

<b>Buy</b> <b>EUR 11,20</b> (EUR 12,00)  <b>Kurs</b> EUR 8,34 <b>Upside</b> <b>34,3 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 11,20 FCF-Value Potential: 10,60	<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: 68,2 Aktienanzahl (Mio.): 8,2 EV: 104,0 Freefloat MC: 36,6 Ø Trad. Vol. (30T): 2,54 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 53,6 % Claassen Holding: 23,4 % Müller & Sohn AG: 23,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2012e Beta: 1,4 KBV: 1,3 x EK-Quote: 42 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,6 x Net Debt / EBITDA: 2,9 x

## Modelladjustierung aufgrund derzeit belasteter Ergebnissituation

Angesichts einer in den vergangenen beiden Quartalen unter der Erwartung liegenden Ergebnisentwicklung werden die Ergebnisprognosen für 2013 + 2014 angepasst. Das Unternehmen dürfte jedoch in den kommenden Jahren mit dem Ergebnis-turn-around bei einigen Gesellschaften und einer Lösung der Ropal-Thematik eine deutlich bessere Ergebnisentwicklung erreichen.

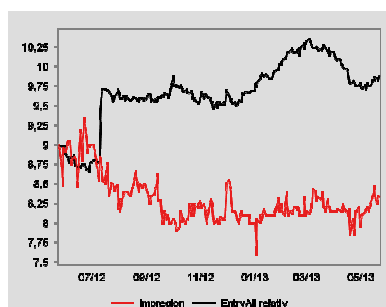
Wie der vor Kurzem von Impreglon veröffentlichte Jahresabschluss 2012 belegt, belasten insbesondere die zuletzt getätigten Akquisitionen derzeit die Ergebnisentwicklung. So trugen die jüngsten Akquisitionen in den USA, Australien und in der Schweiz bei Erlösen in Höhe von kumuliert ca. EUR 10 Mio. mit rund EUR -0,8 Mio. negativ zum Ergebnis 2012 bei. Dies alleine führte zu einer Verwässerung der EBIT-Marge um grob 2Pp. Außergewöhnlich ist eine anfänglich geringere Ergebnisqualität bei übernommenen Unternehmen nicht. In der Regel kann Impreglon die Akquisitionsziele aufgrund einer schwächeren Ergebnissituation relativ günstig erwerben (Transaktions-Multiplikator bei diesen drei Akquisitionen bei durchschnittlich 0,2x Umsatz). Allerdings wurden diese Verluste nicht erwartet und sind tlw. auch auf eine schwächer als erwartete operative Entwicklung zurückzuführen (insbes. Schweiz). Typischerweise steigt die Ergebnisqualität bei übernommenen Unternehmen innerhalb von rund 3 Jahren. Somit belastet die umfangreiche Akquisitionstätigkeit der vergangenen beiden Jahre (US-Akquisitionen in 2011 ebenfalls negativ) die heutigen Ergebnismargen.

Mit der Lizenzierung des Ropal-Beschichtungsverfahrens sollten ursprünglich eine Reihe von Applikationen als Ersatz für auf Chrom basierende Verfahren (z.B. Möbelindustrie) erschlossen werden. Laut Indikationen seitens Impreglons scheint das Verfahren noch nicht massenproduktionsstauglich zu sein und führt damit seit ca. 1 Jahr zu zusätzlichen Kosten. Es ist davon auszugehen, dass sich in den kommenden Monaten entscheiden wird, ob es in Zukunft zu nennenswerten Umsatz- und Ergebnisbeiträgen kommt oder das Projekt eingestellt wird und die damit verbundenen Kosten entfallen.

Hohe Investitionen haben in den vergangenen beiden Jahren die Generierung positiver Free Cash Flows verhindert. Mit deutlich geringeren Investitionen in 2013 sollte Impreglon im laufenden Jahr einen positiven FCF erreichen.

