

Suspended (Buy) EUR n/a (EUR 37,50) Kurs EUR 7,92 n/a	Wertindikatoren: EUR DCF: 16,47	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: 31,7 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 203,0 Freefloat MC: 22,1 Ø Trad. Vol. (30T): 122,71 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 69,90 % Karl-Heinz Maerzke 29,80 % Management board 0,30 %	Kennzahlen (WRe): 2023e Beta: 1,7 KBV: 0,3 x EK-Quote: 30 %

Gewinnwarnung; Kaum Visibilität bzgl. Ursachen für erwartetes negatives Ergebnis

- Die neue Gewinnwarnung von HELMA ist leider eine weitere negative Überraschung aus dem operativen Geschäft. Das Unternehmen hat seine Umsatzprognose deutlich auf EUR 210-260 Mio. gesenkt, nachdem es bisher davon ausgegangen war, das 2022-Niveau von EUR 303 Mio. (WRe vormals EUR 259 Mio.) leicht zu übertreffen. Der Auftragsbestand lag zuletzt bei ~EUR 300 Mio. (2022). Wir gehen davon aus, dass der Auftragseingang in H1 nach einem relativ robusten H1/22 (EUR 197 Mio.) im niedrigen zweistelligen Millionenbereich liegt, da die Nachfrage im September 2022 einzubrechen begann. Mit der Guidance-Veröffentlichung im März prognostizierte das Unternehmen ein EBT auf Vorjahresniveau von EUR 3,5 Mio. (2022 inklusive Einmalaufwendungen von ~EUR 19 Mio. aus der Insolvenz des Generalunternehmers Natura-Holzbau bei HELMA Ferienimmobilien & Restrukturierung im Konzern (Personal)). Das Unternehmen erwartet nun ein negatives Ergebnis, machte aber keine näheren Angaben über den Umfang oder die Ursachen dafür. Leider hat dies zu weiteren Spekulationen über die operativen Margen aus dem bereits gesicherten Geschäft oder weiteren Rückstellungen (HELMA Ferienimmobilien) geführt, da höhere Finanzierungskosten für die Mehrheit der fällig werdenden Darlehen (s. unten) in H2 betroffen sein werden und höhere Zinskosten bereits im März sichtbar waren. (Fortsetzung auf der nächsten Seite)

Overview Promissory Notes

Issuance	Volume	Maturity	Interest rate
7/2016	17,500	5 years	2.50% repaid
7/2016	8,000	7 Years	2.92% 7/2023
5/2017	20,000	5 years	2.50% repaid
5/2017	7,000	7 Years	3.10% 5/2024
7/2018	14,500	5 years	2.48% 7/2023
7/2018	3,500	7 Years	3.05% 7/2025
1/2018&5/19	11,500	5 years	2.50% 1/2024
8/2020	13,000	3 years	2.90% 8/2023
8/2020	14,500	4 years	3.10% 8/2024
12/2021	8,000	4 years	1.90% 12/2025
12/2021	21,000	5 years	2.10% 12/2026
Total outstanding amount		Ø interest rate	
101,000		2.60%	

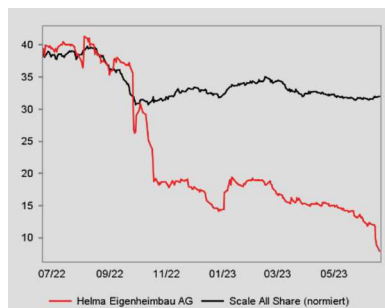
Warburg Research

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2023e (alt)	+ / -	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -
Umsatz	258,9	-20,6 %	253,8	-51,4 %	n.a.	n.m.
EBT	9,6	n.m.	15,3	n.m.	n.a.	n.m.
Nettoergebnis	6,5	n.m.	10,4	n.m.	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Umsatzschätzungen angepasst, um Kürzung der Guidance für 2023 und unsere pessimistische Einschätzung des Auftragseingangs zu berücksichtigen. Da HELMA über ein umfangreiches Portfolio attraktiver Standorte verfügt, würden wir die Veräußerung von Standorten oder Blockverkäufe an institutionelle Investoren zu einer niedrigeren, aber möglicherweise profitablen Marge nicht ausschließen. Das neu geschätzte Umsatzniveau für 2024 und 2025 ist vergleichbar mit den Umsatzzahlen in den Jahren 2012 und 2013 vor dem Beginn des starken zinsgetriebenen zyklischen Immobilienbooms.
- Aufgrund höherer Finanzierungskosten und geringerer Visibilität der wiederkehrenden Personal- und Verwaltungskosten nach der geplanten Umstrukturierung leiten wir ein negatives Ergebnis für 2024 und 2025 ab. Detailliertere Informationen sollen nach Unternehmensangaben mit der H1-Veröffentlichung am 10. August bekannt gegeben werden, aber wir erwarten Neuigkeiten schon früher auf der Hauptversammlung am 7. Juli, da eine erfolgreiche Refinanzierung (Fremd- oder möglicherweise Eigenkapital) für die Fortführung des operativen Geschäfts entscheidend ist.



