

<b>Buy</b> <b>EUR 52,00</b> (EUR 41,00)  Kurs <b>EUR 43,39</b> <b>Upside 19,9 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 52,20 FCF-Value Potential 19e: 48,20	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: HNL GR Reuters: HNLG ISIN: DE0005157101	<b>Beschreibung:</b> Führender Anbieter von UV- und IR-Strahlungssystemen, Quarzglas und Klebstoffen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 239,2 Aktienanzahl (Mio.): 5,5 EV: 248,5 Freefloat MC: 218,6 Ø Trad. Vol. (30T): 258,95	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 91,4 % J. Vits 4,6 % Prof. Hönle 4,0 % <i>Monolith</i> 8,3 % LOYS 5,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2016/17e Beta: 1,3 KBV: 3,5 x EK-Quote: 68 % Net Debt / EBITDA: 0,3 x

**>20% EBIT-Marge in 2017/18 erwartet; Kursziel auf EUR 52 angehoben**

Geschätzte Kennzahlen Q4/2016/17:							Kommentar zu den Kennzahlen:						
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	<b>Q4 16/17e</b>	Q4 15/16	yoy	<b>16/17e</b>	15/16	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Am Freitag 15. Dezember plant Dr. Hönle die Veröffentlichung vorläufiger Ergebnisses des GJ 2016/17</li> <li>Q4 stärkstes Quartal im GJ infolge starkem Klebstoffgeschäft</li> <li>Das EBIT sollte mit EUR 15,3 Mio. in der Mitte der Guidance (EUR 14-16 Mio.) liegen</li> </ul>						
<b>Umsatz</b>	<b>30,2</b>	24,7	22 %	<b>102,3</b>	93,4	9 %							
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	3,6	85 %	<b>15,3</b>	12,4	23 %							
<b>Marge</b>	<b>22,1 %</b>	14,6 %		<b>14,9 %</b>	13,3 %								

Laut Mitteilung von Montagnachmittag hat Dr. Hönle die **Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2017/18 angehoben**.

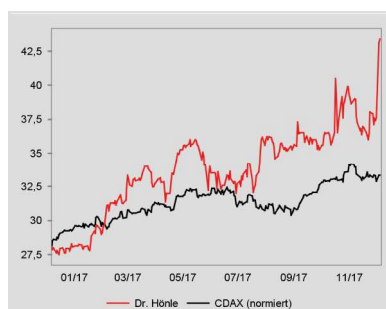
Das Unternehmen erwartet nun Umsätze i. H. v. EUR 115 – 125 Mio. (zuvor EUR 105 – 115 Mio.). Beeindruckender ist die Ergebnisprognose von einem EBIT i. H. v. EUR 22 – 26 Mio., was ein **Ergebniswachstum von > 50%** impliziert und deutlich oberhalb der jüngsten WR-Schätzung von EUR 18,4 Mio. liegt.

Der **wesentliche Treiber ist eine gute Nachfrageentwicklung im Bereich Klebstoffe Consumer Electronic (Smartphones)**. Hier hatten wir bereits einen deutlichen Umsatzanstieg in 2017/18 erwartet, allerdings übersteigen die Grenz margins die ursprüngliche Prognose. Wir gehen davon aus, dass im Klebstoff-Bereich die Segment-EBIT-Marge von rund ~27% in 2016/17 auf knapp 40% in 2017/18 deutlich erhöht werden kann. Mit der starken Entwicklung im Smartphone-Markt dürfte sich das Klumpenrisiko für Hönle erhöhen haben. Gleichzeitig besteht jedoch weiteres Potenzial für überproportionales Wachstum wenn z.B. weitere Applikationen oder Kunden in Smartphones gewonnen werden bzw. die bestehenden Applikationen eine höhere Penetrationsrate erreichen. Sowohl das bestehende Joint-venture mit SKC in Korea als auch die US-Tochter Tangent tragen derzeit zwar kaum zu den Umsätzen bei, bieten mittelfristig jedoch erhebliches Wachstumspotenzial.

Auf Gruppenebene tragen auch die übrigen Bereiche (Geräte + Anlagen; Glas + Strahler) zum Wachstum bei. Insbesondere dürfte Raesch eine deutliche Ergebnisverbesserung (WRe um EUR 1 – 1,5 Mio.) verzeichnen. Die **Konzern-EBIT-Marge sollte sich von rund 15% in 2016/17 auf 21% in 2017/18 massiv verbessern**. Die erreichte Profitabilität halten wir für nachhaltig, sofern sich der Umsatzmix durch eine Abschwächung im Klebstoff-Bereich nicht verschlechtert. Wir gehen davon aus, dass Hönle in 2017/18 ein EBIT im oberen Bereich der Spanne erreicht.