Eine geringere Akquisitionstätigkeit in 2013 und ein verstärkter Fokus auf die Integration und Ergebnis/Cash-flow-Profile der übernommenen Gesellschaften werden begrüßt. Aufgrund der zuletzt schwächeren Ergebnisqualität wird die langfristig antizipierte EBIT-Marge auf 9% reduziert (dürfte 2015 erreicht werden; leicht über dem Niveau aus 2010/2011; mittelfristig besteht darüber hinaus gehendes Potenzial). Als Folge sinkt das DCF-basierte Kursziel auf EUR 11,20. Angesichts des 35%igen Aufwärtspotenzials und der erwarteten kontinuierlichen Margenverbesserung ab 2014 bleibt das Kaufen-Rating unverändert.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	117,5	1,4 %	123,4	1,0 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leicht höhere Umsatzannahmen, Wachstum 2013 durch Konsolidierungseffekte (c. EUR 25 Mio.) sehr visibel</li> <li>Ergebniserwartungen aufgrund geringerer Ergebnisbeiträge der Akquisitionen aus 2012 reduziert</li> <li>Erreichen einer 9%igen EBIT-Marge in 2015 erwartet, mittelfristig dürfte zusätzliches Potenzial bestehen</li> <li>Für 2013 wieder Dividendenzahlung erwartet</li> </ul>
<b>EBIT</b>	9,5	-23,1 %	12,0	-19,8 %	n.a.	n.m.	
<b>EPS</b>	0,59	-32,2 %	0,80	-26,3 %	n.a.	n.m.	
<b>DPS</b>	0,20	-25,0 %	0,29	-48,3 %	n.a.	n.m.	

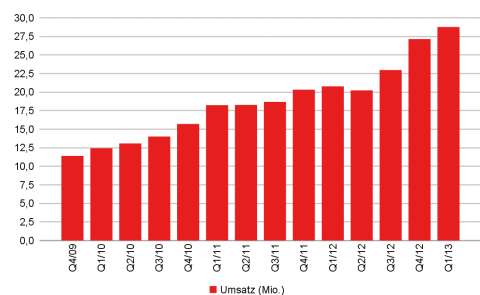


Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	3,0 %
6 Monate:	-0,5 %
Jahresverlauf:	2,4 %
Letzte 12 Monate:	-17,8 %

Unternehmenstermine:	

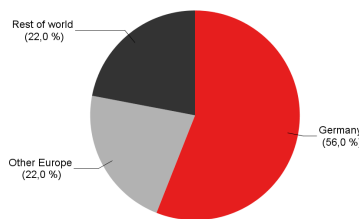
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	12,6 %	37,2	55,2	75,5	91,1	119,2	124,5	130,1
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		-19,7 %	48,3 %	36,8 %	20,7 %	30,9 %	4,5 %	4,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		74,8 %	74,0 %	74,6 %	70,5 %	70,5 %	71,0 %	71,5 %
<b>EBITDA</b>	18,3 %	3,9	9,8	12,4	12,4	15,9	18,4	20,5
<b>Marge</b>		10,4 %	17,7 %	16,5 %	13,6 %	13,3 %	14,8 %	15,8 %
<b>EBIT</b>	27,8 %	-1,0	4,6	6,0	5,6	7,3	9,6	11,7
<b>Marge</b>		-2,6 %	8,3 %	8,0 %	6,1 %	6,1 %	7,7 %	9,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	106,7 %	-3,0	2,0	3,3	0,7	3,3	4,9	6,3
<b>EPS</b>	104,5 %	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,40	0,59	0,77
<b>EPS adj.</b>	104,5 %	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,40	0,59	0,77
<b>DPS</b>		0,00	0,12	0,20	0,00	0,15	0,15	0,15
<b>Dividendenrendite</b>		0,0 %	1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
<b>FCFPS</b>		-0,03	-0,11	-0,50	-0,66	0,29	0,67	0,83
<b>EV / Umsatz</b>		1,7 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x
<b>EV / EBITDA</b>		16,2 x	6,5 x	7,2 x	8,5 x	6,5 x	5,4 x	4,6 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	14,2 x	10,4 x	8,1 x
<b>KGV</b>		n.a.	24,0 x	21,1 x	95,9 x	20,9 x	14,1 x	10,8 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	24,0 x	21,1 x	95,9 x	20,9 x	14,1 x	10,8 x
<b>FCF Yield Potential</b>		-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	8,6 %	10,3 %	12,0 %
<b>Nettoverschuldung</b>		18,3	15,6	20,5	36,2	35,8	31,5	25,9
<b>ROE</b>		-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	6,0 %	8,3 %	10,0 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-2,4 %	5,3 %	6,7 %	2,9 %	5,6 %	7,3 %	8,9 %
<b>Guidance:</b>		2013: Umsatz ca. EUR 120 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



