

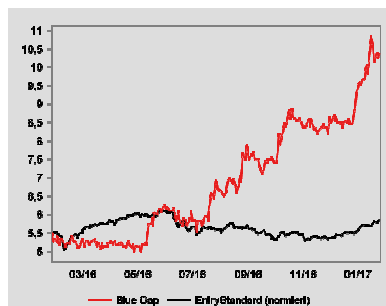
<b>Buy</b> <b>EUR 14,50</b> (EUR 8,50) <b>Kurs</b> EUR 10,37 <b>Upside</b> 39,9 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 14,45 SotP: 7,95 Peer Group: 4,30	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: B7E GR Reuters: B7EG.DE ISIN: DE000A0JM2M1	<b>Beschreibung:</b> Industrieholding mit Fokus auf mittelständische, produzierende Technologieunternehmen
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 41,3 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 89,3 Freefloat MC: 12,4 Ø Trad. Vol. (30T): 60,37	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 30,0 % Vorstand Dr. Schubert: 45,0 % Institutionelle Investoren: 25,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2016e Beta: 1,8 KBV: 2,1 x EK-Quote: 26 % Net Fin. Debt / EBITDA: 6,8 x Net Debt / EBITDA: 7,1 x

## Blue Cap + Neschen = Upside

Mitte 2016 wurde bekannt, dass die Blue Cap AG im Wege eines Asset Deals wesentliche Assets der insolventen Neschen AG übernommen hat. Diese stehen für rund 60 Mio. Umsatz. Im Zuge eines Management Meetings wurden die Auswirkungen dieser Transaktion diskutiert. Der Großteil des Kaufpreises (geschätzt EUR 15 Mio.) würde via Fremdkapital finanziert. Das Unternehmen weist per Ende 2016 nun Finanzverbindlichkeiten von rund EUR 50 Mio. auf, welche zu rund EUR 1,8 Mio. jährlichen Zinsaufwendungen führen (3,6% WRe). Entscheidend für den Werteffekt der akquirierten Assets ist nun, wie erfolgreich diese integriert werden können: Durch die Übernahme von ausgewählten Assets aus der Insolvenz war es möglich, die Kostenstruktur (insbesondere Personalkosten) ganz erheblich anzupassen. Hinzu kommt der Wegfall von erheblichen Beratungsaufwendungen, welche die Insolvenz der Neschen seinerzeit deutlich beschleunigt hatten (Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Organisationsberater), die Überarbeitung der Versicherungsverträge, Leasingverträge sowie Energieverträge im Detail und eine substanzielle Verschlinkung der Organisationsstruktur, insbesondere durch den Wegfall des alten Managements. Grundsätzlich profitiert die Blue Cap zudem von der Tatsache, dass auch Neschen wesentlich im Bereich der Klebstoffe tätig ist. Hieraus ergibt sich der Ausbau des Bereichs Industrieanwendungen im Zusammenspiel mit dem Blue Cap Konzern sowie die Prüfung von Synergien mit der Konzerntochter Biolink. Konkret ergab sich bereits die Belieferung von Biolink mit Silikonpapier von Neschen, welches Biolink bisher extern zugekauft hat. Diese Maßnahmen wurden bereits in 2016 implementiert und sollten in 2017 für Blue Cap einen wesentlichen Ergebnisbeitrag aus dieser Akquisition bedeuten.

