

Buy EUR 9,00 (EUR 8,50) Kurs EUR 7,91 Upside 13,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 8,96 FCF-Value Potential 17e: 7,94	Aktien Daten: Bloomberg: MXHN GR Reuters: MAXG.DE ISIN: DE000A2DA588	Beschreibung: High-tech Automationsspezialist
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 233,0 Aktienanzahl (Mio.): 29,5 EV: 269,1 Freefloat MC: 123,5 Ø Trad. Vol. (30T): 134,97	Aktionäre: Freefloat: 53,0 % Günther-Gruppe: 31,4 % Stüber & Co. KG: 6,1 % Badem-Württemb. Vers.-anstalt: 8,9 % Universal Investment: 4,1 %	Risikoprofil (WRe): 2017e Beta: 1,5 KBV: 1,6 x EK-Quote: 43 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,1 x Net Debt / EBITDA: 1,1 x

Zielerreichung nach starkem Q3 auf Kurs

Berichtete Kennzahlen Q3/2017:								Kommentar zu den Kennzahlen:	
in EUR m	Q3/17	Q3/17e	Q3/16	yoy	9M/17	9M/16	yoy	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzwachstum hauptsächlich durch das Segment Industrieautomation (+31,5% gg. Vj.) bedingt, während Umwelttechnik stagnierte (+0,7% gg. Vj.) Die Profitabilität profitierte von der höheren Umsatzbasis und der allgemein verbesserten Effizienz, insbesondere im Segment Umwelttechnik, das im vergangenen Jahr bei einem stark rückläufigen Segmentumsatz nur auf EBIT-Break-even-Niveau lag (Q3/17-EBIT vor PPA von EUR 4,5 Mio. gegenüber EUR 0,36 Mio. in Q3/16). 	
Sales	90.9	88.6	74.3	22.4%	271.1	234.4	15.7%		
EBITDA	7.9	7.4	6.3	25.6%	20.9	14.6	43.2%		
<i>Margin</i>	8.7%	8.4%	8.5%		7.7%	6.2%			
EBIT before PPA	6.3	5.8	4.6	36.9%	16.0	9.6	66.9%		
<i>Margin</i>	7.0%	6.5%	6.2%		5.9%	4.1%			
EBIT	5.8	5.3	3.6	63.4%	14.5	6.4	125.9%		
<i>Margin</i>	6.4%	6.0%	4.8%		5.3%	2.7%			
EPS in EUR	0.12	0.11	0.10	20.0%	0.29	0.11	163.6%		

Nach der Veröffentlichung der Q3/17-Ergebnisse am 14. November heben wir unser Kursziel an und bestätigen unsere Kaufempfehlung. Das Kursziel steigt auf **EUR 9** je Aktie (EUR 8,50), nachdem wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognose erhöht und unser Modell aktualisiert haben.

MAX Automation bestätigte seine Guidance für einen Umsatz von mindestens EUR 370 Mio. und ein EBIT vor PPA von EUR 22-25 Mio. In Anbetracht der Tatsache, dass Q4 in Bezug auf die Profitabilität üblicherweise das stärkste Quartal ist und das 9M/17-EBIT vor PPA bei EUR 16 Mio. lag, scheint das obere Ende dieses Korridors gut erreichbar zu sein. Die Auftragslage ist mit einem leichten Anstieg des Auftragseingangs im Segment Industrieautomation um 3,8% gg. Vj. und einem 9M/17-Auftragsbestand von rund EUR 174,4 Mio. auf Vorjahresniveau unverändert gut. Für das Segment Umwelttechnik wies das Management darauf hin, dass sich die Rahmenbedingungen für Recyclinglösungen verbesserten. Dies zeigt sich auch am kräftigen Anstieg des Auftragseingangs in Q3/17 (+58,8% gg. Vj.) im Segment Umwelttechnik aufgrund mehrerer Neuaufträge, die hauptsächlich im Jahr 2018 realisiert werden. Mit einem Book-to-Bill-Verhältnis von 1,18x für Q3/17 bleibt der Ausblick unverändert gut und wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	2019e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Anpassung der Schätzungen Das Umsatzwachstum in GJ 2018 spiegelt auch die Akquisition von Shanghai Cisens Automation Co., Ltd. wider, von dem wir für GJ 2018 einen Umsatzbeitrag von rund EUR 20 Mio. erwarten. 	
Umsatz	376,5	2,6 %	417,4	2,7 %	440,6	2,1 %		
EBIT vor PPA	23,5	5,1 %	29,7	3,4 %	34,4	3,9 %		
EBIT	21,8	4,1 %	28,0	3,6 %	33,1	4,1 %		
EPS	0,55	5,5 %	0,60	3,3 %	0,72	4,2 %		