Das **Kursziel wird auf Basis eines überarbeiteten DCF-Modells** (langfristige Marge um 300 bps auf 20% erhöht) **auf EUR 52** erhöht.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:						
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	2016/17e (alt)	+ / -	2017/18e (alt)	+ / -	2018/19e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deutliche Anhebung der Ergebnisprognosen aufgrund höherer erwarteter Grenz margins im Klebstoff-Bereich.</li> </ul>						
<b>Umsatz</b>	102,3	0,0 %	111,5	5,5 %	118,9	5,3 %							
<b>EBIT</b>	15,3	0,0 %	18,4	36,0 %	20,4	31,0 %							



**Rel. Performance vs CDAX:**

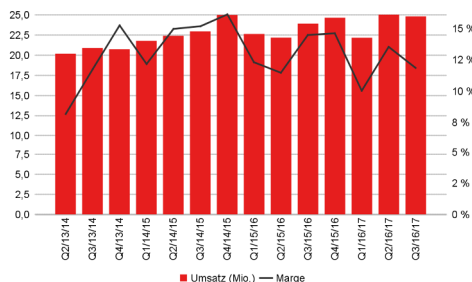
1 Monat:	14,0 %
6 Monate:	25,7 %
Jahresverlauf:	40,9 %
Letzte 12 Monate:	36,3 %

**Unternehmenstermine:**

08.12.17	Prel. FY 2016/17
29.01.18	FY 2016/17
21.03.18	HV

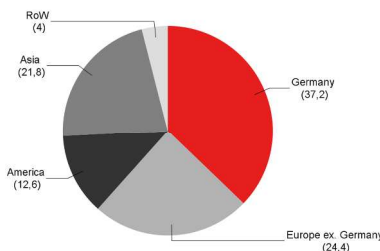
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (15/16-18/19e)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Umsatz</b>	10,3 %	77,3	82,1	92,2	93,4	102,3	117,7	125,3
Veränd. Umsatz yoy		7,2 %	6,2 %	12,3 %	1,3 %	9,5 %	15,1 %	6,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		62,7 %	64,0 %	64,0 %	64,1 %	64,4 %	66,3 %	66,1 %
<b>EBITDA</b>	25,4 %	10,2	12,0	16,2	15,1	18,1	28,0	29,8
Marge		13,2 %	14,7 %	17,5 %	16,2 %	17,7 %	23,8 %	23,8 %
<b>EBIT</b>	29,2 %	7,7	9,5	13,5	12,4	15,3	25,0	26,7
Marge		10,0 %	11,6 %	14,7 %	13,3 %	14,9 %	21,3 %	21,3 %
<b>Nettoergebnis</b>	31,0 %	6,6	6,3	10,1	8,3	10,5	17,4	18,6
<b>EPS</b>	31,1 %	1,20	1,13	1,84	1,50	1,91	3,16	3,38
<b>EPS adj.</b>	31,1 %	0,93	1,13	1,69	1,50	1,91	3,16	3,38
<b>DPS</b>	22,1 %	0,50	0,50	0,55	0,55	0,65	0,90	1,00
Dividendenrendite		4,2 %	3,5 %	2,7 %	2,3 %	1,5 %	2,1 %	2,3 %
<b>FCFPS</b>		0,50	0,99	1,24	0,61	1,19	2,32	3,15
<b>FCF / Marktkap.</b>		4,2 %	6,9 %	6,0 %	2,5 %	2,7 %	5,3 %	7,3 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,0 x	1,1 x	1,4 x	1,6 x	2,4 x	2,0 x	1,8 x
<b>EV / EBITDA</b>		7,3 x	7,7 x	7,8 x	9,6 x	13,7 x	8,5 x	7,5 x
<b>EV / EBIT</b>		9,8 x	9,8 x	9,3 x	11,7 x	16,3 x	9,5 x	8,4 x
<b>KGV</b>		9,8 x	12,6 x	11,2 x	16,1 x	22,7 x	13,7 x	12,8 x
<b>KGV ber.</b>		12,7 x	12,6 x	12,2 x	16,1 x	22,7 x	13,7 x	12,8 x
<b>FCF Potential Yield</b>		9,5 %	7,9 %	8,3 %	6,3 %	4,8 %	8,0 %	9,0 %
<b>Nettoverschuldung</b>		6,8	11,6	8,2	9,3	5,7	-3,5	-15,9
<b>ROCE (NOPAT)</b>		12,4 %	11,9 %	15,7 %	12,5 %	15,0 %	23,2 %	23,8 %
<b>Guidance:</b>		2017/18: Umsatz EUR 115 - 125 Mio; EBIT EUR 22 - 26 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