Das Geschäftsjahr 2015 war aufgrund einer schwächeren Entwicklung der Konzerntöchter Gämmerler (Maschinenbau, 13% des Konzernumsatzes, unwesentlicher Ergebnisbeitrag) und WISAP (Medizintechnik, 2% des Konzernumsatzes, unwesentlicher Ergebnisbeitrag), die beide hinter den Ertragszielen zurückblieben, noch schwach (Konzernrentabilität daher unter 5% EBIT). Vermutlich werden diese Töchter auch in 2016 noch keine überzeugenden Ergebnisbeiträge geliefert haben. Bei WISAP lässt sich die gezeigte Entwicklung nahezu gänzlich auf Zertifizierungsprobleme im chinesischen Markt zurückführen (neue Gesetze in 2015), welche zu Beginn des Jahres 2017 gelöst sind. Bei Gämmerler dürfte ab 2017 ein in 2016 durchgeführtes Restrukturierungsprogramm greifen, welches die Standardisierung (Verbesserung von Einkaufskonditionen), eine Verbesserung der Abläufe zwischen Konstruktion/Projektmanagement und Produktionsleitung eine Ablösung von individuellen Maschinensteuerungslösungen durch die standardisierte Logistiksoftware Siemens S7 und den Einstieg in das Verpackungsmaschinengeschäft zum Ziel hatte. Ab 2017 sind somit insgesamt substanziell besser Ergebnisse realistisch. Die Aktie wird mit einem Kursziel von EUR 14,50 weiter mit Kaufen eingestuft.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	95,7	-2,1 %	97,6	61,8 %	99,1	66,5 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Geschäftsjahr 2016 dürfte, wie 2015, noch unter einer schwächeren Entwicklung der Konzerntöchter Gämmerler und WISAP gelitten haben.</li> <li>Insbesondere die Akquisition der Neschen, aber auch eine absehbare Erholung von Gämmerler und WISAP sollten 2017 zu deutlichen Ergebnissteigerungen führen.</li> </ul>
<b>EBITDA</b>	6,8	-14,5 %	7,5	47,1 %	8,8	30,9 %	
<b>EBIT</b>	4,9	-19,3 %	5,5	27,1 %	6,8	8,6 %	
<b>EPS</b>	0,50	-32,0 %	0,66	39,4 %	0,90	12,2 %	



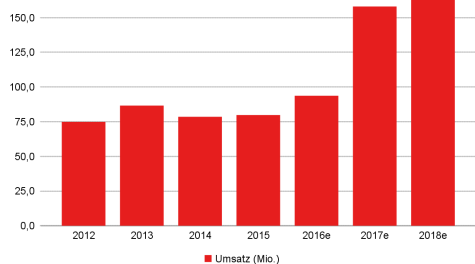
Rel. Performance vs EntryStandard:	
1 Monat:	16,7 %
6 Monate:	49,3 %
Jahresverlauf:	6,6 %
Letzte 12 Monate:	83,0 %

Unternehmenstermine:	

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	27,4 %	74,9	86,6	78,5	79,8	93,7	158,0	165,0
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		219,9 %	15,7 %	-9,3 %	1,6 %	17,4 %	68,7 %	4,4 %
<b>Rohertragsmarge</b>		52,8 %	47,1 %	50,3 %	51,8 %	50,1 %	47,0 %	47,0 %
<b>EBITDA</b>	26,5 %	5,4	5,8	5,8	5,7	5,8	11,1	11,6
<b>Marge</b>		7,2 %	6,7 %	7,4 %	7,2 %	6,2 %	7,0 %	7,0 %
<b>EBIT</b>	26,2 %	3,9	4,1	4,2	3,7	3,9	7,0	7,4
<b>Marge</b>		5,3 %	4,7 %	5,4 %	4,6 %	4,2 %	4,4 %	4,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	58,6 %	1,7	1,9	1,2	1,0	1,3	3,7	4,0
<b>EPS</b>	59,3 %	0,58	0,59	0,34	0,25	0,34	0,92	1,01
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPs</b>		-2,05	-0,04	-0,10	0,36	-1,01	-1,71	1,11
<b>FCF / Marktkap.</b>		-61,6 %	-1,0 %	-1,8 %	5,5 %	-9,7 %	-16,5 %	10,7 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,9 x	0,6 x	0,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		6,6 x	6,2 x	7,9 x	8,4 x	14,2 x	8,1 x	7,4 x
<b>EV / EBIT</b>		9,0 x	8,8 x	10,8 x	12,9 x	20,9 x	12,8 x	11,4 x
<b>KGV</b>		5,7 x	7,1 x	16,3 x	25,9 x	30,5 x	11,3 x	10,3 x
<b>FCF Yield Potential</b>		12,5 %	14,8 %	9,7 %	9,0 %	5,8 %	10,6 %	11,6 %
<b>Nettoverschuldung</b>		25,4	22,2	25,5	22,0	41,1	48,0	43,7
<b>ROE</b>		21,8 %	18,7 %	9,2 %	6,1 %	7,0 %	16,9 %	15,7 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		10,4 %	9,7 %	6,0 %	5,3 %	4,3 %	7,2 %	7,1 %
<b>Guidance:</b>	n.a.							