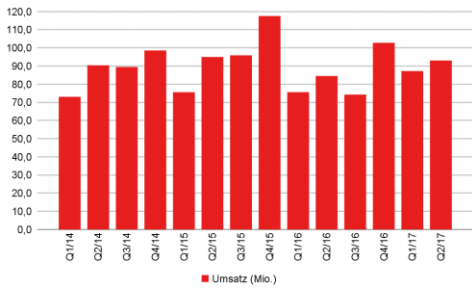


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-0,7 %
6 Monate:	0,6 %
Jahresverlauf:	24,7 %
Letzte 12 Monate:	28,2 %

Unternehmenstermine:

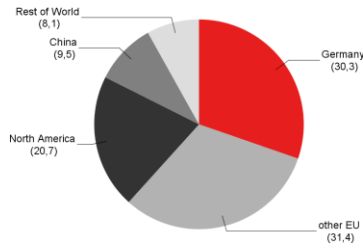
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	10,1 %	270,1	351,4	384,0	337,1	386,3	428,5	449,9
Veränd. Umsatz yoy		10,6 %	30,1 %	9,3 %	-12,2 %	14,6 %	10,9 %	5,0 %
<i>Rohtragsmarge</i>		49,6 %	47,9 %	48,2 %	49,6 %	48,5 %	48,6 %	48,6 %
EBITDA	21,2 %	23,3	28,0	32,3	24,4	31,5	38,2	43,5
<i>Marge</i>		8,6 %	8,0 %	8,4 %	7,2 %	8,2 %	8,9 %	9,7 %
EBIT vor PPA	27,2 %	18,2	20,5	24,7	17,4	24,7	30,7	35,8
<i>Marge</i>		6,7 %	5,8 %	6,4 %	5,2 %	6,4 %	7,2 %	8,0 %
EBIT	40,7 %	17,0	18,0	19,9	12,4	22,7	29,0	34,5
<i>Marge</i>		6,3 %	5,1 %	5,2 %	3,7 %	5,9 %	6,8 %	7,7 %
Nettoergebnis	38,6 %	10,2	10,0	10,2	8,3	16,0	18,3	22,1
EPS	34,2 %	0,38	0,37	0,38	0,31	0,58	0,62	0,75
DPS	0,0 %	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Dividendenrendite		3,2 %	3,3 %	3,0 %	2,6 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
FCFPS		0,63	0,30	0,91	-0,92	0,73	0,44	0,55
FCF / Marktkap.		13,5 %	8,8 %	18,0 %	-16,0 %	8,7 %	5,6 %	7,0 %
EV / Umsatz		0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
EV / EBITDA		8,1 x	6,1 x	5,5 x	9,2 x	8,5 x	6,8 x	5,7 x
KGV		12,2 x	12,4 x	13,4 x	18,6 x	13,6 x	12,8 x	10,5 x
KGV ber.		12,2 x	9,5 x	10,0 x	14,4 x	12,8 x	12,6 x	10,5 x
FCF Potential Yield		8,4 %	11,8 %	12,3 %	8,4 %	8,1 %	9,7 %	11,7 %
Nettoverschuldung		65,0	48,9	40,8	70,9	36,0	27,1	15,3
ROCE (NOPAT)		9,3 %	8,3 %	8,8 %	6,6 %	10,2 %	11,3 %	13,0 %
Guidance:	2017e: Umsatz mindestens EUR 370 Mio., EBIT vor PPA 22 bis 25 Mio.							

