

<b>Buy</b> <b>EUR 14,50</b> (EUR 12,30)  <b>Kurs</b> EUR 11,48 <b>Upside</b> <b>26,3 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 14,50 FCF-Value Potential 15e: 14,40	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: I3M GR Reuters: I3MG ISIN: DE000A0BLCV5	<b>Beschreibung:</b> Beschichtung von Oberflächen mit eigenen Verfahren für industrielle Kunden
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 93,9 Aktienanzahl (Mio.): 8,2 EV: 141,8 Freefloat MC: 50,3 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 33,05	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 53,6 % Claassen Holding: 23,4 % Müller & Sohn AG: 23,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,4 KBV: 1,6 x EK-Quote: 43 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,0 x Net Debt / EBITDA: 2,1 x

## Margenausweitung voraus; werterhöhende Übernahme

Impreglon gab Ende vergangener Woche die **Übernahme von o.m.t.**, Lübeck, (Schwerpunkt Medizintechnik, Automotive) bekannt. o.m.t. hat kürzlich Insolvenz angemeldet, Impreglon führt das profitable Beschichtungsgeschäft fort. o.m.t. erzielt Umsätze von rund EUR 7-8 Mio. p.a., das Margenniveau dürfte mit dem der Impreglon-Gruppe vergleichbar sein. Aufgrund der Übernahme aus der Insolvenz gehen wir von einem Kaufpreis im niedrigen einstelligen EUR Mio.-Bereich aus.

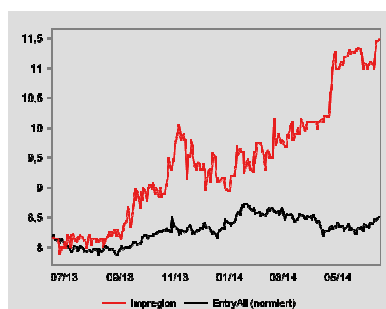
Einige Unternehmen der Impreglon-Gruppe wiesen zuletzt noch eine unterdurchschnittliche Margensituation auf. Gründe hierfür sind bspw. Integrationsaufwendungen (z.B. Umzug Lasertechnik nach Parchim) oder eine bestehende Unterauslastung (z.B. in Obrigheim). Wir gehen davon aus, dass rund 25% der Erlöse auf Unternehmen entfallen, die eine EBITDA-Marge von < 5% (2013 berichtet: 13%) erzielen. Bereinigt dürften die übrigen Unternehmen bereits in 2013 eine EBITDA-Marge von rund 16,5% erzielt haben. Nach einem Gespräch mit dem Management gehen wir davon aus, dass Unternehmen die rund 35 – 40% der Erlöse generieren bereits ihre nachhaltige EBITDA-Marge (Bandbreite in der Gruppe 12% - 30%) erreichen. Neben den 25%, die deutlicher unterhalb der Zielmarge operieren, bleiben somit weitere 35%, die in den kommenden 2-3 Jahren deutlichere Margensteigerungen aufweisen sollten.

Typische Treiber einer Margenausweitung sind eine höhere Auslastung bestehender Kapazitäten sowie die abgeschlossene Integration nach einer Übernahme. Rohmargen von durchschnittlich gut 70% sowie weitere variable Kosten von gut 30% sorgen für Grenz-EBIT-Margen von ca. 40%. Nach einer relativ schwachen Profitabilität in den Jahren 2012 und 2013 sollte Impreglon vor diesem Hintergrund die **EBITDA-Marge bereits in 2014 wieder deutlich ausweiten und bis 2016 mindestens 18%** erreichen können. Eine EBITDA-Margensteigerung von 11% in Q1 2013 auf knapp 18% in Q1 2014 unterstreicht diese Annahme.

In den vergangenen Jahren wurden umfangreiche Investitionen in die eigene Produktion vorgenommen, was noch bis ca. 2015 anhalten dürfte. Schwerpunkte waren/sind einige Werkserweiterungen (z.B. Lüneburg, Jessenitz) und die notwendige Errichtung neuer Produktionsstätten, da bislang gemietete Flächen zu klein geworden sind (z.B. Australien, Deurne). Im Zeitraum 2010 – 2013 lag die Investitionsquote bei durchschnittlich knapp 13% vom Umsatz. Die Erhaltungsinvestitionen dürften eher bei 6-7% vom Umsatz liegen. Ab 2014 dürften die Investitionen zwar stabil bei ca. EUR 10 Mio. p.a. bleiben aber in Relation zu den Erlösen auf ein geringeres Niveau von rund 7% fallen. Sofern nicht neue Akquisitionen größere Investitionsprojekte benötigen, sollten somit die Investitionen vorerst auf dem Niveau der Erhaltungsinvestitionen bleiben, auch bei einem nach realisierten Akquisitionen erhöhten Umsatzniveau. Relativ hohe Investitionen verbunden mit einer eher schwachen Profitabilität haben zu einem negativen Free Cash Flow in den vergangenen Jahren geführt. Eine Verringerung der Investitionsquote und die Verbesserung der Ergebnisqualität sollten eine **Rückkehr zu positiven Free Cash Flows** (vor Akquisitionen) einleiten.

