

|  |  |   |  |
|--|--|---|--|
| <p><b>Buy</b></p> <p>EUR 11,20</p> <p>Kurs EUR 9,30</p> <p>Upside 20,4 %</p> | <b>Wertindikatoren:</b> EUR<br>DCF: 11,20<br>FCF-Value Potential 15e: 13,30  | <b>Aktien Daten:</b><br>Bloomberg: I3M GR<br>Reuters: I3MG<br>ISIN: DE000A0BLCV5            | <b>Beschreibung:</b><br>Beschichtung von Oberflächen mit eigenen Verfahren für industrielle Kunden   |
|  | <b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio.<br>Marktkapitalisierung: 76,1<br>Aktienanzahl (Mio.): 8,2<br>EV: 115,7<br>Freefloat MC: 40,8<br>Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 3,95 Tsd. | <b>Aktionäre:</b><br>Freefloat 53,6 %<br>Claassen Holding 23,4 %<br>Müller & Sohn AG 23,0 % | <b>Risikoprofil (WRe):</b> 2013e<br>Beta: 1,4<br>KBV: 1,4 x<br>EK-Quote: 42 %<br>Net Fin. Debt / EBITDA: 2,6 x<br>Net Debt / EBITDA: 2,8 x |

## Ergebnis 2013 etwas unter Erwartung; Steigende Ergebnismargen voraus

|                             |              |        |       |                                     |        |        |        |       |
|-----------------------------|--------------|--------|-------|-------------------------------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>Kennzahlen Q4/2013:</b>  |              |        |       | <b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> |        |        |        |       |
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | <b>Q4 13</b> | Q4 13e | Q4 12 | yoy                                 | 13     | 13e    | 12     | yoy   |
| <b>Umsatz</b>               | 29,1         | 32,3   | 27,1  | 7 %                                 | 119,0  | 122,2  | 91,1   | 31 %  |
| <b>EBITDA</b>               | 3,2          | 4,3    | 2,2   | 47 %                                | 15,3   | 16,4   | 12,4   | 23 %  |
| <i>Marge</i>                | 11,0 %       | 13,3 % | 8,0 % |                                     | 12,9 % | 13,4 % | 13,6 % |       |
| <b>EBIT</b>                 | 0,9          | 2,0    | 0,3   | 248 %                               | 6,5    | 7,6    | 5,6    | 16 %  |
| <i>Marge</i>                | 3,1 %        | 6,2 %  | 1,0 % |                                     | 5,5 %  | 6,2 %  | 6,1 %  |       |
| <b>EPS</b>                  | -0,02        | 0,08   | -0,24 | n.a.                                | 0,32   | 0,42   | 0,09   | 256 % |

### Kommentar zu den Kennzahlen:

- Umsatz mit schwacher Dezember-Performance rund 10% unter Erwartung
- Fehlender Umsatz erklärt Großteil der Ergebnisabweichung

Impreglon hat vorläufige Ergebnisse für 2013 veröffentlicht, die unterhalb der Erwartung ausfielen.

Q4 konnte nicht an die sehr gute operative Entwicklung des Q3 anknüpfen, weshalb die Quartalerlöse rund 10% unterhalb der Erwartung blieben. Mit einer EBITDA-Grenzmarge von rund 35% erklärt dies die um rund EUR 1 Mio. geringeren Ergebnisgrößen.

Insgesamt wurde das Ergebnis in 2013 noch durch einige negative Faktoren mit rund EUR 3 Mio. beeinträchtigt. Hiervon sollte der überwiegende Teil (ca. EUR 2 Mio.) in 2014 entfallen und so zu der erwarteten Verbesserung der Ergebnismargen beitragen. Bei diesen Faktoren handelt es sich im Wesentlichen um: **1)** Leerstandskosten für die in Lüneburg errichtete Anlage für das Ropal-Beschichtungsverfahren. Diese Anlage sollte von Impreglon ab dem laufenden Jahr für andere Beschichtungsanwendungen eingesetzt werden, womit sich die Leerstandskosten sukzessive reduzieren. **2)** Unterauslastung der Produktion in Obrigheim, welche durch die verstärkte Fokussierung auf den Gewinn neuer Aufträge und die Verlagerung von Aktivitäten an anderen Standorten nach Obrigheim beseitigt werden soll. **3)** eine Abschreibung auf erworbene Technologie zur Abluftreinigung sowie **4)** erhöhte Aufwendungen aus der Verlagerung der Lasertechnik-Produktion, welche ebenfalls ab 2014 wegfallen.

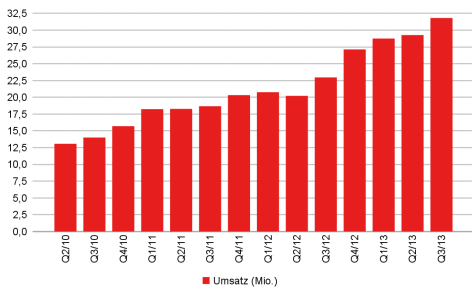
Die Guidance für 2014 liegt mit einem Umsatzziel von EUR 140 Mio. oberhalb der WR-Prognose (EUR 135 Mio.). In Anbetracht der schwachen Q4-Performance werden die Prognosen für 2014 und 2015 (2013 entsprechend angepasst) zunächst unverändert beibehalten. In einem aufhellenden konjunkturellen Umfeld sollte Impreglon jedoch mit einem Exposure von gut 30% zur Automobilindustrie und rund 45% zum allgemeinen Maschinenbau Potenzial haben, die Ziele zu übertreffen. Bei gutem Verlauf könnte Impreglon bereits im laufenden Jahr die 2015er Prognosen erreichen.

Deutlich verringerte belastende Sonderfaktoren und Umsatzwachstum sollten zu einer spürbaren Margenausweitung führen, womit die EBIT-Marge wieder oberhalb von 8% liegen dürfte.

