

| | | | |
|---|--|--|--|
| Sell EUR 14,00 Kurs EUR 14,94 Downside -6,3 % | Wertindikatoren: EUR DCF: 14,40 FCF-Value Potential 15e: 14,00 | Aktien Daten: Bloomberg: I3M GR Reuters: I3MG ISIN: DE000A0BLCV5 | Beschreibung: Beschichtung von Oberflächen mit eigenen Verfahren für industrielle Kunden |
| | Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 126,9 Aktienanzahl (Mio.): 8,5 EV: 174,8 Freefloat MC: 56,3 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 254,11 | Aktionäre: Freefloat 44,4 % Claassen Family 30,0 % Müller & Sohn AG 25,6 % | Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,4 KBV: 2,2 x EK-Quote: 43 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,0 x Net Debt / EBITDA: 2,1 x |

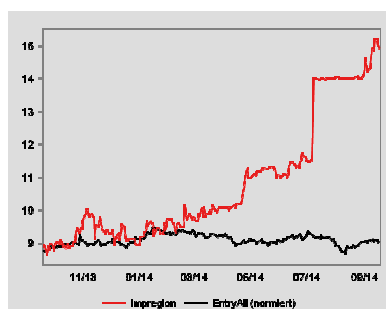
Squeeze-Out-Spekulation nach erfolgreichem Angebot unter Risiko

Aalberts Industries gab nach Ablauf der ersten Annahmefrist die erfolgreiche Durchführung des Angebots bekannt. Zum Ende der Annahmefrist wurden 6,37 Mio. Aktien (75% vom Grundkapital) und 98 Tsd. der ausstehenden Teilschuldverschreibungen (66% des ausstehenden Volumens) angedient. Weiterhin wurden durch Parallelerwerbe weitere 0,96 Mio. Aktien (11%) und 27 Tsd. Teilschuldverschreibungen (18%) erworben. Damit verfügt Aalberts in Summe über 86% der ausstehenden Aktien und 84% der ausstehenden Wandelanleihen. Aalberts gab zudem die Verlängerung der Annahmefrist bis zum 26. September bekannt.

Squeeze-Out-Spekulation steht unter dem Risiko des „kalten“ Delistings: Es ist davon auszugehen, dass Aalberts Impreglon zur Integration in den eigenen Konzern vollständig übernehmen will und ein Delisting anstrebt. Vor dem Hintergrund dieser Spekulation auf einen Squeeze-Out ist der Kurs der Impreglon-Aktie und der Wandelanleihe seit dem Ablauf der ersten Annahmefrist weiter angestiegen.

Allerdings sollte die mittlerweile geänderte Rechtslage bedacht werden. Der BGH hat am 08.10.2013 entschieden, dass ein Delisting von Aktien eines Unternehmens ohne gleichzeitiges Abfindungsangebot nicht in die Aktionärsrechte eingreift und somit zulässig ist. Unabhängig hiervon kann Impreglon durch die Notiz im Segment m:access von einem Delisting ohne Probleme gebrauch machen. Hierzu bedarf es in beiden Fällen lediglich eines Vorstandsbeschlusses (kein Aufsichtsratsbeschluss oder HV-Beschluss notwendig). In einem solchen Szenario kann die Börsennotiz mit einer Frist von 3-6 Monaten beendet werden. Vergleichbare Fälle haben gezeigt, dass der Kurs der jeweiligen Aktie nach entsprechender Ankündigung häufig merklich negativ reagiert.

Vor dem Hintergrund des Risikos dieses „kalten“ Delistings lautet die Empfehlung weiterhin Verkaufen trotz der hohen Wahrscheinlichkeit, dass Aalberts eine vollständige Übernahme anstreben dürfte.

