

<b>Buy</b> <b>EUR 22,50</b> (EUR 20,60) Kurs <b>EUR 17,90</b> <b>Upside 25,7 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 22,45 FCF-Value Potential 20-21: 18,43 SotP: 0,00	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: IBU GR Reuters: IBU.DE ISIN: DE000A0XYHT5	<b>Beschreibung:</b> IBU-tec bietet Dienstleistungen rund um die thermische Behandlung von Feststoffen an
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 71,60 Aktienanzahl (Mio.): 4,00 EV: 86,95 Freefloat MC: 22,20 Ø Trad. Vol. (30T): 9,08 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 31,0 % Familie Weitz 39,7 % Vorstand (inkl. CEO Weitz) 29,3 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2019e Beta: 1,5 KBV: 2,2 x EK-Quote: 53 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,0 x Net Debt / EBITDA: 2,0 x

## Massives Wachstum bei Batteriematerialien steigert die H1-Zahlen

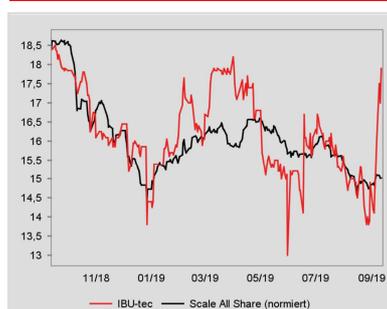
<b>Stated Figures H1 2019:</b>	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b>																								
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>H1 2019 yoy</th> <th>H1 2019e</th> <th>H1 2018 pro forma*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sales (m EUR)</td> <td>27.55 19.2%</td> <td>24.13</td> <td>23.12</td> </tr> <tr> <td>EBITDA (m EUR)</td> <td>3.76 41.4%</td> <td>3.51</td> <td>2.66</td> </tr> <tr> <td>EBIT (m EUR)</td> <td>1.52 137.5%</td> <td>1.30</td> <td>0.64</td> </tr> <tr> <td>Net income (m EUR)</td> <td>0.84 -28.8%</td> <td>0.83</td> <td>1.18</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>0.21 -30.0%</td> <td>0.20</td> <td>0.30</td> </tr> </tbody> </table> <p>*as if the acquisition of BNT chemicals had already happened on 1.1.2018 to allow for a higher level of comparison</p>		H1 2019 yoy	H1 2019e	H1 2018 pro forma*	Sales (m EUR)	27.55 19.2%	24.13	23.12	EBITDA (m EUR)	3.76 41.4%	3.51	2.66	EBIT (m EUR)	1.52 137.5%	1.30	0.64	Net income (m EUR)	0.84 -28.8%	0.83	1.18	EPS	0.21 -30.0%	0.20	0.30	<ul style="list-style-type: none"> <li>IBU-tec hat H1-Zahlen vorgelegt, die in Bezug auf Umsatz und EBITDA über den Schätzungen von WR lagen, aber den Erwartungen für das Nettoergebnis entsprachen.</li> <li>Der Umsatz wurde hauptsächlich durch einen massiven Ausbau der Batteriematerialien-Aktivitäten getragen, die einen mittleren einstelligen Millionen-Euro-Betrag beitrugen und um 150% ggü. Vj. zulegten.</li> <li>Wie erwartet konnte IBU-tec erste Synergien aus der Integration der am 30.6.2018 erworbenen BNT Chemicals realisieren.</li> <li>Das Unternehmen bestätigte seine GJ 2019-Prognose für einen Umsatz in einer Bandbreite von EUR 50-53 Mio. und ein EBITDA am oberen Ende der ursprünglich kommunizierten Spanne von EUR 7,2-7,5 Mio.</li> </ul>
	H1 2019 yoy	H1 2019e	H1 2018 pro forma*																						
Sales (m EUR)	27.55 19.2%	24.13	23.12																						
EBITDA (m EUR)	3.76 41.4%	3.51	2.66																						
EBIT (m EUR)	1.52 137.5%	1.30	0.64																						
Net income (m EUR)	0.84 -28.8%	0.83	1.18																						
EPS	0.21 -30.0%	0.20	0.30																						

Die Performance des "alten" IBU-tec-Geschäfts lag über den Erwartungen, da der Umsatz im Batteriematerialien-Geschäft in H1 2019 um 150% gegenüber dem Vorjahr stieg. Das Batteriematerialien-Geschäft sollte daher im GJ 2019 den Rückgang im mobilen Katalysatorgeschäft mehr als ausgleichen, der sich seit den ersten Auswirkungen der Dieselkrise im Jahr 2017 negativ auf die Zahlen von IBU-tec auswirkt. Die positive Entwicklung in H1 2019 spiegelt darüber hinaus auch die erfolgreiche Integration der am 30.6.2018 erworbenen BNT Chemicals wider. Das Unternehmen sollte in der Lage sein, in den Jahren 2019 und 2020 weitere Synergien zu erschließen und damit die EBITDA-Marge zu verbessern.

