

<b>Hold</b> <b>EUR 10,50</b>  <b>Kurs</b> EUR 10,49 <b>Upside</b> 0,1 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR NAV 17e: 10,50	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: GBQ GR Reuters: GBQG ISIN: DE0005850903	<b>Beschreibung:</b> Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Beteiligungen in Deutschland
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 70,8 Aktienanzahl (Mio.): 6,8 EV: 55,2 Freefloat MC: 27,8 Ø Trad. Vol. (30T): 5,46 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 39,2 % Rossmann Bet. GmbH 29,9 % FRISS Beteiligungsgesellschaft 15,0 % HANNOVER Finanz GmbH 11,3 % M.M. Warburg & Co 4,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2016e Beta: 1,0 KBV: 1,1 x EK-Quote: 92 %

## Erfolgreiche Veräußerung mit signifikantem Ergebnisbeitrag berichtet

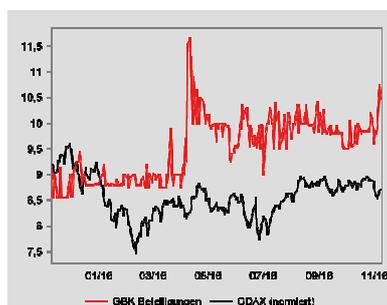
Die GBK Beteiligungen hat am Freitag über eine erfolgreiche Veräußerung berichtet. Die sich seit 2002 im Portfolio befindliche Raith GmbH wurde erfolgreich veräußert. Bereits 2015 feierte das Unternehmen sein 35-jähriges Jubiläum und verzeichnete zugleich sein wirtschaftlich erfolgreichstes Geschäftsjahr mit einem Umsatz von EUR 54 Mio. Die Raith GmbH stellt Hochleistungssysteme für die Nanotechnologie her und ist auf Elektronen- und Ionenstrahl-Lithografiesysteme spezialisiert. Das Dortmunder Unternehmen vertreibt die Produkte weltweit und ist mit Tochtergesellschaften zum Beispiel in den USA, Indien und China vertreten. Allein diese Transaktion wird einen positiven Brutto-Effekt auf das realisierte Ergebnis in Höhe von EUR 6,9 Mio. haben.

Bereits im Mai (Update vom 03.05.2016) wurde auf einen verhaltenen Jahresauftakt auf dem deutschen M&A Markt hingewiesen. Die Rahmenbedingungen haben sich seit dem nicht wesentlich verändert. Vor dem Hintergrund eines bislang mäßigen Jahresverlaufs der Private Equity Gesellschaften in Deutschland, ist die jüngste Entwicklung der GBK als hervorragend zu bezeichnen. Bereits im zweiten Aktionärsbrief hatte die GBK auf ein potenziell erfolgreiches zweites Halbjahr 2016 hingewiesen. Diese positive Entwicklung wurde nun bestätigt. Die Realisierung eines Bruttoveräußerungsgewinns von EUR 7,0 Mio. wurden bereits durch die Veräußerung der Mackprang/Schlemmer Gruppe und die der IS Inkasso GmbH erzielt. Damit stellt das aktuelle Geschäftsjahr das erfolgreichste Jahr der Unternehmensgeschichte dar.