Rel. Performance vs Scale All

1 Monat:	-44,5 %
6 Monate:	-46,6 %
Jahresverlauf:	-44,9 %
Letzte 12 Monate:	-61,1 %

Unternehmenstermine:

07.07.23	HV
10.08.24	H1

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	-24,0 %	263,2	274,0	331,5	302,5	205,7	123,4	132,7
Veränd. Umsatz yoy		3,9 %	4,1 %	21,0 %	-8,8 %	-32,0 %	-40,0 %	7,5 %
Rohmarge adj.	1,7 %	24,5 %	24,1 %	24,7 %	21,5 %	22,0 %	22,7 %	22,6 %
EBITDA	-	25,2	24,8	30,6	9,1	-4,7	-6,7	-5,6
EBIT	-	22,8	22,2	27,9	6,2	-7,5	-9,5	-8,4
Marge		8,7 %	8,1 %	8,4 %	2,1 %	-3,6 %	-7,7 %	-6,3 %
EBT		23,6	22,5	27,3	3,5	-9,1	-11,8	-10,7
Nettoergebnis	-	16,1	15,4	18,8	2,1	-6,2	-8,1	-7,3
EPS	-	4,04	3,84	4,69	0,53	-1,56	-2,04	-1,83
EPS adj.	-	4,04	3,84	4,69	0,53	-1,56	-2,04	-1,83
DPS	-	1,85	1,54	1,72	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		4,9 %	4,2 %	2,9 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		-1,44	-2,99	-0,46	3,04	10,86	7,57	-2,98
FCF / Marktkap.		-3,8 %	-8,1 %	-0,8 %	7,3 %	137,1 %	95,6 %	-37,6 %
EV / Umsatz		1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x	1,4 x	1,4 x
EV / EBITDA		13,0 x	14,0 x	14,6 x	41,5 x	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT		14,4 x	15,6 x	16,0 x	60,6 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGv		9,4 x	9,6 x	12,5 x	78,4 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGv ber.		9,4 x	9,6 x	12,5 x	78,4 x	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield		5,0 %	4,7 %	4,7 %	1,7 %	-1,6 %	-2,5 %	-1,9 %
Nettoverschuldung		175,7	199,1	212,1	212,3	171,3	143,0	156,2
ROCE (NOPAT)		5,8 %	5,1 %	5,9 %	1,1 %	n.a.	n.a.	n.a.
Guidance:	in Mio. EUR: 2023 Umsatz v. 210-260, Negatives Ergebnis;							

Analyst/-in

Andreas Pläsier

aplaesier@warburg-research.com

+49 40 309537-246

COMMENT

Veröffentlicht 20.06.2023 11:00

1

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

- Die am 23. Mai veröffentlichte Aussetzung der Dividende war keine große Überraschung, nachdem wir eine deutliche Verschlechterung der Refinanzierungsmöglichkeiten für die fälligen Schuldscheine erwartet hatten. Wir haben diese Maßnahme als Unterstützung für die laufenden Refinanzierungsverhandlungen verstanden, da die geplante Dividendensumme von EUR 1,6 Mio. nicht signifikant ist. HELMA muss ~EUR 35,5 Mio. aus drei Schuldscheindarlehen mit einer Fälligkeit zwischen dem 10. Juli und 8. August 2023 refinanzieren. Dies ist ca. ein Drittel der gesamten bestehenden langfristigen Refinanzierung von HELMA über Schuldscheindarlehen. 2024 muss HELMA ein zusätzliches Volumen von EUR 33 Mio. refinanzieren (siehe Tabelle S. 1). Wir gehen davon aus, dass sich die Zinskosten von HELMA bei erfolgreicher Refinanzierung von derzeit knapp 3% deutlich mehr als verdoppeln werden. Der Durchschnitt der gesamten Finanzverbindlichkeiten von HELMA (WRe: ~EUR 232 Mio.) hat sich bereits deutlich von 2,09% (2021) auf 2,71% im Jahr 2022 erhöht, und für das Jahr 2023 ist aufgrund der Erwartung höherer Kosten für ein mögliches Bankdarlehen, das die fällig werdenden Schuldscheindarlehen ersetzen könnte, mit einem weiteren deutlichen Anstieg zu rechnen. Der Anteil der variablen Zinssätze an den gesamten Finanzverbindlichkeiten wurde im letzten Jahresbericht nicht quantifiziert. Nach der Dividendenkürzung hätten wir einen schnelleren und erfolgreichen Abschluss der Refinanzierung erwartet, vermutlich mit der Sparkasse Hannover, die die drei fälligen Schuldscheine arrangiert hat.