Die Akquisition hat einen werterhöhenden Effekt von rund EUR 0,50 je Aktie. Dies und eine Modellüberarbeitung nach Einführung der 2016er Prognosen führen zu einem neuen DCF-basierten **Kursziel in Höhe von EUR 14.50** (vorher EUR 12.30) je Aktie. Dies wird unterstützt vom FCF-Value 2015. Das Rating lautet unverändert **Kaufen**.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	136,0	2,6 %	143,4	5,2 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Anhebung der Prognosen nach o.m.t.-Übernahme</li> <li>Geringeres Finanzergebnis führt zu unterproportionaler EPS-Anpassung</li> <li>In den nächsten Monaten dürfte Impreglon die Akquisitionsstrategie fortsetzen. Mit der Realisierung von weiteren Übernahmen könnte Impreglon bereits im laufenden Jahr Erlöse von eher EUR 150 Mio. erzielen.</li> </ul>
<b>EBIT</b>	10,2	2,1 %	12,3	6,3 %	n.a.	n.m.	
<b>EPS</b>	0,65	-3,1 %	0,82	3,7 %	n.a.	n.m.	

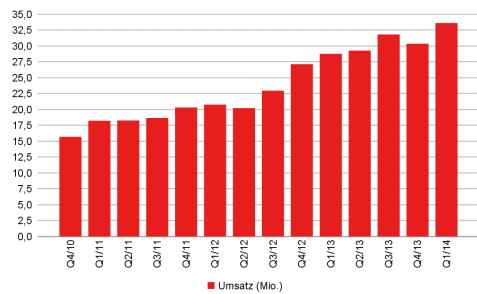


Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	-0,8 %
6 Monate:	21,0 %
Jahresverlauf:	27,1 %
Letzte 12 Monate:	34,8 %

Unternehmenstermine:	
23.06.14	HV
10.08.14	Q2
31.10.14	Q3

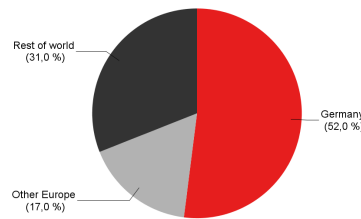
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	9,5 %	55,2	75,5	91,1	120,2	139,5	150,9	157,7
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		48,3 %	36,8 %	20,7 %	32,0 %	16,0 %	8,2 %	4,5 %
<b>Rohtragsmarge</b>		74,0 %	74,6 %	70,5 %	69,9 %	71,5 %	71,8 %	72,0 %
<b>EBITDA</b>	21,4 %	9,8	12,4	12,4	15,6	22,5	25,8	28,0
<b>Marge</b>		17,7 %	16,5 %	13,6 %	13,0 %	16,1 %	17,1 %	17,8 %
<b>EBIT</b>	34,1 %	4,6	6,0	5,6	6,4	10,5	13,0	15,5
<b>Marge</b>		8,3 %	8,0 %	6,1 %	5,4 %	7,5 %	8,6 %	9,8 %
<b>Nettoergebnis</b>	66,3 %	2,0	3,3	0,7	1,9	5,1	6,9	8,7
<b>EPS</b>	66,4 %	0,33	0,43	0,09	0,23	0,63	0,85	1,06
<b>EPS adj.</b>	66,4 %	0,33	0,43	0,09	0,23	0,63	0,85	1,06
<b>DPS</b>	4,9 %	0,12	0,20	0,00	0,13	0,15	0,15	0,15
<b>Dividendenrendite</b>		1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,5 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
<b>FCFPS</b>		-0,11	-0,50	-0,66	-0,57	0,46	1,08	1,23
<b>EV / Umsatz</b>		1,2 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
<b>EV / EBITDA</b>		6,5 x	7,2 x	8,5 x	7,5 x	6,3 x	5,2 x	4,5 x
<b>EV / EBIT</b>		13,9 x	14,9 x	18,9 x	18,2 x	13,6 x	10,3 x	8,1 x
<b>KGV</b>		24,0 x	21,1 x	96,0 x	36,9 x	18,2 x	13,5 x	10,8 x
<b>KGV ber.</b>		24,0 x	21,1 x	96,0 x	36,9 x	18,2 x	13,5 x	10,8 x
<b>FCF Yield Potential</b>		8,0 %	7,4 %	5,6 %	6,6 %	8,4 %	10,2 %	11,9 %
<b>Nettoverschuldung</b>		15,6	20,5	36,2	48,1	47,9	40,3	31,4
<b>ROE</b>		5,4 %	7,0 %	1,4 %	3,5 %	9,1 %	11,3 %	12,7 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		5,3 %	6,7 %	2,9 %	3,8 %	7,0 %	8,6 %	10,4 %
<b>Guidance:</b>		2014: Umsatz ca. EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