Das Batteriematerialien-Geschäft dürfte kurz- und mittelfristig der wichtigste Treiber für das Umsatz- und Ergebniswachstum von IBU-tec werden. Da das Unternehmen sowohl für Kathoden als auch für Anoden Materialien liefert, nicht nur für Lithium-Ionen-Batterien, sondern auch für eine Vielzahl anderer Batterietypen, wird es vom weltweiten Anstieg in der Elektromobilität und der stationären Energiespeicherung profitieren. Ein führender südkoreanischer Batterielieferant begann 2019, die Batteriematerialien von IBU-tec als Rohstoff für die Produktion zu verwenden. Angesichts der kontinuierlich steigenden Nachfrage dieses und anderer Kunden sollte der Batteriematerialienabsatz von IBU-tec in den kommenden Jahren deutlich steigen. Dieser erwartete Mengenanstieg sollte keine zusätzlichen Investitionen auslösen, da die bestehenden Produktionskapazitäten von IBU-tec das bis zu zehnfache der aktuellen Produktionsmenge bewältigen können.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen unser Kursziel auf EUR 22,50 (basierend auf einer DCF-Berechnung).

<b>Schätzungsänderungen:</b>	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b>																																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2019e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2020e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2021e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Umsatz</b></td> <td>52,77</td> <td>0,0 %</td> <td>58,41</td> <td>0,0 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT</b></td> <td>2,38</td> <td>21,8 %</td> <td>4,28</td> <td>5,3 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>EPS</b></td> <td>0,36</td> <td>9,7 %</td> <td>0,73</td> <td>-11,6 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>DPS</b></td> <td>0,18</td> <td>11,1 %</td> <td>0,20</td> <td>25,0 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td><b>Nettoverschuld</b></td> <td>6,56</td> <td>134,1 %</td> <td>3,24</td> <td>303,3 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -	<b>Umsatz</b>	52,77	0,0 %	58,41	0,0 %	n.a.	n.m.	<b>EBIT</b>	2,38	21,8 %	4,28	5,3 %	n.a.	n.m.	<b>EPS</b>	0,36	9,7 %	0,73	-11,6 %	n.a.	n.m.	<b>DPS</b>	0,18	11,1 %	0,20	25,0 %	n.a.	n.m.	<b>Nettoverschuld</b>	6,56	134,1 %	3,24	303,3 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schätzungsänderungen reflektieren vor allem die Auswirkungen der berichteten Zahlen sowie geringfügige Änderungen, die sich aus leicht angepassten Annahmen bezüglich des Abschreibungsniveaus und der Steuerquote ergeben.</li> <li>Die geschätzten Nettoverschuldungszahlen stiegen aufgrund des höheren als ursprünglich erwarteten Kapitalbedarfs im Umlaufvermögen durch die vollständigen Konsolidierung von BNT Chemicals ab dem 1.1.2019.</li> </ul>
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -	2021e (alt)	+ / -																																					
<b>Umsatz</b>	52,77	0,0 %	58,41	0,0 %	n.a.	n.m.																																					
<b>EBIT</b>	2,38	21,8 %	4,28	5,3 %	n.a.	n.m.																																					
<b>EPS</b>	0,36	9,7 %	0,73	-11,6 %	n.a.	n.m.																																					
<b>DPS</b>	0,18	11,1 %	0,20	25,0 %	n.a.	n.m.																																					
<b>Nettoverschuld</b>	6,56	134,1 %	3,24	303,3 %	n.a.	n.m.																																					

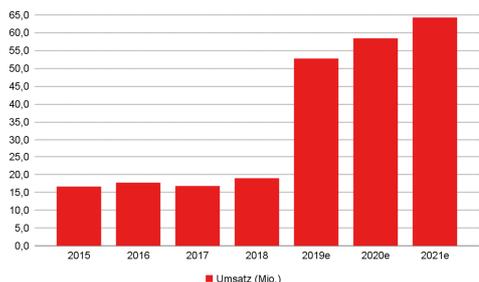


<b>Rel. Performance vs Scale All</b>	
1 Monat:	19,6 %
6 Monate:	7,9 %
Jahresverlauf:	22,4 %
Letzte 12 Monate:	15,2 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
1 Monat:	19,6 %
6 Monate:	7,9 %
Jahresverlauf:	22,4 %
Letzte 12 Monate:	15,2 %