⇒ Die längeren Verhandlungen über die Refinanzierung könnten ein Hinweis auf eine komplexere und umfassendere Struktur vor dem Hintergrund einer nicht sichtbaren Erholung des Wohnungsmarktes innerhalb von 12 Monaten sein.

HELMA - Order intake in EUR m	2019	yoy	2020	yoy	H1/21	yoy	H2/21	yoy	2021	yoy	H1/22	yoy	H2/22	yoy	2022	yoy
Individual planned	n.a.		193.9	n.a.	111.3	n.a.	135.8	n.a.	247.1	27.5%	105.6	-5.1%	14.3	-89.5%	119.9	-51.5%
Share in %	n.a.		62%		56.5%		54%		55%		53.5%		24.7%		47.0%	
Pre-planned	n.a.		118.6	n.a.	85.9	n.a.	113.6	n.a.	199.4	68.2%	91.7	6.9%	43.5	-61.7%	135.3	-32.2%
Share in %	n.a.		38%		43.5%		46%		45%		46.5%		75.3%		53.0%	
Total in EUR m	n.a.		312.5		197.2		249.4		446.6	42.9%	197.4	0.1%	57.8	-76.8%	255.2	-42.9%
HELMA Eigenheimbau AG	121.7	41.1%	127.3	4.6%	83.9	63.3%	115.5	52.1%	199.4	56.6%	92.8	10.6%	11.1	-90.4%	103.9	-47.9%
Share in %	41%		41%		42.5%		46%		45%		47.0%		19.2%		40.7%	
HELMA Wohnungsbau GmbH	131.3	44.3%	110.7	-15.7%	70.1	74.3%	63.7	-9.7%	133.7	20.8%	70.9	1.2%	12.4	-80.5%	83.3	-37.7%
Share in %	44.3%		35%		35.5%		25.5%		29.9%		35.9%		21.5%		32.6%	
thereof individual planned	n.a.		66.6		27.4	n.a.	20.3	n.a.	47.7	-28.3%	12.9	-53.1%	3.2	-84.5%	16.0	-66.4%
thereof Share in %			60%		39.1%		31.9%		35.7%		18.2%		25.4%		19.2%	
thereof pre-planned	n.a.		44.1		42.6	n.a.	43.4	n.a.	86.0	95.0%	58.0	36.1%	9.2	-78.7%	67.3	-21.8%
thereof Share in %			40%		60.9%		68.1%		64.3%		81.8%		74.6%		80.8%	
HELMA Ferienimmobilien GmbH	43.4	14.6%	74.5	71.6%	43.2	80.6%	70.2	38.9%	113.5	52.3%	33.7	-22.0%	34.3	-51.2%	68.0	-40.1%
Share in %	14.6%		24%		21.9%		28.2%		25.4%		17.1%		59.3%		26.6%	
Total in EUR m & growth rate	296.5	6.4%	312.5	5.4%	197.2	70.7%	249.4	26.6%	446.6	42.9%	197.4	0.1%	57.8	-76.8%	255.2	-42.9%

- Vor dem Hintergrund der Unternehmensnachrichten, der Erwartung, dass die schwache Kundennachfrage aufgrund von Marktunsicherheiten anhalten wird, und dem Mangel an verfügbaren detaillierten Unternehmensinformationen setzen wir unser Rating aus.

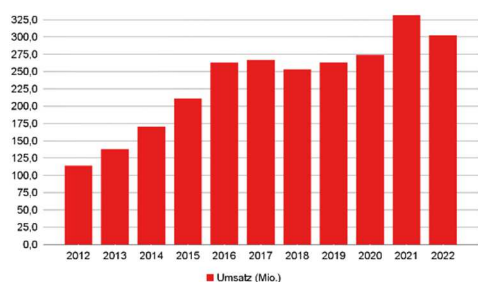
Unsere angepassten Schätzungen (s. Seite 1) beinhalten keine Erholung des Wohnungsbaumarktes innerhalb der nächsten zwei Jahre. Wir rechnen nicht mit einer massiven Senkung des Zinsniveaus, das für die Kunden attraktiver wäre und helfen würde, die gestiegenen Baupreise und regulatorischen Anforderungen an Neubauten zu finanzieren.

