

| | | | |
|---|--|--|--|
| Buy EUR 7,20 (EUR 7,60) Kurs EUR 4,80 Upside 50,0 % | Wertindikatoren: EUR DCF: 7,25 | Aktien Daten: Bloomberg: MXHN GR Reuters: MAXG.DE ISIN: DE000A2DA588 | Beschreibung: High-tech Automationsspezialist |
| | Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 141,4 Aktienanzahl (Mio.): 29,5 EV: 156,0 Freefloat MC: 74,9 Ø Trad. Vol. (30T): 105,07 | 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): 2018e Beta: 1,4 KBV: 1,0 x EK-Quote: 47 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,6 x Net Debt / EBITDA: 0,6 x |

Sehr starker Auftragseingang

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|---|------------------------------|--|
| Berichtete Kennzahlen Q3/2018: | | | | | | | | | | Kommentar zu den Kennzahlen: | |
| in EUR m | Q3/18 | Q3/18e | Q3/17 | yoy | 9M/18 | 9M/18e | 9M/17 | yoy | <ul style="list-style-type: none"> Die von der MAX Automation vorgelegten Zahlen („fortgeführte Geschäftsbereiche“) lagen in Bezug auf Umsatz und EBIT leicht unter Erwartungen. Der hohe vermeldete Auftragsbestand legt jedoch eine Verschiebung einiger Aufträge in das Q4 nahe. Auf EPS-Basis profitiert MAX von einem positiven Steuereffekt, weshalb hier das schwächere EBIT nicht sichtbar ist. | | |
| Sales | 64,5 | 67,0 | 59,7 | 8,7% | 198,0 | 186,3 | 186,3 | 6,2% | | | |
| EBIT | 3,0 | 4,0 | 4,4 | -33,4% | 11,2 | 12,7 | 12,7 | -11,3% | | | |
| Margin | 4,6% | 3,6% | 4,9% | | 5,7% | 4,0% | 4,7% | | | | |
| EPS in EUR | 0,12 | 0,11 | 0,07 | 71,4% | 0,36 | 0,35 | 0,23 | 56,5% | | | |

Der wichtigste Aspekt des Q3-Berichtes der Max Automation ist die Auftragsituation. So lag der Auftragseingang (9m EUR 250 Mio.) 45% über dem Vorjahreswert und der Auftragsbestand (EUR 177 Mio.) lag 70% darüber. Insofern steht einem leicht schwächer als erwarteten EBIT im Q3 eine sehr positive Gesamtsituation gegenüber, die keinen Anlass zu einer Anpassung der Prognose (WRe) für die fortgeführten Geschäftsbereiche bietet. Vielmehr trafen den Konzern offenbar leichte Auftragsverschiebungen in das Q4.

Ein weiterer zentraler Aspekt der Berichterstattung ist die bereits bekannt gegebene Entscheidung, sich aus dem Bau von Spezialmaschinen für Automobilkunden zurückzuziehen („nicht fortgeführte Geschäftsbereiche“, vgl. Comment vom 26.09.18). Diese Aktivitäten werden von den Unternehmen der IWM Automation-Gruppe (IWM Automation GmbH und IWM Automation Bodensee GmbH), der ELWEMA Automotive GmbH und der 51%igen Tochtergesellschaft MAX Automation (Shanghai) Co., Ltd. durchgeführt. Für diese Unternehmen wurde ein strukturierter Veräußerungsprozess eingeleitet, der im Laufe des kommenden Jahres abgeschlossen sein sollte. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten die Unternehmen einen Umsatz von EUR 120–130 Mio. Das Konzernergebnis nach Steuern inkl. nicht fortgeführte Geschäftsbereiche (hier nicht ausgewiesen) im Jahr 2018 wird stark durch operative und außerordentliche Verluste der IWM-Gruppe in Höhe von ca. EUR 20 Mio. sowie einmalige Aufwendungen zur Verbesserung der Profitabilität belastet. Bereits in den ersten neun Monaten hatte das Ergebnis des in normalen Jahren profitablen Geschäftsfeldes einen Verlust von EUR 23,1 Mio. nach Steuern ausgewiesen. Die gesamte Ergebnisbelastung, insbesondere strukturelle Anpassungen im Vorfeld der für 2019 geplanten Veräußerung des Geschäftes, werden im Gesamtjahr 2018 nach neuer Prognose (WRe) rund EUR 10 Mio. höher ausfallen, als zunächst erwartet. Dies führt bei ansonsten unveränderten Annahmen zu der gezeigten Reduktion des Kurszieles. Da keine Informationen über die eigentlichen Verkaufsverhandlungen vorliegen, wird für das zu veräußernde Geschäftssegment unverändert ein fiktiver Preis (EUR 130 Mio. Umsatz, 5% EBIT-Marge, 8x Multiplikator) zugrunde gelegt, wobei für die zu verkaufenden Einheiten ein Kaufpreis (EV) von EUR 52 Mio. angenommen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens (DCF) werden hiervon EUR 32 Mio. angesetzt (Nettobetrachtung abzüglich aller mit der Restrukturierung stehenden Kosten).