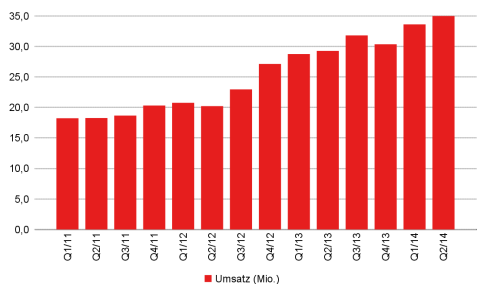


| | |
|--------------------------------------|--------|
| Rel. Performance vs EntryAll: | |
| 1 Monat: | 4,6 % |
| 6 Monate: | 51,2 % |
| Jahresverlauf: | 67,9 % |
| Letzte 12 Monate: | 63,1 % |

| | |
|-----------------------------|----|
| Unternehmenstermine: | |
| 31.10.14 | Q3 |

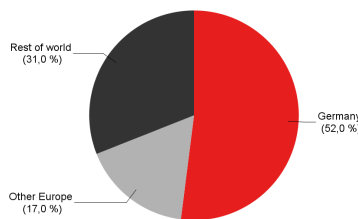
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (13-16e) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|-----------------------------|---------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Umsatz | 9,5 % | 55,2 | 75,5 | 91,1 | 120,2 | 139,5 | 150,9 | 157,7 |
| Veränd. Umsatz yoy | | 48,3 % | 36,8 % | 20,7 % | 32,0 % | 16,0 % | 8,2 % | 4,5 % |
| Rohertragsmarge | | 74,0 % | 74,6 % | 70,5 % | 69,9 % | 71,5 % | 71,8 % | 72,0 % |
| EBITDA | 21,4 % | 9,8 | 12,4 | 12,4 | 15,6 | 22,5 | 25,8 | 28,0 |
| Marge | | 17,7 % | 16,5 % | 13,6 % | 13,0 % | 16,1 % | 17,1 % | 17,8 % |
| EBIT | 34,1 % | 4,6 | 6,0 | 5,6 | 6,4 | 10,5 | 13,0 | 15,5 |
| Marge | | 8,3 % | 8,0 % | 6,1 % | 5,4 % | 7,5 % | 8,6 % | 9,8 % |
| Nettoergebnis | 66,3 % | 2,0 | 3,3 | 0,7 | 1,9 | 5,1 | 6,9 | 8,7 |
| EPS | 64,3 % | 0,33 | 0,43 | 0,09 | 0,23 | 0,61 | 0,81 | 1,02 |
| EPS adj. | 64,3 % | 0,33 | 0,43 | 0,09 | 0,23 | 0,61 | 0,81 | 1,02 |
| DPS | 4,9 % | 0,12 | 0,20 | 0,00 | 0,13 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| Dividendenrendite | | 1,5 % | 2,2 % | 0,0 % | 1,5 % | 1,0 % | 1,0 % | 1,0 % |
| FCFPS | | -0,11 | -0,50 | -0,66 | -0,57 | 0,45 | 1,04 | 1,18 |
| EV / Umsatz | | 1,2 x | 1,2 x | 1,2 x | 1,0 x | 1,3 x | 1,1 x | 1,0 x |
| EV / EBITDA | | 6,5 x | 7,2 x | 8,5 x | 7,5 x | 7,8 x | 6,5 x | 5,7 x |
| EV / EBIT | | 13,9 x | 14,9 x | 18,9 x | 18,2 x | 16,7 x | 12,8 x | 10,2 x |
| KGV | | 24,0 x | 21,1 x | 96,0 x | 36,9 x | 24,5 x | 18,4 x | 14,6 x |
| KGV ber. | | 24,0 x | 21,1 x | 96,0 x | 36,9 x | 24,5 x | 18,4 x | 14,6 x |
| FCF Yield Potential | | 8,0 % | 7,4 % | 5,6 % | 6,6 % | 6,9 % | 8,2 % | 9,4 % |
| Nettoverschuldung | | 15,6 | 20,5 | 36,2 | 48,1 | 47,9 | 40,3 | 31,5 |
| ROE | | 5,4 % | 7,0 % | 1,4 % | 3,5 % | 9,1 % | 11,3 % | 12,7 % |
| ROCE (NOPAT) | | 5,3 % | 6,7 % | 2,9 % | 3,8 % | 7,0 % | 8,6 % | 10,4 % |
| Guidance: | | 2014: Umsatz ca. EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio. | | | | | | |