Dennoch dürfte das Standortportfolio von HELMA ein attraktiver Vermögenswert sein, der möglicherweise das Interesse von (Finanz-)Investoren mit tieferen Taschen und einem mittelfristigen Horizont wecken könnte, wie bei der Übernahme von ISARIA durch einen Lone-Star-Fonds im Jahr 2016. Das Pipeline-Volumen von mehr als EUR 1,8 Mrd. (siehe unten) dürfte mit dem Preisverfall ebenfalls unter Druck geraten. Dennoch sollte ein profitables operatives Geschäft unter normalen Umständen vor dem Hintergrund attraktiver, gesicherter Grundstücke mit einer angemessenen Betriebsgröße und normalisierter Zinsbelastung möglich sein. Die aktuelle Eigenkapitalquote von 28% (2022) erscheint trotz der Erwartung negativer Ergebnisse (WRe 2023-25: EUR 22 Mio.) komfortabel. Der Buchwert von EUR 125 Mio. bzw. EUR 31 je Aktie scheint auf Basis der vorliegenden Unternehmensinformationen ein ausreichender Puffer für mögliche moderate Verluste zu sein. Ein Risiko aus weiteren Rückstellungen für bereits verkaufte Objekte in Olpenitz sei laut HELMA-Berater nicht erkennbar.

New Development pipeline 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	1,325	741,600	560	-2.3%	620	368,400	594	1.8%	705	373,200	529	-5.9%
HELMA Wohnungsbau GmbH												
Hamburg/Hanover region	415	209,400	505	-0.9%	185	100,200	542	-2.2%	230	109,200	475	-1.7%
HELMA Wohnungsbau GmbH												
Leipzig region	345	167,000	484	8.4%	300	141,000	470	4.4%	45	26,000	578	33.6%
HELMA Wohnungsbau GmbH												
Munich region	190	177,900	936	8.0%	0				190	177,900	936	8.0%
HELMA Wohnungsbau GmbH												
Rhein Ruhr region	60	32,500	542	11.8%	60	32,500	542	11.8%	0	0		
Total HELMA Wohnungsbau GmbH	2,335	1,328,400	569	0.3%	1,165	642,100	551	1.4%	1,170	686,300	587	-0.3%
Total HELMA Ferienimmobilien GmbH	1,070	513,000	479	8.8%	0	0	0	0.0%	1,070	513,000	479	8.8%
Total HELMA Wohnungsbau GmbH & HELMA Ferienimmobilien GmbH	3,405	1,841,400	541	3.3%	1,165	642,100	551	1.4%	2,240	1,199,300	535	4.0%

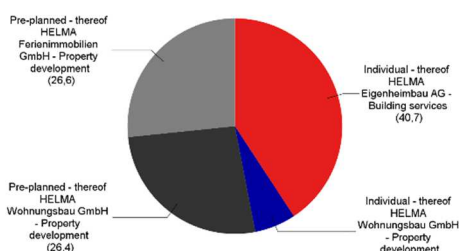
Source: HELMA, Warburg Research

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



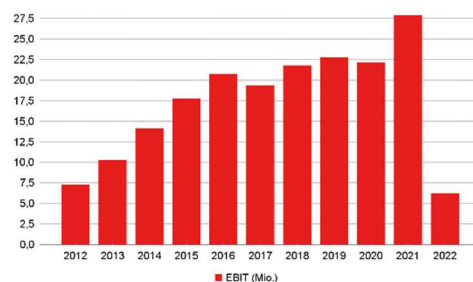
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang nach Segmenten
2022; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

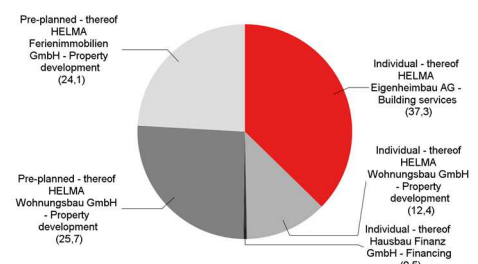
Unternehmenshintergrund

- 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

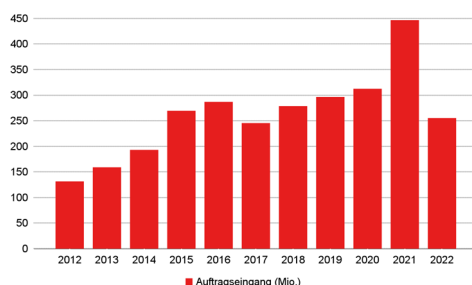
- Individualisierung ohne Mehrpreis: HELMA-Eigenheime zeichnen sich besonders durch viele individuelle Gestaltungsmöglichkeiten aus, die keine Preiserhöhung verursachen.
- Hohe Kompetenz im Zukunftsmarkt Energiesparhäuser: HELMA bietet eine umfangreiche Palette an Energiesparhäusern wie z.B. das KfW 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
2022 in %



