

Buy EUR 30,00 Kurs EUR 22,65 Upside 32,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF Core: 8,80 SotP: 30,00	Aktien Daten: Bloomberg: V3S GR Reuters: V3SG ISIN: DE000A0KEXC7	Beschreibung: Führende Kassensysteme für Gastronomie- und Bäckereibranche
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 149,5 Aktienanzahl (Mio.): 6,6 EV: 142,3 Freefloat MC: 65,5 Ø Trad. Vol. (30T): 411,11	Aktionäre: Freefloat 43,8 % Jens Reckendorf 28,1 % Thomas Stümmler 28,1 % TBF Global Asset Management 5,3 %	Risikoprofil (WRe): 2017e Beta: 1,2 KBV: 10,5 x EK-Quote: 60 %

Ausblick 2018 wie erwartet uninspirierend; GetHappy bleibt derzeit wichtiger

Kennzahlen Q4/2017: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.								Kommentar zu den Kennzahlen: ■ Q4-Erlöse wie erwartet yoy rückläufig (+15% qoq), durch temporären Wegfall der Fiskalisierungs-Nachfrage ■ Q4-Ergebnisgrößen nahezu im Rahmen der Erwartung aufgrund guter Rohmarge von >55% im GJ									
Q4	Q4	Q4	yoy	17	17e	16	yoy	Q4	Q4	Q4	yoy	17	17e	16	yoy		
Umsatz	7,0	7,9	11,0	-37 %	32,4	33,3	33,7	-4 %	Umsatz	7,0	7,9	11,0	-37 %	32,4	33,3	33,7	-4 %
EBITDA	-0,1	0,0	1,6	n.a.	2,3	2,4	3,6	-38 %	EBITDA	-0,1	0,0	1,6	n.a.	2,3	2,4	3,6	-38 %
Nettoergebnis	-0,3	-0,1	1,2	n.a.	1,1	1,2	2,0	-46 %	Nettoergebnis	-0,3	-0,1	1,2	n.a.	1,1	1,2	2,0	-46 %

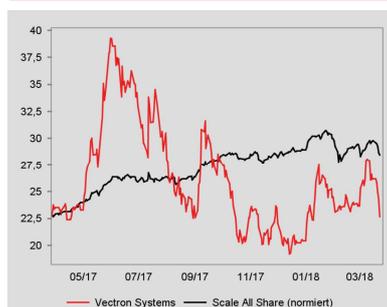
Vectron hat vorläufige Zahlen zum GJ 2017 veröffentlicht. Wie erwartet, haben sich die Umsätze in Q4 gegenüber dem sehr starken Vorjahresquartal erheblich schwächer entwickelt. Während **Q4 2016 in hohem Maße von der ersten Fiskalisierungs-Welle profitierte, entfiel dieser Nachfragetreiber in der zweiten Jahreshälfte 2017**. Dank einer positiven Rohmargenentwicklung (55,6% in 2017; +120bps) lagen die Ergebnisgrößen im Rahmen der Erwartung.

Im laufenden Geschäftsjahr 2018 erwartet Vectron eine Abschwächung im Kassengeschäft, was keine Überraschung darstellt. Während die Kassen-Fiskalisierung in Deutschland noch zu einer erhöhten Nachfrage in H1 2017 führte, ist in 2018 hieraus nicht mit größeren Beiträgen zu rechnen. Da weitere regulatorische Änderungen per Januar 2020 in Kraft treten, ist erst ab H2 2019 mit einem erneuten Nachfrageschub zu rechnen. Hinzu kommt weiteres Wachstum durch die Zweitmarke Duratec. In 2018 steht hier der Eintritt in größere Auslandsmärkte (z.B. USA, Frankreich Spanien, UK) an, was insbesondere ab dem kommenden Jahr zu signifikanteren Beiträgen führen sollte. Vor diesem Hintergrund, rechnen wir nach einem temporär schwächeren GJ 2018 mit einer erneut starken Umsatzentwicklung in 2019.