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



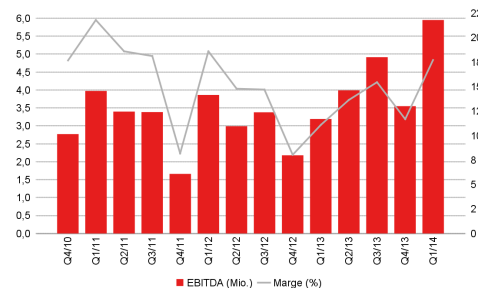
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

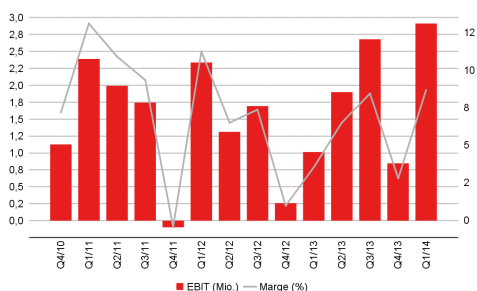
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

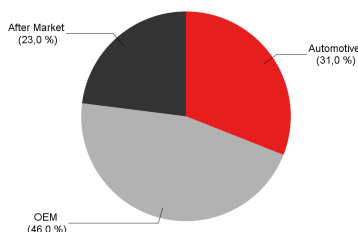
- 90% der Umsätze des Unternehmens fokussieren sich auf kundenspezifische Beschichtungslösungen und liegen somit außerhalb des preissensitiven Volumengeschäfts.
- Aufgrund des ohnehin stark fragmentierten Marktes der Beschichtungsdienstleistungen ist die Wettbewerbsstruktur daher überwiegend von kleineren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

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



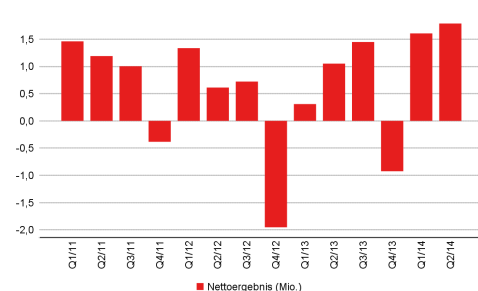
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio. | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | |
| Umsatz | 139,5 | 150,9 | 157,7 | 164,8 | 172,3 | 180,0 | 188,1 | 196,6 | 204,4 | 210,6 | 214,8 | 219,1 | 223,5 | |
| Umsatzwachstum | 16,0 % | 8,2 % | 4,5 % | 4,5 % | 4,5 % | 4,5 % | 4,5 % | 4,5 % | 4,0 % | 3,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % |
| EBIT | 10,5 | 13,0 | 15,5 | 16,1 | 16,8 | 17,6 | 18,3 | 19,2 | 19,9 | 20,5 | 20,9 | 21,4 | 21,8 | |
| EBIT-Marge | 7,5 % | 8,6 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | 9,8 % | |
| Steuerquote (EBT) | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | |
| NOPAT | 7,3 | 9,1 | 10,9 | 11,3 | 11,8 | 12,3 | 12,8 | 13,4 | 14,0 | 14,4 | 14,7 | 15,0 | 15,3 | |
| Abschreibungen | 12,1 | 12,7 | 12,5 | 12,7 | 12,9 | 13,1 | 13,4 | 13,8 | 14,3 | 14,7 | 15,0 | 15,3 | 15,6 | |
| Abschreibungsquote | 8,6 % | 8,4 % | 7,9 % | 7,7 % | 7,5 % | 7,3 % | 7,1 % | 7,0 % | 7,0 % | 7,0 % | 7,0 % | 7,0 % | 7,0 % | |
| Veränd. Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | 2,7 | 1,3 | 1,0 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | |
| - Investitionen | 10,2 | 10,2 | 10,2 | 12,7 | 12,9 | 13,1 | 14,6 | 15,1 | 15,5 | 15,6 | 15,6 | 15,9 | 16,3 | |
| Investitionsquote | 7,3 % | 6,8 % | 6,5 % | 7,7 % | 7,5 % | 7,3 % | 7,8 % | 7,7 % | 7,6 % | 7,4 % | 7,3 % | 7,3 % | 7,3 % | |
| Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 6,5 | 10,3 | 12,2 | 10,6 | 11,3 | 11,8 | 10,6 | 11,1 | 11,8 | 12,7 | 13,6 | 13,8 | 14,1 | 14 |
| Barwert FCF | 6,5 | 9,5 | 10,4 | 8,4 | 8,2 | 7,9 | 6,5 | 6,3 | 6,2 | 6,2 | 6,1 | 5,7 | 5,4 | 86 |
| Anteil der Barwerte | 14,75 % | | | 37,33 % | | | | | | | | | | 47,92 % |

