

Buy EUR 30,00 Kurs EUR 21,20 Upside 41,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 30,00	Warburg ESG Risiko Score: 1,5 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 1,5 Markt Liquidität Score: 0,0	Beschreibung: Entwickler von Bestandswohnimmobilien an Standorten der 2. und 3. Reihe in Deutschland
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 102,1 Aktienanzahl (Mio.): 4,8 EV: 430,5 Freefloat MC: 46,0 Ø Trad. Vol. (30T): 33,92 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 45,0 % Merz Real Estate GmbH 49,1 % I. C. Bugarski (CEO) 5,9 %	Kennzahlen (WR): 2021e Beta: 1,4 KBV: 1,3 x EK-Quote: 17 % Net Fin. Debt / EBITDA: 21,9 x Net Debt / EBITDA: 21,9 x

Vielversprechendes H1 ist Basis für schnelleres Wachstum in den kommenden Jahren

Berichtete Kennzahlen H1/2021: in EUR m	Kommentar zu den Kennzahlen: ▪ Umsatzerlöse aufgrund höherer als erwarteter Mieteinnahmen (EUR 10,2 Mio. vs. 8,6 Mio. WR) leicht über den Erwartungen ▪ Abweichung auf EBIT-, EBT- und Nettoergebnisebene aufgrund eines stärkeren Umsatzes als prognostiziert																																								
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>H1/21</th> <th>H1/21e</th> <th>H1/20</th> <th>yoy</th> <th>2021e</th> <th>2020</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Revenues</td> <td>59.8</td> <td>57.4</td> <td>14.0</td> <td>327.1%</td> <td>68.5</td> <td>28.7</td> <td>138.7%</td> </tr> <tr> <td>EBIT margin</td> <td>22.2%</td> <td>19.8%</td> <td>32.1%</td> <td></td> <td>21.4%</td> <td>28.6%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBT margin</td> <td>17.1%</td> <td>14.9%</td> <td>17.9%</td> <td></td> <td>12.8%</td> <td>14.5%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Net income</td> <td>7.3</td> <td>6.1</td> <td>1.8</td> <td>305.6%</td> <td>6.2</td> <td>2.7</td> <td>130.3%</td> </tr> </tbody> </table>		H1/21	H1/21e	H1/20	yoy	2021e	2020	yoy	Revenues	59.8	57.4	14.0	327.1%	68.5	28.7	138.7%	EBIT margin	22.2%	19.8%	32.1%		21.4%	28.6%		EBT margin	17.1%	14.9%	17.9%		12.8%	14.5%		Net income	7.3	6.1	1.8	305.6%	6.2	2.7	130.3%	
	H1/21	H1/21e	H1/20	yoy	2021e	2020	yoy																																		
Revenues	59.8	57.4	14.0	327.1%	68.5	28.7	138.7%																																		
EBIT margin	22.2%	19.8%	32.1%		21.4%	28.6%																																			
EBT margin	17.1%	14.9%	17.9%		12.8%	14.5%																																			
Net income	7.3	6.1	1.8	305.6%	6.2	2.7	130.3%																																		

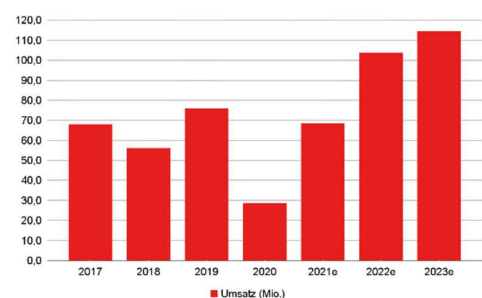
Die Noratis AG veröffentlichte gestern (30.09.21) solide Zahlen für das erste Halbjahr 2021, die leicht über unseren Schätzungen lagen.