Neben dem Kassengeschäft ist in 2018 jedoch vor allem die Umsetzung der GetHappy-Plattform relevant. Dies dürfte ab Q2 in die entscheidende Phase gehen. Der bisherige Partner Coca-Cola ist einerseits für die Gewinnung der B2B-Kunden (vor allem Restaurants) relevant und dürfte andererseits die Einführung durch eine geeignete Marketingkampagne unterstützen. Es erscheint möglich, dass neben Coca-Cola weitere Kooperationspartner gewonnen werden, was sich als Katalysator für die Etablierung der Plattform herausstellen könnte.

Trotz des nicht unerwartet wenig inspirierenden Ausblicks für 2018, halten wir das gegenwärtige Kursniveau für attraktiv. Der Beginn der Plattform-Etablierung könnte bereits in Q2 ein Kurstreiber sein. Das Kursziel von EUR 30 bleibt unverändert (EUR 9 für das Kassengeschäft + EUR 21 Basisszenario GetHappy).

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.							Kommentar zu den Änderungen: ■ Reduzierte 2018 Erwartung aufgrund geringerer 2017 Basis. EBIT 2018 dürfte leicht negativ ausfallen. Aufwendungen für die Plattform-Entwicklung/Einführung belasten die Profitabilität. Im Kassengeschäft sollte Vectron ein positives EBIT erzielen ■ Erwartung für eine deutliche Erholung in 2019 unverändert						
2017e	+ / -	2018e	+ / -	2019e	+ / -	2017e	+ / -	2018e	+ / -	2019e	+ / -		
Umsatz	33,3	-2,9 %	30,4	-8,0 %	35,6	0,0 %	Umsatz	33,3	-2,9 %	30,4	-8,0 %	35,6	0,0 %
EBIT	1,8	-7,8 %	0,4	n.m.	2,6	0,0 %	EBIT	1,8	-7,8 %	0,4	n.m.	2,6	0,0 %

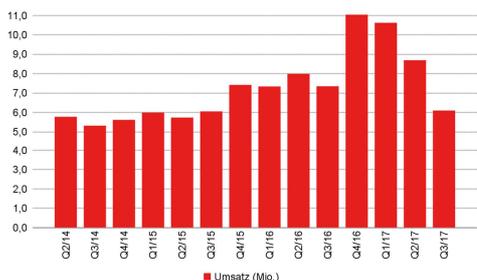


Rel. Performance vs Scale All	
1 Monat:	-2,1 %
6 Monate:	-22,7 %
Jahresverlauf:	12,4 %
Letzte 12 Monate:	-25,6 %