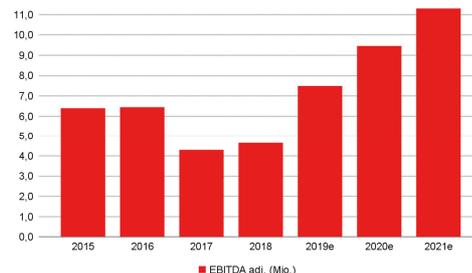
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-21e)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	50,1 %	16,65	17,74	16,81	18,98	52,77	58,41	64,25
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		32,8 %	6,6 %	-5,3 %	12,9 %	178,0 %	10,7 %	10,0 %
<b>Rohrtragsmarge</b>		92,9 %	92,5 %	90,9 %	88,0 %	50,7 %	49,1 %	49,0 %
<b>EBITDA</b>	34,4 %	6,40	6,20	2,66	4,65	7,49	9,46	11,30
<b>Marge</b>		38,4 %	35,0 %	15,9 %	24,5 %	14,2 %	16,2 %	17,6 %
<b>EBIT</b>	46,6 %	4,64	4,14	0,36	2,05	2,90	4,51	6,46
<b>Marge</b>		27,9 %	23,3 %	2,1 %	10,8 %	5,5 %	7,7 %	10,1 %
<b>Nettoergebnis</b>	39,9 %	3,14	2,83	0,17	1,41	1,58	2,58	3,87
<b>EPS</b>	39,9 %	1,05	0,94	0,04	0,35	0,39	0,64	0,97
<b>EPS adj.</b>	39,9 %	1,05	1,02	0,45	0,35	0,39	0,64	0,97
<b>DPS</b>	14,5 %	0,00	0,00	0,13	0,20	0,20	0,25	0,30
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	n.a.	0,7 %	1,2 %	1,1 %	1,4 %	1,7 %
<b>FCFPS</b>		0,70	-0,31	-0,34	-5,85	-0,52	0,99	1,28
<b>FCF / Marktka.</b>		n.a.	n.a.	-2,0 %	-8,1 %	-2,2 %	5,5 %	7,1 %
<b>EV / Umsatz</b>		n.a.	n.a.	3,4 x	4,2 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	21,7 x	17,1 x	11,6 x	9,0 x	7,2 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	162,2 x	38,7 x	30,0 x	18,8 x	12,6 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	413,6 x	48,6 x	45,4 x	27,8 x	18,5 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	39,0 x	48,6 x	45,4 x	27,8 x	18,5 x
<b>FCF Potential Yield</b>		n.a.	n.a.	2,3 %	2,8 %	5,2 %	7,2 %	8,9 %
<b>Nettoverschuldung</b>		0,37	1,95	-12,69	10,73	15,35	13,05	9,82
<b>ROCE (NOPAT)</b>		27,5 %	20,6 %	1,2 %	4,7 %	4,0 %	6,2 %	9,0 %
<b>Guidance:</b>		GJ 2019: EBITDA EUR 7.2-7.5 Mio., Umsatz EUR 50-53 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA (bereinigt)**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

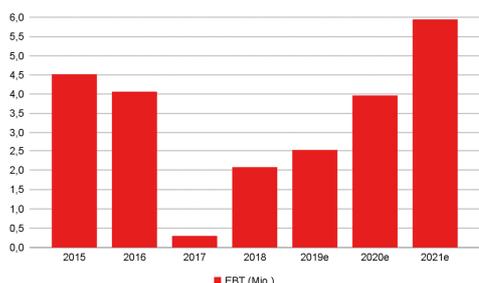
**Unternehmenshintergrund**

- Das Weimarer Unternehmen IBU-tec wurde 1885 als Hersteller von Dekorsteinen aus Travertin und Werksteinen aus Branntkalk gegründet.
- 1975 übernahm das Weimarer SKET-Institut das Werksgelände und nutzte es als Pilotanlage, woraufhin auch der erste Drehrohfen gebaut wurde. Analytik, Versuche und Messungen gehören zu den Kernkompetenzen.
- Nach der deutschen Wiedervereinigung folgte 1993 die Privatisierung. 2001 wurde mit Ulrich Weitz als CEO mit der Katalysatorforschung begonnen. 2017 erfolgte der Börsengang.
- 2018 gab IBU-tec die Akquisition des Herstellers von organometallischen Verbindungen, BNT Chemicals (Bitterfeld), bekannt und erwarb einen Standort zum Bau einer neuen Produktionsanlage in Bitterfeld.
- Zum ersten Halbjahr 2018 beschäftigt IBU-tec ca. 150 Mitarbeiter, betreibt 16 Drehrohfen, 8 Pulsationsreaktoren sowie Anlagen zur Vor- und Nachbehandlung von Feststoffen.

**Wettbewerbsqualität**

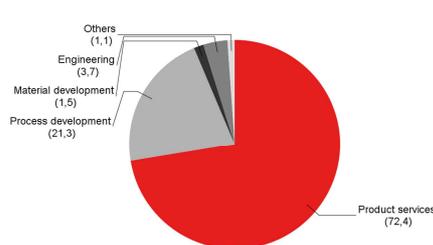
- Das Unternehmen bietet F&E-Kapazitäten, Dienstleistungen und Lohnfertigung für die thermische Behandlung anorganischer Stoffe an.
- Nach der Akquisition von BNT Chemicals wird mit dem Ausbau in vorgelagerte Tätigkeiten der Stoffbearbeitung, z.B. der Vorbereitung der entsprechenden Stoffe, einschließlich Flüssigkeitshandling, begonnen.
- Das Unternehmen ist Dienstleister für ein breites Spektrum an Kundenbranchen, u.a. Batteriewerkstoffanbieter, Hersteller von mobilen Katalysatoren, Implantathersteller.
- Konstant hohe Qualität bezüglich Reinheit und Struktur der behandelten Stoffe machen IBU-tec zu einem attraktiven Zulieferer, da z.B. im Batteriebereich die Leistungsfähigkeit entscheidend von den Materialien abhängt.
- Als Anbieter von Dienstleistungen und Produktionskapazitäten konkurriert das Unternehmen größtenteils mit der eigenen F&E der Kunden und ihren entsprechenden Produktionsanlagen.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