- **Umsatzerlöse:** Die Umsatzerlöse beliefen sich auf EUR 59,8 Mio. (WR: EUR 57,4 Mio.). Der starke Ergebnisanstieg im Vergleich zum Vorjahr ist wie geplant vor allem auf höhere Objektverkäufe zurückzuführen. Die Erlöse aus Objektverkäufen betragen EUR 49,5 Mio. (WR: EUR 48,8 Mio.). Die Mieteinnahmen lagen im ersten Halbjahr 2021 bei EUR 10,2 Mio. (WR: EUR 8,6 Mio.).
- **Objektverkäufe:** Im Rahmen von zwei Blockverkäufen sowie einzelnen Privatisierungen veräußerte Noratis im ersten Halbjahr 2021 insgesamt 289 Einheiten. Mitte Mai verkaufte Noratis sein Immobilienportfolio in **Neu-Isenburg** im Rhein-Main-Gebiet mit insgesamt 185 Wohneinheiten und einer Wohnfläche von rund 11.600 qm. Außerdem veräußerte das Unternehmen 96 Einheiten aus seinem **Ratzeburg**-Portfolio. Darüber hinaus verkaufte Noratis sechs Einheiten in Mönchengladbach und zwei in Erlensee. Für die zweite Jahreshälfte sind keine weiteren Objektverkäufe geplant.
- **Akquisitionen:** Im ersten Halbjahr erwarb das Unternehmen rund 543 Einheiten mit einer Gesamtwohnfläche von ca. 37.000 qm. Anfang Januar gab Noratis den Erwerb von 242 Wohneinheiten mit 18.800 qm Mietfläche in **Münster** bekannt. Mitte Mai erwarb das Unternehmen ein Immobilienportfolio mit 150 Einheiten in **Gelsenkirchen**, Nordrhein-Westfalen. Anfang Juni erwarb Noratis ein weiteres Wohnportfolio in **Celle**, Niedersachsen, mit 82 Wohneinheiten und einer Gesamtmietfläche von rund 5.300 qm. Ende Juni gab Noratis den Erwerb von insgesamt 60 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von rund 3.700 Quadratmetern in **Bremen** bekannt. Das Portfolio besteht aus einem Mehrfamilienhaus mit 48 Wohnungen und sechs Doppelhäusern. Wir rechnen mit einem Gesamtinvestitionsvolumen für alle vier Akquisitionen von rund EUR 68 Mio. (GJ 21 WR: EUR 105 Mio.). Das Gesamtportfolio wuchs damit auf 3.732 Einheiten, gegenüber 3.128 Einheiten im ersten Halbjahr 2020.

Insgesamt untermauern die vielversprechenden Zahlen des ersten Halbjahres unsere positive Einschätzung des Unternehmens. Trotz der geplanten Erhöhung des Objektverkaufsvolumens konnte das Immobilienportfolio durch eine sehr aktive Akquisitionsentwicklung weiter ausgebaut werden. Dies geht Hand in Hand mit der Unternehmensstrategie eines gezielten Portfoliowachstums und unterstützt unseren Investment Case. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

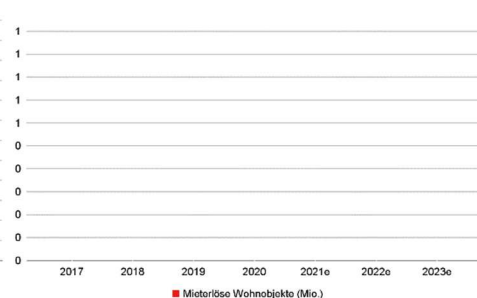
	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (20-23e)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
	Umsatz	58,6 %	68,0	56,1	75,9	28,7	68,5	103,8	114,5
Veränd. Umsatz yoy		52,6 %	-17,5 %	35,2 %	-62,2 %	138,7 %	51,5 %	10,3 %	
Verkaufserlöse		61,9	48,2	63,0	12,0	48,8	74,2	82,2	
Mieterlöse		6,1	7,9	12,9	16,7	19,7	29,6	32,3	
Wohnobjekte									
Rohertrag		21,5	21,6	21,6	15,0	21,9	31,1	34,2	
Rohertragsmarge		31,7 %	38,5 %	28,5 %	52,1 %	32,0 %	30,0 %	29,9 %	
EBIT	41,9 %	15,2	15,5	15,8	8,2	14,6	21,2	23,5	
Marge		22,4 %	27,7 %	20,8 %	28,6 %	21,4 %	20,4 %	20,5 %	
EBT		54,7 %	12,2	12,8	12,1	4,2	8,8	13,8	
Marge		18,0 %	22,8 %	15,9 %	14,5 %	12,8 %	13,3 %	13,4 %	
Nettoergebnis		57,4 %	8,7	9,2	8,7	2,8	6,2	9,8	
EPS		57,4 %	2,99	2,57	2,41	0,58	1,29	2,03	
EPS adj.		57,4 %	2,99	2,57	2,41	0,58	1,29	2,03	
DPS		59,2 %	1,50	1,29	1,20	0,28	0,65	1,02	
Dividendenrendite			8,3 %	5,4 %	5,6 %	1,5 %	3,0 %	4,8 %	
EV / Umsatz			1,7 x	4,1 x	3,3 x	12,2 x	6,3 x	4,4 x	
EV / EBITDA			7,6 x	14,7 x	15,7 x	40,4 x	28,7 x	20,8 x	
EV / EBIT			7,7 x	14,8 x	15,9 x	42,5 x	29,4 x	21,4 x	
KGV			6,0 x	9,2 x	8,9 x	33,2 x	16,4 x	10,4 x	
ROE			29,6 %	18,7 %	16,4 %	3,6 %	8,2 %	11,8 %	
Nettoverschuldung			64,4	145,4	172,4	256,5	328,1	349,4	
Guidance:	n.a.								