Unternehmenstermine:	
20.04.18	Q1
30.04.18	FY 2017
17.05.18	HV
31.08.18	Q2

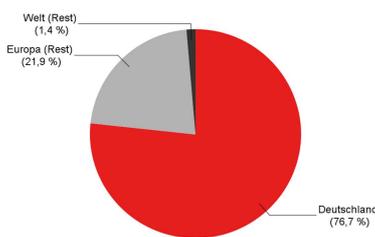
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	1,8 %	21,4	22,4	25,2	33,7	32,4	28,0	35,6
Veränd. Umsatz yoy		-5,6 %	4,7 %	12,5 %	33,7 %	-4,0 %	-13,6 %	27,2 %
Rohrtragsmarge		54,6 %	56,1 %	58,5 %	54,4 %	55,6 %	55,0 %	54,5 %
EBITDA	-4,0 %	1,5	1,6	2,6	3,6	2,3	-0,2	3,2
Marge		7,1 %	7,0 %	10,5 %	10,7 %	7,0 %	-0,8 %	9,0 %
EBIT	-5,9 %	1,0	1,0	2,1	3,1	1,7	-0,8	2,6
Marge		4,5 %	4,6 %	8,2 %	9,2 %	5,3 %	-2,9 %	7,2 %
Nettoergebnis	-6,6 %	0,4	0,5	1,2	2,0	1,1	-0,6	1,6
EPS	-42,0 %	0,25	0,35	0,79	1,23	0,16	-0,10	0,24
EPS adj.	-42,0 %	0,25	0,35	0,79	1,23	0,16	-0,10	0,24
DPS	-53,6 %	0,30	0,30	0,30	1,00	0,05	0,05	0,10
Dividendenrendite		13,2 %	13,1 %	6,6 %	9,0 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %
FCFPS		-0,29	1,03	0,72	0,23	0,23	0,06	-0,02
FCF / Marktkap.		-11,1 %	45,1 %	16,0 %	2,1 %	1,0 %	0,3 %	-0,1 %
EV / Umsatz		0,2 x	0,1 x	0,2 x	0,3 x	4,4 x	5,1 x	4,0 x
EV / EBITDA		2,3 x	1,7 x	1,9 x	2,9 x	63,2 x	n.a.	44,7 x
EV / EBIT		3,7 x	2,5 x	2,5 x	3,4 x	83,7 x	n.a.	55,5 x
KGV		9,1 x	6,6 x	5,7 x	9,1 x	141,6 x	n.a.	94,4 x
KGV ber.		9,1 x	6,6 x	5,7 x	9,1 x	141,6 x	n.a.	94,4 x
FCF Potential Yield		26,0 %	36,2 %	33,2 %	21,8 %	1,0 %	-0,2 %	1,4 %
Nettoverschuldung		0,1	-0,9	-1,7	-7,2	-7,1	-7,2	-6,7
ROCE (NOPAT)		9,5 %	10,9 %	23,2 %	29,8 %	15,4 %	n.a.	25,2 %
Guidance:		2017: Weiteres Wachstum						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



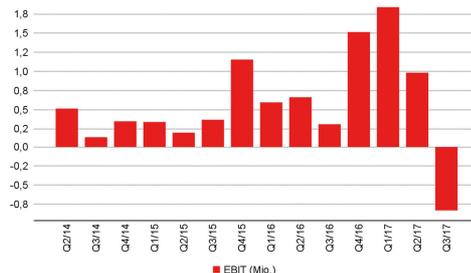
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2016; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

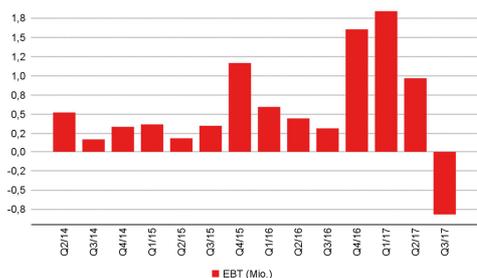
Unternehmenshintergrund

- Vectron ist ein führender Anbieter von Kassensystemen. Die Produkte sind im mittleren bis zum Premium-Segment positioniert. Mit einem hohen Grad an Funktionalität zählt Vectron zu den Technologie- und Innovationsführern.
- Vectron fokussiert den Markt für proprietäre Kassensysteme (30% des Gesamtmarktes). PC-basierte Systeme (Großteil des Marktes) sind meist wartungsintensiver und werden vor allem von Großfilialisten eingesetzt.
- Einen hohen Marktanteil erreicht Vectron insbesondere in den Branchen Gastronomie und Bäckereien. Hier ist Vectron in der deutschsprachigen Region bei proprietären Systemen mit einem Marktanteil von ca. 25% Marktführer.
- Vectron beschäftigt rund 125 Mitarbeiter. Ca. ein Drittel hiervon entfällt auf den Bereich Entwicklung & Produktmanagement, um die Technologieführerschaft auch zukünftig aufrecht erhalten zu können.
- Seit Ende 2013 adressiert Vectron mit einfacheren Systemen (Zweitmarke Duratec) auch untere Marktsegmente