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



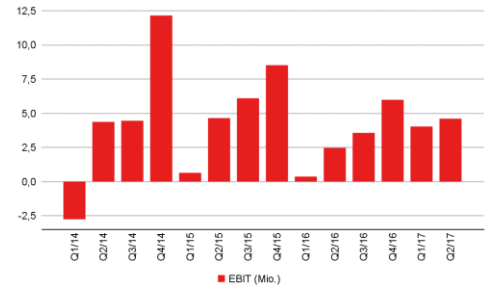
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2016; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

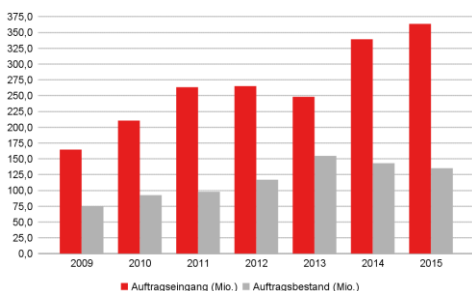
Unternehmenshintergrund

- M.A.X. Automation (M.A.X) ist eine global agierende Industrieholding mit dem Fokus auf Industrieautomation und Umwelttechnik.
- In dem Segment Industrieautomation entwickelt und produziert die M.A.X. automatisierte Anwendungen für Abnehmer aus der Automobil-, Medizin-, Elektro- und Lebensmittelindustrie.
- Das Segment Umwelttechnik bietet innovative Lösungen für die Verarbeitung und das Recycling von Abfällen (leistungsstarke Anlagen und Systeme zum Schreddern, Fördern und Aufbereiten von Primär- und Sekundärrohstoffen).
- Die Hauptabnehmermärkte sind Europa, Nord- und Südamerika sowie Asien. Teilweise sind die Töchtergesellschaften mit eigenen Vertriebs- und Servicegesellschaften vor Ort vertreten.

Wettbewerbsqualität

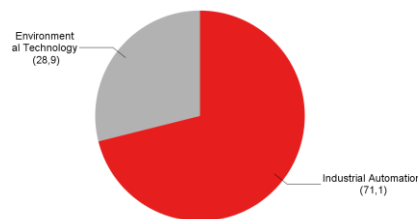
- Alle Töchter der M.A.X. sind in ihren Geschäftsfeldern als Technologieführer positioniert und bieten individuelle und kundenspezifische Automationslösungen an.
- M.A.X. ist fokussiert auf die Entwicklung und Produktion von komplexen Komponenten und kompletten Systemlösungen, die auf einem tiefen Know-how basieren.
- Da die M.A.X. individuelle Komponenten (35% WRe), Automationssysteme (55% WRe) und Service (10% WRe) anbietet,...
- ...hat die M.A.X. einen wichtigen Wettbewerbsvorteil und kann kundenspezifische, integrierte Automationslösungen mit einem hohen Grad an technischer Komplexität aus einer Hand liefern.
- Da die M.A.X. in einem wettbewerbsreichen Markt tätig ist, der von stetiger technischer Weiterentwicklung geprägt ist, ist Innovation M.A.X. Schlüssel zum Erfolg.

Auftragseingang und -bestand in Mio. EUR



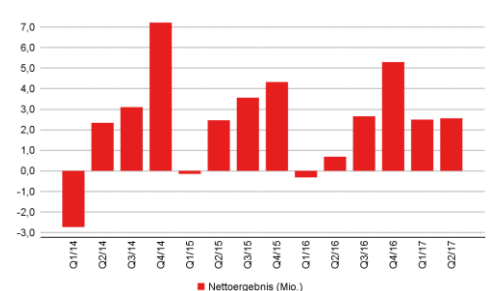
Quelle: Warburg Research

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	386,3	428,5	449,9	470,2	489,6	508,0	525,6	542,2	557,9	572,7	586,6	599,6	611,8	
Umsatzwachstum	14,6 %	10,9 %	5,0 %	4,5 %	4,1 %	3,8 %	3,5 %	3,2 %	2,9 %	2,6 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	22,7	29,0	34,5	36,0	36,7	37,3	37,8	38,2	38,5	38,6	38,7	38,6	38,5	
EBIT-Marge	5,9 %	6,8 %	7,7 %	7,7 %	7,5 %	7,4 %	7,2 %	7,0 %	6,9 %	6,7 %	6,6 %	6,4 %	6,3 %	
Steuerquote (EBT)	19,5 %	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	18,3	20,3	24,1	25,2	25,7	26,1	26,5	26,7	26,9	27,0	27,1	27,1	27,0	
Abschreibungen	8,8	9,2	9,0	9,4	9,9	10,5	11,0	11,5	12,1	12,6	13,1	13,6	14,1	
Abschreibungsquote	2,3 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	
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	-7,0	4,4	4,9	4,6	4,4	4,2	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	
- Investitionen	11,5	10,0	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	12,9	13,4	13,8	14,2	14,6	
Investitionsquote	3,0 %	2,3 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,4 %	2,4 %	
Sonstiges	12,0	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)	10,5	15,1	18,2	19,5	20,2	20,9	21,5	22,0	22,5	22,9	23,2	23,5	23,7	24
Barwert FCF	10,5	14,0	15,6	15,4	14,8	14,1	13,4	12,7	12,0	11,3	10,6	9,9	9,3	152
Anteil der Barwerte	12,68 %			39,13 %										48,19 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	26,25 %	Finanzielle Stabilität	1,35
FK-Zins (nach Steuern)	3,5 %	Liquidität (Akte)	1,70
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,45
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	8,11 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	164		
Terminal Value	152		
Zinstr. Verbindlichkeiten	93		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	42	Aktienzahl (Mio.)	29,5
Eigenkapitalwert	264	Wert je Aktie (EUR)	8,96