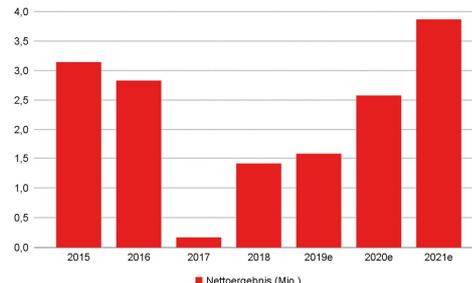
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2018; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	
Umsatz	52,77	58,41	64,25	70,04	76,34	83,21	90,70	98,86	107,26	115,85	124,53	133,25	141,91	
Umsatzwachstum	178,0 %	10,7 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	1,0 %
EBIT	2,90	4,51	6,46	7,12	7,99	8,96	10,04	11,24	12,52	13,75	14,91	15,96	16,99	
EBIT-Marge	5,5 %	7,7 %	10,1 %	10,2 %	10,5 %	10,8 %	11,1 %	11,4 %	11,7 %	11,9 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	
Steuerquote (EBT)	37,5 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	1,81	2,93	4,20	4,63	5,20	5,83	6,53	7,31	8,14	8,94	9,69	10,37	11,05	
Abschreibungen	4,59	4,95	4,84	5,13	5,44	5,77	6,10	6,45	6,79	7,10	7,50	8,03	8,55	
Abschreibungsquote	8,7 %	8,5 %	7,5 %	7,3 %	7,1 %	6,9 %	6,7 %	6,5 %	6,3 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	10,95	1,12	1,13	1,09	1,15	1,22	1,30	1,37	1,34	1,30	1,23	1,15	1,26	
- Investitionen	4,00	4,00	4,00	4,29	4,60	5,01	5,46	5,96	6,46	6,98	7,50	8,03	8,55	
Investitionsquote	7,6 %	6,8 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Sonstiges	-6,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,04	2,76	3,90	4,39	4,88	5,35	5,87	6,43	7,12	7,76	8,46	9,22	9,79	11
Barwert FCF	-2,00	2,52	3,30	3,44	3,55	3,61	3,67	3,73	3,83	3,87	3,92	3,96	3,90	64
Anteil der Barwerte	3,62 %			35,65 %										60,73 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	30,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	3,3 %	Liquidität (Akte)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	1,00
<b>WACC</b>	<b>7,80 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,50</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031e	41		
Terminal Value	64		
Zinstr. Verbindlichkeiten	16		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	0	Aktienzahl (Mio.)	4,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>90</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>22,45</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	-0,8 pp	-0,5 pp	-0,3 pp	+0,0 pp	+0,3 pp	+0,5 pp	+0,8 pp		
1,76	8,8 %	17,15	17,49	17,85	18,24	18,65	19,09	19,56	1,76	8,8 %	16,61	17,15	17,69	18,24	18,78	19,32	19,87
1,63	8,3 %	18,88	19,29	19,72	20,19	20,69	21,22	21,80	1,63	8,3 %	18,43	19,02	19,60	20,19	20,78	21,36	21,95
1,56	8,1 %	19,84	20,29	20,76	21,28	21,83	22,42	23,06	1,56	8,1 %	19,45	20,06	20,67	21,28	21,89	22,50	23,11
1,50	7,8 %	20,86	21,36	21,88	<b>22,45</b>	23,06	23,72	24,43	1,50	7,8 %	20,54	21,18	21,81	<b>22,45</b>	23,08	23,72	24,36
1,44	7,6 %	21,96	22,51	23,09	23,72	24,39	25,12	25,92	1,44	7,6 %	21,73	22,39	23,05	23,72	24,38	25,04	25,71
1,37	7,3 %	23,15	23,75	24,39	25,09	25,84	26,66	27,55	1,37	7,3 %	23,01	23,70	24,39	25,09	25,78	26,47	27,17
1,24	6,8 %	25,80	26,54	27,34	28,21	29,15	30,18	31,32	1,24	6,8 %	25,92	26,68	27,44	28,21	28,97	29,73	30,49

- Betawert des Unternehmens reflektiert eingeschränkte Liquidität (strategische Investoren halten mehr als 69% der Aktien)

## Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,14	2,83	0,17	1,41	1,58	2,58	3,87	
+ Abschreibung + Amortisation	1,76	2,07	2,31	2,60	4,59	4,95	4,84	
- Zinsergebnis (netto)	-0,12	-0,07	-0,06	0,02	-0,37	-0,54	-0,51	
- Erhaltungsinvestitionen	1,14	1,18	1,20	1,77	2,00	2,00	2,00	
+ Sonstiges	0,00	1,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>3,88</b>	<b>4,97</b>	<b>1,34</b>	<b>2,22</b>	<b>4,54</b>	<b>6,07</b>	<b>7,22</b>	
FCF Potential Yield (on market EV)	n/a	n/a	2,3 %	2,8 %	5,2 %	7,2 %	8,9 %	
WACC	7,80 %	7,80 %	7,80 %	7,80 %	7,80 %	7,80 %	7,80 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>57,73</b>	<b>79,35</b>	<b>86,95</b>	<b>84,65</b>	<b>81,42</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>49,69</b>	<b>63,72</b>	<b>17,16</b>	<b>28,45</b>	<b>58,25</b>	<b>77,80</b>	<b>92,53</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	10,73	10,73	10,73	10,73	15,35	13,05	9,82	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>38,96</b>	<b>52,99</b>	<b>6,44</b>	<b>17,72</b>	<b>42,91</b>	<b>64,75</b>	<b>82,71</b>	
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,00	3,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>12,99</b>	<b>17,66</b>	<b>1,61</b>	<b>4,43</b>	<b>10,73</b>	<b>16,19</b>	<b>20,68</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					-40,1 %	-9,6 %	15,5 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,80 %	6,29	8,82	0,42	2,46	6,68	10,78	14,25
	9,80 %	7,20	10,00	0,73	2,98	7,75	12,22	15,96
	8,80 %	8,33	11,44	1,12	3,62	9,07	13,98	18,05
WACC	<b>7,80 %</b>	<b>9,74</b>	<b>13,25</b>	<b>1,61</b>	<b>4,43</b>	<b>10,73</b>	<b>16,19</b>	<b>20,68</b>
	6,80 %	11,57	15,59	2,24	5,48	12,87	19,05	24,08
	5,80 %	14,02	18,74	3,09	6,88	15,75	22,89	28,65
	4,80 %	17,50	23,20	4,29	8,88	19,83	28,34	35,14