### Entwicklung Umsatz

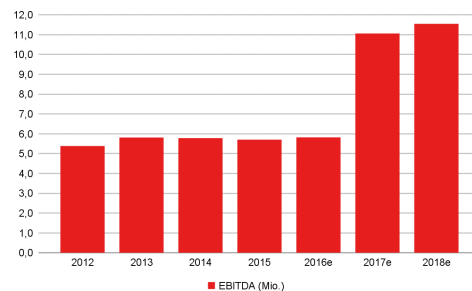
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung EBITDA

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## Unternehmenshintergrund

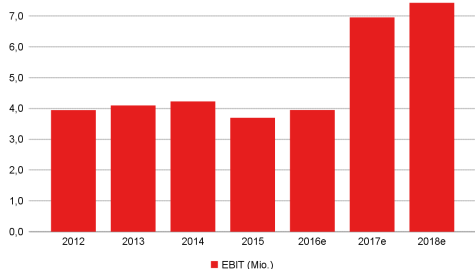
- Die Blue Cap ist eine Münchner Industrieholding mit dem Fokus auf mittelständische Nischenanbieter mit einem Umsatzvolumen von EUR 5-70 Mio.
- Es wird ausschließlich in gut positionierte produzierende Technologieunternehmen investiert, die sich in einer sog. "special situation" befinden.
- Zu diesen "special situations" zählen z.B. eine ungeklärte Nachfolge, Managementproblematiken oder Finanzierungsschwierigkeiten. Es werden nur Unternehmen mit intaktem Kerngeschäft und hoher Wettbewerbsqualität erworben.
- Derzeit hält die Blue Cap operative Beteiligungen aus den Bereichen Maschinenbau, Medizintechnik, Mess- und Prüfsysteme, Klebstoffe, Beschichtungstechnik (=beinhaltet die Bereiche Klebebänder, Klebefolien und -filme).

## Wettbewerbsqualität

- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Sanierungserfahrung geführt. Das Management verfügt über 20 Jahre Berufserfahrung in mittelständischen Unternehmen.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus einem Netzwerk von Banken, Finanzdienstleistern, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern akquiriert werden. Dies sichert den Zugang zu weiterem Wachstum.
- Mit einem Beteiligungsfokus auf kleine Mittelständler mit einem Umsatz von EUR 5-70 Mio. liegt die Blue Cap unter den Größenniveaus der meisten Wettbewerber. Dies verbessert deutlich die Auswahl attraktiver Investments.
- Der langfristige Ausbau der Beteiligungen stärkt die jeweilige Marktposition. Erfolgreiche Unternehmen verbleiben im Portfolio, wodurch die Blue Cap nicht abhängig von gelungenen Exits ist.

### Entwicklung EBIT

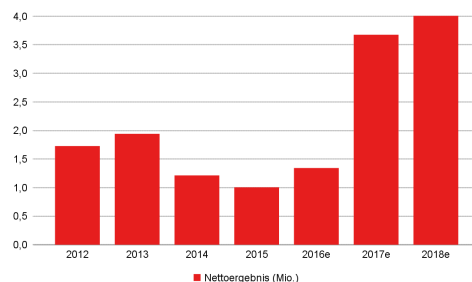
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung Jahresüberschuss