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
1,75	9,1 %	7,11	7,23	7,36	7,49	7,64	7,79	7,96	1,75	9,1 %	4,94	5,79	6,64	7,49	8,34	9,19	10,05
1,62	8,6 %	7,71	7,85	8,01	8,17	8,35	8,54	8,75	1,62	8,6 %	5,43	6,34	7,26	8,17	9,08	10,00	10,91
1,56	8,4 %	8,04	8,20	8,37	8,55	8,75	8,96	9,20	1,56	8,4 %	5,71	6,65	7,60	8,55	9,50	10,45	11,39
1,50	8,1 %	8,39	8,57	8,76	8,96	9,18	9,42	9,68	1,50	8,1 %	6,00	6,99	7,97	8,96	9,95	10,93	11,92
1,44	7,9 %	8,78	8,97	9,18	9,41	9,65	9,92	10,22	1,44	7,9 %	6,33	7,35	8,38	9,41	10,43	11,46	12,48
1,38	7,6 %	9,19	9,40	9,64	9,89	10,17	10,47	10,81	1,38	7,6 %	6,68	7,75	8,82	9,89	10,96	12,03	13,10
1,25	7,1 %	10,12	10,39	10,68	11,00	11,36	11,75	12,19	1,25	7,1 %	7,49	8,66	9,83	11,00	12,17	13,35	14,52

- Das Beta reflektiert die Zyklizität des Industriesektors und die hohe Volatilität der Aktien.
- Die Linie andere beinhalten den erwarteten Kaufpreis für die Beteiligung an Shanghai Cisens

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	10,2	10,0	10,6	8,3	16,0	18,3	22,1	
+ Abschreibung + Amortisation	6,3	10,0	12,4	12,0	8,8	9,2	9,0	
- Zinsergebnis (netto)	-2,4	-3,8	-3,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	
- Erhaltungsinvestitionen	2,9	3,5	4,9	4,4	5,8	5,0	5,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	15,9	20,3	21,7	18,8	21,9	25,3	29,0	
FCF Potential Yield (on market EV)	8,4 %	11,8 %	12,3 %	8,4 %	8,1 %	9,7 %	11,7 %	
WACC	8,11 %	8,11 %	8,11 %	8,11 %	8,11 %	8,11 %	8,11 %	
= Enterprise Value (EV)	189,3	171,6	176,8	225,3	269,1	260,1	248,3	
= Fair Enterprise Value	196,4	250,4	267,7	232,4	269,9	312,5	357,4	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	69,9	69,9	69,9	69,9	35,0	26,1	14,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- 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	125,4	179,5	196,8	161,5	233,9	285,4	342,1	
Aktienanzahl (Mio.)	26,8	26,8	26,8	26,8	27,8	29,5	29,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	4,68	6,70	7,34	6,03	8,41	9,69	11,61	
Premium (-) / Discount (+) in %					6,4 %	22,5 %	46,8 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,11 %	2,46	3,80	4,23	3,35	5,46	6,82	8,34
	10,11 %	2,94	4,41	4,88	3,92	6,13	7,59	9,21
	9,11 %	3,53	5,16	5,68	4,62	6,93	8,52	10,28
WACC	8,11 %	4,26	6,09	6,68	5,48	7,94	9,69	11,61
	7,11 %	5,20	7,29	7,96	6,59	9,23	11,18	13,32
	6,11 %	6,44	8,87	9,65	8,06	10,94	13,16	15,58
	5,11 %	8,17	11,08	12,01	10,11	13,32	15,92	18,74