■ Historische Volatilität der Wertindikation aufgrund zyklischer operativer Entwicklung, Portfolioveränderungen

## Wertermittlung

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
KBV	n.a.	n.a.	2,3 x	2,2 x	2,2 x	2,1 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,79	4,50	7,42	7,70	6,75	7,33	8,16
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	3,4 x	4,2 x	1,6 x	1,4 x	1,3 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	21,7 x	17,1 x	11,6 x	9,0 x	7,2 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	162,2 x	38,7 x	30,0 x	18,8 x	12,6 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	29,0 x	38,7 x	30,0 x	18,8 x	12,6 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,1 x	14,0 x
KGV	n.a.	n.a.	413,6 x	48,6 x	45,4 x	27,8 x	18,5 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	39,0 x	48,6 x	45,4 x	27,8 x	18,5 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,7 %	1,2 %	1,1 %	1,4 %	1,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	n.a.	n.a.	2,3 %	2,8 %	5,2 %	7,2 %	8,9 %

\*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sondererträge/-verluste

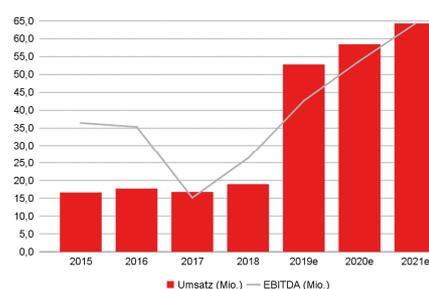
GuV							
In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>16,65</b>	<b>17,74</b>	<b>16,81</b>	<b>18,98</b>	<b>52,77</b>	<b>58,41</b>	<b>64,25</b>
Veränd. Umsatz yoy	32,8 %	6,6 %	-5,3 %	12,9 %	178,0 %	10,7 %	10,0 %
Bestandsveränderungen	0,14	0,14	0,26	0,26	1,00	0,15	0,15
Aktiviere Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamterlöse</b>	<b>16,80</b>	<b>17,88</b>	<b>17,07</b>	<b>19,25</b>	<b>53,77</b>	<b>58,56</b>	<b>64,40</b>
Materialaufwand	1,33	1,47	1,78	2,54	27,00	29,91	32,89
<b>Rohertrag</b>	<b>15,47</b>	<b>16,41</b>	<b>15,29</b>	<b>16,70</b>	<b>26,77</b>	<b>28,65</b>	<b>31,51</b>
<b>Rohtragsmarge</b>	<b>92,9 %</b>	<b>92,5 %</b>	<b>90,9 %</b>	<b>88,0 %</b>	<b>50,7 %</b>	<b>49,1 %</b>	<b>49,0 %</b>
Personalaufwendungen	6,81	7,63	8,31	9,14	12,84	13,59	14,34
Sonstige betriebliche Erträge	0,53	0,85	0,62	0,76	0,82	0,89	0,98
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,79	3,19	3,30	3,67	7,26	6,50	6,85
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	-0,24	-1,64	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>6,40</b>	<b>6,20</b>	<b>2,66</b>	<b>4,65</b>	<b>7,49</b>	<b>9,46</b>	<b>11,30</b>
<b>Marge</b>	<b>38,4 %</b>	<b>35,0 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>24,5 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>17,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,76	2,07	2,31	2,60	4,59	4,95	4,84
<b>EBITA</b>	<b>4,64</b>	<b>4,14</b>	<b>0,36</b>	<b>2,05</b>	<b>2,90</b>	<b>4,51</b>	<b>6,46</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>4,64</b>	<b>4,14</b>	<b>0,36</b>	<b>2,05</b>	<b>2,90</b>	<b>4,51</b>	<b>6,46</b>
<b>Marge</b>	<b>27,9 %</b>	<b>23,3 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>10,1 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>4,64</b>	<b>4,38</b>	<b>1,99</b>	<b>2,05</b>	<b>2,90</b>	<b>4,51</b>	<b>6,46</b>
Zinserträge	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,01	0,01
Zinsaufwendungen	0,12	0,07	0,06	0,08	0,38	0,55	0,52
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>4,52</b>	<b>4,06</b>	<b>0,30</b>	<b>2,08</b>	<b>2,52</b>	<b>3,97</b>	<b>5,95</b>
<b>Marge</b>	<b>27,1 %</b>	<b>22,9 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>9,3 %</b>
Steuern gesamt	1,38	1,23	0,13	0,66	0,95	1,39	2,08
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,14</b>	<b>2,83</b>	<b>0,17</b>	<b>1,41</b>	<b>1,58</b>	<b>2,58</b>	<b>3,87</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,14</b>	<b>2,83</b>	<b>0,17</b>	<b>1,41</b>	<b>1,58</b>	<b>2,58</b>	<b>3,87</b>
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,14</b>	<b>2,83</b>	<b>0,17</b>	<b>1,41</b>	<b>1,58</b>	<b>2,58</b>	<b>3,87</b>
<b>Marge</b>	<b>18,9 %</b>	<b>16,0 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>6,0 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,00	3,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
<b>EPS</b>	<b>1,05</b>	<b>0,94</b>	<b>0,04</b>	<b>0,35</b>	<b>0,39</b>	<b>0,64</b>	<b>0,97</b>
EPS adj.	1,05	1,02	0,45	0,35	0,39	0,64	0,97