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	93,7	158,0	165,0	168,3	171,7	175,1	178,6	183,1	186,7	190,5	194,3	198,2	202,1	1,5 %
Umsatzwachstum	17,4 %	68,7 %	4,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
EBIT	3,9	7,0	7,4	7,7	10,5	11,4	12,7	13,7	14,0	14,3	14,6	14,9	15,2	
EBIT-Marge	4,2 %	4,4 %	4,5 %	4,6 %	6,1 %	6,5 %	7,1 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	
Steuerquote (EBT)	42,8 %	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	2,3	4,9	5,2	5,4	7,3	8,0	8,9	9,6	9,8	10,0	10,2	10,4	10,6	
Abschreibungen	1,9	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	4,0	
Abschreibungsquote	2,0 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	5,6	13,0	2,1	-3,2	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	
- Investitionen	1,6	1,6	1,6	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	
Investitionsquote	1,7 %	1,0 %	1,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	
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)	-3,1	-5,6	5,6	10,3	7,6	8,2	9,1	9,7	10,1	10,3	10,5	10,7	9,9	
Barwert FCF	-2,9	-4,9	4,5	7,6	5,2	5,2	5,3	5,2	5,0	4,7	4,4	4,1	3,5	53
Anteil der Barwerte	-3,29 %			50,21 %										53,07 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	40,00 %	Finanzielle Stabilität	1,60
FK-Zins (nach Steuern)	3,7 %	Liquidität (Aktie)	2,10
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,80
<b>WACC</b>	<b>8,39 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,82</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2028e	47		
Terminal Value	53		
Zinstr. Verbindlichkeiten	47		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	7	Aktienzahl (Mio.)	4,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>58</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>14,45</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>2,12</b>	9,4 %	9,71	9,99	10,29	10,61	10,95	11,31	11,70	<b>2,12</b>	9,4 %	5,17	6,98	8,80	10,61	12,42	14,23	16,05
<b>1,97</b>	8,9 %	11,32	11,65	12,01	12,40	12,81	13,25	13,72	<b>1,97</b>	8,9 %	6,58	8,52	10,46	12,40	14,34	16,28	18,21
<b>1,90</b>	8,6 %	12,20	12,57	12,96	13,39	13,84	14,33	14,85	<b>1,90</b>	8,6 %	7,36	9,37	11,38	13,39	15,40	17,41	19,42
<b>1,82</b>	8,4 %	13,14	13,55	13,98	<b>14,45</b>	14,95	15,49	16,08	<b>1,82</b>	8,4 %	8,19	10,28	12,36	<b>14,45</b>	16,53	18,62	20,70
<b>1,74</b>	8,1 %	14,15	14,60	15,08	15,59	16,15	16,75	17,41	<b>1,74</b>	8,1 %	9,10	11,26	13,43	15,59	17,76	19,93	22,09
<b>1,67</b>	7,9 %	15,23	15,72	16,25	16,83	17,45	18,12	18,86	<b>1,67</b>	7,9 %	10,07	12,32	14,57	16,83	19,08	21,34	23,59
<b>1,52</b>	7,4 %	17,63	18,24	18,90	19,62	20,39	21,24	22,18	<b>1,52</b>	7,4 %	12,26	14,72	17,17	19,62	22,07	24,52	26,97

- Der Klebstoffbereich dominiert mit 90% Umsatzanteil. Für die Gruppe wird ein Wachstum auf Klebstoffmarktniveau erwartet.
- Die Ziel-EBIT-Marge wird aus einer Peer von Industriegesellschaften hergeleitet.
- Mit 7,5% wird eine Zielmarge weit unterhalb des besten Peers und unterhalb der durchschnittlichen Peer Group angenommen.
- Für die ewige Rente wird eine vergleichsweise geringe Wachstumsrate von nur 1,5% modelliert.