Wettbewerbsqualität

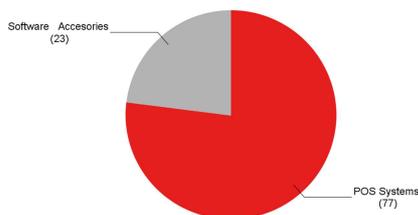
- In den Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei, geprägt durch eine atomistische Kundenstruktur, werden Faktoren wie eine hohe Zuverlässigkeit, einfache Bedienung und geringe Folgekosten (Wartung/Support) nachgefragt.
- Dies erklärt die hohe Penetrationsrate der proprietären Kassensysteme. Da große Kassenhersteller vor allem PC-basierte Kassen anbieten, sieht sich Vectron vor allem kleinen Wettbewerbern gegenüber.
- Gegenüber den vorwiegend kleineren Wettbewerbern differenziert sich Vectron durch die konsequente Weiterentwicklung der Kassensysteme und einen hohen Zusatznutzen, der eine hohe Funktionalität erlaubt.
- Mit dem Fokus auf das Premiumsegment vermeidet Vectron die typische Problematik im unteren Segment, die alleinige Differenzierung über den Preis. Rohmargen von ca. 55% und ROCEs deutlich über 10% verdeutlichen dies.
- Wachstumsmöglichkeiten bietet die Einführung des Kundenbindungssystems bonVito. Über 2.500 Filialen sind bereits an dieses angeschlossen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



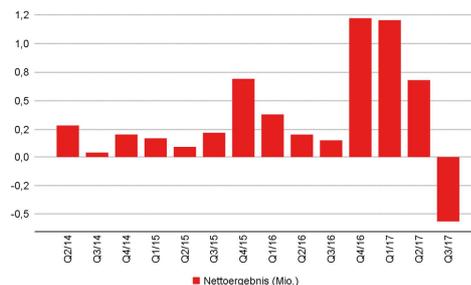
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2016; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	32,4	28,0	35,6	40,7	45,6	50,6	35,4	36,3	37,2	41,1	42,2	43,0	43,7	
Umsatzwachstum	-4,0 %	-13,6 %	27,2 %	14,4 %	12,0 %	11,0 %	-30,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	1,7	-0,8	2,6	5,3	7,3	9,1	3,2	3,4	3,7	5,1	5,3	5,4	5,5	
EBIT-Marge	5,3 %	-2,9 %	7,2 %	12,9 %	16,0 %	18,0 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	
Steuerquote (EBT)	33,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	
NOPAT	1,1	-0,6	1,8	3,6	5,0	6,3	2,2	2,4	2,6	3,5	3,6	3,7	3,8	
Abschreibungen	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
Abschreibungsquote	1,7 %	2,1 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	
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	-0,5	-1,0	1,8	1,1	0,7	0,9	-3,7	0,2	0,2	0,8	0,2	0,2	0,1	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	1,8 %	2,1 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	
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)	1,6	0,5	0,0	2,6	4,3	5,4	5,9	2,2	2,4	2,7	3,4	3,5	3,6	4
Barwert FCF	1,7	0,4	0,0	2,1	3,4	3,9	3,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,6	1,5	24
Anteil der Barwerte	4,39 %			45,52 %										50,10 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	7,00 %	Finanzielle Stabilität	1,10
FK-Zins (nach Steuern)	4,6 %	Liquidität (Aktie)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,00
WACC	7,85 %	Beta	1,20

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	24		
Terminal Value	24		
Zinstr. Verbindlichkeiten	4		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	2		
Liquide Mittel	12	Aktienzahl (Mio.)	6,6
Eigenkapitalwert	58	Wert je Aktie (EUR)	8,72