Durch den außerordentlich hohen realisierten Ergebnisbeitrag durch die jüngsten Transaktionen, sollte das Jahresergebnis der GBK über dem Vorjahresniveau liegen. Das Unternehmen befindet sich auf gutem Wege am Jahresende liquide Mittel deutlich über Vorjahr auszuweisen (ca. EUR 16 Mio. WR Schätzungen). Wir gehen davon aus, dass die GBK die Mittel für weitere Investments verwenden wird und halten daher die Dividendenschätzung von EUR 0,30 pro Aktie bei (2,8% Rendite). GBK's jährliches Investitionsvolumen liegt zwischen EUR 5 Mio. und EUR 10 Mio. und kann folglich über die eigene Bilanz finanziert werden. Im laufenden Jahr hat sich GBK an der Schiller Fleisch GmbH & Co. KG aus Bad Vilbel beteiligt. Es wird davon ausgegangen, dass die GBK rund EUR 1 Mio. investiert hat. Im historischen Durchschnitt lagen die Investments in einer Bandbreite von EUR 0,5 Mio. bis EUR 3,5 Mio. Zudem haben zwei Portfoliounternehmen der GBK (Biesterfeld AG; Frey & Winkler) kleinere Akquisitionen durchgeführt, die jedoch nur einen kleinen Einfluss auf die Gewinn- und Verlustrechnung der GBK haben sollten.

Die Empfehlung Hold mit einem unverändertem Kursziel von EUR 10,50 bleibt unverändert.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
<b>Erträge d. Ergebnis a.</b>	2,6	0,0 %	2,6	0,0 %	2,6	0,0 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vor dem Hintergrund der realisierten Gewinne werden die Schätzungen für 2016 angepasst.</li> <li>Insgesamt drei Veräußerungen sollten zu einem realisierten Ergebnis von rund EUR 14 Mio. geführt haben. Dem steht jedoch ein negativer Beitrag von geschätzt EUR 10 Mio. gegenüber, da die Abgänge der jeweiligen Zeitwerte zu berücksichtigen sind.</li> </ul>
<b>Real. Ergebnis</b>	2,7	66,7 %	3,0	0,0 %	3,3	0,0 %	
<b>Nicht real. Ergebnis</b>	3,0	61,6 %	3,2	1,3 %	3,6	1,2 %	
<b>Ergebnis</b>	1,5	0,0 %	1,5	0,0 %	1,5	0,0 %	
	4,5	41,1 %	4,7	0,9 %	5,1	0,9 %	

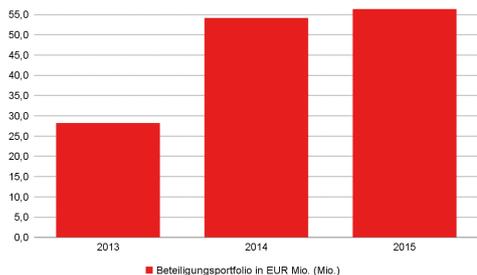


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	10,5 %
6 Monate:	1,2 %
Jahresverlauf:	23,7 %
Letzte 12 Monate:	28,2 %

Unternehmenstermine:	

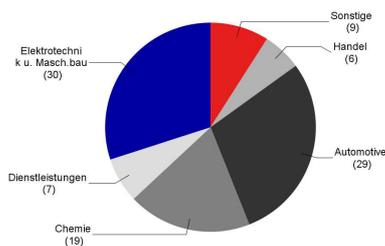
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Erträge d. Investmenttätigkeit</b>	0,0 %	3,7	4,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Aufwendungen der Investmenttätigkeit</b>		2,6	3,6	3,2	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Ordentlicher Nettoertrag</b>		n.a.	1,1	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Ergebnis a. Veräußerungen</b>	-21,2 %	6,3	4,0	1,2	6,7	4,5	3,0	3,3
<b>Real. Ergebnis</b>	-19,8 %	n.a.	5,1	0,9	7,0	4,8	3,3	3,6
<b>Nicht real. Ergebnis</b>		n.a.	0,0	5,0	-5,8	1,5	1,5	1,5
<b>Ergebnis</b>	62,1 %	n.a.	5,1	6,0	1,2	6,3	4,8	5,1
<b>EPS</b>	61,6 %	0,38	0,76	0,88	0,18	0,94	0,71	0,76
<b>EPS adj.</b>		0,38	0,76	0,14	1,04	0,72	0,49	0,54
<b>DPS</b>	-24,6 %	0,30	0,60	0,30	0,70	0,30	0,30	0,30
<b>Dividendenrendite</b>		5,0 %	10,1 %	4,9 %	8,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
<b>NAV/Aktie nach Dividende</b>		8,38	8,59	9,57	9,05	9,79	10,20	10,66
<b>FCFPS</b>		0,60	0,77	0,96	0,20	0,94	0,71	0,76
<b>KGV</b>		15,9 x	7,8 x	6,9 x	43,8 x	11,2 x	14,8 x	13,8 x
<b>Nettoverschuldung</b>		-9,4	-16,5	-10,1	-8,0	-15,6	-15,8	-16,7
<b>ROE</b>		5,9 %	11,4 %	10,5 %	1,8 %	9,5 %	7,0 %	7,2 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		7,4 %	16,0 %	13,8 %	2,1 %	11,6 %	9,0 %	9,3 %
<b>Guidance:</b>	n.a.							