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



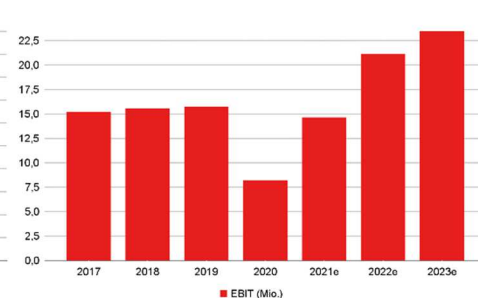
Quelle: Warburg Research

Entwicklung der Mieterlöse
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

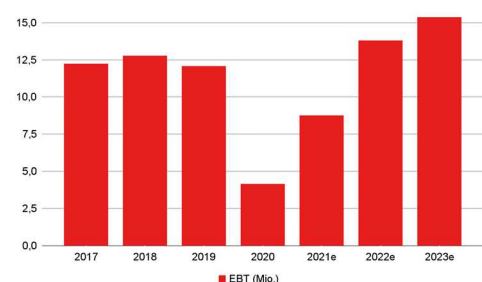
Unternehmenshintergrund

- Entwickler von bestehenden Wohnimmobilienportfolios an Standorten der zweiten und dritten Reihe in Deutschland, gelistet im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse.
- 85-90% des Gesamtumsatzes werden aus Immobilienverkäufen im kleinvolumigen Segment (100-800 Einheiten) erzielt, mit sehr stabilem Transaktionsvolumen in der Vergangenheit.
- Fokus auf Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren.
- Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette von Akquisition, Asset Management (einschl. Planung wertschöpfender Aktivitäten) bis hin zur Veräußerung durch interne Mitarbeiter, die auch externe Dienstleister koordinieren.

Wettbewerbsqualität

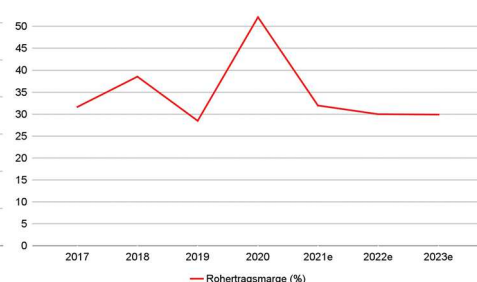
- Spezialisiert auf bezahlbare Wohnobjekte mit einfachem und mittlerem Standard, eine Nische, die für private Investoren zu groß und für größere institutionelle Investoren zu klein ist, was zu geringerem Wettbewerb führt.
- Geschäftsmodell kann auf weitere Standorte in Deutschland ausgedehnt werden.
- Die Planung der Projektentwicklung erfolgt durch interne Mitarbeiter (z.B. Architekten, Bauzeichner und Immobilienkaufleute), was die Abhängigkeit von Dritten reduziert und die Flexibilität der Prozesse erhöht.
- Im Gegensatz zu vielen kleineren Wettbewerbern ist Noratis gut kapitalisiert und hat als börsennotiertes Unternehmen mit einem starken Großaktionär einen besseren Zugang zu Kapital.
- Noratis verfügt über ein starkes Einkaufsnetzwerk mit ausgezeichnetem Zugang zu großen Bestandshaltern sowie regionalen Maklern, die Noratis bereits in einer sehr frühen Phase in die Ausschreibungsverfahren einbeziehen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