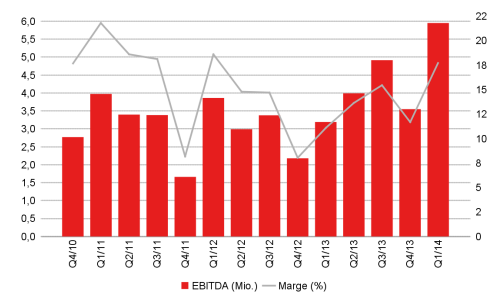
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

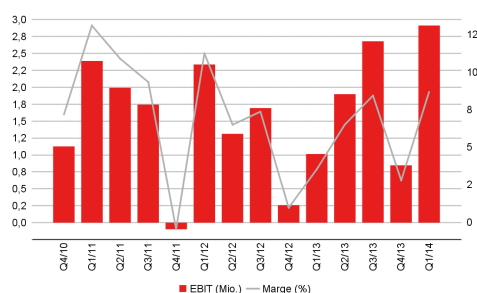
**Unternehmenshintergrund**

- Impreglon fokussiert sich auf die Beschichtung von Oberflächen. Dabei werden meist metallische Bauteile mit unterschiedlichen Verfahren und Materialien wie Hartmetall, Keramik, Teflon oder Zink beschichtet.
- Das Ziel der Beschichtung ist immer, das entsprechende Teil mit einer gewünschten Eigenschaft wie z.B. Traktion, Gleifähigkeit oder Korrosionsschutz zu versehen.
- Der für Impreglon relevante Markt für Oberflächenbeschichtungen konnte in den vergangenen Jahren ein durchschnittliches Marktwachstum von ca. 6-7% jährlich aufweisen.
- Dies resultiert daraus, dass beschichtete Bauteile häufig schwerere, teurere und von den Eigenschaften unterlegene Bauteile ersetzen bzw. umweltbelastende Verfahren ersetzen und so weiter an Bedeutung gewinnen werden.
- Um die Wettbewerbsposition und die überregionale Aufstellung zu stärken, hat Impreglon in den letzten Jahren mehrere Akquisitionen getätigt. Mehrfach konnte Impreglon diese wertschaffend realisieren und gut integrieren.

**Wettbewerbsqualität**

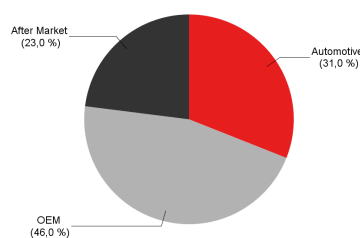
- 90% der Umsätze des Unternehmens fokussieren sich auf kundenspezifische Beschichtungslösungen und liegen somit außerhalb des preissensitiven Volumengeschäfts.
- Aufgrund des ohnehin stark fragmentierten Marktes der Beschichtungsdienstleistungen ist die Wettbewerbsstruktur daher überwiegend von kleineren Unternehmen geprägt.
- Die resultierende moderate Wettbewerbsintensität ist vor allem ein Ergebnis von Impreglon's Fokus auf eigene Beschichtungssysteme abseits des preissensitiven Volumengeschäfts und lokal geprägten Wettbewerbsstrukturen.
- Von den meist kleineren Wettbewerbern differenziert sich Impreglon durch die überlegene Kompetenz auf Basis einer Vielzahl von Beschichtungsverfahren und die Finanzkraft für die technologische und regionale Expansion
- Eine wesentliche Markteintrittsbarriere stellen die etablierten Kundenbeziehungen dar. Die Beschichtungsqualität determiniert die Funktionsfähigkeit und Zuverlässigkeit bei den Endkunden.