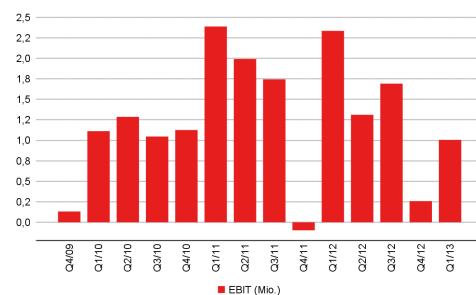
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

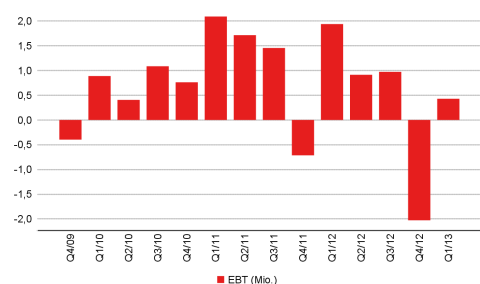
**Unternehmenshintergrund**

- 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**

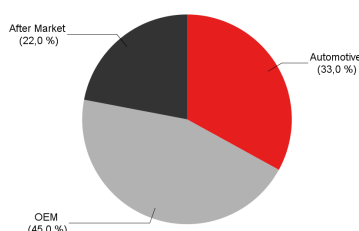
- 90% der Umsätze des Unternehmens fokussieren sich auf kundenspezifische Beschichtungslösungen und liegen somit außerhalb des preissensitiven Volumengeschäfts.
- Aufgrund des ohnehin stark fragmentierten Marktes der Beschichtungsdienstleistungen ist die Wettbewerbsstruktur daher überwiegend von kleineren 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 EBT**  
in Mio. EUR



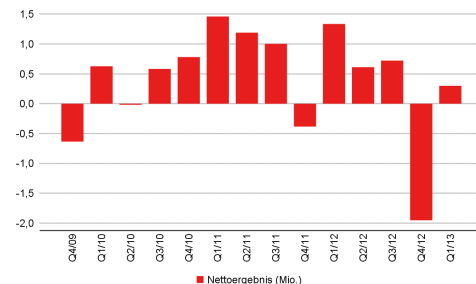
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	91,1	119,2	124,5	130,1	136,7	143,5	150,7	158,2	165,3	171,9	177,1	180,6	184,2	
Umsatzwachstum	20,7 %	30,9 %	4,5 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	5,6	7,3	9,6	11,7	12,3	12,9	13,6	14,2	14,9	15,5	15,9	16,3	16,6	
EBIT-Marge	6,1 %	6,1 %	7,7 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	58,0 %	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	2,4	5,1	6,7	8,2	8,6	9,0	9,5	10,0	10,4	10,8	11,2	11,4	11,6	
Abschreibungen	6,8	8,6	8,8	8,9	9,2	9,3	9,4	9,5	9,9	10,3	10,6	10,8	11,1	
Abschreibungsquote	7,5 %	7,2 %	7,1 %	6,8 %	6,7 %	6,5 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Veränd. Rückstellungen	3,0	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	3,4	1,9	0,6	0,8	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	0,4	0,4	
- Investitionen	11,0	7,7	7,7	7,7	8,5	9,0	9,4	9,5	9,9	10,3	10,6	10,8	11,1	
Investitionsquote	12,1 %	6,5 %	6,2 %	5,9 %	6,2 %	6,3 %	6,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,2	4,2	7,3	8,5	8,1	8,6	8,6	9,1	9,6	10,0	10,5	11,0	11,2	12
Barwert FCF	0,0	4,1	6,5	7,1	6,2	6,0	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	4,7	4,4	62
Anteil der Barwerte	13,43 %			39,09 %										47,48 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,35
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,75
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>8,70 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	69		
Terminal Value	62		
Zinstr. Verbindlichkeiten	39		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	19	Aktienzahl (Mio.)	9,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>108</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>11,24</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
1,64	9,7 %	8,97	9,11	9,26	9,42	9,59	9,77	9,97	1,64	9,7 %	7,29	8,00	8,71	9,42	10,13	10,84	11,55
1,52	9,2 %	9,73	9,89	10,07	10,27	10,47	10,69	10,93	1,52	9,2 %	7,99	8,75	9,51	10,27	11,03	11,79	12,54
1,46	9,0 %	10,14	10,33	10,52	10,74	10,96	11,21	11,47	1,46	9,0 %	8,38	9,16	9,95	10,74	11,52	12,31	13,09
1,40	8,7 %	10,58	10,79	11,01	11,24	11,49	11,76	12,06	1,40	8,7 %	8,79	9,61	10,42	11,24	12,05	12,87	13,69
1,34	8,5 %	11,06	11,28	11,52	11,78	12,06	12,37	12,70	1,34	8,5 %	9,24	10,09	10,94	11,78	12,63	13,48	14,32
1,28	8,2 %	11,57	11,82	12,08	12,37	12,68	13,02	13,39	1,28	8,2 %	9,73	10,61	11,49	12,37	13,25	14,13	15,01
1,16	7,7 %	12,71	13,01	13,34	13,70	14,09	14,53	15,00	1,16	7,7 %	10,83	11,79	12,74	13,70	14,66	15,62	16,58