\*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sondererträge/-verluste

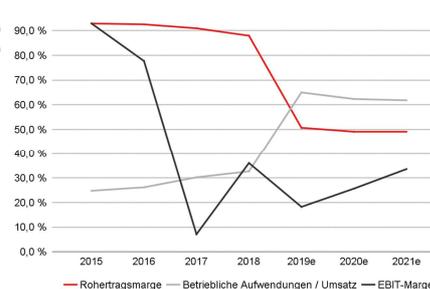
Guidance: GJ 2019: EBITDA EUR 7.2-7.5 Mio., Umsatz EUR 50-53 Mio.

Kennzahlen							
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	24,8 %	26,2 %	30,2 %	32,7 %	64,9 %	62,3 %	61,9 %
Operating Leverage	2,4 x	-1,6 x	17,3 x	36,8 x	0,2 x	5,2 x	4,3 x
EBITDA / Interest expenses	52,9 x	84,0 x	47,3 x	60,5 x	19,9 x	17,3 x	21,7 x
Steuerquote (EBT)	30,4 %	30,4 %	43,3 %	32,0 %	37,5 %	35,0 %	35,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	305,5 %	56,7 %	50,8 %	38,8 %	31,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	113.744	n.a.	9.492.167	n.a.	n.a.	n.a.

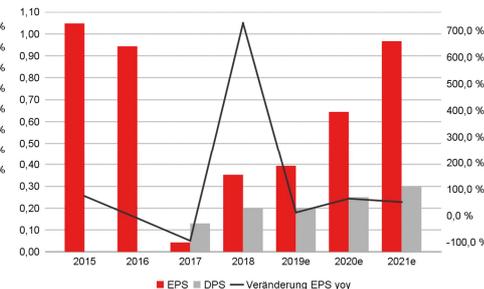
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

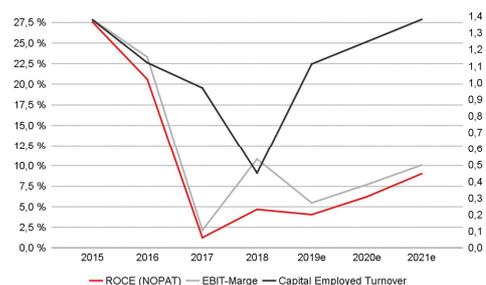
**Bilanz**

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,34	0,39	0,38	0,52	5,07	4,56	4,11
davon übrige imm. VG	0,34	0,39	0,38	0,52	2,57	2,31	2,08
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,25	2,03
Sachanlagen	13,83	16,41	16,23	22,28	34,73	34,04	33,43
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,00	6,61	0,00	0,00	0,00
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Anlagevermögen</b>	<b>14,17</b>	<b>16,81</b>	<b>16,61</b>	<b>29,41</b>	<b>39,80</b>	<b>38,60</b>	<b>37,54</b>
Vorräte	0,00	0,00	0,32	0,83	9,82	10,52	11,22
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,96	2,14	2,61	3,18	8,34	9,23	10,15
Liquide Mittel	2,98	2,10	15,72	0,15	0,44	0,56	1,20
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,27	0,37	0,66	12,92	2,62	2,81	2,99
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>5,21</b>	<b>4,61</b>	<b>19,31</b>	<b>17,08</b>	<b>21,21</b>	<b>23,11</b>	<b>25,56</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>19,38</b>	<b>21,42</b>	<b>35,92</b>	<b>46,49</b>	<b>61,02</b>	<b>61,71</b>	<b>63,10</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	3,00	3,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Kapitalrücklage	1,05	1,31	3,13	3,28	3,37	3,58	3,93
Gewinnrücklagen	6,36	7,96	19,02	19,94	20,50	21,80	23,89
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,31	1,63	3,91	4,10	4,21	4,48	4,91
Buchwert	11,72	13,90	30,06	31,31	32,08	33,86	36,73
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,72</b>	<b>13,90</b>	<b>30,06</b>	<b>31,31</b>	<b>32,08</b>	<b>33,86</b>	<b>36,73</b>
Rückstellungen gesamt	2,60	2,66	2,10	2,89	4,22	4,52	4,83
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	3,35	4,06	3,03	10,88	15,79	13,61	11,02
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,74	0,95	0,78	7,32	11,00	11,79	9,07
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,05	0,40	0,51	1,23	4,43	4,91	5,40
Sonstige Verbindlichkeiten	0,62	0,38	0,21	0,18	4,39	4,70	5,01
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,62</b>	<b>7,49</b>	<b>5,86</b>	<b>15,18</b>	<b>28,83</b>	<b>27,74</b>	<b>26,26</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>19,34</b>	<b>21,39</b>	<b>35,92</b>	<b>46,49</b>	<b>60,92</b>	<b>61,61</b>	<b>62,99</b>