Peer Group									
Unternehmen	Kurs	EV / Umsatz	EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		EPS CAGR
Kurse in lokaler Währung		16e	16e	17e	16e	17e	16e	17e	(15-18e)
Mittelwert		-	-	-	-	-	-	-	-
Median		-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Blue Cap</b>	<b>10,37</b>	<b>0,9</b>	<b>14,2</b>	<b>8,1</b>	<b>20,9</b>	<b>12,8</b>	<b>30,5</b>	<b>11,3</b>	<b>59,3 %</b>
Delta zum Median		-	-	-	-	-	-	-	-

- Die Blue Cap ist eine kleine Industrieholding und nur bedingt mit wesentlich größeren Peers vergleichbar.
- Die Peer enthält nur Unternehmen mit einem Fokus auf die DACH-Region, um den deutschsprachigen Mittelstand abzubilden.
- Die Ergebnisse (EBITDA und EBIT) der Peer sind durch positive Effekte aus Exits verzehrt.

Wertermittlung								
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
KBV	1,1 x	1,2 x	1,4 x	1,4 x	2,1 x	1,8 x	1,5 x	
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,55	3,37	2,24	2,98	3,39	4,47	5,61	
EV / Umsatz	0,5 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,9 x	0,6 x	0,5 x	
EV / EBITDA	6,6 x	6,2 x	7,9 x	8,4 x	14,2 x	8,1 x	7,4 x	
EV / EBIT	9,0 x	8,8 x	10,8 x	12,9 x	20,9 x	12,8 x	11,4 x	
EV / EBIT adj.*	9,0 x	36,3 x	10,8 x	12,9 x	20,9 x	12,8 x	11,4 x	
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	18,2 x	n.a.	n.a.	9,3 x	
KGV	5,7 x	7,1 x	16,3 x	25,9 x	30,5 x	11,3 x	10,3 x	
KGV ber.*	5,7 x	7,1 x	16,3 x	25,9 x	30,5 x	11,3 x	10,3 x	
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Free Cash Flow Yield Potential	12,5 %	14,8 %	9,7 %	9,0 %	5,8 %	10,6 %	11,6 %	
*Adjustiert um:	-							

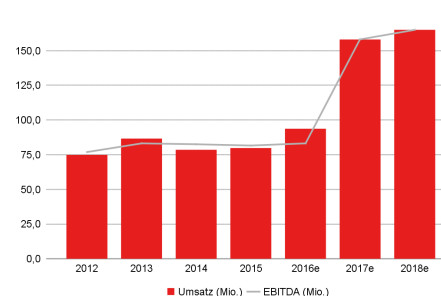
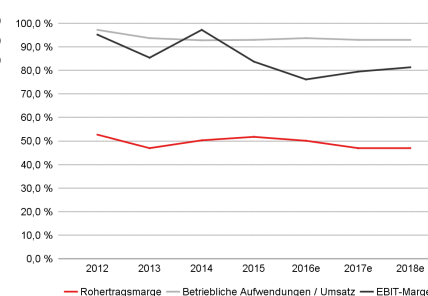
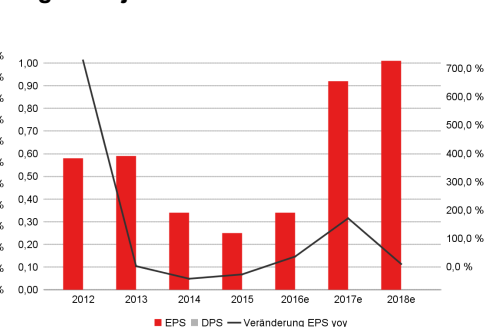
**GuV**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>74,9</b>	<b>86,6</b>	<b>78,5</b>	<b>79,8</b>	<b>93,7</b>	<b>158,0</b>	<b>165,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	219,9 %	15,7 %	-9,3 %	1,6 %	17,4 %	68,7 %	4,4 %
Bestandsveränderungen	3,3	0,4	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>78,2</b>	<b>87,0</b>	<b>78,6</b>	<b>79,9</b>	<b>93,7</b>	<b>158,0</b>	<b>165,0</b>