Die Aktie der MAX Automation wird bei einem Kursziel von EUR 7,20 (alt: EUR 7,60) weiter mit Kaufen eingestuft.

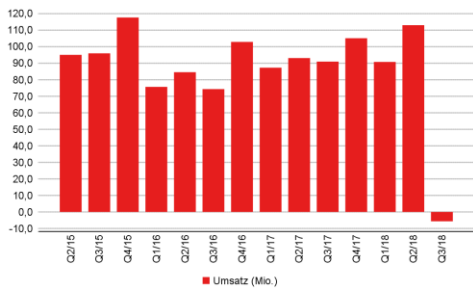


| | |
|----------------------------------|---------|
| Rel. Performance vs CDAX: | |
| 1 Monat: | -0,8 % |
| 6 Monate: | -22,0 % |
| Jahresverlauf: | -26,6 % |
| Letzte 12 Monate: | -24,0 % |

| | |
|-----------------------------|---------|
| Unternehmenstermine: | |
| 15.03.19 | FY 2018 |
| 15.05.19 | Q1 |
| 17.05.19 | HV |
| 14.08.19 | Q2 |

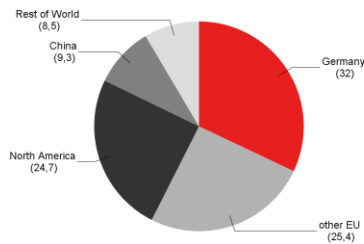
| | | | | | | | | |
|----------------------------|----------|---|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| GJ Ende: 31.12. | CAGR | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
| in EUR Mio. | (17-20e) | | | | | | | |
| Umsatz | -4,0 % | 351,4 | 384,0 | 337,1 | 376,2 | 275,0 | 302,5 | 332,8 |
| Veränd. Umsatz yoy | | 30,1 % | 9,3 % | -12,2 % | 11,6 % | -26,9 % | 10,0 % | 10,0 % |
| Rohertragsmarge | | 47,9 % | 48,2 % | 49,6 % | 48,9 % | 55,3 % | 54,7 % | 54,6 % |
| EBITDA | -0,3 % | 28,0 | 32,3 | 24,4 | 28,9 | 22,7 | 24,7 | 28,6 |
| Marge | | 8,0 % | 8,4 % | 7,2 % | 7,7 % | 8,3 % | 8,2 % | 8,6 % |
| EBIT | 1,3 % | 18,0 | 19,9 | 12,4 | 20,2 | 16,4 | 17,7 | 21,0 |
| Marge | | 5,1 % | 5,2 % | 3,7 % | 5,4 % | 6,0 % | 5,9 % | 6,3 % |
| Nettoergebnis | -3,7 % | 10,0 | 10,2 | 8,3 | 14,0 | 9,3 | 10,2 | 12,5 |
| EPS | -5,6 % | 0,37 | 0,38 | 0,31 | 0,50 | 0,31 | 0,35 | 0,42 |
| DPS | 0,0 % | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| Dividendenrendite | | 3,3 % | 3,0 % | 2,6 % | 2,1 % | 3,1 % | 3,1 % | 3,1 % |
| FCFPS | | 0,30 | 0,91 | -0,92 | 0,39 | 1,28 | 0,21 | 0,17 |
| FCF / Marktkap. | | 8,8 % | 18,0 % | -16,0 % | 5,4 % | 26,6 % | 4,4 % | 3,5 % |
| EV / Umsatz | | 0,5 x | 0,5 x | 0,7 x | 0,7 x | 0,6 x | 0,5 x | 0,5 x |
| EV / EBITDA | | 6,1 x | 5,5 x | 9,2 x | 8,6 x | 6,9 x | 6,2 x | 5,4 x |
| EV / EBIT adj. | | 7,8 x | 7,1 x | 13,0 x | 11,2 x | 8,8 x | 8,1 x | 7,0 x |
| KGV | | 12,4 x | 13,4 x | 18,6 x | 14,5 x | 15,5 x | 13,7 x | 11,4 x |
| FCF Potential Yield | | 11,8 % | 12,3 % | 8,4 % | 8,9 % | 8,8 % | 9,9 % | 11,9 % |
| Nettoverschuldung | | 48,9 | 40,8 | 70,9 | 48,1 | 14,6 | 12,8 | 12,3 |
| ROCE (NOPAT) | | 8,3 % | 8,8 % | 6,6 % | 9,1 % | 6,6 % | 7,7 % | 8,8 % |
| Guidance: | | 2018e: Umsatz EUR 270-280 Mio., EBIT vor PPA EUR 16-18 Mio. | | | | | | |