▪ Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt, Verwässerungseffekt ca. EUR 0,60 je Aktie

**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.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,0	1,9	3,3	0,8	3,4	5,0	6,4	
+ Abschreibung + Amortisation	4,8	5,2	6,4	6,8	8,6	8,8	8,9	
- Zinsergebnis (netto)	-1,5	-1,4	-1,5	-3,8	-2,5	-2,5	-2,5	
- Erhaltungsinvestitionen	3,5	3,5	4,0	4,8	5,5	6,0	6,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>11,3</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	8,6 %	10,3 %	12,0 %	
WACC	8,70 %	8,70 %	8,70 %	8,70 %	8,70 %	8,70 %	8,70 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>62,5</b>	<b>63,6</b>	<b>89,8</b>	<b>105,7</b>	<b>104,0</b>	<b>99,7</b>	<b>94,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>n.a.</b>	<b>58,5</b>	<b>82,2</b>	<b>76,1</b>	<b>102,9</b>	<b>118,5</b>	<b>129,5</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	32,8	32,8	32,8	32,8	32,4	13,1	7,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	
- 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>n.a.</b>	<b>22,3</b>	<b>46,0</b>	<b>39,9</b>	<b>67,1</b>	<b>102,0</b>	<b>118,6</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>n.a.</b>	<b>2,73</b>	<b>5,62</b>	<b>4,88</b>	<b>8,20</b>	<b>12,47</b>	<b>14,49</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-1,6 %	49,5 %	73,8 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	11,70 %	n.a.	0,89	3,05	2,50	4,98	7,46	8,89
	10,70 %	n.a.	1,39	3,75	3,14	5,85	8,32	9,83
	9,70 %	n.a.	1,99	4,59	3,92	6,91	9,35	10,96
WACC	<b>8,70 %</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,73</b>	<b>5,62</b>	<b>4,88</b>	<b>8,20</b>	<b>10,62</b>	<b>12,35</b>
	7,70 %	n.a.	3,65	6,93	6,09	9,84	12,23	14,11
	6,70 %	n.a.	4,86	8,62	7,66	11,96	14,31	16,38
	5,70 %	n.a.	6,49	10,91	9,78	14,82	17,12	19,46

