

Buy EUR 146,00 (EUR 140,00) Kurs EUR 64,10 Upside 127,8 %	Wertindikatoren: EUR SoTP: 145,94	Warburg ESG Risiko Score: 3,3 ESG Score (MSCI basiert): 3,0 Bilanz Score: 5,0 Markt Liquidität Score: 2,0	Beschreibung: Führender Onshore-Wind- und Solar-Projektierer und Betreiber von 34+1 Wind/Solarparks
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 896,6 Aktienanzahl (Mio.): 14,0 EV: 1.148,4 Freefloat MC: 392,5 Ø Trad. Vol. (30T): 1,14 Mio.	Aktionäre: Freefloat 43,78 % Dr. Bodo Wilkens 25,50 % Günter Lammers 25,40 % Union Investment 5,19 % Eigene Aktien 0,07 %	Kennzahlen (WRe): 2024e KBV: 4,3 x EK-Quote: 27 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,4 x Net Debt / EBITDA: 2,4 x

Nachlassende Ergebnisdynamik als temporär einzustufen; Kursziel angehoben

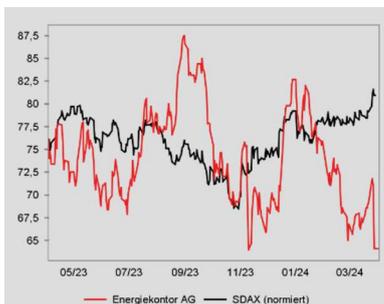
Berichtete Kennzahlen FY 2023: in EUR m	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Das erfreuliche Ergebniswachstum übertraf unsere EBT-Schätzung und erreichte das obere Ende der aktualisierten Guidance. Wesentliche Ergebnistreiber waren der Verkauf eines Projekts in Deutschland und der Verkauf von drei Projektrechten in Schottland. Die Projektmargen bleiben auf hohem Niveau, insbesondere bei größeren Onshore-Windprojekten, die nach wie vor sehr attraktive Margen erzielen. In der Stromerzeugung und im Dienstleistungsgeschäft stagnierten die Margen weitgehend aufgrund eines Zwischenfalls in einem Onshore-Windpark, der zum Stillstand der Anlage führte. 																																																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2023</th> <th>2023e</th> <th>2022</th> <th>yoy</th> <th>Consensus</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sales</td> <td>241,8</td> <td>482,4</td> <td>187,6</td> <td>28,9%</td> <td>285,2</td> </tr> <tr> <td>Total sales</td> <td>275,4</td> <td>482,4</td> <td>255,7</td> <td>7,7%</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>135,6</td> <td>133,9</td> <td>99,8</td> <td>35,8%</td> <td>125,6</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>56,1%</td> <td>27,8%</td> <td>53,2%</td> <td></td> <td>44,0%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>114,4</td> <td>107,5</td> <td>80,0</td> <td>43,1%</td> <td>102,6</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>47,3%</td> <td>22,3%</td> <td>42,6%</td> <td></td> <td>36,0%</td> </tr> <tr> <td>EBT</td> <td>95,48</td> <td>90,60</td> <td>62,88</td> <td>51,8%</td> <td>84,50</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>39,5%</td> <td>18,8%</td> <td>33,5%</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		2023	2023e	2022	yoy	Consensus	Sales	241,8	482,4	187,6	28,9%	285,2	Total sales	275,4	482,4	255,7	7,7%	-	EBITDA	135,6	133,9	99,8	35,8%	125,6	margin	56,1%	27,8%	53,2%		44,0%	EBIT	114,4	107,5	80,0	43,1%	102,6	margin	47,3%	22,3%	42,6%		36,0%	EBT	95,48	90,60	62,88	51,8%	84,50	margin	39,5%	18,8%	33,5%			
	2023	2023e	2022	yoy	Consensus																																																		
Sales	241,8	482,4	187,6	28,9%	285,2																																																		
Total sales	275,4	482,4	255,7	7,7%	-																																																		
EBITDA	135,6	133,9	99,8	35,8%	125,6																																																		
margin	56,1%	27,8%	53,2%		44,0%																																																		
EBIT	114,4	107,5	80,0	43,1%	102,6																																																		
margin	47,3%	22,3%	42,6%		36,0%																																																		
EBT	95,48	90,60	62,88	51,8%	84,50																																																		
margin	39,5%	18,8%	33,5%																																																				

Energiekontor konnte im GJ 2023 dank mehrerer erfolgreicher Projektverkäufe in Großbritannien und Deutschland ein erfreuliches Ergebniswachstum verzeichnen. Die Bereiche Stromerzeugung und Dienstleistungen blieben in etwa konstant, was auf ein technisches Problem in einem der Onshore-Windparks zurückzuführen ist, der nach wie vor außer Betrieb ist.