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



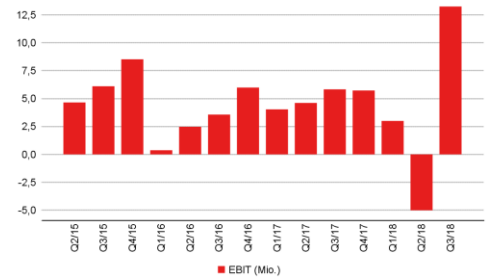
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

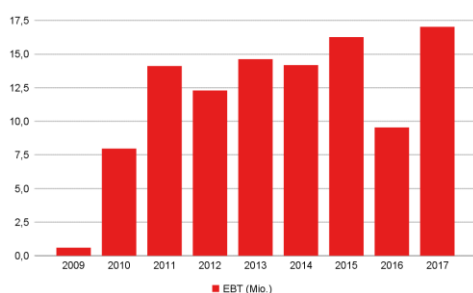
Unternehmenshintergrund

- MAX Automation (M.A.X) ist eine global agierende Industrieholding mit dem Fokus auf Industrieautomation und Umwelttechnik.
- In dem Segment Industrieautomation entwickelt und produziert die MAX 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

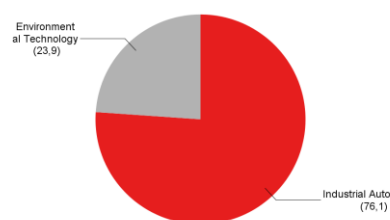
- Alle Töchter der MAX sind in ihren Geschäftsfeldern als Technologieführer positioniert und bieten individuelle und kundenspezifische Automationslösungen an.
- MAX ist fokussiert auf die Entwicklung und Produktion von komplexen Komponenten und kompletten Systemlösungen, die auf einem tiefen Know-how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

EBT Entwicklung
in Mio. EUR



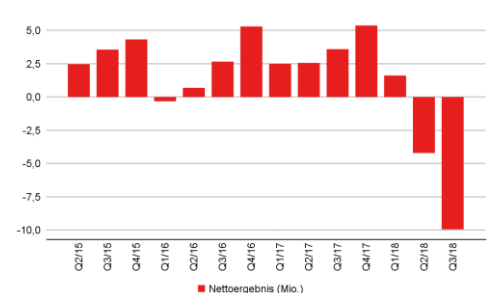
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2017; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio. | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | |
| Umsatz | 275,0 | 302,5 | 332,8 | 347,7 | 362,0 | 375,7 | 388,7 | 401,0 | 412,6 | 423,5 | 433,8 | 443,4 | 452,4 | 2,0 % |
| Umsatzwachstum | -26,9 % | 10,0 % | 10,0 % | 4,5 % | 4,1 % | 3,8 % | 3,5 % | 3,2 % | 2,9 % | 2,6 % | 2,4 % | 2,2 % | 2,0 % | |
| EBIT | 16,4 | 17,7 | 21,0 | 21,9 | 22,8 | 23,6 | 24,3 | 25,0 | 25,7 | 26,3 | 26,9 | 27,4 | 27,9 | 6,2 % |
| EBIT-Marge | 6,0 % | 5,9 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,2 % | 6,2 % | 6,2 % | 6,2 % | 6,2 % | 6,2 % | |
| 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 % | 19,21 % |
| NOPAT | 11,5 | 12,4 | 14,7 | 15,3 | 15,9 | 16,5 | 17,0 | 17,5 | 18,0 | 18,4 | 18,8 | 19,2 | 19,6 | |
| Abschreibungen | 6,3 | 7,0 | 7,7 | 8,0 | 8,3 | 8,6 | 8,9 | 9,2 | 9,5 | 9,7 | 10,0 | 10,2 | 10,4 | 33,72 % |
| Abschreibungsquote | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 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 | 47,06 % |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | -32,1 | 1,0 | 5,2 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 3,2 | 3,0 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 18 |
| - Investitionen | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 9,7 | 9,4 | 9,0 | 8,9 | 9,2 | 9,5 | 9,7 | 10,0 | 10,2 | 10,4 | |
| Investitionsquote | 3,6 % | 3,3 % | 3,0 % | 2,8 % | 2,6 % | 2,4 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 2,3 % | 108 |
| Sonstiges | 9,0 | 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) | 30,9 | 8,4 | 7,1 | 9,9 | 11,3 | 12,8 | 13,8 | 14,5 | 15,1 | 15,7 | 16,3 | 16,8 | 17,3 | 33,72 % |
| Barwert FCF | 30,5 | 7,6 | 6,0 | 7,7 | 8,1 | 8,5 | 8,5 | 8,2 | 7,9 | 7,6 | 7,3 | 7,0 | 6,6 | |
| Anteil der Barwerte | 19,21 % | | | 33,72 % | | | | | | | | | | 47,06 % |

Modell-Parameter

| Herleitung WACC: | | Herleitung Beta: | |
|------------------------|---------------|------------------------|-------------|
| Fremdkapitalquote | 15,00 % | Finanzielle Stabilität | 1,30 |
| FK-Zins (nach Steuern) | 2,8 % | Liquidität (Aktie) | 1,70 |
| Marktrendite | 7,00 % | Zyklizität | 1,30 |
| Risikofreie Rendite | 1,50 % | Transparenz | 1,30 |
| | | Sonstiges | 1,40 |
| WACC | 8,24 % | Beta | 1,40 |