Modell-Parameter

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

Wertermittlung (Mio.)

| | | | |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2026e | 93 | | |
| Terminal Value | 86 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 45 | | |
| Pensionsrückstellungen | 3 | | |
| Hybridkapital | 0 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0 | | |
| Liquide Mittel | 12 | Aktienzahl (Mio.) | 9,9 |
| Eigenkapitalwert | 143 | Wert je Aktie (EUR) | 14,42 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| Beta | WACC | Ewiges Wachstum | | | | | | | Beta | WACC | Delta EBIT-Marge | | | | | | |
|------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|-------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 1,25 % | 1,50 % | 1,75 % | 2,00 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % | | | -1,5 pp | -1,0 pp | -0,5 pp | +0,0 pp | +0,5 pp | +1,0 pp | +1,5 pp |
| 1,65 | 9,4 % | 11,40 | 11,60 | 11,80 | 12,02 | 12,26 | 12,51 | 12,78 | 1,65 | 9,4 % | 9,40 | 10,27 | 11,15 | 12,02 | 12,89 | 13,77 | 14,64 |
| 1,52 | 8,9 % | 12,39 | 12,62 | 12,87 | 13,13 | 13,42 | 13,73 | 14,06 | 1,52 | 8,9 % | 10,33 | 11,26 | 12,20 | 13,13 | 14,07 | 15,00 | 15,94 |
| 1,46 | 8,6 % | 12,93 | 13,19 | 13,46 | 13,75 | 14,07 | 14,41 | 14,78 | 1,46 | 8,6 % | 10,84 | 11,81 | 12,78 | 13,75 | 14,72 | 15,69 | 16,66 |
| 1,40 | 8,4 % | 13,51 | 13,79 | 14,10 | 14,42 | 14,77 | 15,15 | 15,57 | 1,40 | 8,4 % | 11,40 | 12,41 | 13,41 | 14,42 | 15,43 | 16,44 | 17,44 |
| 1,34 | 8,1 % | 14,14 | 14,45 | 14,78 | 15,14 | 15,54 | 15,96 | 16,43 | 1,34 | 8,1 % | 12,00 | 13,05 | 14,10 | 15,14 | 16,19 | 17,24 | 18,29 |
| 1,28 | 7,9 % | 14,81 | 15,15 | 15,53 | 15,93 | 16,37 | 16,85 | 17,38 | 1,28 | 7,9 % | 12,66 | 13,75 | 14,84 | 15,93 | 17,02 | 18,11 | 19,20 |
| 1,15 | 7,4 % | 16,32 | 16,75 | 17,21 | 17,72 | 18,28 | 18,89 | 19,57 | 1,15 | 7,4 % | 14,15 | 15,34 | 16,53 | 17,72 | 18,91 | 20,10 | 21,29 |

- Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt, Verwässerungseffekt ca. EUR 0,60 je Aktie
- Nachhaltige EBITDA-Marge von gut 17% unterstellt