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,40	8,9 %	7,45	7,53	7,62	7,72	7,82	7,93	8,04	1,40	8,9 %	6,84	7,13	7,42	7,72	8,01	8,30	8,59
1,30	8,4 %	7,86	7,96	8,07	8,18	8,31	8,44	8,58	1,30	8,4 %	7,25	7,56	7,87	8,18	8,49	8,81	9,12
1,25	8,1 %	8,09	8,20	8,32	8,44	8,58	8,73	8,89	1,25	8,1 %	7,47	7,80	8,12	8,44	8,77	9,09	9,41
1,20	7,9 %	8,33	8,45	8,58	8,72	8,87	9,04	9,22	1,20	7,9 %	7,72	8,05	8,39	8,72	9,06	9,39	9,73
1,15	7,6 %	8,59	8,73	8,87	9,03	9,20	9,38	9,58	1,15	7,6 %	7,99	8,33	8,68	9,03	9,37	9,72	10,07
1,10	7,4 %	8,87	9,02	9,18	9,36	9,55	9,75	9,98	1,10	7,4 %	8,27	8,64	9,00	9,36	9,72	10,08	10,44
1,00	6,9 %	9,51	9,69	9,89	10,11	10,35	10,61	10,91	1,00	6,9 %	8,93	9,32	9,72	10,11	10,50	10,89	11,28

- bonVito / GetHappy im Modell nicht berücksichtigt
- Ergebnisqualität sollte aufgrund der Premium-Positionierung verteidigbar sein
- Fiskalische Regulierung im Modell berücksichtigt
- 30% Umsatzrückgang in 2023 Folge des Auslaufens der fiskalischen Regulierung

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.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,7	0,8	1,4	2,0	1,2	-0,5	1,8	
+ Abschreibung + Amortisation	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	
- Erhaltungsinvestitionen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	0,9	0,9	1,7	2,3	1,4	-0,3	2,1	
FCF Potential Yield (on market EV)	26,0 %	36,2 %	33,2 %	21,8 %	1,0 %	-0,2 %	1,4 %	
WACC	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	7,85 %	
= Enterprise Value (EV)	3,5	2,6	5,1	10,6	142,4	142,3	142,8	
= Fair Enterprise Value	11,7	12,0	21,5	29,5	17,4	n.a.	26,4	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,1	-7,2	-6,7	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- 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	18,9	19,2	28,7	36,7	24,5	n.a.	33,0	
Aktienanzahl (Mio.)	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6	6,6	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	12,59	12,78	19,16	22,92	3,71	n.a.	5,01	
Premium (-) / Discount (+) in %					-83,6 %		-77,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,85 %	2,37	2,40	3,45	4,32	2,98	n.a.	3,90
	9,85 %	2,50	2,54	3,69	4,65	3,17	n.a.	4,20
	8,85 %	2,66	2,70	3,99	5,05	3,41	n.a.	4,56
WACC	7,85 %	2,86	2,90	4,35	5,56	3,71	n.a.	5,01
	6,85 %	3,12	3,17	4,83	6,21	4,09	n.a.	5,59
	5,85 %	3,47	3,52	5,47	7,08	4,61	n.a.	6,37
	4,85 %	3,96	4,03	6,37	8,31	5,34	n.a.	7,48

- Steigende Wertindikation mit ansteigendem Umsatzvolumen...
- ...durch hohen operativen Hebel mit Rohmargen von >50%

Wertermittlung							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	0,5 x	0,5 x	0,9 x	1,2 x	10,5 x	11,2 x	10,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,13	4,24	4,84	8,75	2,10	1,95	2,15
EV / Umsatz	0,2 x	0,1 x	0,2 x	0,3 x	4,4 x	5,1 x	4,0 x
EV / EBITDA	2,3 x	1,7 x	1,9 x	2,9 x	63,2 x	n.a.	44,7 x
EV / EBIT	3,7 x	2,5 x	2,5 x	3,4 x	83,7 x	n.a.	55,5 x
EV / EBIT adj.*	3,7 x	2,5 x	2,5 x	3,4 x	83,7 x	n.a.	55,5 x
Kurs / FCF	n.a.	2,2 x	6,3 x	48,7 x	96,8 x	384,8 x	n.a.
KGV	9,1 x	6,6 x	5,7 x	9,1 x	141,6 x	n.a.	94,4 x
KGV ber.*	9,1 x	6,6 x	5,7 x	9,1 x	141,6 x	n.a.	94,4 x
Dividendenrendite	13,2 %	13,1 %	6,6 %	9,0 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	26,0 %	36,2 %	33,2 %	21,8 %	1,0 %	-0,2 %	1,4 %
*Adjustiert um:	-						