Peer Group										
Unternehmen	Kurs	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		EPS CAGR (16-19e)
		17e	18e	17e	18e	17e	18e	17e	18e	
Kurse in lokaler Währung										
Andritz	45,75	0,7	7,3	6,8	9,8	9,0	15,6	15,0	6,1 %	
Automation Tooling Systems	15,05	1,3	10,9	9,7	14,7	12,8	22,3	19,8	13,8 %	
DMG Mori Seiki	46,80	-	-	-	-	-	35,2	26,1	-	
Dürr	105,50	1,0	9,5	8,8	12,0	11,0	18,9	17,9	6,7 %	
Industria Macchine	72,45	2,0	13,7	11,8	16,4	14,2	29,8	25,7	11,7 %	
Krones	104,70	0,8	8,8	7,9	12,1	10,9	18,4	17,0	7,9 %	
Manz	37,02	0,7	11,2	7,8	28,8	11,9	56,4	17,1	-	
Mikron Holding	6,82	-	-	-	-	-	-	-	-	
Mittelwert		1,1	10,2	8,8	15,6	11,6	28,1	19,8	9,3 %	
Median		0,9	10,2	8,3	13,4	11,4	22,3	17,9	6,1 %	
MAX Automation	7,91	0,7	8,5	6,8	11,8	9,0	13,6	12,8	34,2 %	
Delta zum Median		-22,2 %	-16,2 %	-18,3 %	-11,9 %	-21,6 %	-38,9 %	-28,8 %	458,5 %	

- Die besten Peers und Wettbewerber sind Andritz (durch Schuler), ATS und Dürr.
- Manz und DMG sind keine direkten Wettbewerber der M.A.X., werden aber als Hightech-Automationspezialisten wahrgenommen.

Wertermittlung								
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	
KBV	1,3 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x	1,6 x	1,5 x	1,3 x	
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,14	1,32	1,28	1,58	2,51	3,03	3,65	
EV / Umsatz	0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	
EV / EBITDA	8,1 x	6,1 x	5,5 x	9,2 x	8,5 x	6,8 x	5,7 x	
EV / EBIT	11,1 x	9,5 x	8,9 x	18,2 x	11,8 x	9,0 x	7,2 x	
EV / EBIT adj.*	10,4 x	7,8 x	7,1 x	13,0 x	10,9 x	8,5 x	6,9 x	
Kurs / FCF	7,4 x	11,3 x	5,6 x	n.a.	10,9 x	17,8 x	14,4 x	
KGV	12,2 x	12,4 x	13,4 x	18,6 x	13,6 x	12,8 x	10,5 x	
KGV ber.*	12,2 x	9,5 x	10,0 x	14,4 x	12,8 x	12,6 x	10,5 x	
Dividendenrendite	3,2 %	3,3 %	3,0 %	2,6 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	
FCF Potential Yield (on market EV)	8,4 %	11,8 %	12,3 %	8,4 %	8,1 %	9,7 %	11,7 %	
*Adjustiert um:	-							

Unternehmensspezifische Kennzahlen							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
EBIT vor PPA	18,2	20,5	24,7	17,4	24,7	30,7	35,8
Marge	6,7 %	5,8 %	6,4 %	5,2 %	6,4 %	7,2 %	8,0 %
Auftragseingang	248,3	339,3	363,7	395,7	0,0	0,0	0,0
Auftragsbestand	154,7	143,1	135,2	193,8	0,0	0,0	0,0