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

**Wertermittlung**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,5 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,36	5,30	4,88	4,53	4,92	5,41	6,09
EV / Umsatz	1,7 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x
EV / EBITDA	16,2 x	6,5 x	7,2 x	8,5 x	6,5 x	5,4 x	4,6 x
EV / EBIT	n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	14,2 x	10,4 x	8,1 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	14,2 x	10,4 x	8,1 x
Kurs / FCF	35,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	33,3 x	14,5 x	11,8 x
KGV	n.a.	24,0 x	21,1 x	95,9 x	20,9 x	14,1 x	10,8 x
KGV ber.*	n.a.	24,0 x	21,1 x	95,9 x	20,9 x	14,1 x	10,8 x
Dividendenrendite	0,0 %	1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	8,6 %	10,3 %	12,0 %
*Adjustiert um:	-						

**GuV**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>37,2</b>	<b>55,2</b>	<b>75,5</b>	<b>91,1</b>	<b>119,2</b>	<b>124,5</b>	<b>130,1</b>
Veränd. Umsatz yoy	-19,7 %	48,3 %	36,8 %	20,7 %	30,9 %	4,5 %	4,5 %
Bestandsveränderungen	-0,3	0,0	0,4	-0,5	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>36,9</b>	<b>55,2</b>	<b>75,9</b>	<b>90,6</b>	<b>119,2</b>	<b>124,5</b>	<b>130,1</b>
Materialaufwand	9,1	14,4	19,6	26,3	35,2	36,1	37,1
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>37,2</b>	<b>55,2</b>	<b>75,5</b>	<b>91,1</b>	<b>119,2</b>	<b>124,5</b>	<b>130,1</b>
<b>Rohtragsmarge</b>	<b>74,8 %</b>	<b>74,0 %</b>	<b>74,6 %</b>	<b>70,5 %</b>	<b>70,5 %</b>	<b>71,0 %</b>	<b>71,5 %</b>
Personalaufwendungen	14,4	20,1	28,9	35,2	45,3	46,1	47,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	1,2	1,0	2,2	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,0	12,1	16,0	18,7	23,8	24,9	25,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>3,9</b>	<b>9,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,4</b>	<b>15,9</b>	<b>18,4</b>	<b>20,5</b>
<b>Marge</b>	<b>10,4 %</b>	<b>17,7 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>13,6 %</b>	<b>13,3 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>15,8 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,7	4,0	5,1	5,8	8,0	8,3	8,3
<b>EBITA</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>12,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,3	1,0	0,6	0,5	0,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>
<b>Marge</b>	<b>-2,6 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>9,0 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-1,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,6	1,6	1,6	2,4	2,5	2,5	2,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>
<b>Marge</b>	<b>-6,7 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>7,0 %</b>
Steuern gesamt	0,5	1,2	1,3	1,0	1,4	2,1	2,8
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</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>-3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,9</b>	<b>6,3</b>
<b>Marge</b>	<b>-8,2 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>4,9 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	6,1	7,7	8,1	8,2	8,2	8,2
<b>EPS</b>	<b>-0,57</b>	<b>0,33</b>	<b>0,43</b>	<b>0,09</b>	<b>0,40</b>	<b>0,59</b>	<b>0,77</b>
EPS adj.	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,40	0,59	0,77

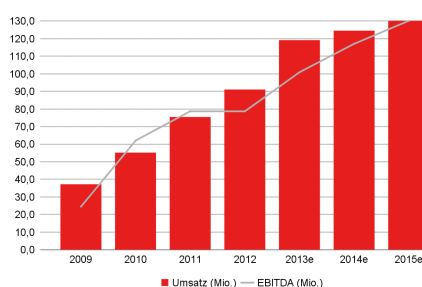
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2013: Umsatz ca. EUR 120 Mio.**