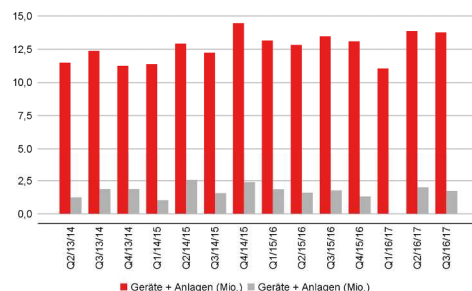
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2016; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Anlagen + Systeme**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

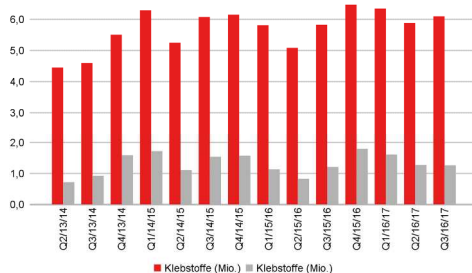
**Unternehmenshintergrund**

- Trotz eines Umsatzes von lediglich rund EUR 90 Mio. zählt Dr. Hönle in einem fragmentierten Markt zu den weltweit größten und führenden Anbietern von UV-Technologie. Dr. Hönle beschäftigt derzeit ca. 500 Mitarbeiter.
- In der jüngeren Vergangenheit hat das Unternehmen die Geschäftstätigkeit durch Akquisitionen deutlich ausgebaut und neben dem Kerngeschäft angrenzende Bereiche wie (UV-)Klebstoffe oder Quarzglas gestärkt.
- UV-Technologie wird in einer breiten Zahl von industriellen Anwendungen eingesetzt. Die bedeutendsten Einsatzgebiete sind heute Farb-/Lacktrocknung, Klebstoffe und Beschichtungsanwendungen.
- Da wesentliche Kunden aus der Druckindustrie in Deutschland sitzen, wird hier ein signifikanter Umsatzanteil generiert.
- Die Kundenstruktur ist größtenteils fragmentiert, mit Ausnahme des größten Kunden manroland, wesentlicher Abnehmer von Trocknungssystemen für Bogenoffset-Druckmaschinen.

**Wettbewerbsqualität**

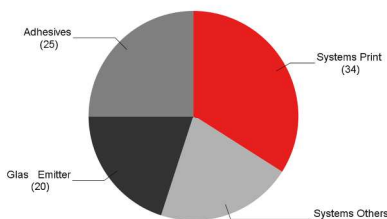
- Die Wettbewerbsstruktur ist durch eine Vielzahl von kleineren häufig vor allem regional tätigen Anbietern und nur einer handvoll von größeren Unternehmen gekennzeichnet.
- Die ähnlich großen Wettbewerber bedienen in der Regel nur einen Teil der Marktsegmente, das Ergebnis ist eine vergleichsweise moderate Wettbewerbsintensität innerhalb der einzelnen Segmente.
- Eine wesentliche Markteintrittsbarriere stellen bestehende Kundenbeziehungen dar. UV-Komponenten machen selten mehr als 5-10% der Materialkosten aus, mit der Folge einer geringen Motivation zum Wechsel des Lieferanten.
- Mit einer hohen vertikalen Integration generiert Dr. Hönle einen großen Teil der Wertschöpfung im Unternehmen.
- Dies ermöglicht dem Unternehmen die Erzielung hoher Margen und hoher Cash Flows. Die gute Wettbewerbsqualität drückt sich in einem ROCE von > 15% aus.