Materialaufwand	38,7	46,2	39,1	38,6	46,7	83,7	87,5
<b>Rohertrag</b>	<b>39,5</b>	<b>40,7</b>	<b>39,5</b>	<b>41,3</b>	<b>46,9</b>	<b>74,3</b>	<b>77,6</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>52,8 %</b>	<b>47,1 %</b>	<b>50,3 %</b>	<b>51,8 %</b>	<b>50,1 %</b>	<b>47,0 %</b>	<b>47,0 %</b>
Personalaufwendungen	21,5	24,9	22,4	24,1	26,2	41,1	42,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	5,6	1,7	1,4	2,0	1,6	1,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,3	15,6	13,1	12,9	16,9	23,7	24,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>
<b>Marge</b>	<b>7,2 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>7,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	1,3	1,0	1,0	1,3	3,2	3,3
<b>EBITA</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,4	0,6	1,0	0,6	0,9	0,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>
<b>Marge</b>	<b>5,3 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,0	1,3	1,4	1,2	1,8	1,9	1,9
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>EBT</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
<b>Marge</b>	<b>3,9 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>3,5 %</b>
Steuern gesamt	0,9	0,4	1,4	0,8	1,0	1,6	1,7
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</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>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
Minderheitenanteile	0,3	0,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
<b>Marge</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>2,3 %</b>	<b>2,4 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,0	3,3	3,6	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>EPS</b>	<b>0,58</b>	<b>0,59</b>	<b>0,34</b>	<b>0,25</b>	<b>0,34</b>	<b>0,92</b>	<b>1,01</b>
EPS adj.	0,58	0,59	0,34	0,25	0,34	0,92	1,01