Der Ausblick war jedoch auf den ersten Blick enttäuschend, da das Management einen deutlichen Rückgang des EBT auf EUR 30-70 Mio. prognostiziert. Wir hatten für 2024 mit einem stagnierenden EBT gerechnet und dabei den Verkauf von bis zu vier schottischen Projekten zu attraktiven Margen unterstellt. Durch die Verschiebung des Netzanschlusses in Schottland (+12 Monate) ist ein Verkauf in 2024 nicht mehr realistisch und der deutsche Markt leidet unter verlängerten Bauzeiten. Der Margenbeitrag aus der Projektentwicklung wird daher unter den Vorjahreswerten liegen, allerdings werden die verschobenen Projekte voraussichtlich 2025/26 verkauft. Gleichzeitig werden einige größere deutsche Projekte in Betrieb genommen, was die Grundlage für eine starke Margenerholung bildet. Das EBT könnte sogar die Prognose von Energiekontor für 2028 (EUR 120 Mio. EBT) übertreffen, je nachdem, wie viele Projekte im eigenen Bestand gehalten werden (mögliche Abweichung von EUR 10-20 Mio. EBT gegenüber unseren Schätzungen).

Pipeline-Wachstum untermauert starke Fundamentaldaten: Der positive Ausblick wird auch in der Pipeline-Entwicklung sichtbar. Rund 1 GW an neuen Projekten sind hinzugekommen und mehrere Projekte sind in eine fortgeschrittene Projektphase übergegangen, was auf einen Anstieg des Projektumsatzes in den kommenden Jahren hindeutet. In Frankreich wurden die ersten beiden PV-Projekte genehmigt, die es Energiekontor ermöglichen sollten, Frankreich als dritten reifen Projektmarkt zu etablieren. Aufgrund der Pipeline-Entwicklung und der guten Ergebnisse für 2023 erhöhen wir unser Kursziel auf EUR 146 und bleiben bei unserer Kaufempfehlung für die Aktie.

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> Wir haben den Verkauf der verbleibenden vergebenen schottischen Windparks auf 2025/26 verschoben, was die EBT-Generierung im Jahr 2024 reduziert. Einschließlich der schottischen Projekte liegen unsere EBT-Schätzungen für 2025/26 über der mittelfristigen Prognose von EKT. Eine mögliche Abweichung von unseren Schätzungen könnte sich aus Projektübertragungen in das eigene Portfolio ergeben (EUR 10-20 Mio. EBT). 																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2024e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2025e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2026e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>418,3</td> <td>-9,3 %</td> <td>475,1</td> <td>6,0 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>138,9</td> <td>-24,7 %</td> <td>152,3</td> <td>18,7 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>108,9</td> <td>-31,5 %</td> <td>122,4</td> <td>23,3 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBT</td> <td>90,1</td> <td>-38,1 %</td> <td>103,3</td> <td>27,6 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>		2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -	Umsatz	418,3	-9,3 %	475,1	6,0 %	n.a.	n.m.	EBITDA	138,9	-24,7 %	152,3	18,7 %	n.a.	n.m.	EBIT	108,9	-31,5 %	122,4	23,3 %	n.a.	n.m.	EBT	90,1	-38,1 %	103,3	27,6 %	n.a.	n.m.	
	2024e (alt)	+ / -	2025e (alt)	+ / -	2026e (alt)	+ / -																														
Umsatz	418,3	-9,3 %	475,1	6,0 %	n.a.	n.m.																														
EBITDA	138,9	-24,7 %	152,3	18,7 %	n.a.	n.m.																														
EBIT	108,9	-31,5 %	122,4	23,3 %	n.a.	n.m.																														
EBT	90,1	-38,1 %	103,3	27,6 %	n.a.	n.m.																														