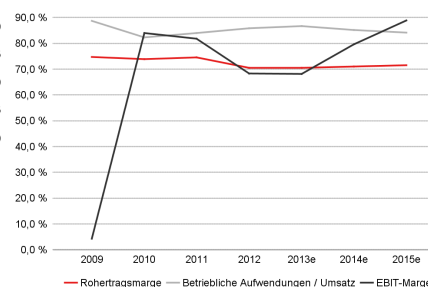
**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,7 %	82,3 %	84,1 %	85,8 %	86,7 %	85,2 %	84,2 %
Operating Leverage	n.a.	n.a.	0,9 x	-0,3 x	1,0 x	6,9 x	4,8 x
EBITDA / Interest expenses	2,3 x	6,2 x	7,6 x	5,1 x	6,4 x	7,4 x	8,2 x
Steuerquote (EBT)	-20,6 %	38,1 %	27,9 %	58,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	37,4 %	46,8 %	0,0 %	36,4 %	24,7 %	19,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	64.506	76.130	85.778	77.913	91.677	94.351	96.406

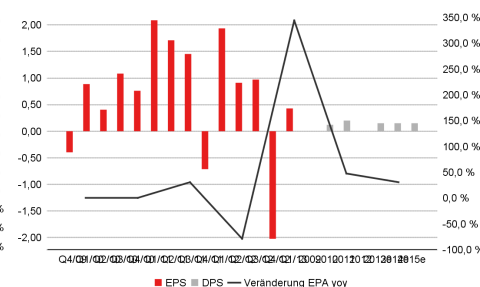
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

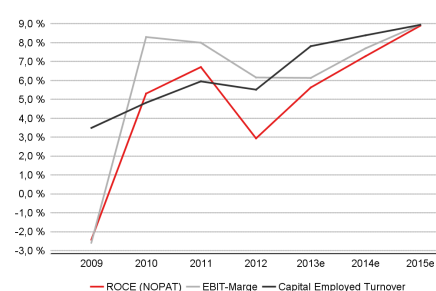
## Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,5	11,3	12,8	16,8	16,4	16,1	15,7
davon übrige imm. VG	2,8	2,6	2,1	2,3	1,9	1,6	1,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,7	8,7	10,7	14,4	14,4	14,4	14,4
Sachanlagen	35,5	43,0	56,2	67,6	69,2	68,3	67,5
Finanzanlagen	0,1	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>47,1</b>	<b>54,5</b>	<b>69,7</b>	<b>85,1</b>	<b>86,2</b>	<b>85,0</b>	<b>83,9</b>
Vorräte	3,3	3,7	5,1	6,7	7,9	8,3	8,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	6,4	8,3	11,3	13,1	13,6	14,3
Liquide Mittel	9,5	14,7	13,1	20,8	21,2	25,5	31,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,2	3,9	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>20,7</b>	<b>28,7</b>	<b>30,1</b>	<b>43,3</b>	<b>46,7</b>	<b>51,9</b>	<b>58,5</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>67,8</b>	<b>83,2</b>	<b>99,8</b>	<b>128,4</b>	<b>132,9</b>	<b>136,9</b>	<b>142,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	6,1	6,1	7,8	8,2	8,2	8,2	8,2
Kapitalrücklage	27,9	26,3	37,6	41,3	41,3	41,3	41,3
Gewinnrücklagen	0,8	2,9	5,4	4,6	7,9	11,5	16,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,3	8,1	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5
Buchwert	29,5	43,4	50,1	53,2	56,6	60,4	65,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>29,5</b>	<b>43,4</b>	<b>50,2</b>	<b>53,5</b>	<b>56,9</b>	<b>60,6</b>	<b>65,8</b>
Rückstellungen gesamt	0,5	0,5	0,6	4,4	4,4	4,4	4,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,4	0,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	27,5	29,9	33,1	53,6	53,6	53,6	53,6
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,1	3,0	3,6	4,1	4,1	4,1	4,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,3	3,1	4,8	6,1	7,2	7,5	7,8
Sonstige Verbindlichkeiten	5,0	6,4	11,2	10,8	10,8	10,8	10,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>38,3</b>	<b>39,9</b>	<b>49,7</b>	<b>74,9</b>	<b>76,0</b>	<b>76,3</b>	<b>76,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>67,8</b>	<b>83,2</b>	<b>99,8</b>	<b>128,4</b>	<b>132,9</b>	<b>136,9</b>	<b>142,4</b>