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



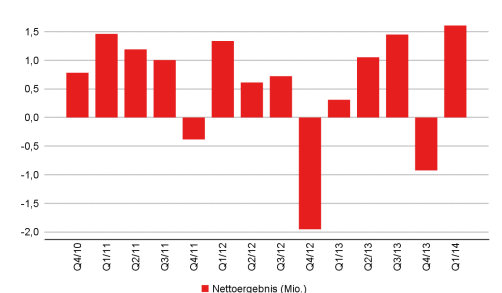
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	139,5	150,9	157,7	164,8	172,3	180,0	188,1	196,6	204,4	210,6	214,8	219,1	223,5	
Umsatzwachstum	16,0 %	8,2 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	10,5	13,0	15,5	16,1	16,8	17,6	18,3	19,2	19,9	20,5	20,9	21,4	21,8	
EBIT-Marge	7,5 %	8,6 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	7,3	9,1	10,9	11,3	11,8	12,3	12,8	13,4	14,0	14,4	14,7	15,0	15,3	
Abschreibungen	12,1	12,7	12,5	12,7	12,9	13,1	13,4	13,8	14,3	14,7	15,0	15,3	15,6	
Abschreibungsquote	8,6 %	8,4 %	7,9 %	7,7 %	7,5 %	7,3 %	7,1 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
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	2,7	1,3	1,0	0,6	0,5	0,5	1,0	1,0	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	
- Investitionen	10,2	10,2	10,2	12,7	12,9	13,1	14,6	15,1	15,5	15,6	15,6	15,9	16,3	
Investitionsquote	7,3 %	6,8 %	6,5 %	7,7 %	7,5 %	7,3 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %	7,4 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %	
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)	6,5	10,3	12,2	10,6	11,3	11,8	10,6	11,1	11,8	12,7	13,6	13,8	14,1	14
Barwert FCF	6,4	9,4	10,1	8,2	8,0	7,7	6,4	6,2	6,1	6,0	5,9	5,6	5,3	84
Anteil der Barwerte	14,75 %			37,33 %										47,92 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	27,00 %	Finanzielle Stabilität	1,35
FK-Zins (nach Steuern)	3,5 %	Liquidität (Akte)	1,55
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,70
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>8,39 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	91		
Terminal Value	84		
Zinstr. Verbindlichkeiten	45		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	12	Aktienzahl (Mio.)	9,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>139</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>14,52</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,65	9,4 %	11,43	11,62	11,83	12,05	12,29	12,54	12,82	1,65	9,4 %	9,41	10,29	11,17	12,05	12,94	13,82	14,70
1,52	8,9 %	12,44	12,68	12,93	13,20	13,48	13,80	14,13	1,52	8,9 %	10,36	11,30	12,25	13,20	14,14	15,09	16,03
1,46	8,6 %	13,00	13,26	13,53	13,83	14,15	14,50	14,87	1,46	8,6 %	10,89	11,87	12,85	13,83	14,81	15,79	16,77
1,40	8,4 %	13,60	13,88	14,19	14,52	14,87	15,26	15,68	1,40	8,4 %	11,46	12,48	13,50	14,52	15,54	16,56	17,58
1,34	8,1 %	14,24	14,56	14,89	15,26	15,66	16,09	16,56	1,34	8,1 %	12,08	13,14	14,20	15,26	16,32	17,38	18,44
1,28	7,9 %	14,93	15,28	15,66	16,07	16,51	17,00	17,53	1,28	7,9 %	12,75	13,86	14,96	16,07	17,17	18,28	19,38
1,15	7,4 %	16,49	16,92	17,39	17,91	18,47	19,09	19,78	1,15	7,4 %	14,28	15,49	16,70	17,91	19,11	20,32	21,53

- Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt, Verwässerungseffekt ca. EUR 0,60 je Aktie
- Nachhaltige EBITDA-Marge von gut 17% 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 Diskontierung 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.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,9	3,3	0,8	1,9	5,2	7,0	8,8	
+ Abschreibung + Amortisation	5,2	6,4	6,8	9,2	12,1	12,7	12,5	
- Zinsergebnis (netto)	-1,4	-1,5	-3,8	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,5	4,5	5,5	6,5	8,3	9,0	9,4	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>7,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	8,0 %	7,4 %	5,6 %	6,6 %	8,4 %	10,2 %	11,9 %	
WACC	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	8,39 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>63,6</b>	<b>89,8</b>	<b>105,7</b>	<b>116,9</b>	<b>141,8</b>	<b>134,2</b>	<b>125,4</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>60,6</b>	<b>79,3</b>	<b>70,0</b>	<b>91,5</b>	<b>142,8</b>	<b>163,8</b>	<b>177,1</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	45,4	45,4	45,4	45,4	45,1	22,5	13,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>12,5</b>	<b>31,1</b>	<b>21,8</b>	<b>43,4</b>	<b>94,9</b>	<b>138,5</b>	<b>160,7</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>1,53</b>	<b>3,81</b>	<b>2,67</b>	<b>5,31</b>	<b>11,59</b>	<b>16,93</b>	<b>19,64</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					1,0 %	47,5 %	71,1 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,39 %	n.a.	1,25	0,42	2,36	7,00	9,94	11,88
	10,39 %	0,10	1,94	1,02	3,15	8,24	11,15	13,19
	9,39 %	0,74	2,77	1,76	4,11	9,74	12,61	14,77
WACC	<b>8,39 %</b>	<b>1,53</b>	<b>3,81</b>	<b>2,67</b>	<b>5,31</b>	<b>11,59</b>	<b>14,43</b>	<b>16,74</b>
	7,39 %	2,53	5,12	3,83	6,82	13,96	16,74	19,23
	6,39 %	3,85	6,84	5,35	8,81	17,06	19,77	22,51
	5,39 %	5,65	9,20	7,43	11,53	21,31	23,93	27,00

- Deutliches Ergebniswachstum in den kommenden Jahren führt zu höheren Wertindikationen des FCF-Value-Modells
- Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt

## Wertermittlung

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,30	4,88	4,53	4,54	4,83	5,68	6,61
EV / Umsatz	1,2 x	1,2 x	1,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	6,5 x	7,2 x	8,5 x	7,5 x	6,3 x	5,2 x	4,5 x
EV / EBIT	13,9 x	14,9 x	18,9 x	18,2 x	13,6 x	10,3 x	8,1 x
EV / EBIT adj.*	13,9 x	14,9 x	18,9 x	18,2 x	13,6 x	10,3 x	8,1 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,2 x	12,5 x	11,0 x
KGV	24,0 x	21,1 x	96,0 x	36,9 x	18,2 x	13,5 x	10,8 x
KGV ber.*	24,0 x	21,1 x	96,0 x	36,9 x	18,2 x	13,5 x	10,8 x
Dividendenrendite	1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,5 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	8,0 %	7,4 %	5,6 %	6,6 %	8,4 %	10,2 %	11,9 %
*Adjustiert um:	-						

## GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>55,2</b>	<b>75,5</b>	<b>91,1</b>	<b>120,2</b>	<b>139,5</b>	<b>150,9</b>	<b>157,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	48,3 %	36,8 %	20,7 %	32,0 %	16,0 %	8,2 %	4,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,4	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>55,2</b>	<b>75,9</b>	<b>90,6</b>	<b>119,9</b>	<b>139,5</b>	<b>150,9</b>	<b>157,7</b>
Materialaufwand	14,4	19,6	26,3	35,9	39,7	42,6	44,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>55,2</b>	<b>75,5</b>	<b>91,1</b>	<b>120,2</b>	<b>139,5</b>	<b>150,9</b>	<b>157,7</b>
<b>Rohtragsmarge</b>	<b>74,0 %</b>	<b>74,6 %</b>	<b>70,5 %</b>	<b>69,9 %</b>	<b>71,5 %</b>	<b>71,8 %</b>	<b>72,0 %</b>
Personalaufwendungen	20,1	28,9	35,2	45,4	50,3	54,0	56,3
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	1,0	2,2	1,4	0,9	1,0	1,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,1	16,0	18,7	24,4	27,8	29,6	30,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,4</b>	<b>15,6</b>	<b>22,5</b>	<b>25,8</b>	<b>28,0</b>
<b>Marge</b>	<b>17,7 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>13,6 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>17,8 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,0	5,1	5,8	8,1	11,2	11,9	12,3
<b>EBITA</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>	<b>11,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,3	1,0	1,2	0,9	0,8	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,0</b>	<b>15,5</b>
<b>Marge</b>	<b>8,3 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>9,8 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,0</b>	<b>15,5</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,6	1,6	2,4	3,2	3,0	3,0	3,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>12,5</b>
<b>Marge</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>7,9 %</b>
Steuern gesamt	1,2	1,3	1,0	1,5	2,2	3,0	3,8
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</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>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>5,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,7</b>
<b>Marge</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>1,6 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>5,5 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,1	7,7	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2
<b>EPS</b>	<b>0,33</b>	<b>0,43</b>	<b>0,09</b>	<b>0,23</b>	<b>0,63</b>	<b>0,85</b>	<b>1,06</b>
EPS adj.	0,33	0,43	0,09	0,23	0,63	0,85	1,06