**Entwicklung Klebstoffe**  
in Mio. EUR



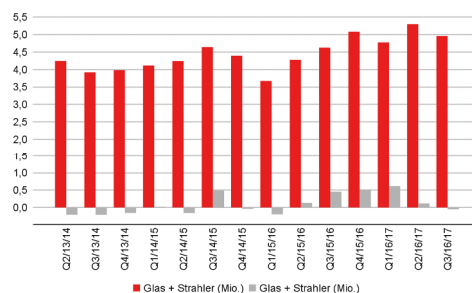
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2016; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Glas + Strahler**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	
Umsatz	102,3	117,7	125,3	131,5	136,8	142,3	147,9	153,9	158,5	163,2	168,1	171,5	174,1	
Umsatzwachstum	9,5 %	15,1 %	6,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	15,3	25,0	26,7	26,3	27,4	28,5	29,6	30,8	31,7	32,6	33,6	34,3	34,8	
EBIT-Marge	14,9 %	21,3 %	21,3 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	
Steuerquote (EBT)	28,5 %	28,5 %	28,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	10,9	17,9	19,1	18,4	19,2	19,9	20,7	21,5	22,2	22,9	23,5	24,0	24,4	
Abschreibungen	2,9	3,0	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	
Abschreibungsquote	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
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	2,0	4,3	1,0	2,1	1,1	1,8	1,9	2,0	1,5	1,6	1,6	1,1	0,8	
- Investitionen	4,8	3,3	3,3	4,0	3,9	4,1	4,2	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	
Investitionsquote	4,7 %	2,8 %	2,6 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,6 %	
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)	6,9	13,3	17,9	15,7	17,6	17,6	18,3	19,1	20,3	20,9	21,5	22,6	23,3	24
Barwert FCF	7,3	12,9	16,1	13,1	13,6	12,6	12,1	11,7	11,5	11,0	10,4	10,2	9,7	151
Anteil der Barwerte	12,01 %			38,27 %										49,72 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	6,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	2,8 %	Liquidität (Aktie)	1,40
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,25
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,10
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>8,04 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,25</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2028/29e	152		
Terminal Value	151		
Zinstr. Verbindlichkeiten	9		
Pensionsrückstellungen	7		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	4		
Marktwert v. Beteiligungen	-2		
Liquide Mittel	7	Aktienzahl (Mio.)	5,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>288</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>52,25</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	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
1,44	9,0 %	43,10	43,70	44,34	45,03	45,76	46,54	47,38	1,44	9,0 %	41,06	42,38	43,71	45,03	46,35	47,67	49,00
1,35	8,5 %	46,06	46,78	47,56	48,38	49,27	50,22	51,25	1,35	8,5 %	44,15	45,56	46,97	48,38	49,79	51,20	52,61
1,30	8,3 %	47,70	48,49	49,34	50,25	51,23	52,28	53,43	1,30	8,3 %	45,87	47,33	48,79	50,25	51,71	53,17	54,63
1,25	8,0 %	49,45	50,32	51,25	52,25	53,34	54,52	55,79	1,25	8,0 %	47,72	49,23	50,74	52,25	53,77	55,28	56,79
1,20	7,8 %	51,32	52,28	53,31	54,43	55,63	56,94	58,37	1,20	7,8 %	49,72	51,29	52,86	54,43	56,00	57,57	59,14
1,15	7,5 %	53,34	54,40	55,54	56,78	58,12	59,59	61,20	1,15	7,5 %	51,88	53,51	55,15	56,78	58,41	60,04	61,67
1,06	7,0 %	57,86	59,16	60,58	62,13	63,82	65,68	67,74	1,06	7,0 %	56,81	58,58	60,36	62,13	63,90	65,67	67,45

- Überproportionales Wachstum im Klebstoff-Geschäft führt zu weiterer Margenausweitung
- Nachhaltige EBIT-Marge von 20% unterstellt

### Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,7	6,5	10,3	8,3	10,6	17,6	18,8	
+ Abschreibung + Amortisation	2,5	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	
- Zinsergebnis (netto)	0,9	-0,5	0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
- Erhaltungsinvestitionen	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	
+ Sonstiges	0,3	-0,6	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>10,4</b>	<b>9,2</b>	<b>12,0</b>	<b>19,0</b>	<b>20,2</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	9,5 %	7,9 %	8,3 %	6,3 %	4,8 %	8,0 %	9,0 %	
WACC	8,04 %	8,04 %	8,04 %	8,04 %	8,04 %	8,04 %	8,04 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>75,1</b>	<b>93,2</b>	<b>125,3</b>	<b>145,7</b>	<b>248,5</b>	<b>238,1</b>	<b>224,5</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>88,4</b>	<b>91,6</b>	<b>129,3</b>	<b>114,4</b>	<b>149,7</b>	<b>236,2</b>	<b>251,1</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	2,7	2,7	2,7	2,7	-0,8	-10,0	-22,4	
- Pensionsverbindlichkeiten	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	3,3	3,3	3,3	3,3	3,6	2,4	1,2	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>75,9</b>	<b>79,0</b>	<b>116,8</b>	<b>101,9</b>	<b>140,4</b>	<b>237,3</b>	<b>265,8</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>13,77</b>	<b>14,33</b>	<b>21,19</b>	<b>18,48</b>	<b>25,46</b>	<b>43,05</b>	<b>48,22</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-41,3 %	-0,8 %	11,1 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,04 %	9,41	9,82	14,81	12,84	18,08	31,40	35,83
	10,04 %	10,57	11,02	16,51	14,34	20,05	34,51	39,14
	9,04 %	11,99	12,50	18,59	16,18	22,45	38,30	43,17
WACC	<b>8,04 %</b>	<b>13,76</b>	<b>14,33</b>	<b>21,18</b>	<b>18,48</b>	<b>25,46</b>	<b>43,04</b>	<b>48,21</b>
	7,04 %	16,04	16,69	24,52	21,42	29,31	49,13	54,67
	6,04 %	19,07	19,83	28,95	25,35	34,45	57,23	63,28
	5,04 %	23,31	24,22	35,15	30,83	41,62	68,54	75,31