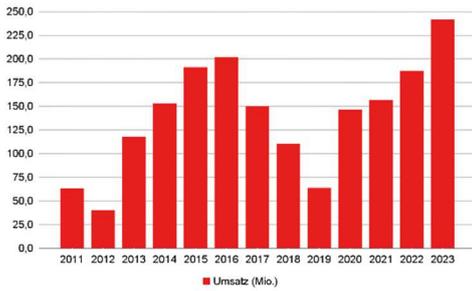


Rel. Performance vs SDAX:	
1 Monat:	-6,8 %
6 Monate:	-26,7 %
Jahresverlauf:	-24,7 %
Letzte 12 Monate:	-9,6 %

Unternehmenstermine:	
13.05.24	Q1
12.08.24	Q2
14.11.24	Q3

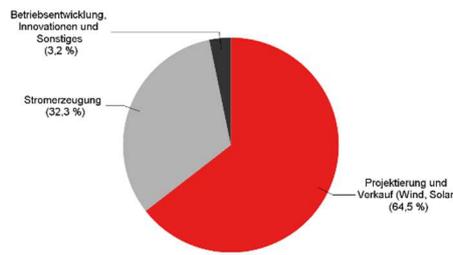
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (23-26e)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	19,4 %	146,6	156,5	187,6	241,8	379,5	503,7	411,8
Veränd. Umsatz yoy		130,2 %	6,8 %	19,8 %	28,9 %	56,9 %	32,7 %	-18,2 %
Rohertragsmarge		66,5 %	78,1 %	74,6 %	76,1 %	41,9 %	48,4 %	56,1 %
EBITDA	8,0 %	65,4	81,7	99,8	135,6	104,6	180,8	170,7
Marge		44,6 %	52,2 %	53,2 %	56,1 %	27,6 %	35,9 %	41,5 %
EBIT	7,2 %	46,0	61,7	80,0	114,4	74,5	150,9	140,9
Marge		31,4 %	39,4 %	42,6 %	47,3 %	19,6 %	30,0 %	34,2 %
EBT		31,2	44,9	62,9	95,5	55,7	131,7	124,2
Nettoergebnis	2,4 %	20,4	36,2	44,5	83,3	40,1	94,9	89,4
EPS	2,4 %	1,43	2,54	3,18	5,97	2,87	6,80	6,41
DPS	5,3 %	0,80	0,90	1,00	1,20	1,20	1,40	1,40
Dividendenrendite		2,9 %	1,5 %	1,2 %	1,6 %	1,9 %	2,2 %	2,2 %
FCF/PS		-0,25	-1,96	3,17	7,37	-0,49	6,07	10,67
FCF / MarktKap.		-0,9 %	-3,2 %	3,8 %	10,0 %	-0,8 %	9,5 %	16,6 %
EV / Umsatz		4,3 x	7,4 x	7,6 x	5,2 x	3,0 x	2,1 x	2,3 x
EV / EBITDA		9,7 x	14,1 x	14,3 x	9,3 x	11,0 x	6,0 x	5,6 x
EV / EBIT		13,7 x	18,7 x	17,9 x	11,0 x	15,4 x	7,1 x	6,7 x
KGV		19,4 x	23,8 x	26,0 x	12,4 x	22,3 x	9,4 x	10,0 x
KGV ber.		19,4 x	23,8 x	26,0 x	12,4 x	22,3 x	9,4 x	10,0 x
FCF Potential Yield		8,6 %	6,3 %	5,7 %	9,8 %	7,8 %	13,3 %	14,3 %
Nettoverschuldung		235,8	294,0	271,8	228,2	251,8	183,9	54,5
ROCE (NOPAT)		10,6 %	14,7 %	14,7 %	24,7 %	12,3 %	23,3 %	23,0 %
Guidance:	EBT von EUR 30-70m							

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



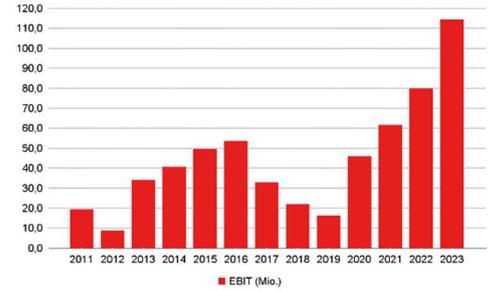
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten 2023