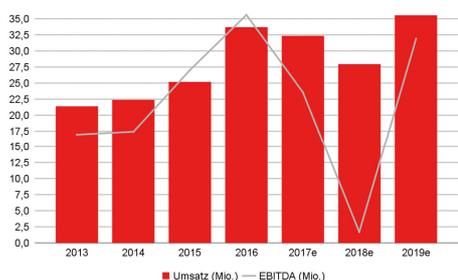
GuV							
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	21,4	22,4	25,2	33,7	32,4	28,0	35,6
Veränd. Umsatz yoy	-5,6 %	4,7 %	12,5 %	33,7 %	-4,0 %	-13,6 %	27,2 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	21,5	22,6	25,3	33,7	32,4	28,0	35,6
Materialaufwand	9,8	10,0	10,5	15,4	14,4	12,6	16,2
Rohertrag	11,7	12,6	14,7	18,4	18,0	15,4	19,4
Rohertragsmarge	54,6 %	56,1 %	58,5 %	54,4 %	55,6 %	55,0 %	54,5 %
Personalaufwendungen	5,9	6,3	7,0	8,6	9,7	9,9	10,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	0,9	1,7	0,4	0,8	0,9	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,7	5,6	6,8	6,6	6,8	6,6	7,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,5	1,6	2,6	3,6	2,3	-0,2	3,2
Marge	7,1 %	7,0 %	10,5 %	10,7 %	7,0 %	-0,8 %	9,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EBITA	1,1	1,2	2,3	3,3	1,9	-0,6	2,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,0	1,0	2,1	3,1	1,7	-0,8	2,6
Marge	4,5 %	4,6 %	8,2 %	9,2 %	5,3 %	-2,9 %	7,2 %
EBIT adj.	1,0	1,0	2,1	3,1	1,7	-0,8	2,6
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBT	1,0	1,1	2,1	3,0	1,8	-0,7	2,7
Marge	4,8 %	4,8 %	8,2 %	8,8 %	5,5 %	-2,6 %	7,5 %
Steuern gesamt	0,3	0,3	0,7	1,0	0,6	-0,2	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,7	0,8	1,4	2,0	1,2	-0,5	1,8
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,7	0,8	1,4	2,0	1,2	-0,5	1,8
Minderheitenanteile	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2
Nettoergebnis	0,4	0,5	1,2	2,0	1,1	-0,6	1,6
Marge	1,7 %	2,3 %	4,7 %	5,8 %	3,3 %	-2,3 %	4,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6	6,6
EPS	0,25	0,35	0,79	1,23	0,16	-0,10	0,24
EPS adj.	0,25	0,35	0,79	1,23	0,16	-0,10	0,24

*Adjustiert um:

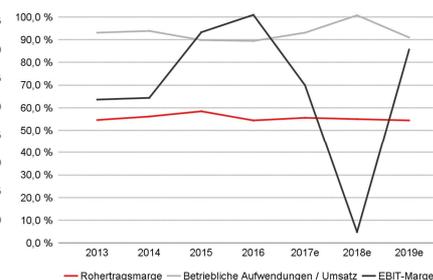
Guidance: 2017: Weiteres Wachstum

Kennzahlen							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,2 %	93,9 %	89,8 %	89,4 %	93,0 %	100,8 %	91,0 %
Operating Leverage	-1,6 x	1,4 x	8,2 x	1,5 x	11,3 x	n.a.	n.a.
EBITDA / Interest expenses	60,4 x	91,8 x	62,9 x	37,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	28,6 %	29,7 %	31,5 %	33,8 %	33,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	61,5 %	59,0 %	31,6 %	81,5 %	27,6 %	n.m.	36,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	178.417	179.344	201.688	235.786	249.054	215.162	273.712