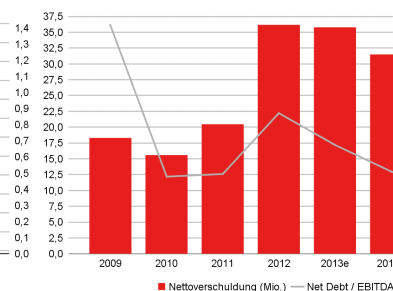
## Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,1 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x
Capital Employed Turnover	0,8 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	1,3 x	1,4 x	1,4 x
ROA	-6,5 %	3,6 %	4,7 %	0,8 %	3,8 %	5,7 %	7,5 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-2,4 %	5,3 %	6,7 %	2,9 %	5,6 %	7,3 %	8,9 %
ROE	-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	6,0 %	8,3 %	10,0 %
Adj. ROE	-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	6,0 %	8,3 %	10,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	18,3	15,6	20,5	36,2	35,8	31,5	25,9
Nettofinanzverschuldung	18,0	15,2	20,0	32,8	32,4	28,1	22,6
Net Gearing	62,0 %	35,9 %	40,8 %	67,6 %	62,9 %	52,0 %	39,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	465,5 %	155,2 %	161,3 %	264,2 %	203,7 %	152,4 %	109,9 %
Buchwert je Aktie	5,5	7,2	6,6	6,6	6,9	7,4	8,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,4	5,3	4,9	4,5	4,9	5,4	6,1

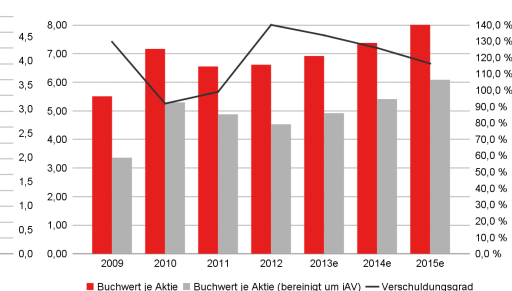
### ROCE Development



### Netto Verschuldung in Mio. EUR



### Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

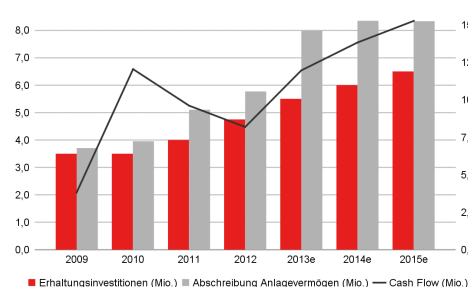
**Cash flow**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,0	1,9	3,1	0,4	3,4	5,0	6,4
Abschreibung Anlagevermögen	3,7	4,0	5,1	5,8	8,0	8,3	8,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,3	1,0	0,6	0,5	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,1	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	4,8	0,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>3,8</b>	<b>12,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>12,0</b>	<b>13,8</b>	<b>15,3</b>
Veränderung Vorräte	0,1	-0,4	-1,4	-1,7	-1,2	-0,4	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-1,7	-1,9	-3,0	-1,8	-0,5	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,0	-2,2	1,8	1,3	1,1	0,3	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	2,7	0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,3	-4,3	1,1	-2,5	-1,9	-0,6	-0,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,5</b>	<b>7,7</b>	<b>10,7</b>	<b>5,7</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>
Investitionen in iAV	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-1,3	-7,9	-14,5	-10,5	-7,5	-7,5	-7,5
Zugänge aus Akquisitionen	-2,1	-4,3	-6,8	-9,5	-2,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,4	0,8	0,4	1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,4</b>	<b>-11,9</b>	<b>-21,0</b>	<b>-20,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-7,7</b>	<b>-7,7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,8	1,3	4,5	21,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,7	-1,6	0,0	-1,2	-1,2
Erwerb eigener Aktien	1,4	2,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	2,3	8,4	4,8	3,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>5,5</b>	<b>11,7</b>	<b>8,2</b>	<b>23,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
Veränderung liquide Mittel	3,6	7,6	-2,0	8,3	0,4	4,3	5,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>7,0</b>	<b>14,7</b>	<b>11,7</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>24,5</b>	<b>30,0</b>