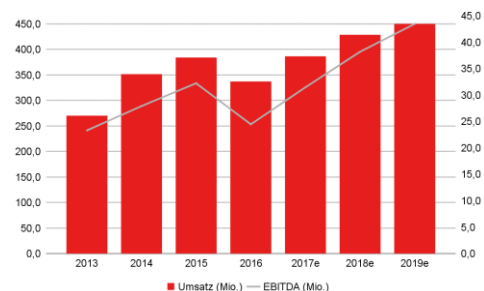
GuV							
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	270,1	351,4	384,0	337,1	386,3	428,5	449,9
Veränd. Umsatz yoy	10,6 %	30,1 %	9,3 %	-12,2 %	14,6 %	10,9 %	5,0 %
Bestandsveränderungen	0,1	-3,4	-3,5	2,6	2,0	0,5	0,5
Aktiviere Eigenleistungen	1,3	4,3	2,0	3,1	2,0	2,0	2,0
Gesamterlöse	271,5	352,4	382,6	342,8	390,3	431,0	452,4
Materialaufwand	137,6	184,0	197,4	175,6	202,8	222,8	234,0
Rohertrag	133,9	168,4	185,2	167,2	187,5	208,2	218,5
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>49,6 %</i>	<i>47,9 %</i>	<i>48,2 %</i>	<i>49,6 %</i>	<i>48,5 %</i>	<i>48,6 %</i>	<i>48,6 %</i>
Personalaufwendungen	77,4	103,0	110,2	106,6	114,5	125,0	128,0
Sonstige betriebliche Erträge	4,9	10,7	14,1	9,8	9,0	9,0	9,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	38,1	48,2	56,7	46,0	50,5	54,0	56,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	23,3	28,0	32,3	24,4	31,5	38,2	43,5
<i>Marge</i>	<i>8,6 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>8,4 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>9,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,2	4,9	5,2	5,0	4,3	5,0	5,5
EBITA	19,1	23,1	27,0	19,4	27,2	33,2	38,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	5,1	7,1	7,0	4,5	4,2	3,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	17,0	18,0	19,9	12,4	22,7	29,0	34,5
<i>Marge</i>	<i>6,3 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,2 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>7,7 %</i>
EBIT adj.	18,2	21,9	24,8	17,4	24,7	30,7	35,8
Zinserträge	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	2,0	4,0	3,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Sonstiges Finanzergebnis	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	14,6	14,2	16,3	9,5	19,9	26,1	31,6
<i>Marge</i>	<i>5,4 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>7,0 %</i>
Steuern gesamt	4,5	4,2	5,7	1,2	3,9	7,8	9,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	10,2	10,0	10,6	8,3	16,0	18,3	22,1
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,2	10,0	10,6	8,3	16,0	18,3	22,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	10,2	10,0	10,2	8,3	16,0	18,3	22,1
<i>Marge</i>	<i>3,8 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>4,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	26,8	26,8	26,8	26,8	27,8	29,5	29,5
EPS	0,38	0,37	0,38	0,31	0,58	0,62	0,75
EPS adj.	0,38	0,48	0,51	0,40	0,62	0,63	0,75

*Adjustiert um:

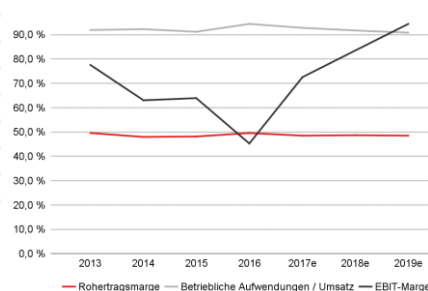
Guidance: 2017e: Umsatz mindestens EUR 370 Mio., EBIT vor PPA 22 bis 25 Mio.

Kennzahlen							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,9 %	92,3 %	91,2 %	94,4 %	92,9 %	91,7 %	90,9 %
Operating Leverage	2,5 x	0,2 x	1,2 x	3,1 x	5,7 x	2,5 x	3,8 x
EBITDA / Interest expenses	11,9 x	7,1 x	8,5 x	8,3 x	10,8 x	13,0 x	14,8 x
Steuerquote (EBT)	30,5 %	29,3 %	34,9 %	12,6 %	19,5 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	39,6 %	40,1 %	38,0 %	48,2 %	26,0 %	24,1 %	20,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	204.312	204.562	224.439	192.540	220.644	244.726	256.962

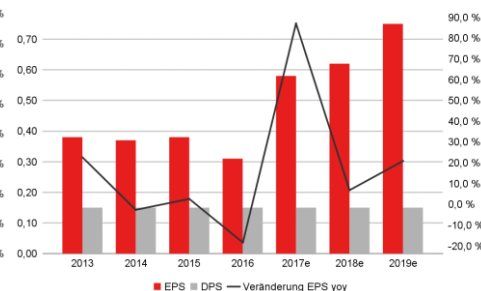
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