Das **Kursziel von EUR 11,20** und das **Kaufen-Rating** werden unverändert beibehalten.

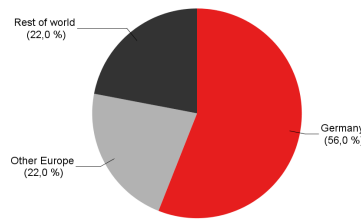
|   |   |               |             |             |             |             |              |              |              |
|---|---|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <p><b>Rel. Performance vs EntryAll:</b></p> <p>1 Monat: 1,3 %</p> <p>6 Monate: 7,3 %</p> <p>Jahresverlauf: 1,2 %</p> <p>Letzte 12 Monate: 6,5 %</p> <p><b>Unternehmenstermine:</b></p> <p>31.01.14 Prel. Fig.</p> <p>30.04.14 Q1</p> <p>15.05.14 FY 2013</p> <p>23.06.14 HV</p> | GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.                       | CAGR (12-15e) | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013e</b> | <b>2014e</b> | <b>2015e</b> |
|   | <b>Umsatz</b>                                     | 15,8 %        | 37,2        | 55,2        | 75,5        | 91,1        | 119,0        | 135,2        | 141,3        |
|   | <i>Veränd. Umsatz yoy</i>                         |               | -19,7 %     | 48,3 %      | 36,8 %      | 20,7 %      | 30,6 %       | 13,7 %       | 4,5 %        |
|   | <i>Rohertragsmarge</i>                            |               | 74,8 %      | 74,0 %      | 74,6 %      | 70,5 %      | 70,6 %       | 71,5 %       | 71,8 %       |
|   | <b>EBITDA</b>                                     | 22,4 %        | 3,9         | 9,8         | 12,4        | 12,4        | 15,3         | 20,7         | 22,8         |
|   | <i>Marge</i>                                      |               | 10,4 %      | 17,7 %      | 16,5 %      | 13,6 %      | 12,9 %       | 15,3 %       | 16,1 %       |
|   | <b>EBIT</b>                                       | 32,9 %        | -1,0        | 4,6         | 6,0         | 5,6         | 6,5          | 11,1         | 13,1         |
|   | <i>Marge</i>                                      |               | -2,6 %      | 8,3 %       | 8,0 %       | 6,1 %       | 5,4 %        | 8,2 %        | 9,3 %        |
|   | <b>Nettoergebnis</b>                              | 117,4 %       | -3,0        | 2,0         | 3,3         | 0,7         | 2,6          | 5,9          | 7,4          |
|   | <b>EPS</b>  | 115,4 %       | -0,57       | 0,33        | 0,43        | 0,09        | 0,32         | 0,73         | 0,90         |
|   | <b>EPS adj.</b>                                   | 115,4 %       | -0,57       | 0,33        | 0,43        | 0,09        | 0,32         | 0,73         | 0,90         |
|   | <b>DPS</b>  | -             | 0,00        | 0,12        | 0,20        | 0,00        | 0,13         | 0,15         | 0,15         |
|   | Dividendenrendite                                 |               | 0,0 %       | 1,5 %       | 2,2 %       | 0,0 %       | 1,4 %        | 1,6 %        | 1,6 %        |
|   | <b>FCFPS</b>                                      |               | -0,03       | -0,11       | -0,50       | -0,66       | 0,25         | 0,67         | 1,00         |
|   | <b>EV / Umsatz</b>                                |               | 1,7 x       | 1,2 x       | 1,2 x       | 1,2 x       | 1,0 x        | 0,9 x        | 0,8 x        |
|   | <b>EV / EBITDA</b>                                |               | 16,2 x      | 6,5 x       | 7,2 x       | 8,5 x       | 7,7 x        | 5,6 x        | 4,8 x        |
|   | <b>EV / EBIT</b>                                  |               | n.a.        | 13,9 x      | 14,9 x      | 18,9 x      | 18,3 x       | 10,4 x       | 8,3 x        |
|   | <b>KGV</b>  |               | n.a.        | 24,0 x      | 21,1 x      | 95,9 x      | 29,1 x       | 12,7 x       | 10,3 x       |
|   | <b>KGV ber.</b>                                   |               | n.a.        | 24,0 x      | 21,1 x      | 95,9 x      | 29,1 x       | 12,7 x       | 10,3 x       |
|   | <b>FCF Yield Potential</b>                        |               | -0,3 %      | 8,0 %       | 8,0 %       | 6,3 %       | 7,3 %        | 10,0 %       | 11,5 %       |
| <b>Nettoverschuldung</b>  |   | 18,3          | 15,6        | 20,5        | 36,2        | 42,5        | 39,7         | 32,7         |              |
| <b>ROE</b>  |   | -10,5 %       | 5,4 %       | 7,0 %       | 1,4 %       | 4,8 %       | 10,2 %       | 11,5 %       |              |
| <b>ROCE (NOPAT)</b>   |   | -2,4 %        | 5,3 %       | 6,7 %       | 2,9 %       | 4,8 %       | 7,8 %        | 9,2 %        |              |
| <b>Guidance:</b>  | 2013: Umsatz ca. EUR 120 Mio.; EBITDA EUR 16 Mio. |               |             |             |             |             |              |              |              |

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



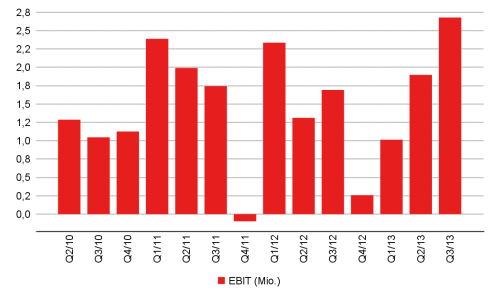
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