Free Cash Flow Value Potential

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

| Angaben in EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | |
|--|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 1,9 | 3,3 | 0,8 | 1,9 | 5,2 | 7,0 | 8,8 | |
| + Abschreibung + Amortisation | 5,2 | 6,4 | 6,8 | 9,2 | 12,1 | 12,7 | 12,5 | |
| - Zinsergebnis (netto) | -1,4 | -1,5 | -3,8 | -3,1 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | |
| - Erhaltungsinvestitionen | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6,5 | 8,3 | 9,0 | 9,4 | |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| = Free Cash Flow Potential | 5,1 | 6,7 | 5,9 | 7,7 | 12,0 | 13,7 | 14,9 | |
| Free Cash Flow Yield Potential | 8,0 % | 7,4 % | 5,6 % | 6,6 % | 6,9 % | 8,2 % | 9,4 % | |
| WACC | 8,39 % | 8,39 % | 8,39 % | 8,39 % | 8,39 % | 8,39 % | 8,39 % | |
| = Enterprise Value (EV) | 63,6 | 89,8 | 105,7 | 116,9 | 174,8 | 167,2 | 158,4 | |
| = Fair Enterprise Value | 60,6 | 79,3 | 70,0 | 91,5 | 142,8 | 163,8 | 177,1 | |
| - Nettoverschuldung (Liquidität) | 45,4 | 45,4 | 45,4 | 45,4 | 45,1 | 22,5 | 13,8 | |
| - Pensionsverbindlichkeiten | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | |
| - Sonstige | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Marktwert Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| + Marktwert wichtiger Beteiligungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| = Faire Marktkapitalisierung | 12,5 | 31,1 | 21,8 | 43,4 | 94,9 | 138,5 | 160,6 | |
| Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.) | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | |
| = Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR) | 1,47 | 3,67 | 2,57 | 5,11 | 11,17 | 16,31 | 18,91 | |
| Premium (-) / Discount (+) in % | | | | | -25,2 % | 9,2 % | 26,6 % | |
| Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR) | | | | | | | | |
| | 11,39 % | n.a. | 1,21 | 0,40 | 2,27 | 6,74 | 9,62 | 11,50 |
| | 10,39 % | 0,10 | 1,87 | 0,99 | 3,04 | 7,93 | 10,79 | 12,76 |
| | 9,39 % | 0,71 | 2,67 | 1,69 | 3,96 | 9,38 | 12,21 | 14,30 |
| WACC | 8,39 % | 1,47 | 3,67 | 2,57 | 5,11 | 11,17 | 13,97 | 16,20 |
| | 7,39 % | 2,44 | 4,93 | 3,69 | 6,57 | 13,44 | 16,21 | 18,62 |
| | 6,39 % | 3,70 | 6,59 | 5,15 | 8,48 | 16,43 | 19,15 | 21,79 |
| | 5,39 % | 5,44 | 8,86 | 7,16 | 11,11 | 20,52 | 23,17 | 26,15 |

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

Wertermittlung

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| KBV | 1,1 x | 1,4 x | 1,3 x | 1,3 x | 2,2 x | 2,0 x | 1,8 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 5,30 | 4,88 | 4,53 | 4,54 | 4,70 | 5,47 | 6,35 |
| EV / Umsatz | 1,2 x | 1,2 x | 1,2 x | 1,0 x | 1,3 x | 1,1 x | 1,0 x |
| EV / EBITDA | 6,5 x | 7,2 x | 8,5 x | 7,5 x | 7,8 x | 6,5 x | 5,7 x |
| EV / EBIT | 13,9 x | 14,9 x | 18,9 x | 18,2 x | 16,7 x | 12,8 x | 10,2 x |
| EV / EBIT adj.* | 13,9 x | 14,9 x | 18,9 x | 18,2 x | 16,7 x | 12,8 x | 10,2 x |
| Kurs / FCF | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 39,2 x | 16,7 x | 14,7 x |
| KGV | 24,0 x | 21,1 x | 96,0 x | 36,9 x | 24,5 x | 18,4 x | 14,6 x |
| KGV ber.* | 24,0 x | 21,1 x | 96,0 x | 36,9 x | 24,5 x | 18,4 x | 14,6 x |
| Dividendenrendite | 1,5 % | 2,2 % | 0,0 % | 1,5 % | 1,0 % | 1,0 % | 1,0 % |
| Free Cash Flow Yield Potential | 8,0 % | 7,4 % | 5,6 % | 6,6 % | 6,9 % | 8,2 % | 9,4 % |
| *Adjustiert um: | - | | | | | | |