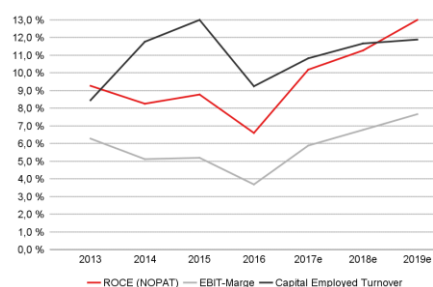
Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	63,4	64,4	72,0	68,5	67,6	66,4	65,9
davon übrige imm. VG	17,5	18,4	18,8	15,4	14,4	13,2	12,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	46,0	46,0	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
Sachanlagen	41,9	39,3	32,5	31,6	35,3	37,3	38,8
Finanzanlagen	0,7	0,3	6,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	6,3	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlagevermögen	112,3	104,8	110,9	104,2	106,9	107,7	108,7
Vorräte	44,8	42,0	39,7	41,2	42,9	47,6	50,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	98,4	82,0	99,8	121,2	105,8	111,5	117,1
Liquide Mittel	26,3	52,4	21,4	23,0	57,9	66,8	78,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	13,9	14,2	11,5	16,7	16,7	16,7	16,7
Umlaufvermögen	183,3	190,5	172,3	202,2	223,3	242,6	262,4
Bilanzsumme (Aktiva)	295,6	295,4	283,2	306,3	330,2	350,3	371,1
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	26,8	26,8	26,8	26,8	29,5	29,5	29,5
Kapitalrücklage	3,1	3,1	3,1	3,1	19,0	19,0	19,0
Gewinnrücklagen	64,4	69,6	75,7	80,0	92,0	106,1	123,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	0,4	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Buchwert	94,0	99,8	106,2	110,8	141,5	155,6	173,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	94,0	99,8	106,2	110,8	141,5	155,6	173,3
Rückstellungen gesamt	13,8	15,2	16,9	10,6	10,6	10,6	10,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	90,5	100,3	61,1	92,9	92,9	92,9	92,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	36,5	44,3	12,3	28,8	28,8	28,8	28,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	58,1	45,8	54,3	61,8	55,0	61,0	64,1
Sonstige Verbindlichkeiten	39,2	34,2	44,6	30,2	30,2	30,2	30,2
Verbindlichkeiten	201,5	195,6	176,9	195,5	188,7	194,7	197,8
Bilanzsumme (Passiva)	295,6	295,4	283,2	306,3	330,2	350,3	371,1

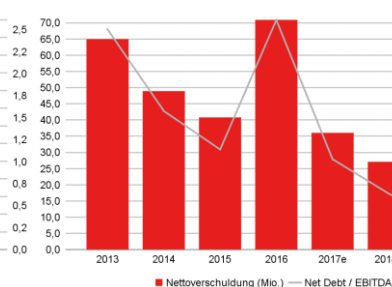
Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,1 x	3,0 x	3,3 x	2,5 x	3,0 x	3,2 x	3,2 x
Capital Employed Turnover	1,7 x	2,4 x	2,6 x	1,9 x	2,2 x	2,3 x	2,4 x
ROA	9,1 %	9,6 %	9,2 %	8,0 %	15,0 %	17,0 %	20,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	9,3 %	8,3 %	8,8 %	6,6 %	10,2 %	11,3 %	13,0 %
ROE	11,1 %	10,3 %	9,9 %	7,7 %	12,7 %	12,3 %	13,5 %
Adj. ROE	11,1 %	13,2 %	13,2 %	10,0 %	13,7 %	12,5 %	13,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	65,0	48,9	40,8	70,9	36,0	27,1	15,3
Nettofinanzverschuldung	64,1	47,9	39,7	69,9	35,0	26,1	14,3
Net Gearing	69,1 %	49,0 %	38,4 %	64,0 %	25,5 %	17,4 %	8,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	275,3 %	171,4 %	123,1 %	286,1 %	111,1 %	68,3 %	32,8 %
Buchwert je Aktie	3,5	3,7	4,0	4,1	4,8	5,3	5,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,1	1,3	1,3	1,6	2,5	3,0	3,6

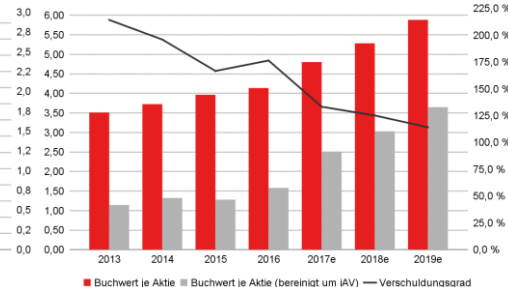
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