\*Adjustiert um:

**Guidance: n.a.****Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	97,3 %	93,8 %	92,8 %	93,0 %	93,8 %	93,0 %	93,0 %
Operating Leverage	1,1 x	0,2 x	-0,3 x	-7,8 x	0,4 x	1,1 x	1,5 x
EBITDA / Interest expenses	5,2 x	4,5 x	4,3 x	4,6 x	3,3 x	6,0 x	6,2 x
Steuerquote (EBT)	30,3 %	16,4 %	45,9 %	39,8 %	42,8 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	181.249	198.115	184.327	184.507	213.445	354.690	364.931

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR**Operative Performance**  
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

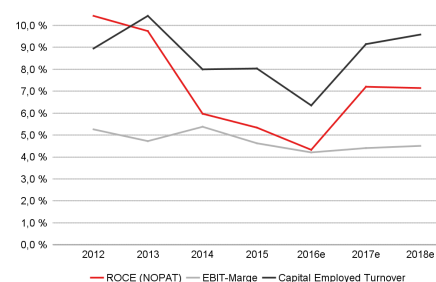
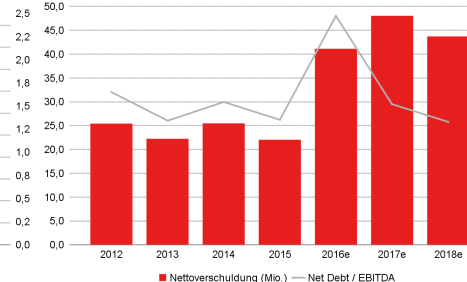
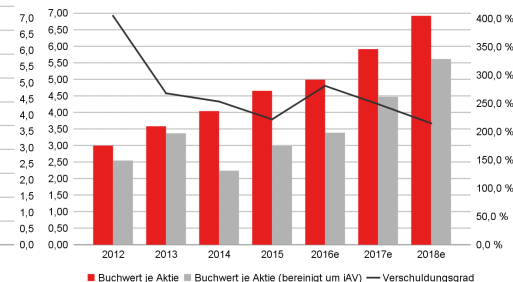
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	0,7	6,5	6,6	6,4	5,7	5,2
davon übrige imm. VG	0,7	0,4	6,1	6,3	6,1	5,4	4,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Sachanlagen	23,2	20,6	21,8	21,5	36,5	34,6	32,6
Finanzanlagen	1,7	1,4	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>26,2</b>	<b>22,7</b>	<b>29,6</b>	<b>29,5</b>	<b>44,3</b>	<b>41,9</b>	<b>39,5</b>
Vorräte	10,1	10,7	10,9	11,1	13,4	22,6	23,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9,0	7,2	8,5	9,0	12,8	19,0	20,3
Liquide Mittel	1,0	3,5	4,8	11,5	7,4	0,5	4,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,4	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>23,5</b>	<b>24,1</b>	<b>26,8</b>	<b>34,2</b>	<b>36,2</b>	<b>44,7</b>	<b>51,3</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>49,7</b>	<b>46,9</b>	<b>56,4</b>	<b>63,7</b>	<b>80,6</b>	<b>86,6</b>	<b>90,8</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	3,0	3,3	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	1,7	2,6	3,9	6,1	6,1	6,1	6,1
Gewinnrücklagen	1,8	1,8	1,9	1,8	3,1	6,8	10,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,5	4,1	5,3	6,7	6,7	6,7	6,7
Buchwert	9,0	11,8	14,6	18,5	19,9	23,5	27,5
Anteile Dritter	0,9	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,9</b>	<b>12,7</b>	<b>16,0</b>	<b>19,8</b>	<b>21,2</b>	<b>24,8</b>	<b>28,8</b>
Rückstellungen gesamt	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8	4,8	4,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	24,9	24,2	28,7	31,9	46,9	46,9	46,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	13,5	14,8	14,9	13,3	13,3	13,3	13,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,5	3,0	3,0	2,9	3,4	5,8	6,0
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	1,6	3,7	4,3	4,3	4,3	4,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,9</b>	<b>34,1</b>	<b>40,4</b>	<b>43,9</b>	<b>59,4</b>	<b>61,8</b>	<b>62,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>49,7</b>	<b>46,9</b>	<b>56,4</b>	<b>63,7</b>	<b>80,6</b>	<b>86,6</b>	<b>90,8</b>

**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,0 x	2,4 x	2,1 x	2,1 x	1,6 x	2,3 x	2,4 x
Capital Employed Turnover	2,1 x	2,5 x	1,9 x	1,9 x	1,5 x	2,2 x	2,3 x
ROA	6,6 %	8,5 %	4,1 %	3,4 %	3,0 %	8,8 %	10,1 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	10,4 %	9,7 %	6,0 %	5,3 %	4,3 %	7,2 %	7,1 %
ROE	21,8 %	18,7 %	9,2 %	6,1 %	7,0 %	16,9 %	15,7 %
Adj. ROE	21,8 %	18,7 %	9,2 %	6,1 %	7,0 %	16,9 %	15,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	25,4	22,2	25,5	22,0	41,1	48,0	43,7
Nettofinanzverschuldung	24,0	20,7	23,9	20,4	39,5	46,4	42,1
Net Gearing	258,0 %	174,5 %	159,6 %	111,1 %	194,4 %	193,4 %	151,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	444,8 %	356,8 %	414,2 %	357,1 %	678,2 %	419,4 %	364,1 %
Buchwert je Aktie	3,0	3,6	4,0	4,7	5,0	5,9	6,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,5	3,4	2,2	3,0	3,4	4,5	5,6