Wertermittlung (Mio.)

| | | | |
|----------------------------|------------|----------------------------|-------------|
| Barwerte bis 2030e | 122 | | |
| Terminal Value | 108 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 73 | | |
| Pensionsrückstellungen | 1 | | |
| Hybridkapital | 0 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 32 | | |
| Liquide Mittel | 26 | Aktienzahl (Mio.) | 29,5 |
| Eigenkapitalwert | 214 | Wert je Aktie (EUR) | 7,25 |

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 |
| 1,61 | 9,2 % | 5,96 | 6,04 | 6,13 | 6,23 | 6,33 | 6,44 | 6,55 | 1,61 | 9,2 % | 4,42 | 5,02 | 5,62 | 6,23 | 6,83 | 7,43 | 8,03 |
| 1,51 | 8,7 % | 6,38 | 6,48 | 6,58 | 6,70 | 6,82 | 6,96 | 7,10 | 1,51 | 8,7 % | 4,76 | 5,41 | 6,05 | 6,70 | 7,35 | 7,99 | 8,64 |
| 1,45 | 8,5 % | 6,61 | 6,72 | 6,84 | 6,96 | 7,10 | 7,25 | 7,41 | 1,45 | 8,5 % | 4,95 | 5,62 | 6,29 | 6,96 | 7,63 | 8,30 | 8,98 |
| 1,40 | 8,2 % | 6,86 | 6,98 | 7,11 | 7,25 | 7,40 | 7,57 | 7,75 | 1,40 | 8,2 % | 5,16 | 5,86 | 6,55 | 7,25 | 7,95 | 8,64 | 9,34 |
| 1,35 | 8,0 % | 7,12 | 7,26 | 7,40 | 7,56 | 7,73 | 7,92 | 8,12 | 1,35 | 8,0 % | 5,38 | 6,11 | 6,83 | 7,56 | 8,29 | 9,01 | 9,74 |
| 1,29 | 7,7 % | 7,41 | 7,56 | 7,72 | 7,90 | 8,09 | 8,30 | 8,53 | 1,29 | 7,7 % | 5,63 | 6,38 | 7,14 | 7,90 | 8,65 | 9,41 | 10,17 |
| 1,19 | 7,2 % | 8,06 | 8,24 | 8,45 | 8,67 | 8,92 | 9,19 | 9,49 | 1,19 | 7,2 % | 6,19 | 7,01 | 7,84 | 8,67 | 9,50 | 10,33 | 11,16 |

- 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

| Wertermittlung | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
| KBV | 1,2 x | 1,3 x | 1,4 x | 1,4 x | 1,0 x | 0,9 x | 0,9 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 1,32 | 1,28 | 1,58 | 2,45 | 2,63 | 2,85 | 3,16 |
| EV / Umsatz | 0,5 x | 0,5 x | 0,7 x | 0,7 x | 0,6 x | 0,5 x | 0,5 x |
| EV / EBITDA | 6,1 x | 5,5 x | 9,2 x | 8,6 x | 6,9 x | 6,2 x | 5,4 x |
| EV / EBIT | 9,5 x | 8,9 x | 18,2 x | 12,3 x | 9,5 x | 8,7 x | 7,3 x |
| EV / EBIT adj.* | 7,8 x | 7,1 x | 13,0 x | 11,2 x | 8,8 x | 8,1 x | 7,0 x |
| Kurs / FCF | 11,3 x | 5,6 x | n.a. | 18,4 x | 3,8 x | 23,0 x | 28,7 x |
| KGV | 12,4 x | 13,4 x | 18,6 x | 14,5 x | 15,5 x | 13,7 x | 11,4 x |
| KGV ber.* | 9,5 x | 10,0 x | 14,4 x | 14,5 x | 15,5 x | 13,7 x | 11,4 x |
| Dividendenrendite | 3,3 % | 3,0 % | 2,6 % | 2,1 % | 3,1 % | 3,1 % | 3,1 % |
| FCF Potential Yield (on market EV) | 11,8 % | 12,3 % | 8,4 % | 8,9 % | 8,8 % | 9,9 % | 11,9 % |
| *Adjustiert um: | - | | | | | | |