GuV

| In EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 55,2 | 75,5 | 91,1 | 120,2 | 139,5 | 150,9 | 157,7 |
| Veränd. Umsatz yoy | 48,3 % | 36,8 % | 20,7 % | 32,0 % | 16,0 % | 8,2 % | 4,5 % |
| Bestandsveränderungen | 0,0 | 0,4 | -0,5 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gesamterlöse | 55,2 | 75,9 | 90,6 | 119,9 | 139,5 | 150,9 | 157,7 |
| Materialaufwand | 14,4 | 19,6 | 26,3 | 35,9 | 39,7 | 42,6 | 44,2 |
| Bruttoergebnis | 55,2 | 75,5 | 91,1 | 120,2 | 139,5 | 150,9 | 157,7 |
| Rohtragsmarge | 74,0 % | 74,6 % | 70,5 % | 69,9 % | 71,5 % | 71,8 % | 72,0 % |
| Personalaufwendungen | 20,1 | 28,9 | 35,2 | 45,4 | 50,3 | 54,0 | 56,3 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,2 | 1,0 | 2,2 | 1,4 | 0,9 | 1,0 | 1,2 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 12,1 | 16,0 | 18,7 | 24,4 | 27,8 | 29,6 | 30,4 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 9,8 | 12,4 | 12,4 | 15,6 | 22,5 | 25,8 | 28,0 |
| Marge | 17,7 % | 16,5 % | 13,6 % | 13,0 % | 16,1 % | 17,1 % | 17,8 % |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 4,0 | 5,1 | 5,8 | 8,1 | 11,2 | 11,9 | 12,3 |
| EBITA | 5,8 | 7,3 | 6,6 | 7,6 | 11,4 | 13,8 | 15,7 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 1,3 | 1,3 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 0,8 | 0,2 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 4,6 | 6,0 | 5,6 | 6,4 | 10,5 | 13,0 | 15,5 |
| Marge | 8,3 % | 8,0 % | 6,1 % | 5,4 % | 7,5 % | 8,6 % | 9,8 % |
| EBIT adj. | 4,6 | 6,0 | 5,6 | 6,4 | 10,5 | 13,0 | 15,5 |
| Zinserträge | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zinsaufwendungen | 1,6 | 1,6 | 2,4 | 3,2 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Sonstiges Finanzergebnis | 0,0 | 0,0 | -1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 3,1 | 4,5 | 1,8 | 3,4 | 7,5 | 10,0 | 12,5 |
| Marge | 5,7 % | 6,0 % | 2,0 % | 2,8 % | 5,3 % | 6,6 % | 7,9 % |
| Steuern gesamt | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 1,5 | 2,2 | 3,0 | 3,8 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 1,9 | 3,3 | 0,8 | 1,9 | 5,2 | 7,0 | 8,8 |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 1,9 | 3,3 | 0,8 | 1,9 | 5,2 | 7,0 | 8,8 |
| Minderheitenanteile | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Nettoergebnis | 2,0 | 3,3 | 0,7 | 1,9 | 5,1 | 6,9 | 8,7 |
| Marge | 3,6 % | 4,3 % | 0,8 % | 1,6 % | 3,7 % | 4,6 % | 5,5 % |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 6,1 | 7,7 | 8,1 | 8,1 | 8,4 | 8,5 | 8,5 |
| EPS | 0,33 | 0,43 | 0,09 | 0,23 | 0,61 | 0,81 | 1,02 |
| EPS adj. | 0,33 | 0,43 | 0,09 | 0,23 | 0,61 | 0,81 | 1,02 |