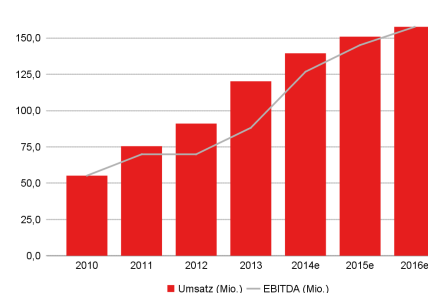
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2014: Umsatz ca. EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio.**

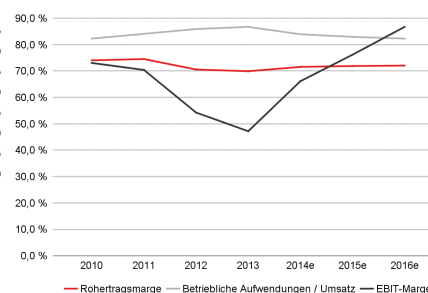
## Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	82,3 %	84,1 %	85,8 %	86,7 %	83,9 %	82,9 %	82,2 %
Operating Leverage	n.a.	0,9 x	-0,3 x	0,5 x	3,9 x	3,0 x	4,2 x
EBITDA / Interest expenses	6,2 x	7,6 x	5,1 x	5,0 x	7,5 x	8,6 x	9,3 x
Steuerquote (EBT)	38,1 %	27,9 %	58,0 %	43,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	37,4 %	46,8 %	0,0 %	55,8 %	23,5 %	17,5 %	14,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	76.130	85.778	77.913	94.584	101.803	108.596	113.483

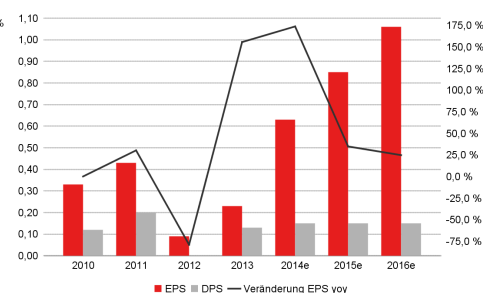
### Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



### Operative Performance in %



### Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

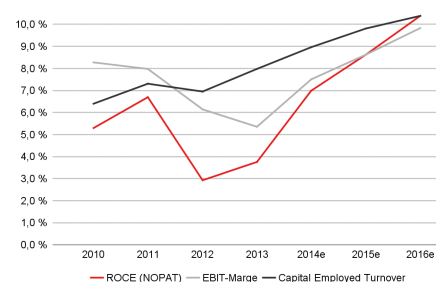
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

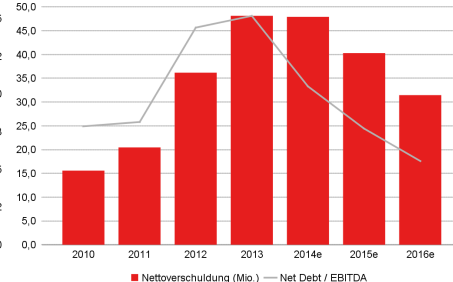
<b>Bilanz</b>							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,3	12,8	16,8	17,9	18,7	18,1	18,1
davon übrige imm. VG	2,6	2,1	2,3	1,7	1,0	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,7	10,7	14,4	16,3	17,8	17,8	17,8
Sachanlagen	43,0	56,2	67,6	75,1	75,0	73,0	70,7
Finanzanlagen	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>54,5</b>	<b>69,7</b>	<b>85,1</b>	<b>93,7</b>	<b>94,3</b>	<b>91,8</b>	<b>89,5</b>
Vorräte	3,7	5,1	6,7	6,8	8,5	9,1	9,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,4	8,3	11,3	13,1	15,3	16,5	17,3
Liquide Mittel	14,7	13,1	20,8	14,6	13,3	20,9	29,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,9	3,7	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>28,7</b>	<b>30,1</b>	<b>43,3</b>	<b>39,5</b>	<b>42,1</b>	<b>51,5</b>	<b>61,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>83,2</b>	<b>99,8</b>	<b>128,4</b>	<b>133,2</b>	<b>136,4</b>	<b>143,3</b>	<b>151,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	6,1	7,8	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Kapitalrücklage	26,3	37,6	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3
Gewinnrücklagen	2,9	5,4	4,6	7,0	11,1	16,8	24,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,1	-0,7	-0,8	-1,8	-2,3	-1,6	-1,5
Buchwert	43,4	50,1	53,2	54,7	58,3	64,6	72,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>43,4</b>	<b>50,2</b>	<b>53,5</b>	<b>54,9</b>	<b>58,5</b>	<b>64,9</b>	<b>72,4</b>
Rückstellungen gesamt	0,5	0,6	4,4	3,4	3,4	3,4	3,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,4	0,4	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	29,9	33,1	53,6	60,0	58,4	58,4	58,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	3,0	3,6	4,1	11,9	11,9	11,9	11,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,1	4,8	6,1	5,0	6,1	6,6	6,9
Sonstige Verbindlichkeiten	6,4	11,2	10,8	9,9	9,9	9,9	9,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,9</b>	<b>49,7</b>	<b>74,9</b>	<b>78,2</b>	<b>77,9</b>	<b>78,4</b>	<b>78,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>83,2</b>	<b>99,8</b>	<b>128,4</b>	<b>133,2</b>	<b>136,4</b>	<b>143,3</b>	<b>151,1</b>