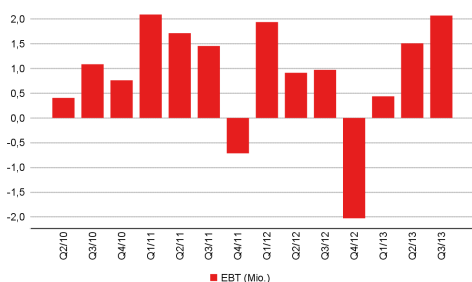
**Unternehmenshintergrund**

- 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**

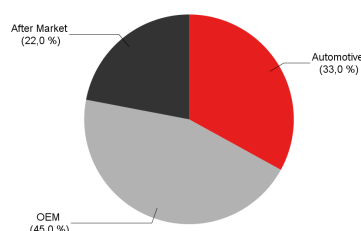
- 90% der Umsätze des Unternehmens fokussieren sich auf kundenspezifische Beschichtungslösungen und liegen somit außerhalb des preissensitiven Volumengeschäfts.
- Aufgrund des ohnehin stark fragmentierten Marktes der Beschichtungsdienstleistungen ist die Wettbewerbsstruktur daher überwiegend von kleineren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



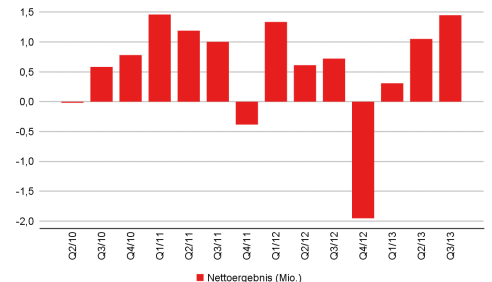
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

| Kennzahlen in EUR Mio.       | Detailplanung |        |        | Übergangsphase |        |        |        |        |        |        |        |        |        | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
|                              | 2013e         | 2014e  | 2015e  | 2016e          | 2017e  | 2018e  | 2019e  | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  | 2025e  |             |
| Umsatz                       | 119,0         | 135,2  | 141,3  | 147,6          | 154,3  | 161,2  | 168,5  | 176,1  | 183,1  | 188,6  | 192,4  | 196,2  | 200,1  |             |
| Umsatzwachstum               | 30,6 %        | 13,7 % | 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                         | 6,5           | 11,1   | 13,1   | 14,0           | 14,7   | 15,3   | 15,6   | 16,3   | 16,9   | 17,4   | 17,8   | 18,1   | 18,5   |             |
| EBIT-Marge                   | 5,4 %         | 8,2 %  | 9,3 %  | 9,5 %          | 9,5 %  | 9,5 %  | 9,3 %  | 9,3 %  | 9,3 %  | 9,3 %  | 9,3 %  | 9,3 %  | 9,3 %  |             |
| 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                        | 4,5           | 7,8    | 9,2    | 9,8            | 10,3   | 10,7   | 10,9   | 11,4   | 11,9   | 12,2   | 12,5   | 12,7   | 13,0   |             |
| Abschreibungen               | 8,8           | 9,6    | 9,6    | 9,9            | 10,0   | 10,1   | 10,1   | 10,6   | 11,0   | 11,3   | 11,5   | 11,8   | 12,0   |             |
| Abschreibungsquote           | 7,4 %         | 7,1 %  | 6,8 %  | 6,7 %          | 6,5 %  | 6,3 %  | 6,0 %  | 6,0 %  | 6,0 %  | 6,0 %  | 6,0 %  | 6,0 %  | 6,0 %  |             |
| 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            | 1,8           | 2,0    | 0,7    | 1,3            | 0,8    | 0,8    | 0,9    | 0,9    | 0,8    | 0,7    | 0,5    | 0,5    | 0,5    |             |
| - Investitionen              | 7,7           | 8,2    | 8,2    | 11,2           | 11,4   | 11,4   | 11,5   | 12,0   | 12,3   | 12,3   | 12,2   | 12,4   | 12,7   |             |
| Investitionsquote            | 6,5 %         | 6,1 %  | 5,8 %  | 7,6 %          | 7,4 %  | 7,1 %  | 6,8 %  | 6,8 %  | 6,7 %  | 6,5 %  | 6,3 %  | 6,3 %  | 6,3 %  |             |
| 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) | 3,9           | 7,2    | 9,9    | 7,2            | 8,1    | 8,5    | 8,6    | 9,1    | 9,7    | 10,6   | 11,3   | 11,6   | 11,8   | 12          |
| Barwert FCF                  | 3,9           | 6,6    | 8,4    | 5,6            | 5,8    | 5,6    | 5,3    | 5,1    | 5,0    | 5,0    | 5,0    | 4,7    | 4,4    | 68          |
| Anteil der Barwerte          | 13,64 %       |        |        | 37,17 %        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 49,19 %     |

**Modell-Parameter**

|                     |               |                        |             |
|---------------------|---------------|------------------------|-------------|
| Herleitung WACC:    |               | Herleitung Beta:       |             |
| Fremdkapitalquote   | 25,00 %       | Finanzielle Stabilität | 1,35        |
| Fremdkapitalzins    | 4,2 %         | Liquidität             | 1,55        |
| Marktrendite        | 8,00 %        | Zyklizität             | 1,20        |
| Risikofreie Rendite | 2,50 %        | Transparenz            | 1,75        |
|                     |               | Sonstiges              | 1,00        |
| <b>WACC</b>         | <b>8,58 %</b> | <b>Beta</b>            | <b>1,37</b> |