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

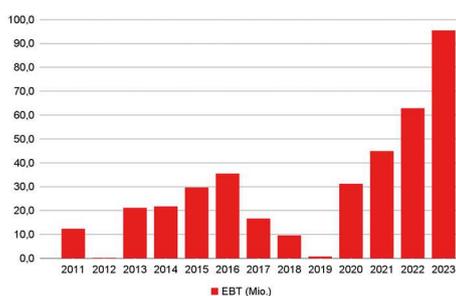
Unternehmenshintergrund

- Energiekontor ist Projektentwickler und Betreiber von Wind- und Solarparks mit Sitz in Bremen. Das 1990 gegründete Unternehmen kann als Pionier in der Windindustrie angesehen werden.
- Als einer der führenden deutschen Projektentwickler bietet das Unternehmen einen bewährten Track Record und hat Windparks sowie Solarparks mit einer Gesamtkapazität von knapp 1 Gigawatt entwickelt.
- Das Unternehmen ist aktiv in den Kernmärkten Deutschland, Großbritannien und Portugal, weitet seine geografische Präsenz jedoch derzeit auf neue Märkte wie Frankreich und die USA aus.
- Das Unternehmen will etwa die Hälfte der selbst entwickelten Projekte in den Konzernbesitz aufnehmen, womit das Portfolio aus konzerneigenen Windparks eine Kapazität von rund 280 MW umfasst.
- Neben dem Projektierungs- und Stromerzeugungsgeschäft übernimmt Energiekontor in der Regel auch die technische und Betriebsführung der konzerneigenen und verkauften Windparks.

Wettbewerbsqualität

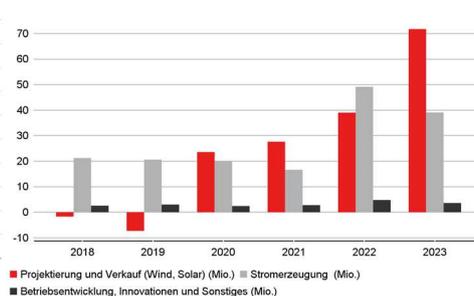
- Energiekontor profitiert von seinem einzigartigen Geschäftsmodell, welches das volatile Projektgeschäft und das stabile und transparente Stromerzeugungs- und Betriebsführungsgeschäft vereint.
- Die kontinuierlichen Erträge aus der Stromerzeugung wie dem Betriebsführungsgeschäft ermöglichen ein nachhaltiges Wachstum und bewahren dabei die finanzielle Stabilität.
- Durch enge Vernetzung mit Behörden und Anwohnern sowie lokale Präsenz sichert sich Energiekontor den Zugang zu attraktiven Projekten und expandiert auf neue Märkte.
- Als Pionier in der Wind- und Solarbranche profitiert Energiekontor von neu angestoßenen Entwicklungen wie Power Purchase Agreements (PPAs) auf dem deutschen und britischen Markt.

Entwicklung EBT in Mio. EUR



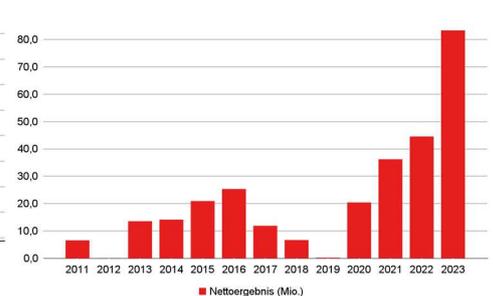
Quelle: Warburg Research

EBIT nach Segmenten in EUR m



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Sum of the parts

Business segment	Fair value (mEUR)	WACC	No. of shares (m)	Fair value / share	% of total value
Project development	1.352,01	-	13,99	96,66	66,24%
Power generation	604,09	3,41%	13,99	43,19	29,59%
Service	85,13	8,69%	13,99	6,09	4,17%
Total	2.041,23			145,94	

- Wir bewerten Energiekontor mit einem DCF-basierten SotP-Ansatz.
- Jedes Segment wird in einem separaten DCF-Model bewertet.
- Mit diesem Ansatz berücksichtigen wir die unterschiedlichen Geschäftsfelder und Risikoprofile der einzelnen Segmente.
- Für das Projektgeschäft nehmen wir einen WACC von 9,61%, für die Stromerzeugung 3,96% und für das O&M 7,44% an.