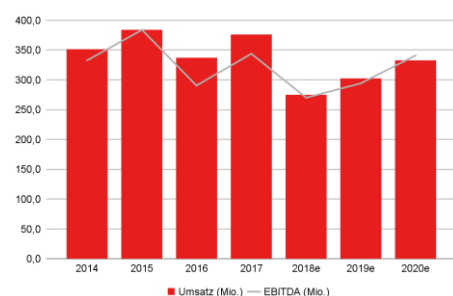
| GuV | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| In EUR Mio. | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
| Umsatz | 351,4 | 384,0 | 337,1 | 376,2 | 275,0 | 302,5 | 332,8 |
| Veränd. Umsatz yoy | 30,1 % | 9,3 % | -12,2 % | 11,6 % | -26,9 % | 10,0 % | 10,0 % |
| Bestandsveränderungen | -3,4 | -3,5 | 2,6 | 1,7 | 3,0 | 1,0 | 1,0 |
| Aktiviere Eigenleistungen | 4,3 | 2,0 | 3,1 | 2,4 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Gesamterlöse | 352,4 | 382,6 | 342,8 | 380,3 | 279,0 | 304,5 | 334,8 |
| Materialaufwand | 184,0 | 197,4 | 175,6 | 196,3 | 127,1 | 139,2 | 153,1 |
| Rohrertrag | 168,4 | 185,2 | 167,2 | 184,0 | 152,0 | 165,4 | 181,7 |
| <i>Rohrertragsmarge</i> | <i>47,9 %</i> | <i>48,2 %</i> | <i>49,6 %</i> | <i>48,9 %</i> | <i>55,3 %</i> | <i>54,7 %</i> | <i>54,6 %</i> |
| Personalaufwendungen | 103,0 | 110,2 | 106,6 | 112,3 | 90,8 | 99,8 | 109,8 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 10,7 | 14,1 | 9,8 | 7,2 | 5,5 | 6,1 | 6,7 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 48,2 | 56,7 | 46,0 | 50,0 | 44,0 | 46,9 | 49,9 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 28,0 | 32,3 | 24,4 | 28,9 | 22,7 | 24,7 | 28,6 |
| <i>Marge</i> | <i>8,0 %</i> | <i>8,4 %</i> | <i>7,2 %</i> | <i>7,7 %</i> | <i>8,3 %</i> | <i>8,2 %</i> | <i>8,6 %</i> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 4,9 | 5,2 | 5,0 | 4,1 | 3,0 | 3,3 | 3,7 |
| EBITA | 23,1 | 27,0 | 19,4 | 24,7 | 19,7 | 21,4 | 25,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 5,1 | 7,1 | 7,0 | 4,5 | 3,3 | 3,6 | 4,0 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 18,0 | 19,9 | 12,4 | 20,2 | 16,4 | 17,7 | 21,0 |
| <i>Marge</i> | <i>5,1 %</i> | <i>5,2 %</i> | <i>3,7 %</i> | <i>5,4 %</i> | <i>6,0 %</i> | <i>5,9 %</i> | <i>6,3 %</i> |
| EBIT adj. | 21,9 | 24,8 | 17,4 | 22,2 | 17,7 | 19,0 | 22,0 |
| Zinserträge | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Zinsaufwendungen | 4,0 | 3,8 | 2,9 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Sonstiges Finanzergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 14,2 | 16,3 | 9,5 | 17,0 | 13,2 | 14,6 | 17,8 |
| <i>Marge</i> | <i>4,0 %</i> | <i>4,2 %</i> | <i>2,8 %</i> | <i>4,5 %</i> | <i>4,8 %</i> | <i>4,8 %</i> | <i>5,4 %</i> |
| Steuern gesamt | 4,2 | 5,7 | 1,2 | 2,9 | 4,0 | 4,4 | 5,3 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 10,0 | 10,6 | 8,3 | 14,1 | 9,3 | 10,2 | 12,5 |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 10,0 | 10,6 | 8,3 | 14,1 | 9,3 | 10,2 | 12,5 |
| Minderheitenanteile | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | 10,0 | 10,2 | 8,3 | 14,0 | 9,3 | 10,2 | 12,5 |
| <i>Marge</i> | <i>2,9 %</i> | <i>2,7 %</i> | <i>2,5 %</i> | <i>3,7 %</i> | <i>3,4 %</i> | <i>3,4 %</i> | <i>3,7 %</i> |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 26,8 | 26,8 | 26,8 | 27,8 | 29,5 | 29,5 | 29,5 |
| EPS | 0,37 | 0,38 | 0,31 | 0,50 | 0,31 | 0,35 | 0,42 |
| EPS adj. | 0,48 | 0,51 | 0,40 | 0,50 | 0,31 | 0,35 | 0,42 |

*Adjustiert um:

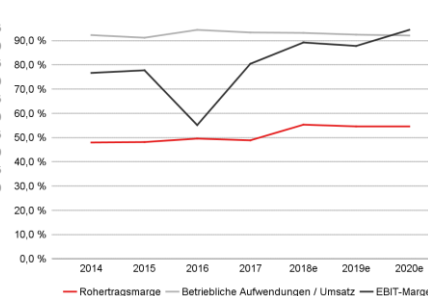
Guidance: 2018e: Umsatz EUR 270-280 Mio., EBIT vor PPA EUR 16-18 Mio.