**Wertermittlung (Mio.)**

|                            |            |                            |              |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2025e         | 71         |                            |              |
| Terminal Value             | 68         |                            |              |
| Zinstr. Verbindlichkeiten  | 39         |                            |              |
| Pensionsrückstellungen     | 3          |                            |              |
| Hybridkapital              | 0          |                            |              |
| Minderheiten               | 0          |                            |              |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0          |                            |              |
| Liquide Mittel             | 11         | Aktienzahl (Mio.)          | 9,6          |
| <b>Eigenkapitalwert</b>    | <b>107</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>11,19</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 |
| 1,61 | 9,6 % | 8,74            | 8,89   | 9,06   | 9,24   | 9,43   | 9,63   | 9,85   | 1,61 | 9,6 % | 6,88             | 7,66    | 8,45    | 9,24    | 10,02   | 10,81   | 11,60   |
| 1,49 | 9,1 % | 9,54            | 9,73   | 9,93   | 10,14  | 10,37  | 10,62  | 10,89  | 1,49 | 9,1 % | 7,62             | 8,46    | 9,30    | 10,14   | 10,98   | 11,82   | 12,67   |
| 1,43 | 8,8 % | 9,99            | 10,19  | 10,41  | 10,65  | 10,90  | 11,17  | 11,47  | 1,43 | 8,8 % | 8,03             | 8,90    | 9,78    | 10,65   | 11,52   | 12,39   | 13,26   |
| 1,37 | 8,6 % | 10,46           | 10,69  | 10,93  | 11,19  | 11,47  | 11,77  | 12,10  | 1,37 | 8,6 % | 8,48             | 9,38    | 10,28   | 11,19   | 12,09   | 13,00   | 13,90   |
| 1,31 | 8,3 % | 10,97           | 11,22  | 11,48  | 11,77  | 12,09  | 12,43  | 12,80  | 1,31 | 8,3 % | 8,96             | 9,90    | 10,84   | 11,77   | 12,71   | 13,65   | 14,59   |
| 1,25 | 8,1 % | 11,51           | 11,79  | 12,09  | 12,41  | 12,76  | 13,14  | 13,56  | 1,25 | 8,1 % | 9,48             | 10,46   | 11,43   | 12,41   | 13,38   | 14,36   | 15,34   |
| 1,13 | 7,6 % | 12,74           | 13,08  | 13,45  | 13,85  | 14,29  | 14,77  | 15,31  | 1,13 | 7,6 % | 10,66            | 11,73   | 12,79   | 13,85   | 14,91   | 15,98   | 17,04   |

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

▪ Nachhaltige EBITDA-Marge von gut 15% 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.                            | 2009          | 2010        | 2011        | 2012         | 2013e        | 2014e        | 2015e        |              |
|--|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter          | -3,0          | 1,9         | 3,3         | 0,8          | 2,6          | 6,0          | 7,5          |              |
| + Abschreibung + Amortisation                  | 4,8           | 5,2         | 6,4         | 6,8          | 8,8          | 9,6          | 9,6          |              |
| - Zinsergebnis (netto)                         | -1,5          | -1,4        | -1,5        | -3,8         | -2,7         | -2,5         | -2,5         |              |
| - Erhaltungsinvestitionen                      | 3,5           | 3,5         | 4,0         | 4,8          | 5,5          | 6,6          | 7,1          |              |
| + 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>8,7</b>   | <b>11,5</b>  | <b>12,5</b>  |              |
| Free Cash Flow Yield Potential                 | -0,3 %        | 8,0 %       | 8,0 %       | 6,3 %        | 7,3 %        | 10,0 %       | 11,5 %       |              |
| WACC   | 8,58 %        | 8,58 %      | 8,58 %      | 8,58 %       | 8,58 %       | 8,58 %       | 8,58 %       |              |
| <b>= Enterprise Value (EV)</b>                 | <b>62,5</b>   | <b>63,6</b> | <b>89,8</b> | <b>105,7</b> | <b>118,6</b> | <b>115,7</b> | <b>108,8</b> |              |
| <b>= Fair Enterprise Value</b>                 | <b>n.a.</b>   | <b>59,3</b> | <b>83,4</b> | <b>77,2</b>  | <b>101,2</b> | <b>134,6</b> | <b>145,3</b> |              |
| - Nettoverschuldung (Liquidität)               | 32,8          | 32,8        | 32,8        | 32,8         | 39,1         | 21,3         | 14,3         |              |
| - 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>23,1</b> | <b>47,2</b> | <b>41,0</b>  | <b>58,7</b>  | <b>110,0</b> | <b>127,6</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>2,83</b> | <b>5,77</b> | <b>5,01</b>  | <b>7,17</b>  | <b>13,44</b> | <b>15,59</b> |              |
| Premium (-) / Discount (+) in %                |               |             |             |              | -22,9 %      | 44,5 %       | 67,7 %       |              |
| <b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b> |               |             |             |              |              |              |              |              |
|  | 11,58 %       | n.a.        | 0,95        | 3,13         | 2,57         | 3,96         | 7,82         | 9,37         |
|  | 10,58 %       | n.a.        | 1,46        | 3,84         | 3,23         | 4,83         | 8,80         | 10,43        |
|  | 9,58 %        | n.a.        | 2,07        | 4,71         | 4,03         | 5,88         | 9,99         | 11,71        |
| WACC   | <b>8,58 %</b> | <b>n.a.</b> | <b>2,83</b> | <b>5,77</b>  | <b>5,01</b>  | <b>7,17</b>  | <b>11,46</b> | <b>13,29</b> |
|  | 7,58 %        | n.a.        | 3,79        | 7,11         | 6,26         | 8,80         | 13,31        | 15,29        |
|  | 6,58 %        | n.a.        | 5,03        | 8,87         | 7,88         | 10,93        | 15,72        | 17,89        |
|  | 5,58 %        | n.a.        | 6,73        | 11,25        | 10,09        | 13,82        | 19,00        | 21,43        |