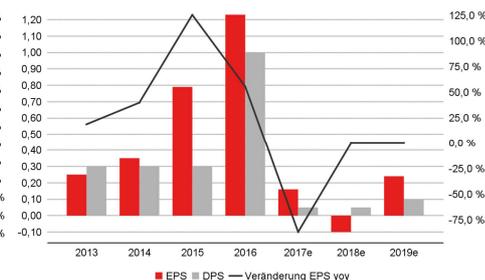
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

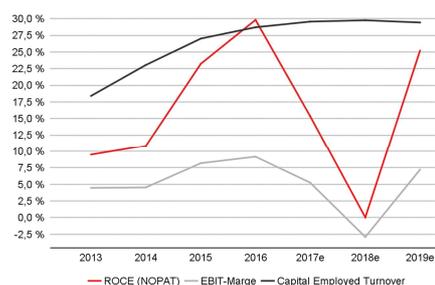
Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
davon übrige imm. VG	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Finanzanlagen	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0
Vorräte	2,9	2,9	3,8	4,8	4,6	4,0	5,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,1	2,9	3,4	4,9	4,4	3,8	4,9
Liquide Mittel	4,1	5,1	9,5	11,7	11,6	11,6	11,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,9	0,3	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2
Umlaufvermögen	11,1	11,2	17,2	22,5	21,7	20,6	22,3
Bilanzsumme (Aktiva)	13,3	13,5	19,4	24,6	23,8	22,7	24,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Kapitalrücklage	4,5	4,5	4,5	10,3	10,3	10,3	10,3
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,5	-0,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,9	1,0	1,7	2,9	2,9	2,9	2,9
Buchwert	6,9	7,0	7,7	14,9	14,3	13,3	14,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	6,9	7,0	7,7	14,9	14,3	13,3	14,6
Rückstellungen gesamt	0,7	0,9	2,0	3,2	3,2	3,2	3,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	4,3	4,3	7,8	4,4	4,4	4,4	4,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,0	0,9	1,5	1,5	1,3	1,1	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Verbindlichkeiten	6,3	6,5	11,7	9,7	9,5	9,3	9,7
Bilanzsumme (Passiva)	13,3	13,5	19,4	24,6	23,8	22,7	24,3

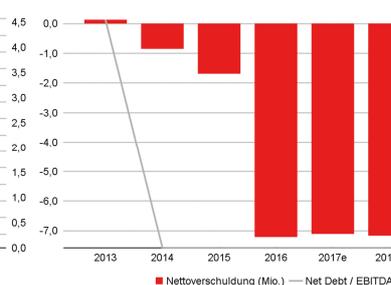
Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,6 x	3,9 x	3,9 x	3,8 x	3,8 x	3,8 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	3,0 x	3,7 x	4,2 x	4,4 x	4,5 x	4,5 x	4,5 x
ROA	17,0 %	22,5 %	55,0 %	95,4 %	51,3 %	-30,6 %	79,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	9,5 %	10,9 %	23,2 %	29,8 %	15,4 %	n.a.	25,2 %
ROE	5,3 %	7,5 %	16,1 %	17,4 %	7,3 %	-4,6 %	11,5 %
Adj. ROE	5,3 %	7,5 %	16,1 %	17,4 %	7,3 %	-4,6 %	11,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	0,1	-0,9	-1,7	-7,2	-7,1	-7,2	-6,7
Nettofinanzverschuldung	0,1	-0,9	-1,7	-7,2	-7,1	-7,2	-6,7
Net Gearing	1,9 %	-12,2 %	-21,9 %	-48,5 %	-49,7 %	-53,8 %	-45,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	8,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,6	4,7	5,2	9,0	2,2	2,0	2,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,1	4,2	4,8	8,8	2,1	2,0	2,1

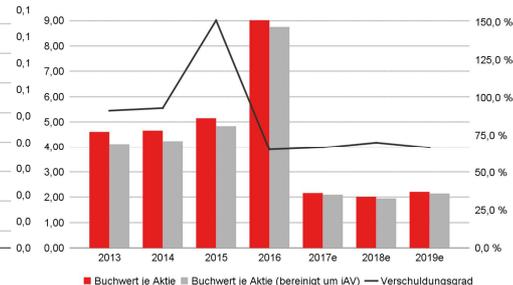
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