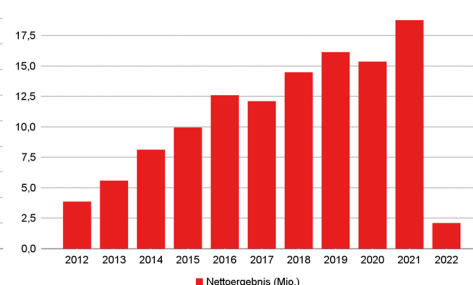
Quelle: Warburg Research

Auftragseingang
in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	205,7	123,4	132,7	141,9	151,9	164,0	173,9	182,6	191,7	197,4	201,4	205,4	209,5	2,0 %
Umsatzwachstum	-32,0 %	-40,0 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
EBIT	-7,5	-9,5	-8,4	8,5	9,1	11,5	12,2	12,8	13,4	13,8	14,1	14,4	14,7	7,0 %
EBIT-Marge	-3,6 %	-7,7 %	-6,3 %	6,0 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %	10,0
NOPAT	-5,1	-6,5	-5,7	5,8	6,2	7,9	8,3	8,8	9,2	9,5	9,7	9,8	10,0	
Abschreibungen	2,8	2,8	2,8	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	0,8 %
Abschreibungsquote	1,4 %	2,3 %	2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-53,7	-36,0	2,8	-85,2	4,8	6,4	7,8	8,0	6,4	2,4	0,2	0,2	0,1	1,9
- Investitionen	3,4	3,4	3,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	
Investitionsquote	1,7 %	2,8 %	2,6 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,0
- 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)	48,0	28,9	-9,1	90,9	1,3	1,3	0,3	0,6	2,6	6,9	9,2	9,5	9,8	8
Barwert FCF	50,6	28,7	-8,5	80,5	1,1	1,0	0,2	0,4	1,7	4,3	5,4	5,3	5,1	
Anteil der Barwerte	25,45 %			37,72 %										36,83 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	70,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	3,4 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	6,03 %	Beta	1,70

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	176		
Terminal Value	102		
Zinstr. Verbindlichkeiten	231		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	19	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	66	Wert je Aktie (EUR)	16,47

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge								
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
2,31	7,0 %	6,19	6,92	7,72	8,60	9,56	10,64	11,84	2,31	7,0 %	-0,72	2,39	5,49	8,60	11,70	14,80	17,91
2,00	6,5 %	9,03	9,95	10,97	12,10	13,37	14,79	16,40	2,00	6,5 %	1,83	5,25	8,68	12,10	15,53	18,95	22,38
1,85	6,3 %	10,65	11,70	12,86	14,16	15,62	17,27	19,16	1,85	6,3 %	3,32	6,93	10,55	14,16	17,77	21,39	25,00
1,70	6,0 %	12,45	13,64	14,97	16,47	18,17	20,10	22,34	1,70	6,0 %	4,99	8,82	12,65	16,47	20,30	24,12	27,95
1,55	5,8 %	14,44	15,81	17,35	19,09	21,08	23,37	26,04	1,55	5,8 %	6,89	10,96	15,02	19,09	23,16	27,22	31,29
1,40	5,5 %	16,67	18,25	20,04	22,08	24,43	27,17	30,40	1,40	5,5 %	9,05	13,39	17,73	22,08	26,42	30,76	35,10
1,09	5,0 %	22,01	24,16	26,63	29,52	32,93	37,01	41,99	1,09	5,0 %	14,44	19,47	24,50	29,52	34,55	39,58	44,60

■ ...