- 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  | 1,4 x  | 1,2 x  | 1,1 x  |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 3,36   | 5,30   | 4,88   | 4,53   | 4,83   | 5,30   | 6,10   |
| EV / Umsatz                          | 1,7 x  | 1,2 x  | 1,2 x  | 1,2 x  | 1,0 x  | 0,9 x  | 0,8 x  |
| EV / EBITDA                          | 16,2 x | 6,5 x  | 7,2 x  | 8,5 x  | 7,7 x  | 5,6 x  | 4,8 x  |
| EV / EBIT                            | n.a.   | 13,9 x | 14,9 x | 18,9 x | 18,3 x | 10,4 x | 8,3 x  |
| EV / EBIT adj.*                      | n.a.   | 13,9 x | 14,9 x | 18,9 x | 18,3 x | 10,4 x | 8,3 x  |
| Kurs / FCF                           | 35,3 x | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 43,9 x | 16,4 x | 10,9 x |
| KGV                                  | n.a.   | 24,0 x | 21,1 x | 95,9 x | 29,1 x | 12,7 x | 10,3 x |
| KGV ber.*                            | n.a.   | 24,0 x | 21,1 x | 95,9 x | 29,1 x | 12,7 x | 10,3 x |
| Dividendenrendite                    | 0,0 %  | 1,5 %  | 2,2 %  | 0,0 %  | 1,4 %  | 1,6 %  | 1,6 %  |
| Free Cash Flow Yield Potential       | -0,3 % | 8,0 %  | 8,0 %  | 6,3 %  | 7,3 %  | 10,0 % | 11,5 % |
| *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>119,0</b>  | <b>135,2</b>  | <b>141,3</b>  |
| Veränd. Umsatz yoy                                      | -19,7 %       | 48,3 %        | 36,8 %        | 20,7 %        | 30,6 %        | 13,7 %        | 4,5 %         |
| Bestandsveränderungen                                   | -0,3          | 0,0           | 0,4           | -0,5          | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Aktiviere 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>119,0</b>  | <b>135,2</b>  | <b>141,3</b>  |
| Materialaufwand   | 9,1           | 14,4          | 19,6          | 26,3          | 35,0          | 38,5          | 39,8          |
| <b>Bruttoergebnis</b>                                   | <b>37,2</b>   | <b>55,2</b>   | <b>75,5</b>   | <b>91,1</b>   | <b>119,0</b>  | <b>135,2</b>  | <b>141,3</b>  |
| <i>Rohtragsmarge</i>                                    | <i>74,8 %</i> | <i>74,0 %</i> | <i>74,6 %</i> | <i>70,5 %</i> | <i>70,6 %</i> | <i>71,5 %</i> | <i>71,8 %</i> |
| Personalaufwendungen                                    | 14,4          | 20,1          | 28,9          | 35,2          | 45,3          | 49,9          | 51,6          |
| 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          | 24,4          | 27,0          | 28,1          |
| 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>15,3</b>   | <b>20,7</b>   | <b>22,8</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>10,4 %</i> | <i>17,7 %</i> | <i>16,5 %</i> | <i>13,6 %</i> | <i>12,9 %</i> | <i>15,3 %</i> | <i>16,1 %</i> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                          | 3,7           | 4,0           | 5,1           | 5,8           | 8,2           | 9,1           | 9,0           |
| <b>EBITA</b>  | <b>0,2</b>    | <b>5,8</b>    | <b>7,3</b>    | <b>6,6</b>    | <b>7,1</b>    | <b>11,7</b>   | <b>13,7</b>   |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände          | 1,1           | 1,3           | 1,3           | 1,0           | 0,6           | 0,5           | 0,6           |
| 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>6,5</b>    | <b>11,1</b>   | <b>13,1</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>-2,6 %</i> | <i>8,3 %</i>  | <i>8,0 %</i>  | <i>6,1 %</i>  | <i>5,4 %</i>  | <i>8,2 %</i>  | <i>9,3 %</i>  |
| <b>EBIT adj.</b>  | <b>-1,0</b>   | <b>4,6</b>    | <b>6,0</b>    | <b>5,6</b>    | <b>6,5</b>    | <b>11,1</b>   | <b>13,1</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          | -0,2          | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBT</b>  | <b>-2,5</b>   | <b>3,1</b>    | <b>4,5</b>    | <b>1,8</b>    | <b>3,8</b>    | <b>8,6</b>    | <b>10,6</b>   |
| <i>Marge</i>  | <i>-6,7 %</i> | <i>5,7 %</i>  | <i>6,0 %</i>  | <i>2,0 %</i>  | <i>3,2 %</i>  | <i>6,4 %</i>  | <i>7,5 %</i>  |
| Steuern gesamt  | 0,5           | 1,2           | 1,3           | 1,0           | 1,1           | 2,6           | 3,2           |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>-3,0</b>   | <b>1,9</b>    | <b>3,3</b>    | <b>0,8</b>    | <b>2,6</b>    | <b>6,0</b>    | <b>7,5</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>2,6</b>    | <b>6,0</b>    | <b>7,5</b>    |
| Minderheitenanteile                                     | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,1           | 0,1           |
| <b>Nettoergebnis</b>                                    | <b>-3,0</b>   | <b>2,0</b>    | <b>3,3</b>    | <b>0,7</b>    | <b>2,6</b>    | <b>5,9</b>    | <b>7,4</b>    |
| <i>Marge</i>  | <i>-8,2 %</i> | <i>3,6 %</i>  | <i>4,3 %</i>  | <i>0,8 %</i>  | <i>2,2 %</i>  | <i>4,4 %</i>  | <i>5,2 %</i>  |
| 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>0,32</b>   | <b>0,73</b>   | <b>0,90</b>   |
| EPS adj.  | -0,57         | 0,33          | 0,43          | 0,09          | 0,32          | 0,73          | 0,90          |

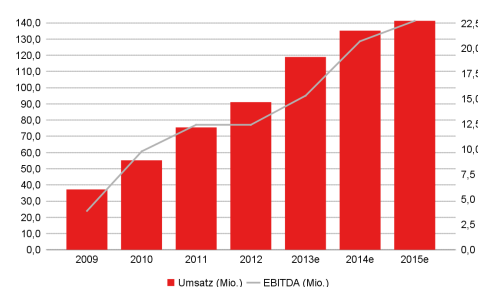
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2013: Umsatz ca. EUR 120 Mio.; EBITDA EUR 16 Mio.**