<b>Kennzahlen</b>							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,1 x	1,2 x	1,1 x	1,3 x	1,5 x	1,6 x	1,7 x
Capital Employed Turnover	0,9 x	1,1 x	1,0 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x	1,5 x
ROA	3,6 %	4,7 %	0,8 %	2,0 %	5,4 %	7,5 %	9,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	5,3 %	6,7 %	2,9 %	3,8 %	7,0 %	8,6 %	10,4 %
ROE	5,4 %	7,0 %	1,4 %	3,5 %	9,1 %	11,3 %	12,7 %
Adj. ROE	5,4 %	7,0 %	1,4 %	3,5 %	9,1 %	11,3 %	12,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	15,6	20,5	36,2	48,1	47,9	40,3	31,4
Nettofinanzverschuldung	15,2	20,0	32,8	45,4	45,1	37,5	28,7
Net Gearing	35,9 %	40,8 %	67,6 %	87,6 %	81,9 %	62,1 %	43,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	155,2 %	161,3 %	264,2 %	289,9 %	200,4 %	145,6 %	102,4 %
Buchwert je Aktie	7,2	6,6	6,6	6,8	7,1	7,9	8,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,3	4,9	4,5	4,5	4,8	5,7	6,6

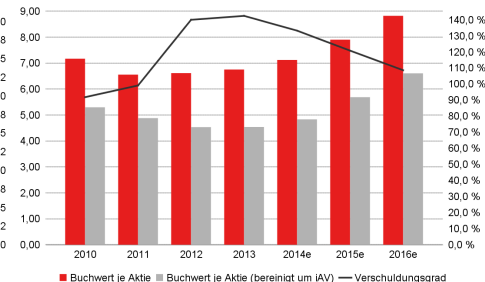
### ROCE Development



### Nettoverschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

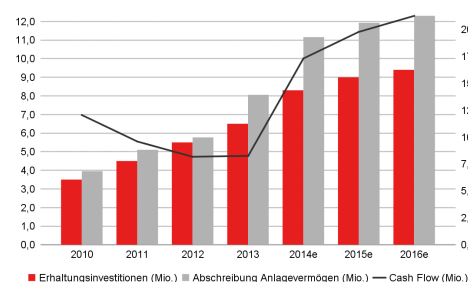
**Cash flow**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,9	3,1	0,4	1,9	5,2	7,0	8,8
Abschreibung Anlagevermögen	4,0	5,1	5,8	8,1	11,2	11,9	12,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,3	1,0	1,2	0,9	0,8	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,0	3,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	4,8	0,1	-2,0	-2,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>12,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>17,3</b>	<b>19,7</b>	<b>21,3</b>
Veränderung Vorräte	-0,4	-1,4	-1,7	0,2	-1,7	-0,6	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,7	-1,9	-3,0	-1,5	-2,2	-1,2	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-2,2	1,8	1,3	-1,6	1,2	0,5	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	2,7	0,9	0,0	-0,6	0,6	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-4,3	1,1	-2,5	-2,9	-3,3	-0,7	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>7,7</b>	<b>10,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>14,0</b>	<b>19,0</b>	<b>20,3</b>
Investitionen in iAV	-0,6	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-7,9	-14,5	-10,5	-9,8	-10,0	-10,0	-10,0
Zugänge aus Akquisitionen	-4,3	-6,8	-9,5	-9,3	-2,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-2,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,8	0,4	1,8	1,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-11,9</b>	<b>-21,0</b>	<b>-20,7</b>	<b>-16,9</b>	<b>-12,7</b>	<b>-10,2</b>	<b>-10,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,3	4,5	21,4	2,5	-1,5	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-0,7	-1,6	0,0	-1,1	-1,2	-1,2
Erwerb eigener Aktien	2,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	8,4	4,8	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>11,7</b>	<b>8,2</b>	<b>23,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
Veränderung liquide Mittel	7,6	-2,0	8,3	-9,0	-1,3	7,6	8,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>14,7</b>	<b>11,7</b>	<b>19,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13,3</b>	<b>20,9</b>	<b>29,8</b>