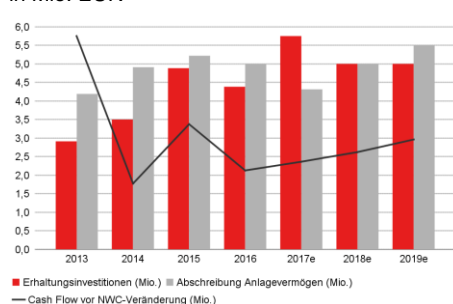
Cash flow

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	10,2	10,0	10,6	8,3	16,0	18,3	22,1
Abschreibung Anlagevermögen	4,2	4,9	5,2	5,0	4,3	5,0	5,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1	5,1	7,1	7,0	4,5	4,2	3,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	44,0	-1,5	12,4	2,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	60,4	18,7	35,4	22,4	24,8	27,5	31,1
Veränderung Vorräte	-7,3	0,2	2,3	-4,2	-1,7	-4,7	-2,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-45,0	14,3	-14,3	-22,0	15,4	-5,7	-5,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	14,5	-15,4	4,1	7,4	-6,8	6,0	3,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	6,8	-19,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-37,8	-0,9	-1,2	-38,3	7,0	-4,4	-4,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	22,6	17,8	34,2	-15,9	31,7	23,1	26,2
Investitionen in iAV	-1,0	-2,0	-3,4	-3,7	-3,5	-3,0	-3,0
Investitionen in Sachanlagen	-4,9	-5,0	-6,3	-5,0	-8,0	-7,0	-7,0
Zugänge aus Akquisitionen	-34,9	0,0	-7,6	-1,5	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,1	1,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,2	7,4	3,3	1,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-40,5	-2,3	-15,8	-9,0	-11,5	-10,0	-10,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	61,0	14,4	-41,6	32,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,2	-4,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	18,7	0,0	0,0
Sonstiges	-35,5	0,0	-4,1	-1,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	21,4	10,3	-49,8	26,4	14,6	-4,2	-4,4
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	3,6	25,8	-31,3	1,5	34,9	8,9	11,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	26,3	52,4	21,4	23,0	57,9	66,8	78,7

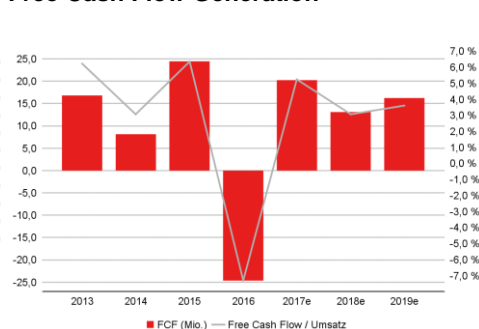
Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	16,8	8,1	24,5	-24,6	20,2	13,1	16,2
Free Cash Flow / Umsatz	6,2 %	3,1 %	6,4 %	-7,3 %	5,2 %	3,1 %	3,6 %
Free Cash Flow Potential	15,9	20,3	21,7	18,8	21,9	25,3	29,0
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	165,5 %	108,0 %	239,7 %	-296,2 %	126,4 %	71,6 %	73,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,3 %	4,2 %	4,7 %	3,8 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,2 %	2,0 %	2,5 %	2,6 %	3,0 %	2,3 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	1,1 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	1,2 %	1,1 %
CAPEX / Abschreibungen	92,2 %	70,1 %	79,0 %	72,8 %	131,0 %	108,7 %	111,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,5 %	23,2 %	21,3 %	27,5 %	25,2 %	22,4 %	22,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	169,4 %	179,0 %	183,6 %	196,2 %	192,4 %	182,8 %	182,7 %
Vorratumschlag	3,1 x	4,4 x	5,0 x	4,3 x	4,7 x	4,7 x	4,7 x
Receivables collection period (Tage)	133	85	95	131	100	95	95
Payables payment period (Tage)	154	91	100	128	99	100	100
Cash conversion cycle (Tage)	8	12	-8	-12	-1	-2	-2

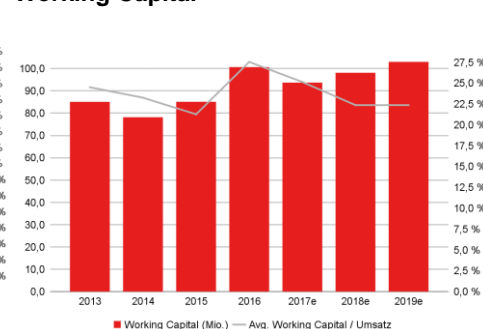
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
MAX Automation	5, 7	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2DA588.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	52
Halten	90	44
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	203	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	31	76
Halten	9	22
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MAX AUTOMATION] AM [20.11.2017]



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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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
Small Cap Research 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 Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

Oliver 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