Wertermittlung	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
KBV	6,0 x	10,5 x	9,4 x	5,6 x	4,3 x	3,1 x	2,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,51	5,68	8,82	13,25	14,93	20,52	25,53
EV / Umsatz	4,3 x	7,4 x	7,6 x	5,2 x	3,0 x	2,1 x	2,3 x
EV / EBITDA	9,7 x	14,1 x	14,3 x	9,3 x	11,0 x	6,0 x	5,6 x
EV / EBIT	13,7 x	18,7 x	17,9 x	11,0 x	15,4 x	7,1 x	6,7 x
EV / EBIT adj.*	13,7 x	18,7 x	17,9 x	11,0 x	15,4 x	7,1 x	6,7 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	26,1 x	10,0 x	n.a.	10,6 x	6,0 x
KGV	19,4 x	23,8 x	26,0 x	12,4 x	22,3 x	9,4 x	10,0 x
KGV ber.*	19,4 x	23,8 x	26,0 x	12,4 x	22,3 x	9,4 x	10,0 x
Dividendenrendite	2,9 %	1,5 %	1,2 %	1,6 %	1,9 %	2,2 %	2,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	8,6 %	6,3 %	5,7 %	9,8 %	7,8 %	13,3 %	14,3 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	146,6	156,5	187,6	241,8	379,5	503,7	411,8
Veränd. Umsatz yoy	130,2 %	6,8 %	19,8 %	28,9 %	56,9 %	32,7 %	-18,2 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,1	33,6	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	18,5	109,7	68,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	165,1	266,3	255,7	275,4	379,5	503,7	411,8
Materialaufwand	67,5	144,0	115,8	91,3	220,4	260,2	180,7
Rohertrag	97,6	122,2	139,9	184,1	159,1	243,5	231,1
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>66,5 %</i>	<i>78,1 %</i>	<i>74,6 %</i>	<i>76,1 %</i>	<i>41,9 %</i>	<i>48,4 %</i>	<i>56,1 %</i>
Personalaufwendungen	17,5	19,5	21,2	25,3	25,0	26,7	28,5
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	2,2	2,6	4,8	3,2	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,0	23,2	21,6	28,0	32,7	36,6	32,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	65,4	81,7	99,8	135,6	104,6	180,8	170,7
<i>Marge</i>	<i>44,6 %</i>	<i>52,2 %</i>	<i>53,2 %</i>	<i>56,1 %</i>	<i>27,6 %</i>	<i>35,9 %</i>	<i>41,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	19,4	20,0	19,8	21,1	30,0	29,9	29,9
EBITA	46,0	61,7	80,0	114,4	74,5	150,9	140,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	46,0	61,7	80,0	114,4	74,5	150,9	140,9
<i>Marge</i>	<i>31,4 %</i>	<i>39,4 %</i>	<i>42,6 %</i>	<i>47,3 %</i>	<i>19,6 %</i>	<i>30,0 %</i>	<i>34,2 %</i>
EBIT adj.	46,0	61,7	80,0	114,4	74,5	150,9	140,9
Zinserträge	0,0	0,1	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	14,8	16,8	17,1	20,0	18,8	19,2	16,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	31,2	44,9	62,9	95,5	55,7	131,7	124,2
<i>Marge</i>	<i>21,3 %</i>	<i>28,7 %</i>	<i>33,5 %</i>	<i>39,5 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>30,2 %</i>
Steuern gesamt	10,8	8,7	18,3	12,2	15,6	36,9	34,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,4	36,2	44,5	83,3	40,1	94,9	89,4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,4	36,2	44,5	83,3	40,1	94,9	89,4
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	20,4	36,2	44,5	83,3	40,1	94,9	89,4
<i>Marge</i>	<i>13,9 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>34,5 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>18,8 %</i>	<i>21,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	14,3	14,3	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
EPS	1,43	2,54	3,18	5,97	2,87	6,80	6,41
EPS adj.	1,43	2,54	3,18	5,97	2,87	6,80	6,41