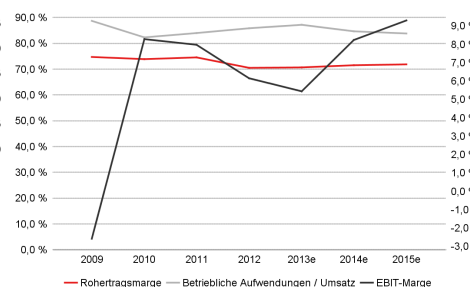
## Kennzahlen

|                                    | 2009    | 2010   | 2011   | 2012   | 2013e  | 2014e  | 2015e   |
|------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 88,7 %  | 82,3 % | 84,1 % | 85,8 % | 87,1 % | 84,7 % | 83,9 %  |
| Operating Leverage                 | n.a.    | n.a.   | 0,9 x  | -0,3 x | 0,5 x  | 5,3 x  | 4,0 x   |
| EBITDA / Interest expenses         | 2,3 x   | 6,2 x  | 7,6 x  | 5,1 x  | 6,1 x  | 8,3 x  | 9,1 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 %  | 40,2 % | 20,3 % | 16,5 %  |
| Umsatz je Mitarbeiter              | 64.506  | 76.130 | 85.778 | 77.913 | 90.458 | 98.682 | 101.639 |

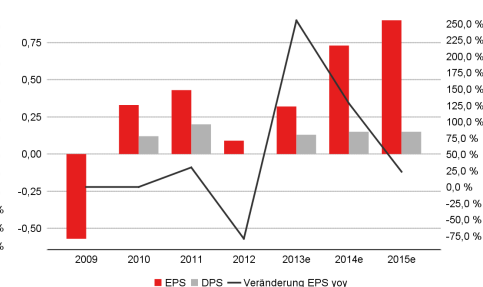
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

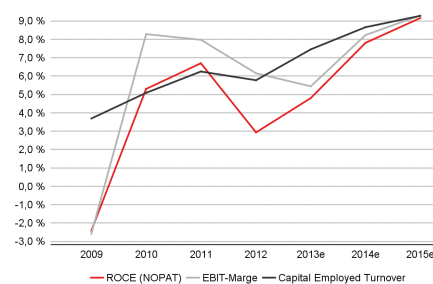
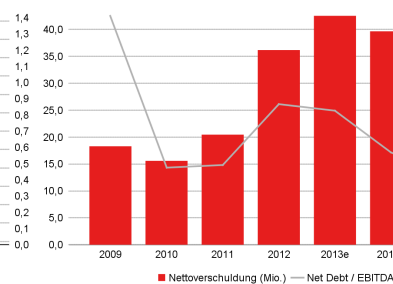
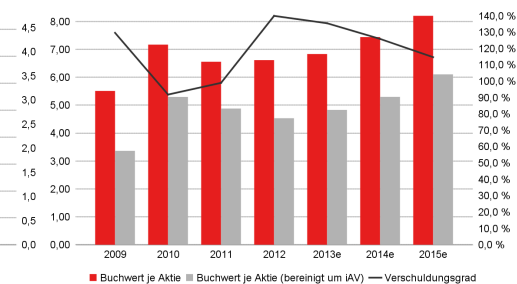
## Bilanz

| 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         | 17,5         | 17,2         |
| davon übrige imm. VG                         | 2,8         | 2,6         | 2,1         | 2,3          | 1,9          | 1,6          | 1,2          |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert             | 8,7         | 8,7         | 10,7        | 14,4         | 14,4         | 15,9         | 15,9         |
| Sachanlagen                                  | 35,5        | 43,0        | 56,2        | 67,6         | 75,3         | 74,2         | 73,2         |
| 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>92,3</b>  | <b>92,4</b>  | <b>91,0</b>  |
| Vorräte                                      | 3,3         | 3,7         | 5,1         | 6,7          | 7,9          | 9,0          | 9,4          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen   | 4,7         | 6,4         | 8,3         | 11,3         | 13,0         | 14,8         | 15,5         |
| Liquide Mittel                               | 9,5         | 14,7        | 13,1        | 20,8         | 14,5         | 17,4         | 24,3         |
| 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>39,8</b>  | <b>45,6</b>  | <b>53,6</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                  | <b>67,8</b> | <b>83,2</b> | <b>99,8</b> | <b>128,4</b> | <b>132,1</b> | <b>138,0</b> | <b>144,7</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          | 7,2          | 12,1         | 18,2         |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten             | -5,3        | 8,1         | -0,7        | -0,8         | -0,8         | -0,7         | -0,6         |
| Buchwert                                     | 29,5        | 43,4        | 50,1        | 53,2         | 55,9         | 60,9         | 67,1         |
| 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>56,1</b>  | <b>61,1</b>  | <b>67,4</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          | 8,1          | 8,5          |
| 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>76,9</b>  | <b>77,3</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>                 | <b>67,8</b> | <b>83,2</b> | <b>99,8</b> | <b>128,4</b> | <b>132,1</b> | <b>138,0</b> | <b>144,7</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   | 1,3 x   | 1,5 x   | 1,6 x   |
| Capital Employed Turnover            | 0,8 x   | 0,9 x   | 1,1 x   | 1,0 x   | 1,2 x   | 1,3 x   | 1,4 x   |
| ROA                                  | -6,5 %  | 3,6 %   | 4,7 %   | 0,8 %   | 2,9 %   | 6,4 %   | 8,1 %   |
| <b>Kapitalverzinsung</b>             |         |         |         |         |         |         |         |
| ROCE (NOPAT)                         | -2,4 %  | 5,3 %   | 6,7 %   | 2,9 %   | 4,8 %   | 7,8 %   | 9,2 %   |
| ROE                                  | -10,5 % | 5,4 %   | 7,0 %   | 1,4 %   | 4,8 %   | 10,2 %  | 11,5 %  |
| Adj. ROE                             | -10,5 % | 5,4 %   | 7,0 %   | 1,4 %   | 4,8 %   | 10,2 %  | 11,5 %  |
| <b>Bilanzqualität</b>                |         |         |         |         |         |         |         |
| Nettoverschuldung                    | 18,3    | 15,6    | 20,5    | 36,2    | 42,5    | 39,7    | 32,7    |
| Nettofinanzverschuldung              | 18,0    | 15,2    | 20,0    | 32,8    | 39,1    | 36,3    | 29,3    |
| Net Gearing                          | 62,0 %  | 35,9 %  | 40,8 %  | 67,6 %  | 75,8 %  | 64,9 %  | 48,6 %  |
| Net Fin. Debt / EBITDA               | 465,5 % | 155,2 % | 161,3 % | 264,2 % | 255,7 % | 174,9 % | 128,9 % |
| Buchwert je Aktie                    | 5,5     | 7,2     | 6,6     | 6,6     | 6,8     | 7,4     | 8,2     |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 3,4     | 5,3     | 4,9     | 4,5     | 4,8     | 5,3     | 6,1     |