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

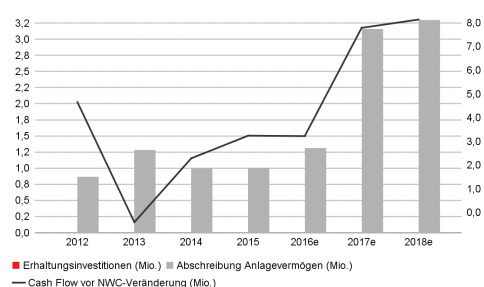
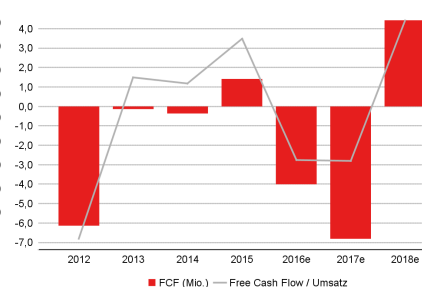
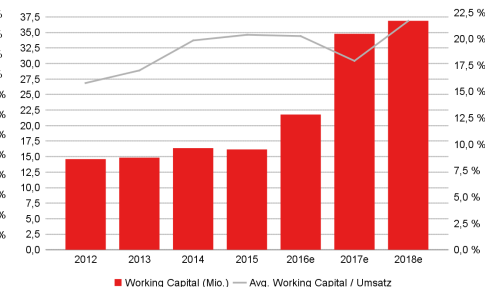
Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

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

**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-6,1	-0,1	-0,4	1,4	-4,0	-6,8	4,4
Free Cash Flow / Umsatz	-8,2 %	-0,2 %	-0,5 %	1,8 %	-4,3 %	-4,3 %	2,7 %
Free Cash Flow Potential	4,4	5,3	4,4	4,3	4,8	9,5	9,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-355,4 %	-7,1 %	-30,0 %	140,8 %	-298,2 %	-185,3 %	110,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,9 %	2,3 %	1,7 %	0,9 %	0,5 %	1,3 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,8 %	5,2 %	5,1 %	4,1 %	4,4 %	3,9 %	3,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	14,1 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %	1,7 %	1,0 %	1,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	733,7 %	154,6 %	140,4 %	99,9 %	85,2 %	38,9 %	38,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	15,8 %	17,0 %	19,9 %	20,4 %	20,2 %	17,9 %	21,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	199,6 %	237,5 %	280,8 %	309,6 %	376,5 %	327,6 %	338,3 %
Vorratsumschlag	3,8 x	4,3 x	3,6 x	3,5 x	3,5 x	3,7 x	3,7 x
Receivables collection period (Tage)	44	30	39	41	50	44	45
Payables payment period (Tage)	42	24	28	28	27	25	25
Cash conversion cycle (Tage)	65	67	85	79	84	81	81

**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR**Free Cash Flow Generation****Working Capital**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („die Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

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

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

**QUELLEN**

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



### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

### Hinweis gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Blue Cap	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.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.

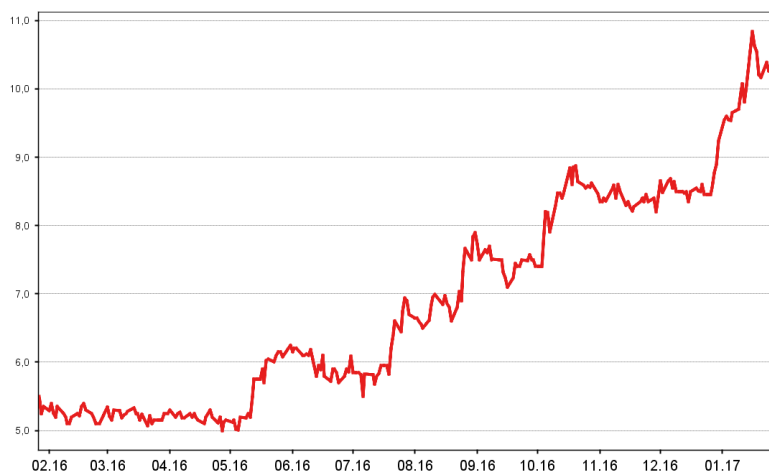
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	119	62
Halten	68	35
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	1	1
<b>Gesamt</b>	<b>193</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	27	71
Halten	10	26
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>38</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [26.01.2017]**


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

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

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

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

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

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

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Henrik Paganetty** +49 40 309537-185  
Telecommunications hpaganetty@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Elyaz Dust** +49 40 3282-2702  
Sales Trading edust@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

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

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research [research.mmwarburg.com/en/index.html](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

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

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com