Wertermittlung							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	1,4 x	1,3 x	1,8 x	1,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	26,30	28,29	31,48	30,04	28,40	26,29	24,38
EV / Umsatz	1,2 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,0 x	1,4 x	1,4 x
EV / EBITDA	13,0 x	14,0 x	14,6 x	41,5 x	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	14,4 x	15,6 x	16,0 x	60,6 x	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	14,0 x	14,9 x	14,8 x	43,2 x	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	13,7 x	0,7 x	1,0 x	n.a.
KGV	9,4 x	9,6 x	12,5 x	78,4 x	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	9,4 x	9,6 x	12,5 x	78,4 x	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	4,9 %	4,2 %	2,9 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Potential Yield (on market EV)	5,0 %	4,7 %	4,7 %	1,7 %	-1,6 %	-2,5 %	-1,9 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Auftragseingang	296,5	312,5	446,6	255,2	71,6	108,7	137,7
Gesamtleistung	273,0	310,3	355,7	340,6	215,7	133,4	142,7
Materialaufwand	207,8	241,7	272,2	275,8	170,4	105,4	112,7
Rohmarge adj.	24,5 %	24,1 %	24,7 %	21,5 %	22,0 %	22,7 %	22,6 %
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	263,2	274,0	331,5	302,5	205,7	123,4	132,7
Veränd. Umsatz yoy	3,9 %	4,1 %	21,0 %	-8,8 %	-32,0 %	-40,0 %	7,5 %
Bestandsveränderungen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aktivierete Eigenleistungen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gesamtleistung	273,0	310,3	355,7	340,6	215,7	133,4	142,7
Materialaufwand	207,8	241,7	272,2	275,8	170,4	105,4	112,7
Rohertrag	65,3	68,6	83,5	64,9	45,3	28,0	30,0
Rohertragsmarge	24,8 %	25,0 %	25,2 %	21,5 %	22,0 %	22,7 %	22,6 %
Personalaufwendungen	25,0	26,6	29,0	33,5	30,9	24,8	23,5
Sonstige betriebliche Erträge	2,6	2,7	1,6	3,6	2,0	2,0	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,7	19,9	25,4	25,9	21,0	12,0	14,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	25,2	24,8	30,6	9,1	-4,7	-6,7	-5,6
Marge	9,6 %	9,0 %	9,2 %	3,0 %	-2,3 %	-5,5 %	-4,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,4	2,6	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8
EBITA	22,8	22,2	27,9	6,2	-7,5	-9,5	-8,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	22,8	22,2	27,9	6,2	-7,5	-9,5	-8,4
Marge	8,7 %	8,1 %	8,4 %	2,1 %	-3,6 %	-7,7 %	-6,3 %
EBIT adj.	23,5	23,2	30,2	8,8	-4,4	-5,7	-4,2
Zinserträge	1,7	0,9	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,9	0,7	0,7	0,5	1,8	2,5	2,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	-2,2	0,0	0,0	0,0
EBT	23,6	22,5	27,3	3,5	-9,1	-11,8	-10,7
Marge	9,0 %	8,2 %	8,2 %	1,2 %	-4,4 %	-9,6 %	-8,0 %
Steuern gesamt	7,4	7,1	8,5	1,4	-2,9	-3,7	-3,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,2	15,4	18,8	2,1	-6,2	-8,1	-7,3
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	16,2	15,4	18,8	2,1	-6,2	-8,1	-7,3
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	16,1	15,4	18,8	2,1	-6,2	-8,1	-7,3
Marge	6,1 %	5,6 %	5,7 %	0,7 %	-3,0 %	-6,6 %	-5,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	4,04	3,84	4,69	0,53	-1,56	-2,04	-1,83
EPS adj.	4,04	3,84	4,69	0,53	-1,56	-2,04	-1,83

*Adjustiert um:

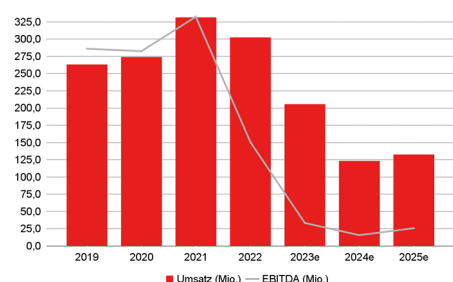
Guidance: in Mio. EUR: 2023 Umsatz v. 210-260, Negatives Ergebnis;

Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,2 %	104,2 %	98,1 %	109,6 %	107,1 %	113,6 %	111,7 %
Operating Leverage	1,2 x	-0,7 x	1,2 x	8,9 x	n.a.	-0,7 x	-1,7 x
EBITDA / Interest expenses	29,0 x	38,1 x	42,0 x	17,8 x	n.m.	n.m.	n.m.
Steuerquote (EBT)	31,4 %	31,5 %	31,1 %	39,3 %	31,5 %	31,5 %	31,5 %
Ausschüttungsquote	45,7 %	40,0 %	36,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	817.525	791.887	952.546	835.497	688.652	516.489	544.339

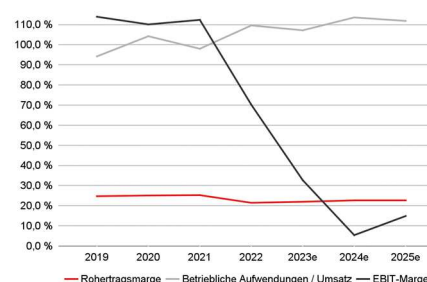
Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