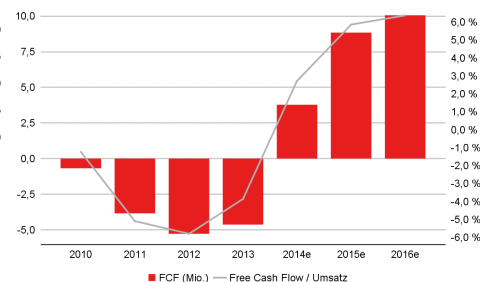
**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-0,7	-3,8	-5,3	-4,6	3,8	8,8	10,1
Free Cash Flow / Umsatz	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	-3,9 %	2,7 %	5,9 %	6,4 %
Free Cash Flow Potential	5,1	6,7	5,9	7,7	12,0	13,7	14,9
Free Cash Flow / Umsatz	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	-3,9 %	2,7 %	5,9 %	6,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-34,7 %	-117,7 %	-738,1 %	-246,3 %	73,8 %	127,8 %	116,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	1,0 %	0,6 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,5 %	5,2 %	5,6 %	5,6 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	15,3 %	19,3 %	12,1 %	8,3 %	7,3 %	6,8 %	6,5 %
Maint. Capex / Umsatz	6,3 %	6,0 %	6,0 %	5,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
CAPEX / Abschreibungen	161,8 %	228,3 %	161,5 %	108,3 %	84,6 %	80,2 %	81,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,8 %	10,3 %	11,3 %	11,2 %	11,7 %	12,2 %	12,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	210,3 %	173,4 %	185,8 %	264,9 %	250,8 %	250,0 %	250,7 %
Vorratumschlag	3,9 x	3,9 x	3,9 x	5,2 x	4,7 x	4,7 x	4,6 x
Receivables collection period (Tage)	42	40	45	40	40	40	40
Payables payment period (Tage)	77	90	84	50	56	57	57
Cash conversion cycle (Tage)	27	15	20	27	31	30	31

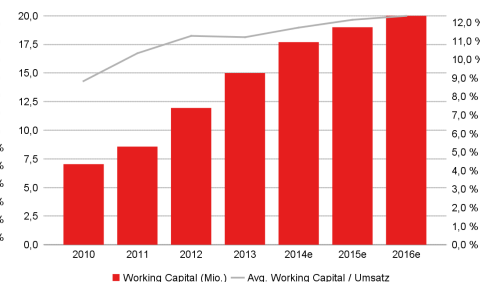
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & 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 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 KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & 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 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 ABS. 1 WPHG UND FINANV**

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. 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.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV 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 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 KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

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

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**QUELLEN**

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

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, 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)
Impreglon	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0BLCV5.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0BLCV5.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**

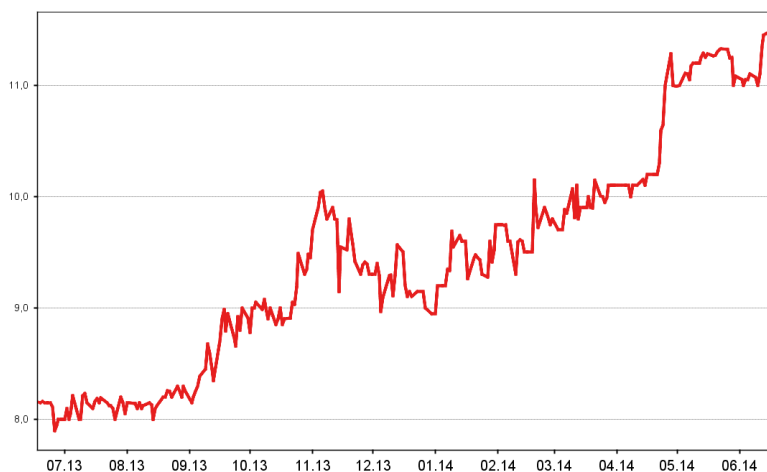
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	53
Halten	78	39
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>198</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	84	58
Halten	52	36
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IMPREGLON] AM [17.06.2014]**



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.

**RESEARCH**

<b>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Harald Hof</b> Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com

<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
<b>Malte Rätther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Ömer Güven</b> Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Michael Ilgenstein</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Jan Walter</b> Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
<b>Katharina Merkel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

**For access please contact:**

<b>Andrea Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---