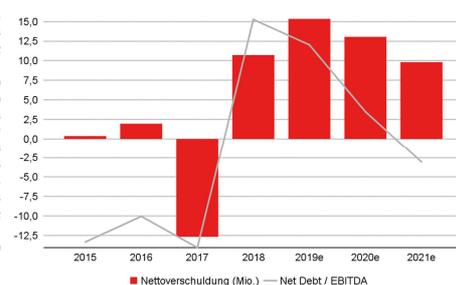
**Kennzahlen**

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,1 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x
Capital Employed Turnover	1,4 x	1,1 x	1,0 x	0,5 x	1,1 x	1,2 x	1,4 x
ROA	22,2 %	16,8 %	1,0 %	4,8 %	4,0 %	6,7 %	10,3 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	27,5 %	20,6 %	1,2 %	4,7 %	4,0 %	6,2 %	9,0 %
ROE	30,1 %	22,1 %	0,8 %	4,6 %	5,0 %	7,8 %	11,0 %
Adj. ROE	30,1 %	24,0 %	8,2 %	4,6 %	5,0 %	7,8 %	11,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	0,37	1,95	-12,69	10,73	15,35	13,05	9,82
Nettofinanzverschuldung	0,37	1,95	-12,69	10,73	15,35	13,05	9,82
Net Gearing	3,2 %	14,1 %	-42,2 %	34,3 %	47,8 %	38,5 %	26,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	5,8 %	31,5 %	n.a.	230,6 %	204,9 %	138,0 %	86,9 %
Buchwert je Aktie	3,9	4,6	7,5	7,8	8,0	8,5	9,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,8	4,5	7,4	7,7	6,8	7,3	8,2

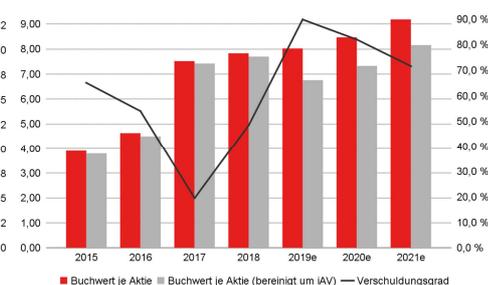
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

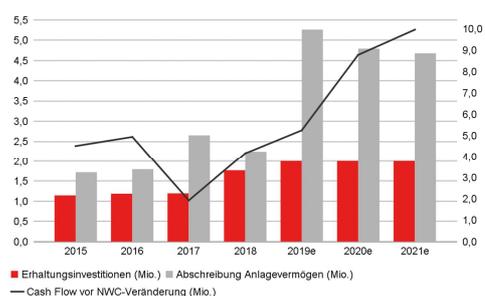
**Cash flow**

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,14	2,83	0,17	1,41	1,58	2,58	3,87
Abschreibung Anlagevermögen	1,72	1,79	2,65	2,25	5,26	4,79	4,68
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,04	0,27	-0,34	0,35	-0,67	0,16	0,16
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,04	0,27	-0,34	0,35	-0,67	0,16	0,16
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,42	-0,22	-0,20	-0,19	-0,25	1,10	1,10
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>4,51</b>	<b>4,95</b>	<b>1,94</b>	<b>4,18</b>	<b>5,25</b>	<b>8,79</b>	<b>9,96</b>
Veränderung Vorräte	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,99	-0,70	-0,70
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,91	-0,28	-1,08	-1,55	1,14	-1,08	-1,11
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14	0,14
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,73	-0,90	-0,09	0,68	0,01	0,79	0,81
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,17	-1,18	-1,16	-0,87	-2,84	-0,84	-0,86
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>4,34</b>	<b>3,77</b>	<b>0,78</b>	<b>3,31</b>	<b>2,41</b>	<b>7,95</b>	<b>9,11</b>
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-2,29	-4,74	-2,17	-8,84	-4,00	-4,00	-4,00
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,50	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	6,62	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,04	0,03	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-2,25</b>	<b>-4,71</b>	<b>-2,13</b>	<b>-26,70</b>	<b>-4,50</b>	<b>-4,00</b>	<b>-4,00</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,24	0,71	-1,02	7,85	4,91	-2,17	-2,59
Dividende Vorjahr	-0,60	-0,65	-0,51	-0,16	-0,80	-0,80	-1,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	0,00	16,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	0,16	0,00	0,00	0,14	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,06</b>	<b>14,97</b>	<b>7,82</b>	<b>4,11</b>	<b>-2,97</b>	<b>-3,59</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>1,89</b>	<b>-0,88</b>	<b>13,62</b>	<b>-15,57</b>	<b>2,02</b>	<b>0,97</b>	<b>1,51</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	2,98	2,10	15,72	0,15	0,44	0,56	1,20