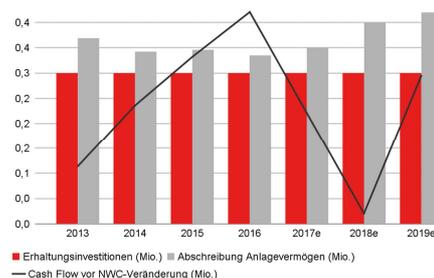
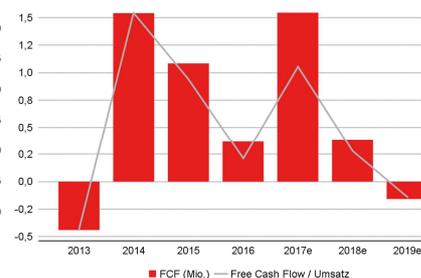
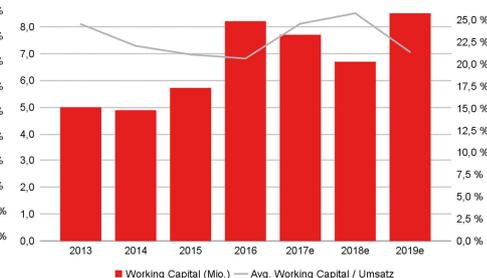
Quelle: Warburg Research

Cash flow

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	0,3	1,2	2,0	1,1	-0,6	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,4	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	0,7	1,7	2,5	3,3	1,6	0,0	2,2
Veränderung Vorräte	-0,3	0,0	-0,9	-1,0	0,2	0,6	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,3	0,2	-0,5	-1,5	0,5	0,6	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,4	-0,2	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,5	0,1	-1,0	-2,5	0,5	1,0	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	0,2	1,8	1,5	0,8	2,1	1,0	0,4
Investitionen in iAV	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,1	3,7	-3,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-1,6	-0,3	-0,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-0,4	-0,6	3,2	1,9	-1,6	-0,3	-0,3
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-0,6	1,0	4,3	2,2	-0,1	0,1	-0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	4,1	5,1	9,5	11,7	11,6	11,6	11,1

Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	-0,4	1,5	1,1	0,4	1,5	0,4	-0,2
Free Cash Flow / Umsatz	-1,8 %	6,9 %	4,3 %	1,1 %	4,8 %	1,4 %	-0,4 %
Free Cash Flow Potential	0,9	0,9	1,7	2,3	1,4	-0,3	2,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-102,4 %	297,2 %	91,7 %	18,6 %	144,4 %	-61,5 %	-9,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	1,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,5 %	0,4 %	0,7 %	1,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,9 %	1,3 %	1,7 %	1,2 %	1,8 %	2,1 %	1,6 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,3 %	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,1 %	0,8 %
CAPEX / Abschreibungen	112,3 %	54,6 %	72,8 %	78,6 %	105,5 %	96,7 %	93,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,5 %	22,1 %	21,1 %	20,7 %	24,6 %	25,7 %	21,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	305,3 %	334,3 %	228,4 %	336,9 %	338,5 %	345,5 %	326,7 %
Vorratumschlag	3,3 x	3,5 x	2,8 x	3,2 x	3,1 x	3,1 x	3,2 x
Receivables collection period (Tage)	53	47	49	53	50	50	50
Payables payment period (Tage)	38	31	52	34	33	32	34
Cash conversion cycle (Tage)	87	87	98	95	100	100	97

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Vectron Systems AG	3, 5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KEXC7.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	110	53
Halten	92	44
Verkaufen	5	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	207	100

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	30	73
Halten	11	27
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VECTRON SYSTEMS AG] AM [26.03.2018]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Small Cap Research mfuhrberg@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

Oliver 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
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ 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