| Kennzahlen | | | | | | | |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 92,3 % | 91,2 % | 94,4 % | 93,4 % | 93,2 % | 92,5 % | 92,0 % |
| Operating Leverage | 0,2 x | 1,2 x | 3,1 x | 5,4 x | 0,7 x | 0,8 x | 1,8 x |
| EBITDA / Interest expenses | 7,1 x | 8,5 x | 8,3 x | 8,1 x | 6,4 x | 7,0 x | 8,1 x |
| Steuerquote (EBT) | 29,3 % | 34,9 % | 12,6 % | 17,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % |
| Ausschüttungsquote | 40,1 % | 38,0 % | 48,2 % | 29,5 % | 47,8 % | 43,3 % | 35,4 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 204.562 | 224.439 | 192.540 | 214.837 | 157.053 | 172.758 | 190.034 |

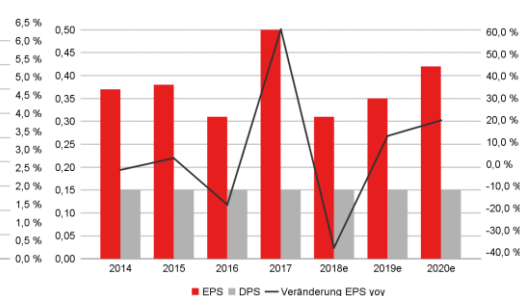
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

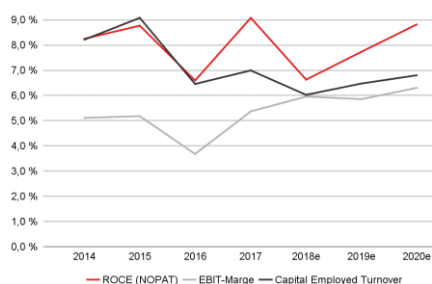
Bilanz

| In EUR Mio. | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 64,4 | 72,0 | 68,5 | 66,8 | 66,5 | 65,8 | 64,8 |
| davon übrige imm. VG | 18,4 | 18,8 | 15,4 | 13,7 | 13,4 | 12,7 | 11,7 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 46,0 | 53,1 | 53,1 | 53,1 | 53,1 | 53,1 | 53,1 |
| Sachanlagen | 39,3 | 32,5 | 31,6 | 31,5 | 35,5 | 39,1 | 42,5 |
| Finanzanlagen | 0,3 | 6,0 | 3,7 | 7,5 | 7,5 | 7,5 | 7,5 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,9 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Anlagevermögen | 104,8 | 110,9 | 104,2 | 106,4 | 110,0 | 113,1 | 115,4 |
| Vorräte | 42,0 | 39,7 | 41,2 | 42,1 | 32,4 | 35,6 | 39,1 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 82,0 | 99,8 | 121,2 | 138,3 | 96,4 | 99,5 | 104,8 |
| Liquide Mittel | 52,4 | 21,4 | 23,0 | 26,2 | 59,7 | 61,4 | 61,9 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 14,2 | 11,5 | 16,7 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 10,4 |
| Umlaufvermögen | 190,5 | 172,3 | 202,2 | 217,0 | 198,9 | 206,9 | 216,2 |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 295,4 | 283,2 | 306,3 | 323,3 | 308,9 | 320,0 | 331,6 |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 26,8 | 26,8 | 26,8 | 29,5 | 29,5 | 29,5 | 29,5 |
| Kapitalrücklage | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 18,9 | 18,9 | 18,9 | 18,9 |
| Gewinnrücklagen | 69,6 | 75,7 | 80,0 | 90,6 | 95,6 | 101,4 | 109,5 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | 0,4 | 0,7 | 1,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Buchwert | 99,8 | 106,2 | 110,8 | 139,0 | 144,1 | 149,9 | 157,9 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigenkapital | 99,8 | 106,2 | 110,8 | 139,0 | 144,1 | 149,9 | 157,9 |
| Rückstellungen gesamt | 15,2 | 16,9 | 10,6 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 100,3 | 61,1 | 92,9 | 73,3 | 73,3 | 73,3 | 73,3 |
| davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 44,3 | 12,3 | 28,8 | 8,4 | 8,4 | 8,4 | 8,4 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 45,8 | 54,3 | 61,8 | 72,6 | 53,1 | 58,4 | 62,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 34,2 | 44,6 | 30,2 | 25,9 | 25,9 | 25,9 | 25,9 |
| Verbindlichkeiten | 195,6 | 176,9 | 195,5 | 184,3 | 164,8 | 170,1 | 173,7 |
| Bilanzsumme (Passiva) | 295,4 | 283,2 | 306,3 | 323,3 | 308,9 | 320,0 | 331,6 |