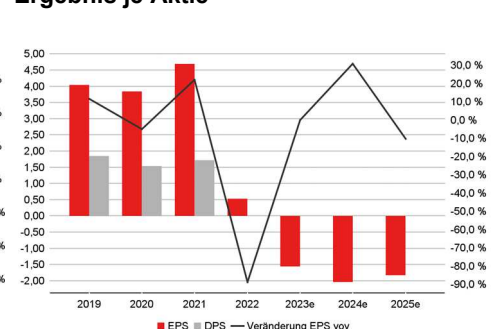


Operative Performance

in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

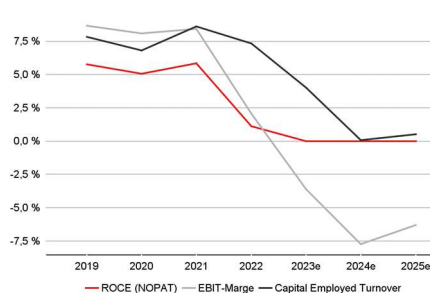
Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,3	3,3	3,4	4,4	4,7	5,0	5,3
davon übrige imm. VG	1,9	1,9	2,0	3,0	3,3	3,6	3,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Sachanlagen	19,9	19,5	19,3	19,2	19,3	19,4	19,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	4,6	4,6	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	27,9	27,5	25,0	23,6	24,0	24,4	24,8
Vorräte	232,2	281,7	311,0	350,4	290,0	270,0	270,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	96,6	87,8	86,3	46,1	50,7	30,4	32,7
Liquide Mittel	16,7	20,1	21,8	18,8	24,7	19,1	4,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	6,8	6,3	7,4	10,5	10,7	10,9	11,1
Umlaufvermögen	352,3	395,9	426,5	425,8	376,1	330,4	318,8
Bilanzsumme (Aktiva)	380,2	423,4	451,4	449,4	400,1	354,8	343,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	41,5	41,6	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8
Gewinnrücklagen	36,3	43,7	49,9	56,8	50,6	42,4	35,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	26,7	27,2	33,6	22,0	22,0	22,0	22,0
Buchwert	108,5	116,5	129,3	124,5	118,3	110,1	102,8
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	108,6	116,6	129,5	124,7	118,4	110,3	102,9
Rückstellungen gesamt	33,4	33,3	30,8	36,6	36,9	35,9	35,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	192,4	219,2	233,9	231,0	196,0	162,1	161,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	36,0	36,9	21,0	58,7	20,7	19,7	18,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	15,0	16,0	16,3	10,4	7,9	4,7	5,1
Sonstige Verbindlichkeiten	30,7	38,4	40,9	46,7	40,8	41,9	39,5
Verbindlichkeiten	271,6	306,8	321,9	324,7	281,6	244,6	240,7
Bilanzsumme (Passiva)	380,2	423,4	451,4	449,4	400,1	354,8	343,6

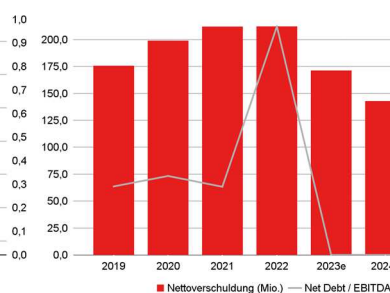
Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	0,8 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x
Capital Employed Turnover	0,9 x	0,9 x	1,0 x	0,9 x	0,7 x	0,5 x	0,5 x
ROA	57,9 %	55,9 %	75,2 %	8,9 %	-26,0 %	-33,4 %	-29,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	5,8 %	5,1 %	5,9 %	1,1 %	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	15,7 %	13,7 %	15,3 %	1,7 %	-5,1 %	-7,1 %	-6,9 %
Adj. ROE	15,7 %	13,7 %	15,3 %	1,7 %	-5,1 %	-7,1 %	-6,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	175,7	199,1	212,1	212,3	171,3	143,0	156,2
Nettofinanzverschuldung	175,7	199,1	212,1	212,3	171,3	143,0	156,2
Net Gearing	161,8 %	170,8 %	163,8 %	170,3 %	144,7 %	129,6 %	151,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	698,2 %	804,1 %	692,1 %	2325,9 %	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	27,1	29,1	32,3	31,1	29,6	27,5	25,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	26,3	28,3	31,5	30,0	28,4	26,3	24,4

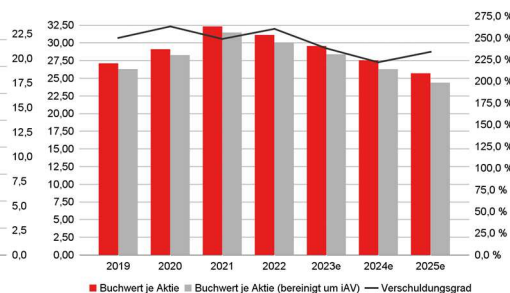
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