## Entwicklung Beteiligungsportfolio in Mio. EUR



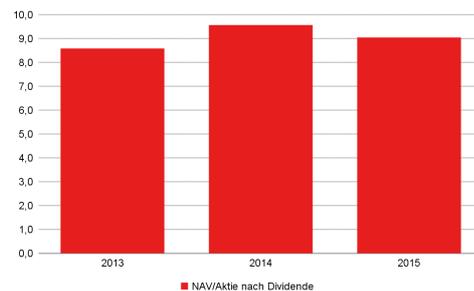
Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

## Portfolio nach Branchen 2015; in %



Quelle: Warburg Research

## Entwicklung Eigenkapital je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

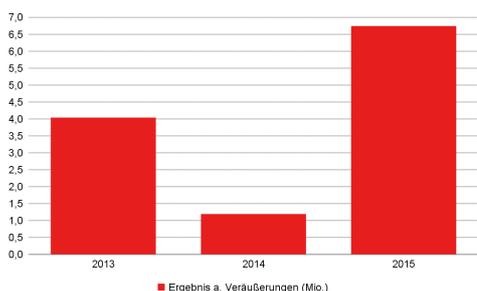
## Unternehmenshintergrund

- Beteiligungsgesellschaft, Kooperation mit der HANNOVER Finanz GmbH - eine der führenden mittelständischen Beteiligungsgesellschaften in Deutschland
- Fokus des GBK-Portfolios liegt auf mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum mit erprobten Geschäftsmodellen

## Wettbewerbsqualität

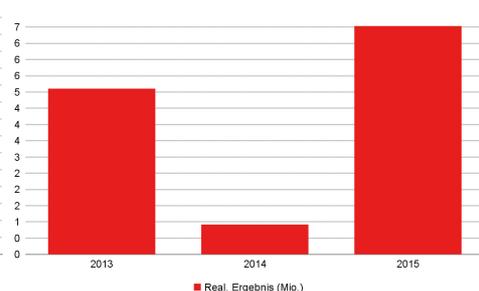
- Seit über 40 Jahren Finanzierungspartner für mittelständische Unternehmen
- Beteiligung an der GBK ermöglicht Engagement im Private Equity Markt ohne Restriktion klassischer Private Equity Fonds durch Laufzeiten, Haltefristen oder Mindestvolumen
- Hohe Risikodiversifikation durch rund 30 Beteiligungen

## Ergebnis a. Veräußerungen in Mio. EUR



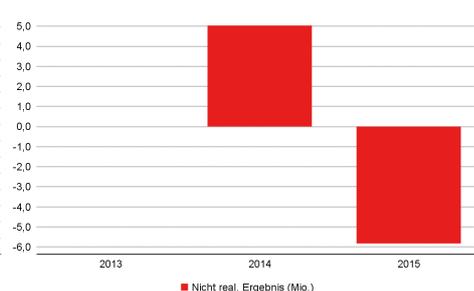
Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