## ROCE Development

Netto Verschuldung  
in Mio. EURBuchwert je Aktie  
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

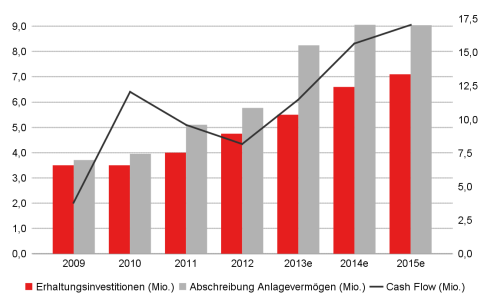
**Cash flow**

| In EUR Mio.                                      | 2009        | 2010         | 2011         | 2012         | 2013e        | 2014e       | 2015e       |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | -3,0        | 1,9          | 3,1          | 0,4          | 2,6          | 6,0         | 7,5         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 3,7         | 4,0          | 5,1          | 5,8          | 8,2          | 9,1         | 9,0         |
| 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         | 0,6         |
| 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>11,5</b>  | <b>15,6</b> | <b>17,1</b> |
| Veränderung Vorräte                              | 0,1         | -0,4         | -1,4         | -1,7         | -1,2         | -1,1        | -0,4        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | -0,5        | -1,7         | -1,9         | -3,0         | -1,7         | -1,8        | -0,7        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | -1,0        | -2,2         | 1,8          | 1,3          | 1,1          | 0,9         | 0,4         |
| 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         | -1,8         | -2,0        | -0,7        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>2,5</b>  | <b>7,7</b>   | <b>10,7</b>  | <b>5,7</b>   | <b>9,7</b>   | <b>13,6</b> | <b>16,4</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         | -8,0        | -8,0        |
| Zugänge aus Akquisitionen                        | -2,1        | -4,3         | -6,8         | -9,5         | -8,4         | -1,5        | 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>-16,1</b> | <b>-9,7</b> | <b>-8,2</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          | -1,1        | -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>-1,1</b> | <b>-1,2</b> |
| Veränderung liquide Mittel                       | 3,6         | 7,6          | -2,0         | 8,3          | -6,4         | 2,9         | 6,9         |
| 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>13,4</b>  | <b>16,3</b> | <b>23,2</b> |

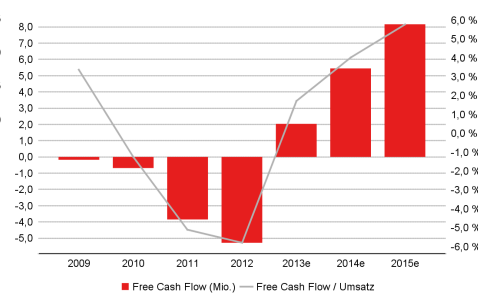
**Kennzahlen**

|   | 2009    | 2010    | 2011     | 2012     | 2013e   | 2014e   | 2015e   |
|---|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>Kapitalfluss</b>                     |         |         |          |          |         |         |         |
| Free Cash Flow                          | -0,2    | -0,7    | -3,8     | -5,3     | 2,0     | 5,4     | 8,2     |
| Free Cash Flow / Umsatz                 | 3,4 %   | -1,2 %  | -5,1 %   | -5,8 %   | 1,7 %   | 4,0 %   | 5,8 %   |
| Free Cash Flow Potential                | -0,2    | 5,1     | 7,2      | 6,6      | 8,7     | 11,5    | 12,5    |
| Free Cash Flow / Umsatz                 | 3,4 %   | -1,2 %  | -5,1 %   | -5,8 %   | 1,7 %   | 4,0 %   | 5,8 %   |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss       | -41,2 % | -34,7 % | -117,7 % | -738,1 % | 77,0 %  | 91,6 %  | 111,0 % |
| 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 %   | 6,1 %   | 5,8 %   |
| Maint. Capex / Umsatz                   | 9,4 %   | 6,3 %   | 5,3 %    | 5,2 %    | 4,6 %   | 4,9 %   | 5,0 %   |
| CAPEX / Abschreibungen                  | 25,9 %  | 161,8 % | 228,3 %  | 161,5 %  | 87,1 %  | 85,4 %  | 85,4 %  |
| Avg. Working Capital / Umsatz           | 5,6 %   | 8,8 %   | 10,3 %   | 11,3 %   | 10,8 %  | 10,9 %  | 11,4 %  |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 89,4 %  | 210,3 % | 173,4 %  | 185,8 %  | 180,6 % | 182,7 % | 182,4 % |
| Vorratumschlag                          | 2,8 x   | 3,9 x   | 3,9 x    | 3,9 x    | 4,4 x   | 4,3 x   | 4,2 x   |
| Receivables collection period (Tage)    | 46      | 42      | 40       | 45       | 40      | 40      | 40      |
| Payables payment period (Tage)          | 213     | 77      | 90       | 84       | 75      | 77      | 78      |
| Cash conversion cycle (Tage)            | -64     | 27      | 15       | 20       | 16      | 18      | 18      |