- Margenanstieg führt zu steigender Wertindikation

**Wertermittlung**

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
KBV	1,4 x	1,6 x	2,0 x	2,2 x	3,5 x	2,9 x	2,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,21	4,62	6,16	6,92	8,43	11,10	13,73
EV / Umsatz	1,0 x	1,1 x	1,4 x	1,6 x	2,4 x	2,0 x	1,8 x
EV / EBITDA	7,3 x	7,7 x	7,8 x	9,6 x	13,7 x	8,5 x	7,5 x
EV / EBIT	9,8 x	9,8 x	9,3 x	11,7 x	16,3 x	9,5 x	8,4 x
EV / EBIT adj.*	9,8 x	9,8 x	9,5 x	11,7 x	16,3 x	9,5 x	8,4 x
Kurs / FCF	23,5 x	14,4 x	16,6 x	39,4 x	36,5 x	18,7 x	13,8 x
KGV	9,8 x	12,6 x	11,2 x	16,1 x	22,7 x	13,7 x	12,8 x
KGV ber.*	12,7 x	12,6 x	12,2 x	16,1 x	22,7 x	13,7 x	12,8 x
Dividendenrendite	4,2 %	3,5 %	2,7 %	2,3 %	1,5 %	2,1 %	2,3 %
FCF Potential Yield (on market EV)	9,5 %	7,9 %	8,3 %	6,3 %	4,8 %	8,0 %	9,0 %
*Adjustiert um:	-						

**GuV**

In EUR Mio.	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Umsatz</b>	<b>77,3</b>	<b>82,1</b>	<b>92,2</b>	<b>93,4</b>	<b>102,3</b>	<b>117,7</b>	<b>125,3</b>
Veränd. Umsatz yoy	7,2 %	6,2 %	12,3 %	1,3 %	9,5 %	15,1 %	6,5 %
Bestandsveränderungen	1,4	1,6	0,1	2,3	0,4	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>78,6</b>	<b>83,8</b>	<b>92,5</b>	<b>95,8</b>	<b>102,7</b>	<b>117,7</b>	<b>125,3</b>
Materialaufwand	30,2	31,3	33,5	36,0	36,9	39,6	42,5
<b>Rohrertrag</b>	<b>48,4</b>	<b>52,6</b>	<b>59,0</b>	<b>59,9</b>	<b>65,8</b>	<b>78,0</b>	<b>82,8</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>62,7 %</i>	<i>64,0 %</i>	<i>64,0 %</i>	<i>64,1 %</i>	<i>64,4 %</i>	<i>66,3 %</i>	<i>66,1 %</i>
Personalaufwendungen	25,9	27,9	29,4	31,0	32,9	34,2	36,2
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	1,6	1,7	1,0	0,6	0,6	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,0	14,2	15,1	14,7	15,4	16,4	17,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,2</b>	<b>12,0</b>	<b>16,2</b>	<b>15,1</b>	<b>18,1</b>	<b>28,0</b>	<b>29,8</b>
<i>Marge</i>	<i>13,2 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>23,8 %</i>	<i>23,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5
<b>EBITA</b>	<b>8,4</b>	<b>10,1</b>	<b>14,1</b>	<b>13,0</b>	<b>15,8</b>	<b>25,6</b>	<b>27,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>7,7</b>	<b>9,5</b>	<b>13,5</b>	<b>12,4</b>	<b>15,3</b>	<b>25,0</b>	<b>26,7</b>
<i>Marge</i>	<i>10,0 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>21,3 %</i>	<i>21,3 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>7,7</b>	<b>9,5</b>	<b>13,2</b>	<b>12,4</b>	<b>15,3</b>	<b>25,0</b>	<b>26,7</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges Finanzergebnis	1,5	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>14,0</b>	<b>12,1</b>	<b>14,9</b>	<b>24,6</b>	<b>26,3</b>
<i>Marge</i>	<i>11,2 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>15,2 %</i>	<i>12,9 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>21,0 %</i>
Steuern gesamt	1,9	2,5	3,7	3,8	4,2	7,0	7,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>17,6</b>	<b>18,8</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>17,6</b>	<b>18,8</b>
Minderheitenanteile	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2
<b>Nettoergebnis</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>10,5</b>	<b>17,4</b>	<b>18,6</b>
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>11,0 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>14,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
<b>EPS</b>	<b>1,20</b>	<b>1,13</b>	<b>1,84</b>	<b>1,50</b>	<b>1,91</b>	<b>3,16</b>	<b>3,38</b>
EPS voll verwässert	1,20	1,13	1,84	1,50	1,91	3,16	3,38