## realisiertes Ergebnis in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

## Nicht realisiertes Ergebnis in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

**Wertermittlung**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	0,9 x	0,9 x	0,6 x	0,8 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,42	6,87	9,87	9,75	9,98	10,39	10,85
EV / Umsatz	8,5 x	2,7 x	3,4 x	12,7 x	6,4 x	7,8 x	7,3 x
EV / EBITDA	7,8 x	4,6 x	5,2 x	37,5 x	8,7 x	11,5 x	10,5 x
EV / EBIT	12,6 x	4,6 x	5,2 x	37,5 x	8,7 x	11,5 x	10,5 x
EV / EBIT adj.*	12,6 x	4,6 x	5,2 x	37,5 x	8,7 x	11,5 x	10,5 x
Kurs / FCF	10,1 x	7,7 x	6,4 x	39,3 x	11,2 x	14,8 x	13,8 x
KGV	15,9 x	7,8 x	6,9 x	43,8 x	11,2 x	14,8 x	13,8 x
KGV ber.*	15,9 x	7,8 x	43,6 x	7,6 x	14,6 x	21,4 x	19,4 x
Dividendenrendite	5,0 %	10,1 %	4,9 %	8,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,4 %	21,8 %	19,1 %	2,7 %	11,5 %	8,7 %	9,5 %

\*Adjustiert um: -

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Beteiligungsportfolio in EUR Mio.	32,7	28,2	54,2	56,4	59,0	61,8	64,9
Erträge d. Investmenttätigkeit	3,7	4,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Aufwendungen der Investmenttätigkeit	2,6	3,6	3,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Ordentlicher Nettoertrag	n.a.	1,1	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Ergebnis a. Veräußerungen	6,3	4,0	1,2	6,7	4,5	3,0	3,3
Real. Ergebnis	n.a.	5,1	0,9	7,0	4,8	3,3	3,6
Nicht real. Ergebnis	n.a.	0,0	5,0	-5,8	1,5	1,5	1,5
Ergebnis	n.a.	5,1	6,0	1,2	6,3	4,8	5,1
NAV/Aktie nach Dividende	8,38	8,59	9,57	9,05	9,79	10,20	10,66

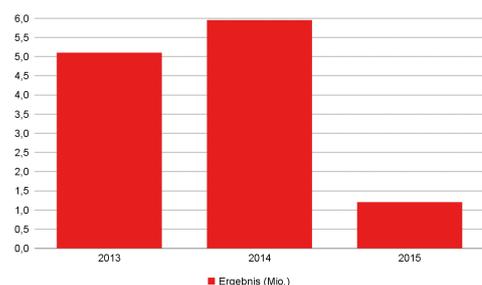
GuV							
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Erträge d. Investmenttätigkeit	3,7	4,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Aufwendungen der Investmenttätigkeit	2,6	3,6	3,2	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Ordentlicher Nettoertrag</b>	<b>n.a.</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Ergebnis a. Veräußerungen	6,3	4,0	1,2	6,7	4,5	3,0	3,3
<b>Real. Ergebnis</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,1</b>	<b>0,9</b>	<b>7,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>
Nicht real. Ergebnis	n.a.	0,0	5,0	-5,8	1,5	1,5	1,5
<b>EBT</b>	<b>2,6</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Steuern gesamt	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
<i>Marge</i>	<i>68,6 %</i>	<i>58,9 %</i>	<i>65,3 %</i>	<i>34,0 %</i>	<i>73,4 %</i>	<i>67,5 %</i>	<i>69,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
<b>EPS</b>	<b>0,38</b>	<b>0,76</b>	<b>0,88</b>	<b>0,18</b>	<b>0,94</b>	<b>0,71</b>	<b>0,76</b>
EPS adj.	0,38	0,76	0,14	1,04	0,72	0,49	0,54

\*Adjustiert um:

**Guidance: n.a.**

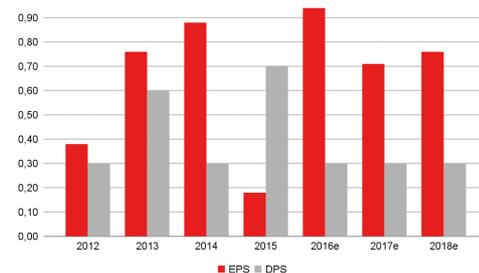
Kennzahlen							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating Leverage	3,9 x	0,8 x	3,2 x	1,3 x	3,0 x	1,4 x	1,5 x
Steuerquote (EBT)	3,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	79,9 %	79,3 %	34,0 %	391,7 %	32,0 %	42,3 %	39,4 %

## Ergebnis Geschäftsjahr in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

## Ergebnis je Aktie und Div.



Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

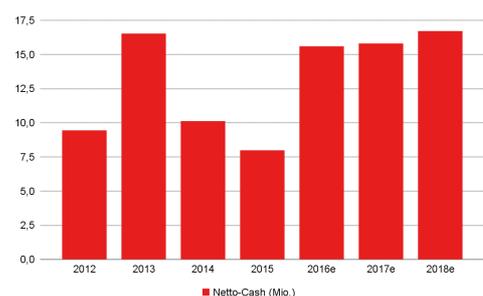
## Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	32,7	28,2	38,0	37,3	31,3	33,9	36,1
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>32,7</b>	<b>28,2</b>	<b>38,0</b>	<b>37,3</b>	<b>31,3</b>	<b>33,9</b>	<b>36,1</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	9,6	16,7	10,2	8,1	15,7	15,9	16,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,0	3,6	20,7	26,0	26,0	26,0	26,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>11,5</b>	<b>20,3</b>	<b>30,9</b>	<b>34,1</b>	<b>41,7</b>	<b>41,9</b>	<b>42,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>44,2</b>	<b>48,6</b>	<b>68,9</b>	<b>71,4</b>	<b>73,0</b>	<b>75,8</b>	<b>78,9</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Kapitalrücklage	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Gewinnrücklagen	5,3	2,5	3,3	3,2	4,8	7,6	10,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	5,8	25,3	24,6	24,6	24,6	24,6
<b>Eigenkapital</b>	<b>43,3</b>	<b>46,4</b>	<b>66,6</b>	<b>65,8</b>	<b>67,4</b>	<b>70,2</b>	<b>73,3</b>
Rückstellungen gesamt	0,8	2,2	1,7	4,9	4,9	4,9	4,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,0	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>44,2</b>	<b>48,6</b>	<b>68,9</b>	<b>71,4</b>	<b>73,0</b>	<b>75,8</b>	<b>78,9</b>

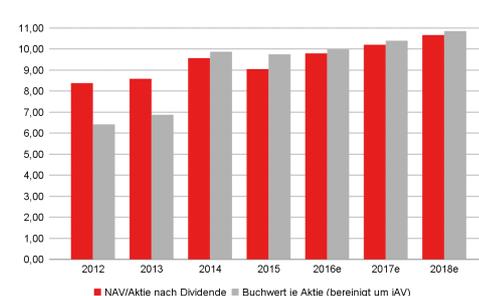
## Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Capital Employed Turnover	0,1 x	0,3 x	0,2 x	0,1 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x
ROA	7,8 %	18,1 %	15,7 %	3,2 %	20,2 %	14,1 %	14,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	7,4 %	16,0 %	13,8 %	2,1 %	11,6 %	9,0 %	9,3 %
ROE	5,9 %	11,4 %	10,5 %	1,8 %	9,5 %	7,0 %	7,2 %
Adj. ROE	5,9 %	11,4 %	1,6 %	10,6 %	7,3 %	4,8 %	5,1 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-9,4	-16,5	-10,1	-8,0	-15,6	-15,8	-16,7
Nettofinanzverschuldung	-9,6	-16,7	-10,2	-8,1	-15,7	-15,9	-16,8
Net Gearing	-21,8 %	-35,6 %	-15,2 %	-12,1 %	-23,1 %	-22,5 %	-22,8 %
Buchwert je Aktie	6,4	6,9	9,9	9,7	10,0	10,4	10,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,4	6,9	9,9	9,7	10,0	10,4	10,9