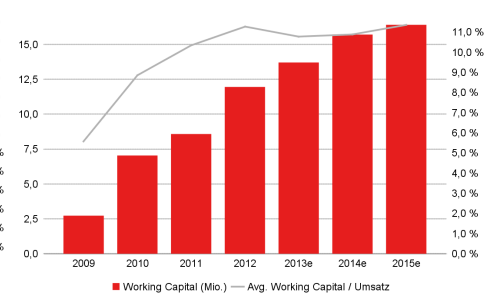
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**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 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

| 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           | 91                 | 46               |
| Halten           | 94                 | 47               |
| Verkaufen        | 9                  | 5                |
| 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           | 75                 | 52               |
| Halten           | 63                 | 43               |
| Verkaufen        | 4                  | 3                |
| Empf. ausgesetzt | 3                  | 2                |
| <b>Gesamt</b>    | <b>145</b>         | <b>100</b>       |

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IMPREGLON] AM [27.01.2014]**



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><br>Head of Research         | +49 40 309537-220<br>rrapelius@warburg-research.com    | <b>Andreas Pläsier</b><br>Banks, Financial Services | +49 40 309537-246<br>aplaesier@warburg-research.com  |
| <b>Henner Rüschemier</b><br>Head of Research       | +49 40 309537-270<br>hrueschmeier@warburg-research.com | <b>Malte Rätther</b><br>Technology, Telco, Internet | +49 40 309537-185<br>mraether@warburg-research.com   |
| <b>Christian Cohrs</b><br>Engineering, Logistics   | +49 40 309537-175<br>ccohrs@warburg-research.com       | <b>Jochen Reichert</b><br>Telco, Internet, Media    | +49 40 309537-130<br>jreichert@warburg-research.com  |
| <b>Felix Ellmann</b><br>Software, IT               | +49 40 309537-120<br>fellmann@warburg-research.com     | <b>Christopher Rodler</b><br>Utilities              | +49 40 309537-290<br>crodler@warburg-research.com    |
| <b>Jörg Philipp Frey</b><br>Retail, Consumer Goods | +49 40 309537-258<br>jfrey@warburg-research.com        | <b>Malte Schaumann</b><br>Technology                | +49 40 309537-170<br>mschaumann@warburg-research.com |
| <b>Harald Hof</b><br>Medtech                       | +49 40 309537-125<br>hhof@warburg-research.com         | <b>Susanne Schwartze</b><br>Telco, Internet, Media  | +49 40 309537-155<br>sschwartze@warburg-research.com |
| <b>Ulrich Huwald</b><br>Health Care, Pharma        | +49 40 309537-255<br>uhuwald@warburg-research.com      | <b>Oliver Schwarz</b><br>Chemicals, Agriculture     | +49 40 309537-250<br>oschwarz@warburg-research.com   |
| <b>Thilo Kleibauer</b><br>Retail, Consumer Goods   | +49 40 309537-257<br>tkleibauer@warburg-research.com   | <b>Marc-René Tonn</b><br>Automobiles, Car Suppliers | +49 40 309537-259<br>mtonn@warburg-research.com      |
| <b>Torsten Klingner</b><br>Real Estate             | +49 40 309537-260<br>tklingner@warburg-research.com    | <b>Björn Voss</b><br>Steel, Car Suppliers           | +49 40 309537-254<br>bvoss@warburg-research.com      |
| <b>Eggert Kuls</b><br>Engineering                  | +49 40 309537-256<br>ekuls@warburg-research.com        | <b>Andreas Wolf</b><br>Software, IT                 | +49 40 309537-140<br>awolf@warburg-research.com      |
| <b>Frank Laser</b><br>Construction, Industrials    | +49 40 309537-235<br>flaser@warburg-research.com       | <b>Stephan Wulf</b><br>Utilities                    | +49 40 309537-150<br>swulf@warburg-research.com      |

**SALES**

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

**SALES TRADING**

|  |   |
|--|---|
| <b>Oliver Merckel</b><br>Head of Sales Trading | +49 40 3282-2634<br>omerckel@mmwarburg.com    |
| <b>Gudrun Bolsen</b><br>Sales Trading          | +49 40 3282-2679<br>gbolsen@mmwarburg.com     |
| <b>Michael Ilgenstein</b><br>Sales Trading     | +49 40 3282-2700<br>milgenstein@mmwarburg.com |
| <b>Bastian Quast</b><br>Sales Trading          | +49 40 3282-2701<br>bquast@mmwarburg.com      |
| <b>Thekla Struve</b><br>Sales Trading          | +49 40 3282-2668<br>tstruve@mmwarburg.com     |
| <b>Jörg Treptow</b><br>Sales Trading           | +49 40 3262-2658<br>jtreptow@mmwarburg.com    |

**Support**

|   |  |
|---|--|
| <b>Katharina Merkel</b><br>Roadshow/Marketing | +49 40 3282-2694<br>kmerckel@mmwarburg.com |
|---|--|

**MACRO RESEARCH**

|   |  |
|---|--|
| <b>Carsten Klude</b><br>Macro Research                  | +49 40 3282-2572<br>cklude@mmwarburg.com       |
| <b>Matthias Thiel</b><br>Macro Research                 | +49 40 3282-2401<br>mthiel@mmwarburg.com       |
| <b>Dr. Christian Jasperneite</b><br>Investment Strategy | +49 40 3282-2439<br>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><br>Sales Assistance | +49 40 3282-2632<br>aschaper@mmwarburg.com | <b>Kerstin Muthig</b><br>Sales Assistance | +49 40 3282-2703<br>kmuthig@mmwarburg.com |
|---|--|---|---|