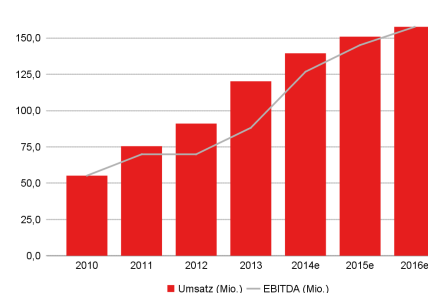
*Adjustiert um:

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

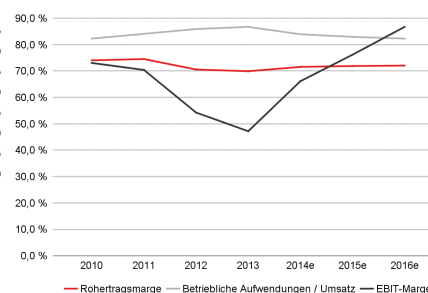
Kennzahlen

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 82,3 % | 84,1 % | 85,8 % | 86,7 % | 83,9 % | 82,9 % | 82,2 % |
| Operating Leverage | n.a. | 0,9 x | -0,3 x | 0,5 x | 3,9 x | 3,0 x | 4,2 x |
| EBITDA / Interest expenses | 6,2 x | 7,6 x | 5,1 x | 5,0 x | 7,5 x | 8,6 x | 9,3 x |
| Steuerquote (EBT) | 38,1 % | 27,9 % | 58,0 % | 43,7 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % |
| Ausschüttungsquote | 37,4 % | 46,8 % | 0,0 % | 55,8 % | 24,1 % | 18,1 % | 14,5 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 76.130 | 85.778 | 77.913 | 94.584 | 101.803 | 108.596 | 113.483 |

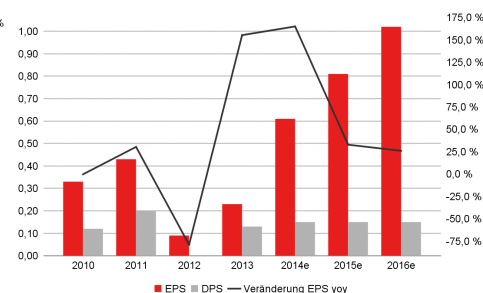
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

