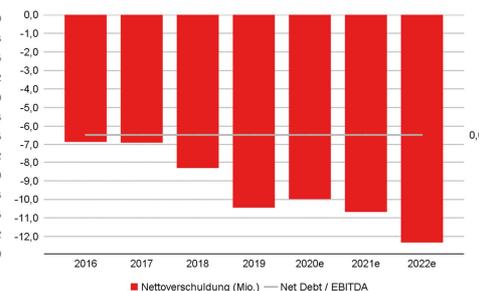
## Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	-14,1 x	22,1 x	79,2 x	10,5 x	7,0 x	8,4 x	9,4 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,2 x	2,4 x	2,7 x	1,9 x	2,5 x	2,9 x
ROA	34,3 %	29,1 %	-4,9 %	31,9 %	4,2 %	15,0 %	24,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	34,3 %	41,3 %	n.a.	63,6 %	7,9 %	28,3 %	45,5 %
ROE	17,9 %	20,2 %	-3,4 %	23,0 %	2,8 %	9,8 %	14,7 %
Adj. ROE	17,9 %	20,2 %	-3,4 %	23,0 %	2,8 %	9,8 %	14,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-6,9	-6,9	-8,3	-10,4	-10,0	-10,7	-12,3
Nettofinanzverschuldung	-6,9	-6,9	-8,3	-10,4	-10,0	-10,7	-12,3
Net Gearing	-58,4 %	-49,2 %	-64,3 %	-66,0 %	-64,5 %	-66,0 %	-69,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.						
Buchwert je Aktie	3,0	3,6	3,0	3,7	3,6	3,7	4,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,2	2,7	2,3	3,0	3,0	3,2	3,6

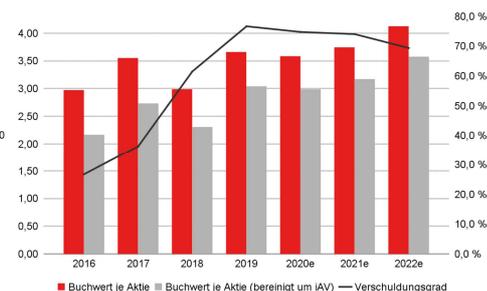
### Entwicklung ROCE



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

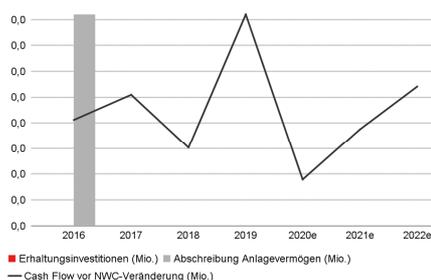
**Cash flow**

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,7	2,6	-0,6	3,3	0,4	1,6	2,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	0,0	1,9	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-0,1	0,1	-1,1	0,5	-0,4	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	-0,6	0,2	0,9	-0,6	0,4	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,4</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>
Investitionen in iAV	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	6,9	8,5	8,2	11,4	10,9	11,6	13,3

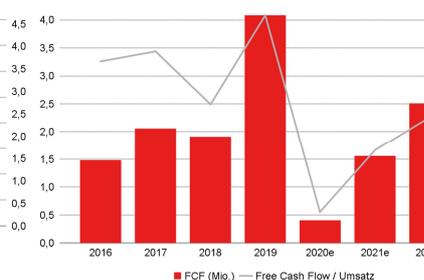
**Kennzahlen**

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	1,5	2,1	1,9	4,1	0,4	1,6	2,5
Free Cash Flow / Umsatz	22,6 %	23,8 %	17,2 %	28,3 %	3,9 %	11,5 %	15,7 %
Free Cash Flow Potential	2,0	2,8	-0,2	3,8	1,0	2,2	3,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	84,7 %	79,2 %	-417,5 %	123,2 %	93,5 %	100,0 %	100,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	1,7 %	1,6 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,5 %	14,9 %	n.a.	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	2,5 %	2,3 %	0,9 %	0,7 %	5,7 %	4,4 %	3,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	49,6 %	60,8 %	27,9 %	16,8 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-14,0 %	-3,2 %	-0,7 %	-0,5 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	62,7 %	105,9 %	82,6 %	103,5 %	106,7 %	105,3 %	104,3 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	57	46	32	54	56	54	55
Payables payment period (Tage)	434	179	90	121	116	116	120
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

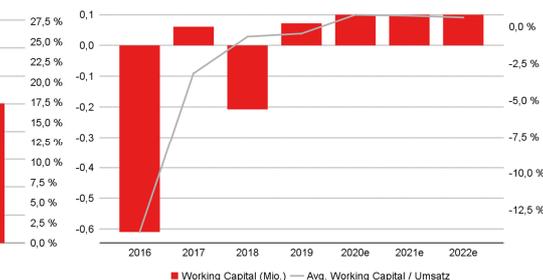
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**QUELLEN**

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

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

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

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 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)
pferdewetten.de	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0409.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0409.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	125	61
Halten	63	31
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	6	3
<b>Gesamt</b>	<b>204</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	33	79
Halten	6	14
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	7
<b>Gesamt</b>	<b>42</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [PFERDEWETTEN.DE] AM [06.04.2020]**



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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

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

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

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

**Franz Schall** +49 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

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

**Patrick Schmidt** +49 40 309537-125  
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

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

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

**Tobias Hald** +49 40 3282-2695  
United Kingdom thald@mmwarburg.com

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

**Christopher Seedorf** +49 69 5050-7414  
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

**Sophie Hauer** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Elyaz Dust** +49 40 3282-2702  
Sales Trading edust@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Marcel Magiera** +49 40 3282-2662  
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

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

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com