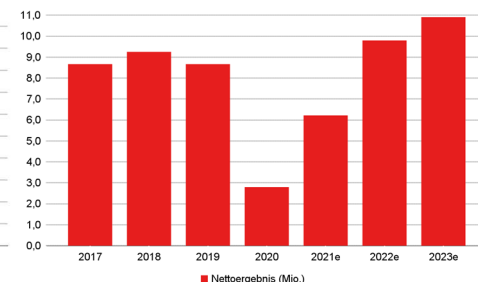
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Rohertragsmarge
in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	
Umsatz	68,5	103,8	114,5	119,4	124,3	129,0	133,6	137,9	142,2	145,7	148,8	151,3	153,6	
Umsatzwachstum	138,7 %	51,5 %	10,3 %	4,3 %	4,1 %	3,8 %	3,6 %	3,2 %	3,1 %	2,5 %	2,1 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	8,8	13,8	15,4	13,1	13,4	12,5	13,8	15,1	16,6	18,3	20,1	20,5	21,6	
EBIT-Marge	12,8 %	13,3 %	13,4 %	11,0 %	10,8 %	9,7 %	10,3 %	11,0 %	11,7 %	12,6 %	13,5 %	13,5 %	14,1 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	6,2	9,8	10,9	9,2	9,4	8,8	9,6	10,6	11,7	12,8	14,1	14,3	15,1	
Abschreibungen	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	
Abschreibungsquote	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	
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	77,5	27,1	66,7	56,0	35,8	37,3	38,7	40,1	41,4	42,6	43,7	44,6	51,6	
- Investitionen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	
Investitionsquote	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	
Sonstiges	-71,5	-21,4	-52,7	-29,6	-29,6	-30,8	-31,9	-33,1	-34,1	-35,2	-36,1	-36,8	-42,6	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,4	4,4	-2,7	-17,0	3,5	2,5	3,1	3,8	4,6	5,3	6,4	6,5	6,1	24
Barwert FCF	0,4	3,9	-2,2	-12,6	2,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,4	2,1	107
Anteil der Barwerte	1,83 %			5,83 %										92,34 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	1,7 %	Liquidität (Akte)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	9,09 %	Beta	1,38

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2033e	9		
Terminal Value	107		
Zinstr. Verbindlichkeiten	86		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	31	Aktienzahl (Mio.)	4,8
Eigenkapitalwert	146	Wert je Aktie (EUR)	30,30

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,56	10,1 %	24,01	24,45	24,91	25,41	25,93	26,49	27,08	1,56	10,1 %	22,23	23,29	24,35	25,41	26,47	27,53	28,59
1,47	9,6 %	26,01	26,53	27,08	27,67	28,30	28,96	29,68	1,47	9,6 %	24,29	25,42	26,55	27,67	28,80	29,93	31,05
1,43	9,3 %	27,12	27,69	28,29	28,94	29,62	30,35	31,14	1,43	9,3 %	25,45	26,61	27,77	28,94	30,10	31,26	32,43
1,38	9,1 %	28,31	28,93	29,59	30,30	31,05	31,86	32,73	1,38	9,1 %	26,69	27,90	29,10	30,30	31,50	32,70	33,91
1,33	8,8 %	29,59	30,27	31,00	31,77	32,60	33,49	34,45	1,33	8,8 %	28,04	29,29	30,53	31,77	33,02	34,26	35,51
1,29	8,6 %	30,97	31,72	32,52	33,37	34,29	35,27	36,34	1,29	8,6 %	29,50	30,79	32,08	33,37	34,66	35,95	37,24
1,20	8,1 %	34,07	34,98	35,95	36,99	38,12	39,34	40,66	1,20	8,1 %	32,83	34,21	35,60	36,99	38,38	39,77	41,16

- DCF auf Equity-Basis
- Rückgang im Jahr 24e aufgrund eines Rückgangs der Mieterlöse durch einen relativ höheren Verkaufs von Portfolien in 2024
- Die Position "Working Capital" beinhaltet die zur Veräußerung gehaltenen Immobilien im Umlaufvermögen.
- "Sonstige" enthält den Teil des WC, der durch Fremdkapital finanziert wird und muss somit vom WC Aufbau abgezogen werden
- Ab 2027e wieder eine leichte Steigerung der Marge durch die Verschiebung zu margenstärkeren Mieterträgen.