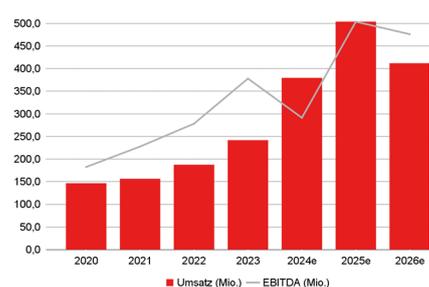
*Adjustiert um:

Guidance: EBT von EUR 30-70m

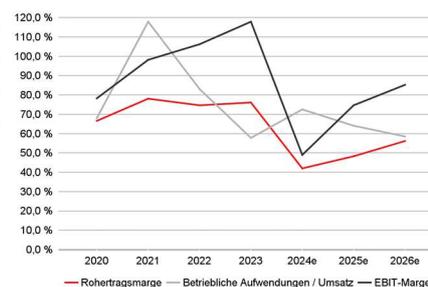
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	68,0 %	117,9 %	83,1 %	57,8 %	72,4 %	64,1 %	58,5 %
Operating Leverage	1,4 x	5,0 x	1,5 x	1,5 x	-0,6 x	3,1 x	0,4 x
EBITDA / Interest expenses	4,4 x	4,9 x	5,8 x	6,8 x	5,6 x	9,4 x	10,3 x
Steuerquote (EBT)	34,6 %	19,4 %	29,2 %	12,7 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	56,0 %	35,5 %	31,4 %	20,1 %	41,7 %	20,6 %	21,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

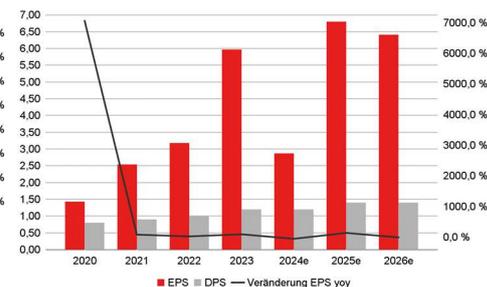
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

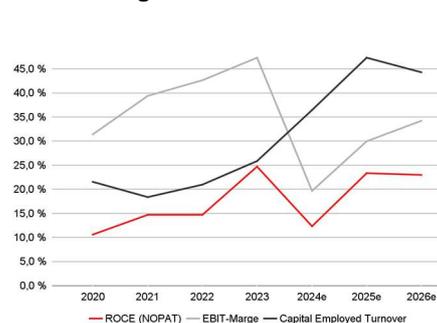
Bilanz

In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon übrige imm. VG	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	188,8	249,7	307,5	328,1	415,6	385,7	355,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,1	0,1	12,5	9,2	9,2	9,2	9,2
Anlagevermögen	189,8	250,3	320,3	337,6	425,1	395,2	365,3
Vorräte	144,6	160,9	130,2	143,3	75,9	100,7	82,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,0	35,9	43,3	37,1	56,9	75,6	61,8
Liquide Mittel	79,5	100,0	127,0	175,6	178,5	224,1	323,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	15,0	14,9	12,7	28,1	28,1	28,1	28,1
Umlaufvermögen	259,2	311,7	313,3	384,0	339,4	428,4	495,6
Bilanzsumme (Aktiva)	449,0	562,0	633,6	721,6	764,4	823,6	860,9
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	14,3	14,1	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Kapitalrücklage	41,7	41,9	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1
Gewinnrücklagen	15,1	31,7	50,9	79,3	102,7	180,8	250,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,6	-5,5	16,7	49,9	49,9	49,9	49,9
Buchwert	65,6	82,2	123,7	185,2	208,6	286,7	356,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	65,6	82,2	123,7	185,2	208,6	286,7	356,6
Rückstellungen gesamt	43,4	54,3	68,7	81,6	81,6	81,6	81,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	315,3	394,0	398,9	403,8	430,3	408,0	377,9
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	55,2	70,0	43,2	45,0	55,2	55,2	55,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,3	6,7	9,6	17,5	10,4	13,8	11,3
Sonstige Verbindlichkeiten	19,4	24,8	32,8	33,5	33,5	33,5	33,5
Verbindlichkeiten	383,4	479,8	509,9	536,4	555,8	536,8	504,3
Bilanzsumme (Passiva)	449,0	562,0	633,6	721,6	764,4	823,6	860,9