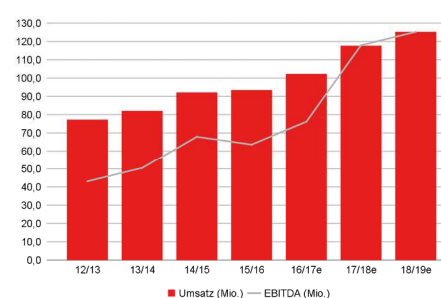
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2017/18: Umsatz EUR 115 - 125 Mio; EBIT EUR 22 - 26 Mio.****Kennzahlen**

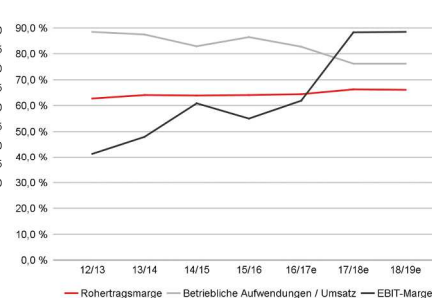
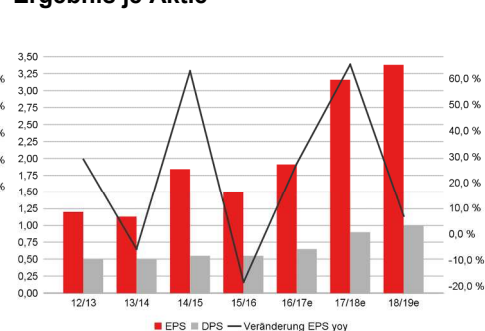
	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,5 %	87,4 %	82,8 %	86,4 %	82,8 %	76,2 %	76,2 %
Operating Leverage	-1,0 x	3,7 x	3,5 x	-6,2 x	2,4 x	4,3 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	16,1 x	20,8 x	27,7 x	38,7 x	45,3 x	70,0 x	74,5 x
Steuerquote (EBT)	22,3 %	27,6 %	26,4 %	31,2 %	28,5 %	28,5 %	28,5 %
Ausschüttungsquote	41,1 %	42,4 %	29,4 %	36,6 %	33,7 %	28,2 %	29,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	151.219	159.398	173.911	172.991	184.234	206.412	212.310

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

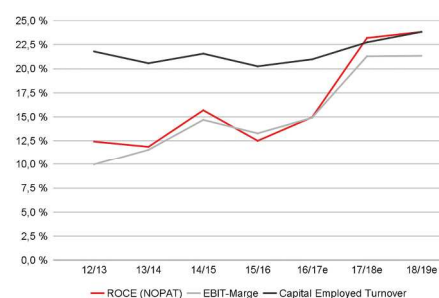
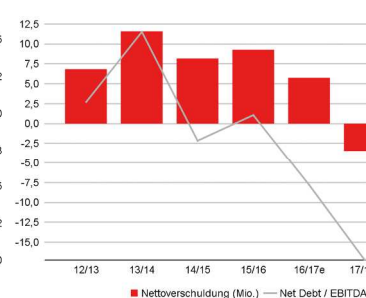
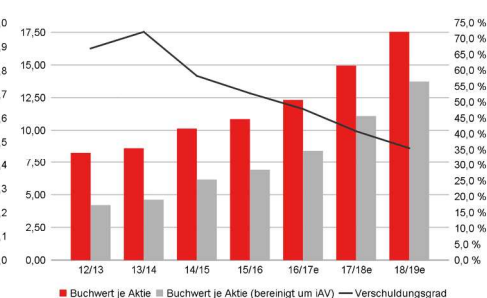
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