Wertermittlung							
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
KBV	1,8 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x	1,3 x	1,2 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,99	13,66	14,76	15,31	15,70	17,11	18,38
EV / Umsatz	1,7 x	4,1 x	3,3 x	12,2 x	6,3 x	4,4 x	4,5 x
EV / EBITDA	7,6 x	14,7 x	15,7 x	40,4 x	28,7 x	20,8 x	21,3 x
EV / EBIT	7,7 x	14,8 x	15,9 x	42,5 x	29,4 x	21,4 x	21,9 x
EV / EBIT adj.*	7,7 x	14,8 x	15,9 x	42,5 x	29,4 x	21,4 x	21,9 x
Kurs / FCF	4,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	6,0 x	9,2 x	8,9 x	33,2 x	16,4 x	10,4 x	9,4 x
KGV ber.*	6,0 x	9,2 x	8,9 x	33,2 x	16,4 x	10,4 x	9,4 x
Dividendenrendite	8,3 %	5,4 %	5,6 %	1,5 %	3,0 %	4,8 %	5,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	10,0 %	5,3 %	5,0 %	2,1 %	2,9 %	3,9 %	3,8 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Verkaufserlöse	61,9	48,2	63,0	12,0	48,8	74,2	82,2
Mieterlöse Wohnobjekte	6,1	7,9	12,9	16,7	19,7	29,6	32,3
Rohertrag	21,5	21,6	21,6	15,0	21,9	31,1	34,2
Ausschüttungsquote	50,2 %	50,0 %	49,8 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit fertigen Bauten	99,2	176,7	238,8	333,5	411,0	438,1	504,8
Eigenkapital	29,3	49,5	53,4	74,3	76,1	82,9	89,0
ROE	29,6 %	18,7 %	16,4 %	3,6 %	8,2 %	11,8 %	12,2 %
Verkaufsmarge	28,6 %	35,9 %	22,9 %	41,5 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %
Mieterlösmarge	62,9 %	54,4 %	55,8 %	59,8 %	59,0 %	55,0 %	55,0 %

GuV

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	68,0	56,1	75,9	28,7	68,5	103,8	114,5
Veränd. Umsatz yoy	52,6 %	-17,5 %	35,2 %	-62,2 %	138,7 %	51,5 %	10,3 %
Verkaufserlöse	61,9	48,2	63,0	12,0	48,8	74,2	82,2
<i>Verkaufsmarge</i>	28,6 %	35,9 %	22,9 %	41,5 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %
Mieterlöse Wohnobjekte	6,1	7,9	12,9	16,7	19,7	29,6	32,3
<i>Mieterlösmarge</i>	62,9 %	54,4 %	55,8 %	59,8 %	59,0 %	55,0 %	55,0 %
Rohertrag	21,5	21,6	21,6	15,0	21,9	31,1	34,2
<i>Rohertragsmarge</i>	31,7 %	38,5 %	28,5 %	52,1 %	32,0 %	30,0 %	29,9 %
Personalaufwendungen	2,4	3,5	4,1	5,0	5,3	5,8	6,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,7	1,0	0,8	1,0	1,6	1,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,0	3,1	2,6	2,2	2,6	5,2	5,7
EBIT	15,2	15,5	15,8	8,2	14,6	21,2	23,5
<i>Marge</i>	22,4 %	27,7 %	20,8 %	28,6 %	21,4 %	20,4 %	20,5 %
Zinserträge	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
Zinsaufwendungen	3,1	3,0	3,8	4,3	6,1	7,8	8,5
EBT	12,2	12,8	12,1	4,2	8,8	13,8	15,4
<i>Marge</i>	18,0 %	22,8 %	15,9 %	14,5 %	12,8 %	13,3 %	13,4 %
Steuern gesamt	3,6	3,5	3,4	1,4	2,5	4,0	4,5
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,7	9,3	8,7	2,8	6,2	9,8	10,9
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	8,7	9,2	8,7	2,8	6,2	9,8	10,9
<i>Marge</i>	12,7 %	16,5 %	11,4 %	9,7 %	9,1 %	9,4 %	9,5 %
Aktienanzahl (Aktuell, Mio.)	2,9	4,2	4,2	4,8	4,8	0,0	0,0
EPS	2,99	2,57	2,41	0,58	1,29	2,03	2,26