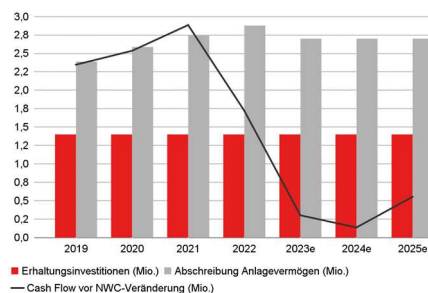
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	16,2	15,4	18,8	2,1	-6,2	-8,1	-7,3
Abschreibung Anlagevermögen	2,4	2,6	2,7	2,9	2,7	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	0,3	8,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	2,2	2,5	-2,6	-2,0	-2,0	2,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	18,1	20,4	24,4	10,9	-5,5	-7,4	-2,6
Veränderung Vorräte	-8,6	-45,5	-25,3	-34,7	60,4	20,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-25,0	8,3	2,4	39,5	-4,6	20,3	-2,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,0	7,7	1,9	2,5	-2,5	-3,2	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	8,0	-0,2	-2,8	-2,7	-1,0	4,0	-4,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-21,6	-29,7	-23,8	4,6	52,3	41,1	-5,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	-3,5	-9,3	0,5	15,5	46,8	33,7	-8,5
Investitionen in iAV	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Investitionen in Sachanlagen	-3,0	-2,3	-2,0	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,6	0,2	0,1	3,0	3,0	3,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-2,0	-1,9	-2,0	-3,2	-0,4	-0,4	-0,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	15,8	26,9	14,4	-2,9	-35,0	-34,0	-1,0
Dividende Vorjahr	-5,2	-7,4	-6,2	-6,9	0,0	0,0	0,0
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	-4,7	-4,9	-5,1	-5,6	-5,5	-4,9	-4,3
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	5,9	14,6	3,2	-15,4	-40,5	-38,9	-5,3
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	0,4	3,4	1,7	-3,0	5,9	-5,6	-14,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	16,7	20,1	21,8	18,8	24,7	19,1	4,9

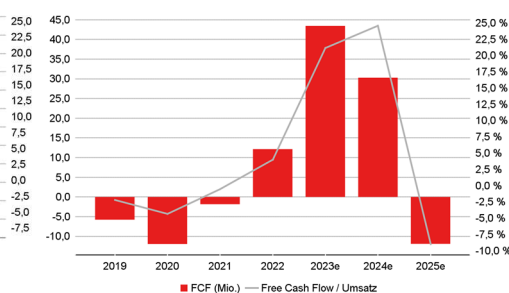
Kennzahlen

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitalfluss							
FCF	-5,8	-12,0	-1,8	12,1	43,4	30,3	-11,9
Free Cash Flow / Umsatz	-2,2 %	-4,4 %	-0,6 %	4,0 %	21,1 %	24,5 %	-9,0 %
Free Cash Flow Potential	16,4	16,3	20,8	6,3	-3,2	-4,4	-3,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-35,8 %	-77,8 %	-9,8 %	577,2 %	-696,5 %	-371,8 %	162,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	10,2 %	5,1 %	0,5 %	0,0 %	0,9 %	0,9 %	1,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,8 %	1,4 %	1,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,4 %	1,1 %	0,8 %	1,1 %	1,7 %	2,8 %	2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,7 %	1,1 %	1,1 %
CAPEX / Abschreibungen	150,0 %	111,4 %	97,7 %	111,2 %	121,4 %	121,4 %	121,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	114,3 %	121,8 %	110,8 %	126,8 %	174,8 %	254,7 %	223,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	642,2 %	549,7 %	527,9 %	443,8 %	641,8 %	646,8 %	641,2 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	134	117	95	56	90	90	90
Payables payment period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

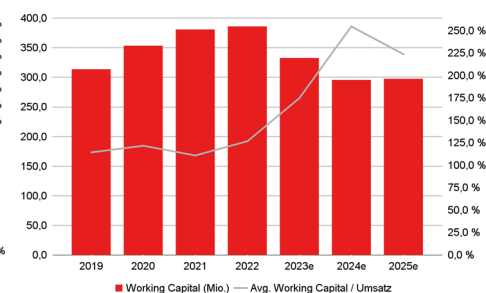
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URheberRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
HELMA Eigenheimbau	3, 5	https://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	159	75
Halten	43	20
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	3	1
Gesamt	212	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	45	88
Halten	5	10
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	51	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [HELMA EIGENHEIMBAU] AM [20.06.2023]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

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

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

Hannes Müller +49 40 309537-255
Software, IT hmueller@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

Klaus Schilling +49 69 5050-7400
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

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

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

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

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

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

Rudolf Michaelis +49 40 3282-2649
Switzerland rmichaelis@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 40 3282-2695
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Charlotte Wernicke +49 40 3282-2669
Roadshow/Marketing cwernicke@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

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

Rico Müller +49 40 3282-2685
Sales Trading rmueller@mmwarburg.com

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

Jan-Philip Schmidt +49 40 3282-2682
Sales Trading jschmidt@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Sales Trading sschulz@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