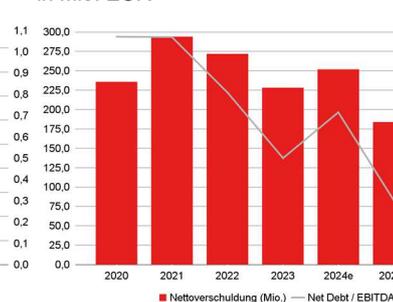
Kennzahlen

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,5 x	0,7 x	0,9 x	0,8 x
Capital Employed Turnover	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,6 x	0,8 x	1,1 x	1,0 x
ROA	10,8 %	14,5 %	13,9 %	24,7 %	9,4 %	24,0 %	24,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	10,6 %	14,7 %	14,7 %	24,7 %	12,3 %	23,3 %	23,0 %
ROE	33,6 %	49,0 %	43,3 %	53,9 %	20,4 %	38,3 %	27,8 %
Adj. ROE	33,6 %	49,0 %	43,3 %	53,9 %	20,4 %	38,3 %	27,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	235,8	294,0	271,8	228,2	251,8	183,9	54,5
Nettofinanzverschuldung	235,8	294,0	271,8	228,2	251,8	183,9	54,5
Net Gearing	359,7 %	357,6 %	219,8 %	123,2 %	120,7 %	64,1 %	15,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	360,6 %	359,8 %	272,4 %	168,3 %	240,8 %	101,7 %	31,9 %
Buchwert je Aktie	4,6	5,7	8,8	13,3	14,9	20,5	25,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,5	5,7	8,8	13,3	14,9	20,5	25,5

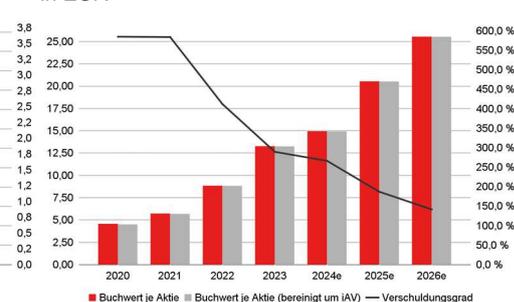
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

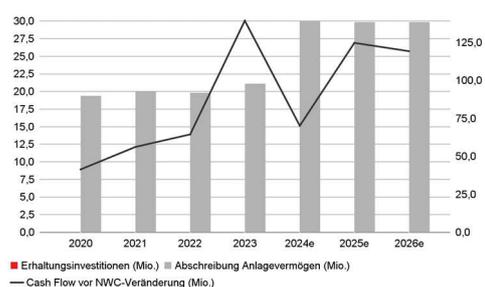
In EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	20,4	36,2	44,5	114,4	40,1	94,9	89,4
Abschreibung Anlagevermögen	19,4	20,0	19,8	21,1	30,0	29,9	29,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,6	0,0	0,0	3,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	41,4	56,2	64,4	139,3	70,2	124,7	119,3
Veränderung Vorräte	-31,0	-16,2	30,6	0,0	67,4	-24,8	18,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-7,9	-15,8	-7,4	-14,8	-19,8	-18,6	13,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-4,5	1,3	2,9	9,8	-7,1	3,4	-2,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	0,0	0,0	10,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-44,2	-30,7	26,1	5,5	40,4	-40,0	29,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	-2,8	25,5	90,5	144,8	110,6	84,7	148,9
Investitionen in iAV	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,3	-53,4	-46,2	-41,7	-117,5	0,0	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	12,5	0,0	0,0	-3,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	11,7	-53,4	-46,2	-45,5	-117,5	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	13,2	78,7	4,9	-18,2	26,6	-22,4	-30,0
Dividende Vorjahr	-5,7	-11,4	-12,6	-14,0	-16,8	-16,8	-19,5
Erwerb eigener Aktien	-4,7	-4,1	0,0	-5,6	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	2,8	63,2	-7,7	-49,8	9,8	-39,1	-49,6
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	11,7	35,3	36,6	49,5	2,9	45,6	99,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,8	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	79,5	114,7	136,5	175,6	135,2	180,7	280,1