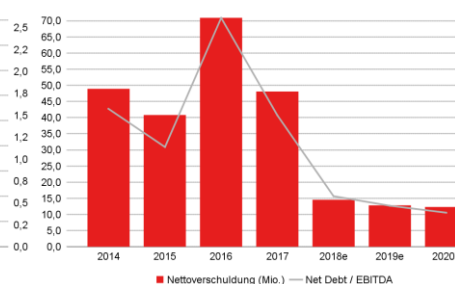
Kennzahlen

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Kapitaleffizienz | | | | | | | |
| Operating Assets Turnover | 3,0 x | 3,3 x | 2,5 x | 2,7 x | 2,5 x | 2,6 x | 2,7 x |
| Capital Employed Turnover | 2,4 x | 2,6 x | 1,9 x | 2,0 x | 1,7 x | 1,9 x | 2,0 x |
| ROA | 9,6 % | 9,2 % | 8,0 % | 13,1 % | 8,4 % | 9,0 % | 10,8 % |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | 8,3 % | 8,8 % | 6,6 % | 9,1 % | 6,6 % | 7,7 % | 8,8 % |
| ROE | 10,3 % | 9,9 % | 7,7 % | 11,2 % | 6,5 % | 6,9 % | 8,1 % |
| Adj. ROE | 13,2 % | 13,2 % | 10,0 % | 11,2 % | 6,5 % | 6,9 % | 8,1 % |
| Bilanzqualität | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | 48,9 | 40,8 | 70,9 | 48,1 | 14,6 | 12,8 | 12,3 |
| Nettofinanzverschuldung | 47,9 | 39,7 | 69,9 | 47,1 | 13,6 | 11,9 | 11,4 |
| Net Gearing | 49,0 % | 38,4 % | 64,0 % | 34,6 % | 10,1 % | 8,6 % | 7,8 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA | 171,4 % | 123,1 % | 286,1 % | 163,2 % | 59,9 % | 48,0 % | 39,7 % |
| Buchwert je Aktie | 3,7 | 4,0 | 4,1 | 4,7 | 4,9 | 5,1 | 5,4 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 2,5 | 2,6 | 2,9 | 3,2 |

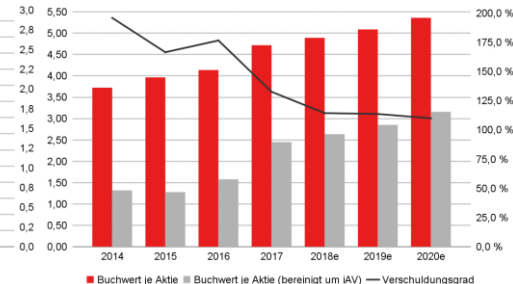
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

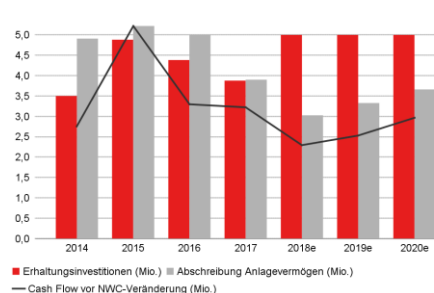
Cash flow

| In EUR Mio. | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 10,0 | 10,6 | 8,3 | 14,1 | 9,3 | 10,2 | 12,5 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 4,9 | 5,2 | 5,0 | 3,9 | 3,0 | 3,3 | 3,7 |
| Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 5,1 | 7,1 | 7,0 | 4,5 | 3,3 | 3,6 | 4,0 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -1,5 | 12,4 | 2,0 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow vor NWC-Veränderung | 18,7 | 35,4 | 22,4 | 21,9 | 15,6 | 17,2 | 20,1 |
| Veränderung Vorräte | 0,2 | 2,3 | -4,2 | -0,9 | 9,7 | -3,2 | -3,5 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | 14,3 | -14,3 | -22,0 | -17,1 | 41,9 | -3,1 | -5,3 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | -15,4 | 4,1 | 7,4 | 10,8 | -19,5 | 5,3 | 3,6 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | 0,0 | 6,8 | -19,6 | 4,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | -0,9 | -1,2 | -38,3 | -3,2 | 32,1 | -1,0 | -5,2 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1] | 17,8 | 34,2 | -15,9 | 18,7 | 47,7 | 16,2 | 14,9 |
| Investitionen in iAV | -2,0 | -3,4 | -3,7 | -3,3 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| Investitionen in Sachanlagen | -5,0 | -6,3 | -5,0 | -4,4 | -7,0 | -7,0 | -7,0 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 0,0 | -7,6 | -1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | 0,1 | 1,7 | 0,3 | 3,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 7,4 | 3,3 | 1,6 | 5,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2] | -2,3 | -15,8 | -9,0 | -6,5 | -10,0 | -10,0 | -10,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 14,4 | -41,6 | 32,3 | -22,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | -4,0 | -4,0 | -4,0 | -4,0 | -4,2 | -4,4 | -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 | 18,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,0 | -4,1 | -1,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3] | 10,3 | -49,8 | 26,4 | -8,4 | -4,2 | -4,4 | -4,4 |
| Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3] | 25,8 | -31,3 | 1,5 | 3,7 | 33,5 | 1,7 | 0,5 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,2 | 0,3 | 0,1 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Endbestand liquide Mittel | 52,4 | 21,4 | 23,0 | 26,2 | 59,7 | 61,4 | 61,9 |