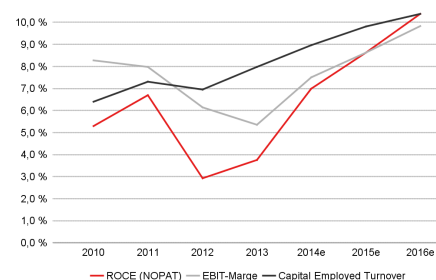
Bilanz

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

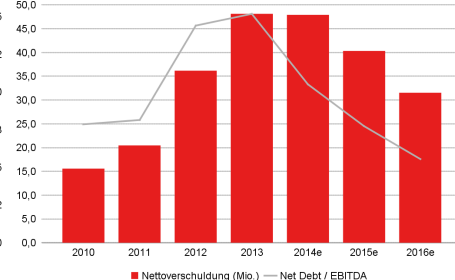
Kennzahlen

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

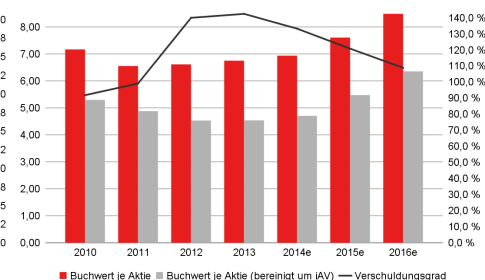
ROCE Development



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

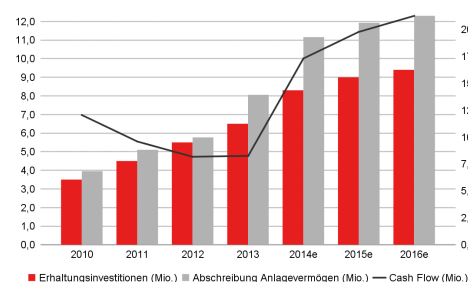
Cash flow

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

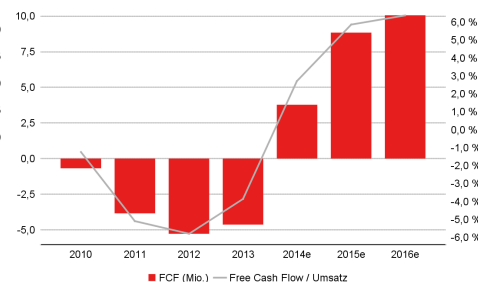
Kennzahlen

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

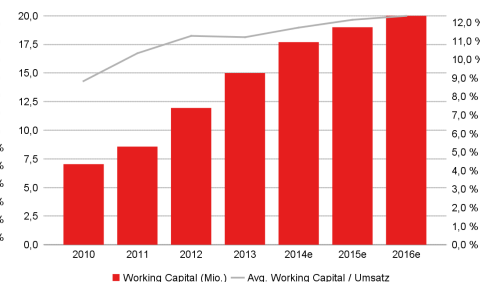
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (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 verbundene 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 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 (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 Finanzanalyse 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.

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 (AG & 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 oder ein Mitarbeiter der Warburg Gruppe **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

| Unternehmen | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate) |
|-------------|------------|---|
| Impreglon | 5, 6 | http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0BLCV5.htm |

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

| | | |
|-----|-------------------------------|---|
| -K- | Kaufen: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt. |
| -H- | Halten: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt. |
| -V- | Verkaufen: | Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt. |
| “-“ | Empfehlung ausgesetzt: | Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu. |

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

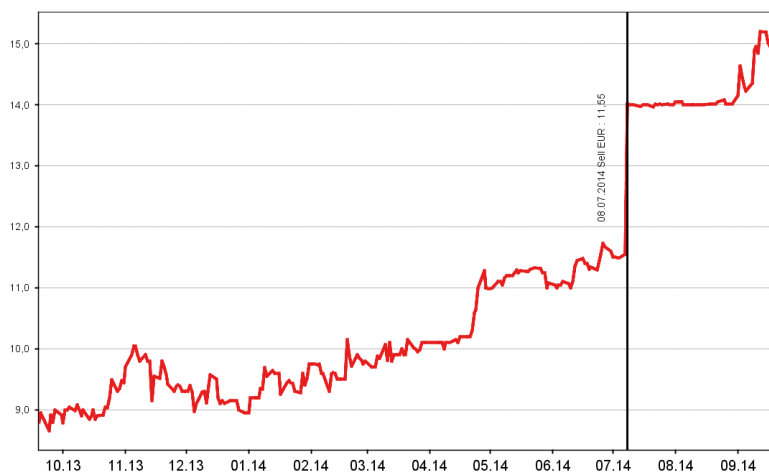
| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 105 | 54 |
| Halten | 77 | 40 |
| Verkaufen | 7 | 4 |
| Empf. ausgesetzt | 4 | 2 |
| Gesamt | 193 | 100 |

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 | 77 | 57 |
| Halten | 49 | 37 |
| Verkaufen | 5 | 4 |
| Empf. ausgesetzt | 3 | 2 |
| Gesamt | 134 | 100 |

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IMPREGLON] AM [18.09.2014]



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

| | |
|---|--|
| Roland Rapelius Head of Research | +49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com |
| Henner Rüschemier Head of Research | +49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com |
| Christian Cohrs Engineering, Logistics | +49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com |
| Felix Ellmann Software, IT | +49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com |
| Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods | +49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com |
| Harald Hof Medtech | +49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com |
| Ulrich Huwald Health Care, Pharma | +49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com |
| Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods | +49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com |
| Eggert Kuls Engineering | +49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com |
| Frank Laser Construction, Industrials | +49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com |
| Andreas Pläsier Banks, Financial Services | +49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com |

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

SALES

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

SALES TRADING

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

MACRO RESEARCH

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

Our research can be found under:

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

For access please contact:

| | | | |
|---|--|---|---|
| Andrea Schaper Sales Assistance | +49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com | Kerstin Muthig Sales Assistance | +49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com |
|---|--|---|---|