Kennzahlen

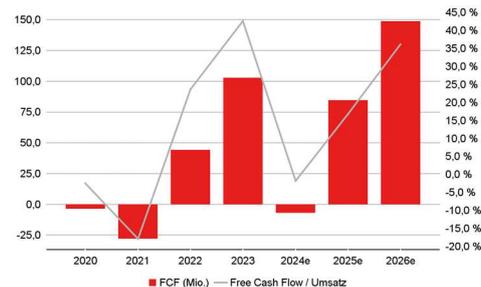
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kapitalfluss							
FCF	-3,6	-27,9	44,3	102,9	-6,9	84,7	148,9
Free Cash Flow / Umsatz	-2,4 %	-17,8 %	23,6 %	42,6 %	-1,8 %	16,8 %	36,2 %
Free Cash Flow Potential	54,6	73,0	81,5	123,4	89,0	143,9	136,0
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-17,5 %	-77,1 %	99,5 %	123,5 %	-17,2 %	89,3 %	166,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,0 %	4,7 %	4,3 %	5,0 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,5 %	34,1 %	24,6 %	17,3 %	31,0 %	0,0 %	0,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	4,1 %	266,7 %	232,9 %	198,1 %	391,0 %	0,0 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	80,0 %	111,6 %	94,4 %	67,6 %	37,6 %	28,3 %	35,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	376,4 %	539,1 %	452,5 %	211,5 %	547,3 %	547,5 %	546,6 %
Vorratumschlag	0,5 x	0,9 x	0,9 x	0,6 x	2,9 x	2,6 x	2,2 x
Receivables collection period (Tage)	50	84	84	56	55	55	55
Payables payment period (Tage)	29	17	30	70	17	19	23
Cash conversion cycle (Tage)	803	474	465	559	163	177	198

Investitionen und Cash Flow

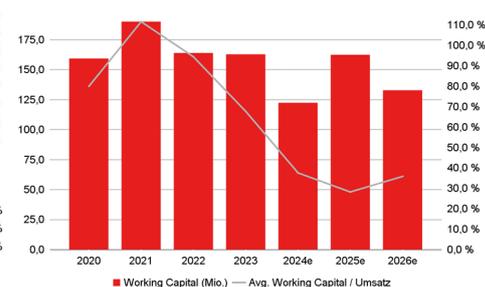
in Mio. EUR



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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Energiekontor	5	https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005313506.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

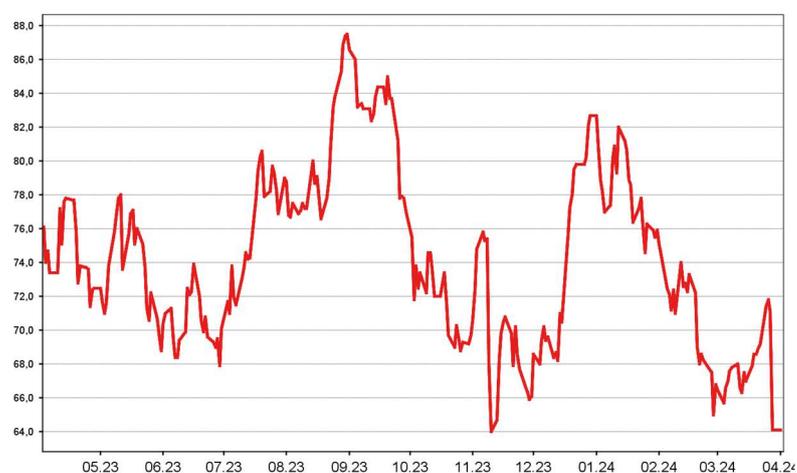
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	148	70
Halten	47	22
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	210	100

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	49	83
Halten	7	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
Gesamt	59	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ENERGIEKONTOR] AM [02.04.2024]



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

Sander Brockow +49 40 309537-248
Industrials sbrockow@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

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

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 Alexander Michaelis +49 40 3282-2649
Germany rmichaelis@mmwarburg.com

Roman Alexander Niklas +49 69 5050-7412
Switzerland rniklas@mmwarburg.com

Antonia Möller +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing amoeller@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 Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

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

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

DESIGNATED SPONSORING

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Designated Sponsoring mmagiera@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Designated Sponsoring 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

LSEG www.lseg.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