<b>Bilanz</b>							
In EUR Mio.	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,4	22,1	21,9	21,8	21,5	21,2	21,0
davon übrige imm. VG	3,6	3,2	3,1	2,9	2,6	2,4	2,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Sachanlagen	15,2	15,0	16,2	17,2	19,4	20,0	20,5
Finanzanlagen	0,2	1,7	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>37,9</b>	<b>38,8</b>	<b>38,1</b>	<b>40,2</b>	<b>42,2</b>	<b>42,5</b>	<b>42,7</b>
Vorräte	19,4	22,4	25,1	27,4	28,4	31,0	31,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,0	12,2	13,5	13,1	14,6	17,1	18,2
Liquide Mittel	4,4	5,7	7,5	6,5	10,0	19,3	31,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	5,9	6,5	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>41,6</b>	<b>46,8</b>	<b>52,9</b>	<b>54,0</b>	<b>60,1</b>	<b>74,4</b>	<b>88,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>79,5</b>	<b>85,6</b>	<b>91,0</b>	<b>94,3</b>	<b>102,2</b>	<b>116,9</b>	<b>130,9</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kapitalrücklage	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
Gewinnrücklagen	23,5	25,5	33,8	37,8	45,3	59,1	72,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	1,8
Buchwert	45,6	47,6	55,9	59,9	68,0	82,4	96,6
Anteile Dritter	2,0	2,1	1,6	1,8	1,2	0,6	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>47,6</b>	<b>49,7</b>	<b>57,5</b>	<b>61,7</b>	<b>69,2</b>	<b>83,0</b>	<b>96,6</b>
Rückstellungen gesamt	2,7	5,0	5,1	7,0	7,0	7,0	7,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,2	4,5	4,6	6,5	6,5	6,5	6,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	9,0	12,8	11,1	9,3	9,3	9,3	9,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,7	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,8	4,8	5,0	4,9	5,4	6,2	6,6
Sonstige Verbindlichkeiten	15,4	13,3	12,4	11,4	11,4	11,4	11,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>31,9</b>	<b>35,9</b>	<b>33,5</b>	<b>32,6</b>	<b>33,1</b>	<b>33,9</b>	<b>34,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>79,5</b>	<b>85,6</b>	<b>91,0</b>	<b>94,3</b>	<b>102,2</b>	<b>116,9</b>	<b>130,9</b>

<b>Kennzahlen</b>							
	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,9 x	1,9 x	1,9 x	1,8 x	1,8 x	1,9 x	2,0 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,3 x	1,4 x	1,3 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x
ROA	17,5 %	16,1 %	26,6 %	20,6 %	24,9 %	41,0 %	43,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	12,4 %	11,9 %	15,7 %	12,5 %	15,0 %	23,2 %	23,8 %
ROE	15,1 %	13,4 %	19,6 %	14,3 %	16,5 %	23,2 %	20,8 %
Adj. ROE	11,7 %	13,4 %	18,0 %	14,3 %	16,5 %	23,2 %	20,8 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	6,8	11,6	8,2	9,3	5,7	-3,5	-15,9
Nettofinanzverschuldung	4,6	7,1	3,6	2,7	-0,8	-10,0	-22,4
Net Gearing	14,4 %	23,3 %	14,2 %	15,0 %	8,3 %	-4,2 %	-16,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	45,2 %	58,9 %	22,3 %	18,2 %	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	8,3	8,6	10,1	10,9	12,3	14,9	17,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,2	4,6	6,2	6,9	8,4	11,1	13,7