## Nettoliquidität in Mio. EUR



## NAV und Buchwert je Aktie in EUR

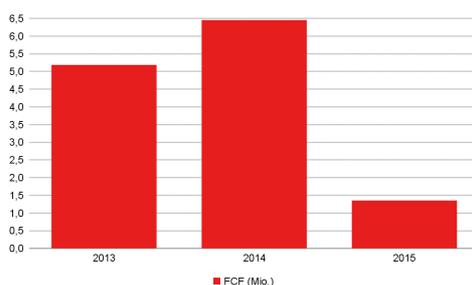


Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

<b>Cash flow</b>							
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,5	5,1	6,0	1,2	6,3	4,8	5,1
Abschreibung Anlagevermögen	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>1,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>1,4</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	4,7	-3,7	10,5	-0,6	-6,0	2,6	2,2
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>-4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-9,3</b>	<b>0,6</b>	<b>6,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-2,0	-4,1	-2,0	-4,7	-2,0	-2,0
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	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>-2,3</b>	<b>6,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>7,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>9,2</b>	<b>16,4</b>	<b>12,1</b>	<b>10,2</b>	<b>15,7</b>	<b>15,9</b>	<b>16,8</b>

<b>Kennzahlen</b>							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	4,1	5,2	6,5	1,4	6,3	4,8	5,1
Free Cash Flow / Umsatz	109,7 %	59,8 %	70,8 %	38,1 %	73,4 %	67,5 %	69,1 %
Free Cash Flow Potential	3,9	5,1	6,0	1,2	6,3	4,8	5,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	159,8 %	101,5 %	108,4 %	112,2 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.						

**Free Cash Flow Generation**


Quelle: Warburg Research; 2013 nach HGB - 2014 nach KAGB

**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- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für die diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung – vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
GBK Beteiligungen	5, 7	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005850903.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005850903.htm</a>

## ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

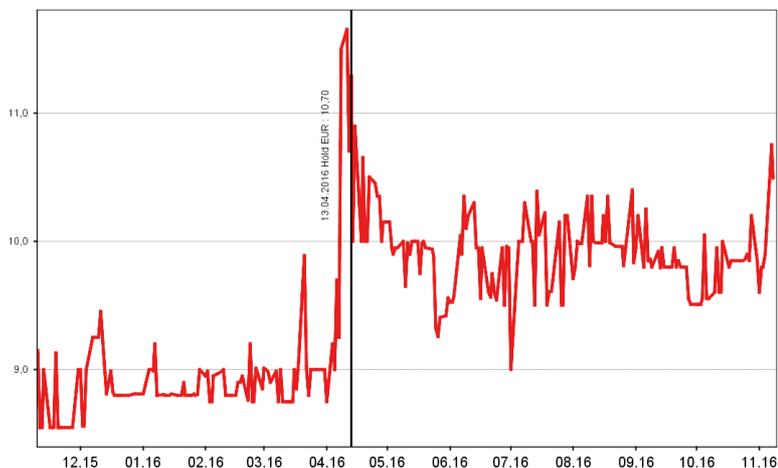
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	125	64
Halten	63	32
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	1	1
<b>Gesamt</b>	<b>194</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	21	72
Halten	7	24
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>29</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GBK BETEILIGUNGEN] AM [09.11.2016]



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

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@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

**Henrik Paganetty** +49 40 309537-185  
Telecommunications hpaganetty@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

**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, Technology 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 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  
Suisse, France spallhuber@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@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 Merkel** +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 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

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

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

**Our research can be found under:**

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

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

**For access please contact:**

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

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