**Kennzahlen**

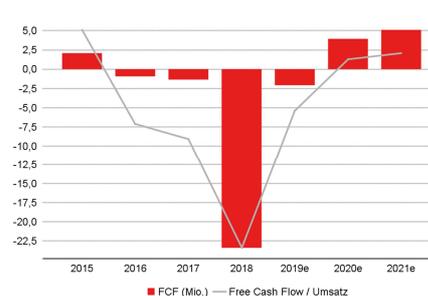
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	2,09	-0,93	-1,35	-23,39	-2,09	3,95	5,11
Free Cash Flow / Umsatz	12,3 %	-5,4 %	-8,3 %	-29,1 %	-3,0 %	6,8 %	7,9 %
Free Cash Flow Potential	3,88	4,97	1,34	2,22	4,54	6,07	7,22
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	65,3 %	-34,1 %	-819,2 %	-392,1 %	-100,6 %	153,1 %	132,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,1 %	0,0 %	1,3 %	0,7 %	1,1 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,7 %	2,0 %	1,6 %	1,1 %	2,8 %	3,7 %	4,2 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	13,7 %	26,7 %	12,9 %	46,6 %	7,6 %	6,8 %	6,2 %
Maint. Capex / Umsatz	6,9 %	6,7 %	7,1 %	9,3 %	3,8 %	3,4 %	3,1 %
CAPEX / Abschreibungen	130,2 %	229,2 %	94,1 %	339,9 %	87,1 %	80,8 %	82,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	4,6 %	7,5 %	12,4 %	13,7 %	15,6 %	24,4 %	24,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	187,1 %	538,6 %	508,9 %	257,5 %	188,1 %	188,1 %	188,1 %
Vorratsumschlag	1330,0 x	1490,0 x	5,6 x	3,1 x	2,8 x	2,8 x	2,9 x
Receivables collection period (Tage)	43	44	57	61	58	58	58
Payables payment period (Tage)	287	99	105	177	60	60	60
Cash conversion cycle (Tage)	-244	-54	16	3	130	126	122

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



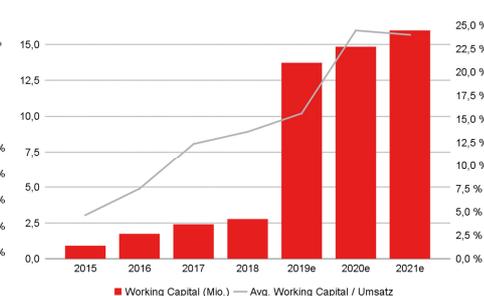
Quelle: Warburg Research

**Free Cash Flow Generation**



Quelle: Warburg Research

**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) 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 ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („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 Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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

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

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

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt 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 der Warburg-Gruppe.

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. § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
IBU-tec	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0XYHT5.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0XYHT5.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**

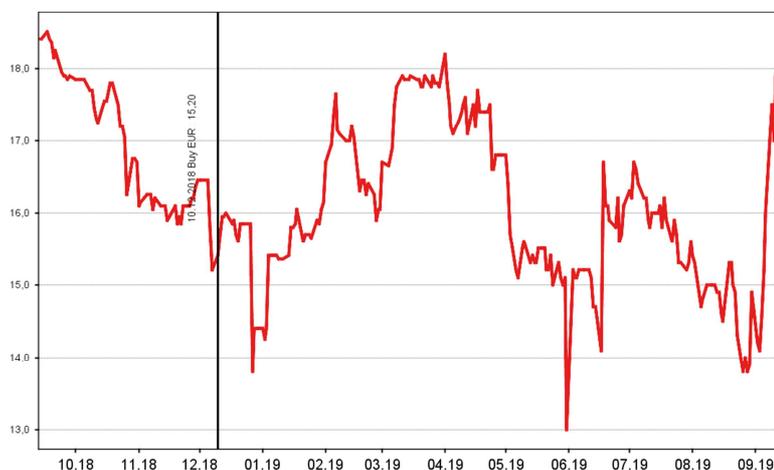
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	119	60
Halten	68	34
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>199</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	32	78
Halten	7	17
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
<b>Gesamt</b>	<b>41</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IBU-TEC] AM [12.09.2019]**



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

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@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

**Jan Bauer** +40 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +40 40 309537-240  
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation 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

**Marius Fuhrberg** +49 40 309537-185  
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

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

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

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

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

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

**Franz Schall** +40 40 309537-230  
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

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

**Patrick Schmidt** +49 40 309537-125  
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

**Cansu Tatar** +49 40 309537-248  
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

**Robert-Jan van der Horst** +49 40 309537-290  
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

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

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

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

**Alexander Eschweiler** +49 40 3282-2669  
Germany aeschweiler@mmwarburg.com

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

**Tobias Hald** +49 40 3282-2695  
United Kingdom thald@mmwarburg.com

**Juliane Niemann** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

## SALES TRADING

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

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

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

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

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

**Jan Walter** +49 40 3282-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

## MACRO RESEARCH

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

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

## Our research can be found under:

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

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

## For access please contact:

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

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