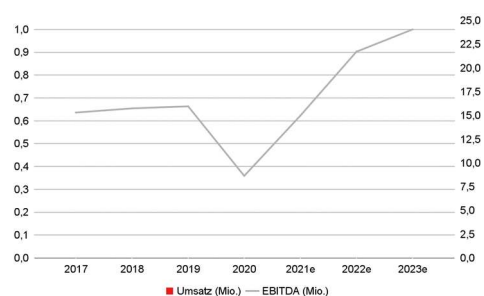
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

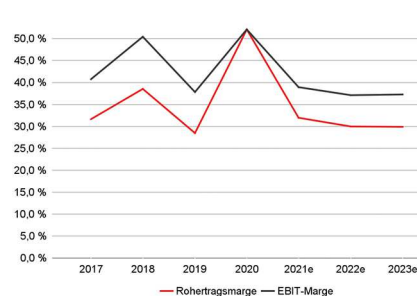
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Steuerquote (EBT)	29,1 %	27,4 %	28,3 %	32,7 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
DPS	1,50	1,29	1,20	0,28	0,65	1,02	1,13
Dividendenrendite	8,3 %	5,4 %	5,6 %	1,5 %	3,0 %	4,8 %	5,3 %
Ausschüttungsquote	50,2 %	50,0 %	49,8 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %

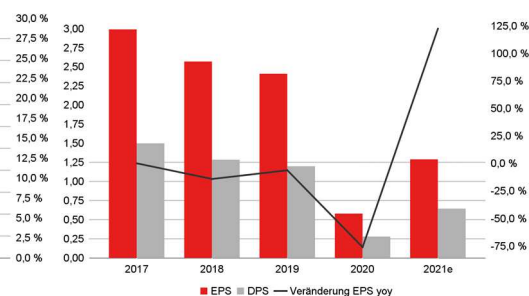
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

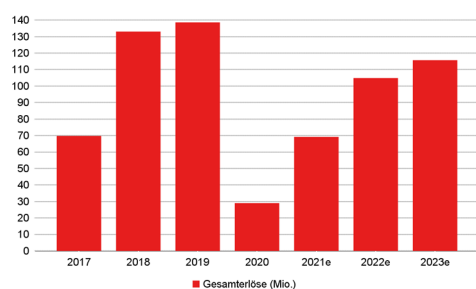
Bilanz

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Aktiva							
Sachanlagen	0,4	0,5	0,4	1,0	1,1	1,2	1,3
Vorräte	99,2	176,7	238,8	333,5	411,0	438,1	504,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,7	24,1	8,2	1,3	3,2	4,8	5,3
Liquide Mittel	21,8	9,7	8,6	31,0	30,9	31,0	22,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,7	3,2	2,8	0,2	0,4	0,4	0,4
Bilanzsumme (Aktiva)	127,8	214,1	258,9	367,6	447,2	476,1	535,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,9	3,6	3,6	4,8	4,8	4,8	4,8
Kapitalrücklage	16,8	31,5	31,5	51,8	51,8	51,8	51,8
Gewinnrücklagen	9,3	14,1	18,1	17,2	19,1	25,9	32,0
Buchwert	29,0	49,2	53,2	73,8	75,7	82,5	88,6
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Eigenkapital	29,3	49,5	53,4	74,3	76,1	82,9	89,0
Rückstellungen gesamt	7,3	5,4	5,0	1,8	5,9	5,9	5,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	86,2	155,0	181,0	287,5	359,0	380,4	433,1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,6	20,4	4,5	3,6	4,9	4,9	4,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	1,9	18,5	1,4	1,1	1,7	1,9
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	2,2	1,1	2,6	5,1	5,2	5,3
Verbindlichkeiten	98,6	164,6	205,5	293,3	371,1	393,2	446,2
Bilanzsumme (Passiva)	127,8	214,1	258,9	367,6	447,2	476,1	535,2