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



## Cash flow

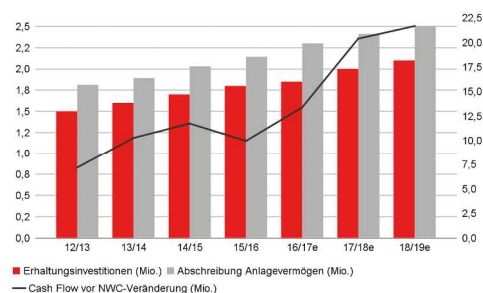
In EUR Mio.	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,6	6,3	10,1	8,3	10,5	17,4	18,6
Abschreibung Anlagevermögen	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,1	1,3	-1,1	-1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>7,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,7</b>	<b>10,0</b>	<b>13,4</b>	<b>20,4</b>	<b>21,7</b>
Veränderung Vorräte	-2,0	-3,0	-1,8	-2,5	-1,0	-2,6	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-0,3	-0,9	0,5	-1,5	-2,5	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	0,5	-0,1	0,3	0,5	0,8	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,7	-2,8	-2,7	-1,6	-2,0	-4,3	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>5,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,4</b>	<b>16,1</b>	<b>20,7</b>
Investitionen in iAV	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-1,7	-1,8	-4,6	-4,5	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	-7,9	-3,8	-0,8	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	0,1	-1,0	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-10,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	3,0	3,8	-2,2	-1,7	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,9	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,6	-5,0
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	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,5</b>	<b>9,2</b>	<b>12,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,4</b>	<b>10,0</b>	<b>19,3</b>	<b>31,7</b>

## Kennzahlen

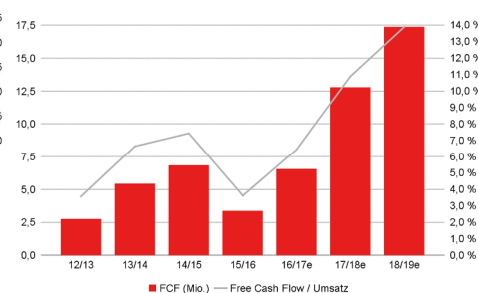
	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	2,8	5,4	6,8	3,4	6,6	12,8	17,4
Free Cash Flow / Umsatz	3,6 %	6,6 %	7,4 %	3,6 %	6,4 %	10,9 %	13,9 %
Free Cash Flow Potential	7,1	7,4	10,4	9,2	12,0	19,0	20,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	41,7 %	87,0 %	67,6 %	40,8 %	62,4 %	73,5 %	93,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,0 %	0,7 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,8 %	5,3 %	4,9 %	3,8 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,4 %	2,5 %	2,3 %	5,3 %	4,7 %	2,8 %	2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	1,9 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %
CAPEX / Abschreibungen	105,1 %	80,3 %	81,0 %	183,8 %	167,4 %	110,8 %	107,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	32,1 %	33,7 %	33,7 %	36,2 %	34,9 %	33,0 %	33,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	251,9 %	252,6 %	270,8 %	265,9 %	270,4 %	275,8 %	275,8 %
Vorratumschlag	1,6 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,4 x
Receivables collection period (Tage)	57	54	54	51	52	53	53
Payables payment period (Tage)	57	57	54	50	53	57	57
Cash conversion cycle (Tage)	208	236	252	258	258	261	243

## Investitionen und Cash Flow

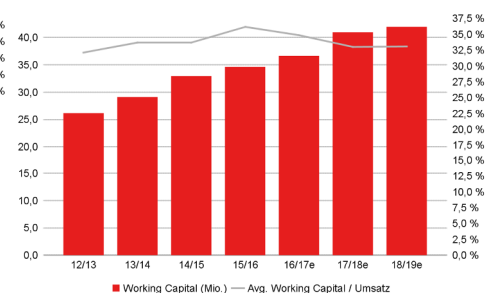
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) 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 enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („die 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 Analysen 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 Analyse 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 Analyse 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 Analyse 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 Analyse 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 § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958**

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, 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 zählen 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 von Warburg Research 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 des Warburg-Verbunds.

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

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

**QUELLEN**

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

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

### Hinweis gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO 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.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 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)
Dr. Hönle	3, 4, 5, 6	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005157101.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005157101.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	107	52
Halten	90	44
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	0	0
<b>Gesamt</b>	<b>204</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	32	78
Halten	8	20
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	0	0
<b>Gesamt</b>	<b>41</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DR. HÖNLE] AM [06.12.2017]**


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**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@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

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

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

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

**Marie-Thérèse Grübner** +49 40 309537-240  
Small Cap Research mgruebner@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@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

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

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

**Patrick Schmidt** +49 40 309537-125  
Small Cap Research pschmidt@warburg-research.com

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

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

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230  
Car Suppliers, Construction awahl@warburg-research.com

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

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

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

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

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

**Paul Döntenwill** +49 40 3282-2666  
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Simon Pallhuber** +49 69 5050-7414  
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

**Angelika Flegler** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +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

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

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

**Jan Walter** +49 40 3282-2662  
Sales Trading jwalter@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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson Reuters [www.thomsonreuters.com](http://www.thomsonreuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://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