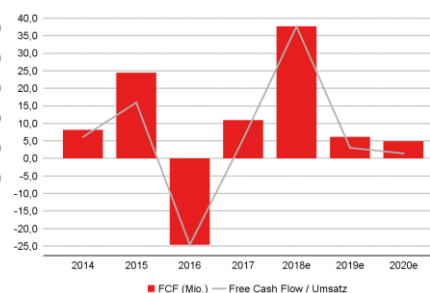
Kennzahlen

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|---|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Kapitalfluss | | | | | | | |
| FCF | 8,1 | 24,5 | -24,6 | 10,9 | 37,7 | 6,2 | 4,9 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 3,1 % | 6,4 % | -7,3 % | 2,9 % | 13,7 % | 2,0 % | 1,5 % |
| Free Cash Flow Potential | 20,3 | 21,7 | 18,8 | 22,1 | 13,7 | 15,3 | 18,3 |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 108,0 % | 239,7 % | -296,2 % | 78,3 % | 407,3 % | 60,4 % | 39,5 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 0,4 % | 0,5 % | 0,4 % | 1,6 % | 0,9 % | 0,6 % | 0,6 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 4,2 % | 4,7 % | 3,8 % | 4,3 % | 4,8 % | 4,8 % | 4,8 % |
| Verwaltung von Finanzmitteln | | | | | | | |
| Investitionsquote | 2,0 % | 2,5 % | 2,6 % | 2,1 % | 3,6 % | 3,3 % | 3,0 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 1,0 % | 1,3 % | 1,3 % | 1,0 % | 1,8 % | 1,7 % | 1,5 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 70,1 % | 79,0 % | 72,8 % | 89,4 % | 158,1 % | 143,7 % | 130,7 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 23,2 % | 21,3 % | 27,5 % | 27,7 % | 33,4 % | 25,2 % | 23,8 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 179,0 % | 183,6 % | 196,2 % | 190,5 % | 181,5 % | 170,4 % | 169,0 % |
| Vorratumschlag | 4,4 x | 5,0 x | 4,3 x | 4,7 x | 3,9 x | 3,9 x | 3,9 x |
| Receivables collection period (Tage) | 85 | 95 | 131 | 134 | 128 | 120 | 115 |
| Payables payment period (Tage) | 91 | 100 | 128 | 135 | 153 | 153 | 148 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 78 | 68 | 88 | 77 | 68 | 60 | 60 |

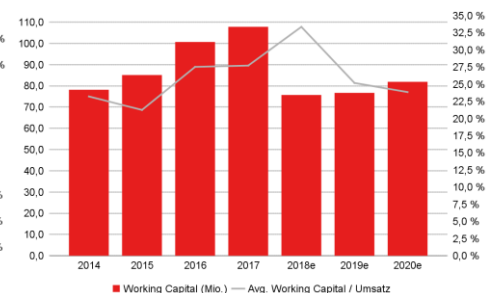
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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) |
|----------------|------------|---|
| 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

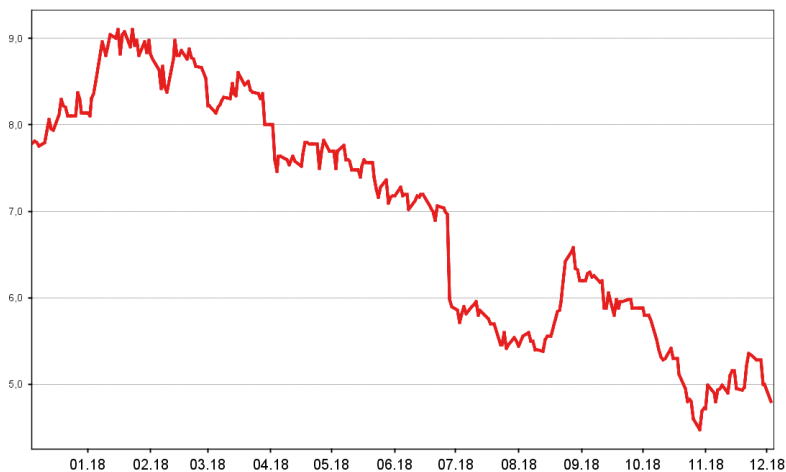
| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 131 | 64 |
| Halten | 65 | 32 |
| Verkaufen | 3 | 1 |
| Empf. ausgesetzt | 7 | 3 |
| Gesamt | 206 | 100 |

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 | 33 | 72 |
| Halten | 11 | 24 |
| Verkaufen | 0 | 0 |
| Empf. ausgesetzt | 2 | 4 |
| Gesamt | 46 | 100 |

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MAX AUTOMATION] AM [04.12.2018]



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

Jonas Blum +40 40 309537-240
Small/Mid Cap Research jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

Marina Manas Cháfer +49 40 309537-254
Renewables, Small/Mid Cap mmanaschafer@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

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

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