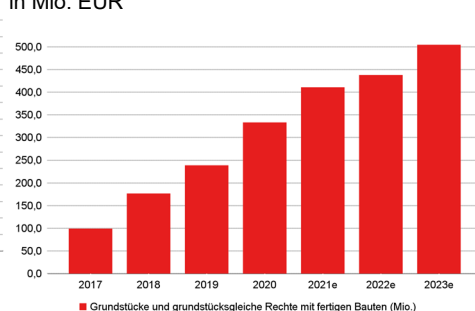
Kennzahlen

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
-							

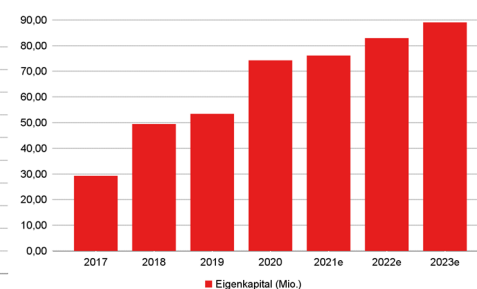
Gesamtumsatz
in Mio. EUR



Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit fertigen Bauten
in Mio. EUR



Eigenkapital
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

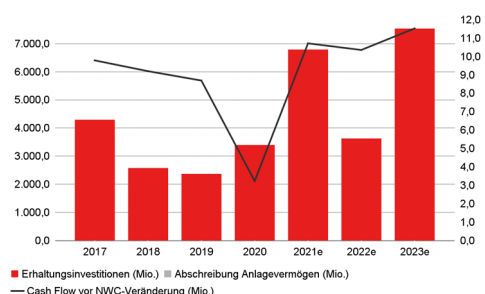
Cash flow

In EUR Mio.	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	8,7	9,3	8,7	2,8	6,2	9,8	10,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,2	-0,3	-0,3	0,0	4,1	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	9,8	9,2	8,7	3,2	10,7	10,3	11,5
Veränderung Vorräte	-3,6	-99,8	-46,1	-90,4	-79,4	-28,7	-67,2
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,1	-101,1	-29,2	-100,8	-79,7	-28,1	-67,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	12,9	-85,9	-18,3	-94,0	-63,0	-10,2	-47,2
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-4,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-6,4	68,8	26,0	103,4	71,5	21,4	52,7
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	3,4	75,9	17,4	118,0	62,9	10,6	39,3
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	12,1	-10,0	-0,9	24,1	-0,2	0,2	-8,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	17,9	7,9	7,0	31,0	30,9	31,0	22,9

Kennzahlen

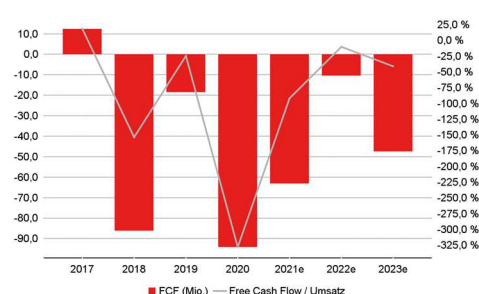
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Kapitalfluss							
FCF	12,4	-86,1	-18,5	-94,1	-63,1	-10,4	-47,4
Free Cash Flow Potential	11,8	12,2	12,6	7,3	12,4	17,7	19,6
Zinserträge / Avg. Cash	1,1 %	1,3 %	1,6 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	1,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,0 %	2,5 %	2,3 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,7 %	0,4 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	480,1 %	125,3 %	56,6 %	18,8 %	33,6 %	31,3 %	36,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	132,2 %	266,2 %	281,6 %	979,1 %	544,9 %	411,5 %	414,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	204,2 %	1256,0 %	44,6 %	90,9 %	290,9 %	282,4 %	278,9 %
Vorratumschlag	0,5 x	0,6 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x
Receivables collection period (Tage)	9	156	40	16	17	17	17
Payables payment period (Tage)	6	6	127	26	8	9	9
Cash conversion cycle (Tage)	753	729	1.554	6.050	3.137	2.209	2.307

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



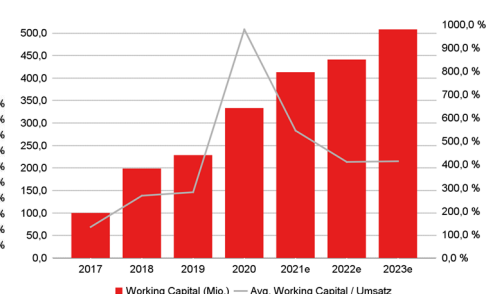
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



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.

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)
Noratis	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2E4MK4.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	145	67
Halten	60	28
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	3	1
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	45	78
Halten	11	19
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	3
Gesamt	58	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [NORATIS] AM [01.10.2021]



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

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

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

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