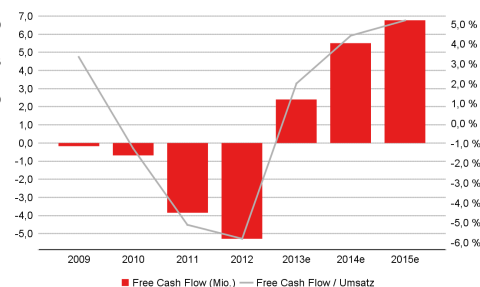
**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-0,2	-0,7	-3,8	-5,3	2,4	5,5	6,8
Free Cash Flow / Umsatz	3,4 %	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	2,0 %	4,4 %	5,2 %
Free Cash Flow Potential	-0,2	5,1	7,2	6,6	9,0	10,3	11,3
Free Cash Flow / Umsatz	3,4 %	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	2,0 %	4,4 %	5,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-41,2 %	-34,7 %	-117,7 %	-738,1 %	73,4 %	113,2 %	107,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,0 %	1,2 %	1,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,2 %	5,5 %	5,2 %	5,6 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,4 %	15,3 %	19,3 %	12,1 %	6,5 %	6,2 %	5,9 %
Maint. Capex / Umsatz	9,4 %	6,3 %	5,3 %	5,2 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %
CAPEX / Abschreibungen	25,9 %	161,8 %	228,3 %	161,5 %	89,7 %	87,1 %	87,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,6 %	8,8 %	10,3 %	11,3 %	10,8 %	11,3 %	11,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	89,4 %	210,3 %	173,4 %	185,8 %	181,9 %	181,3 %	183,3 %
Vorratumschlag	2,8 x	3,9 x	3,9 x	3,9 x	4,5 x	4,4 x	4,3 x
Receivables collection period (Tage)	46	42	40	45	40	40	40
Payables payment period (Tage)	213	77	90	84	75	76	77
Cash conversion cycle (Tage)	-64	27	15	20	16	17	18

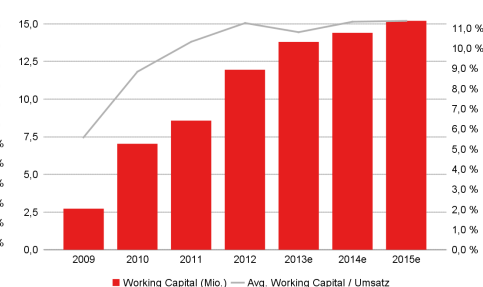
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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 das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

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.

Weder die Analysten der Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 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

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**

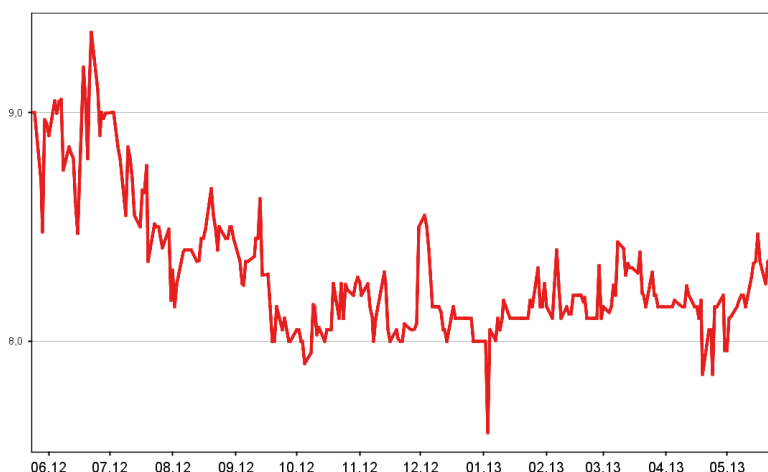
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	56
Halten	67	35
Verkaufen	14	7
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>192</b>	<b>100</b>

**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	96	64
Halten	48	32
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>150</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IMPREGLON] AM [23.05.2013]**



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 Rüschemeyer</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>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 crodlar@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>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>Julian Straube</b> Small & Mid Caps	+49 40 3282-2666 jstraube@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>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@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

**Support**

<b>Katharina Bruns</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@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 Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---