GBK Beteiligungen

(CDAX, Financial Services)

WARBURG RESEARCH

Hold

EUR 11,00

Kurs	EUR 10,60
Upside	3,8 %

Wertindikatoren:	EUR
NAV 20e:	9,97

Aktien Daten:	
Bloomberg:	GBQ GR
Reuters:	GBQG
ISIN:	DE0005850903

Beschreibung:

Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf mittelständische Beteiligungen in Deutschland

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	71,6
Aktienanzahl (Mio.):	6,8
EV:	67,8
Freefloat MC:	29,3
Ø Trad. Vol. (30T):	9,39 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	41,0 %
Rossmann Bet. GmbH	*28,1 %*
FRISS Beteiligungsgesellschaft	*15,0 %*
HANNOVER Finanz GmbH	*11,3 %*
M.M. Warburg & Co	*4,6 %*

Risikoprofil (WRe):	2018e
Beta:	1,0
KBV:	1,2 x
EK-Quote:	91 %

2018-Schätzungen wegen geringer Veräußerungen und schwächerer Konjunktur gesenkt

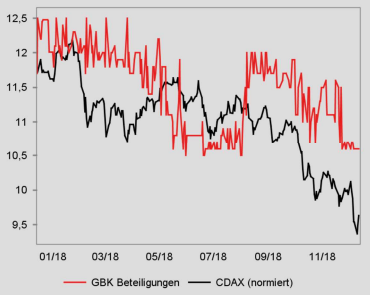
- Das aktuelle Portfolio von GBK umfasst Beteiligungen an mehr als 30 Unternehmen. Schwerpunkte sind die Branchen Automotive, Chemie, Transport/Logistik/Touristik, Maschinen- und Anlagenbau, Nahrungsmittel, Handel und Dienstleistungen. Da die Ergebnisse stark von Veräußerungen abhängig sind, ist es relativ schwierig, die Ergebnisse auf Jahresbasis zu prognostizieren. Während Veräußerungen die Ergebnisse der letzten zwei Jahre stark beeinflussten, war 2018 ein vergleichsweise ruhiges Jahr. Der Verkauf von Knoth Automation wird das im Jahr 2018 erzielte Ergebnis mit EUR 1,1 Mio. belasten. GBK hielt seit 2014 6,1% an dem Unternehmen. Die Beteiligung wurde im März an einen strategischen Investor verkauft. In seinem jüngsten Aktionärsbrief wies GBK darauf hin, dass es Möglichkeiten für zusätzliche Veräußerungen gebe. Bisher wurden jedoch keine Vertragsabschlüsse gemeldet. In einer kürzlich veröffentlichten Erklärung sagte das Unternehmen, dass sich die gesamtwirtschaftliche Stimmung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor verschlechtert habe. Die Portfoliounternehmen von GBK verzeichnen ein anspruchsvolleres Umfeld und einen schwächeren Auftragseingang, was bereits in diesem Jahr zu rückläufigen Ergebnissen führen könnte. In diesem Zusammenhang meldete das Unternehmen, dass dies auch bei GBK zu einem Rückgang der Ergebniserwartungen führen würde. Vor diesem Hintergrund und angesichts der geringen Veräußerungsaktivitäten im Jahr 2018 haben wir unsere Ergebniserwartungen für 2018 deutlich gesenkt. Wir rechnen jedoch damit, dass die Erträge aus Investmenttätigkeit zukünftig wieder zunehmen, wenn das aktuelle Portfolio eine reifere Phase erreicht.
- **Akquisitionstätigkeit im Jahr 2018**: 1) GBK erwarb eine Beteiligung an HF Debt Fonds SCSp. Das Unternehmen beschafft sich Kapital von privaten Investoren, um vor allem mittelständische Unternehmen zu finanzieren, 2) GBK beteiligte sich mit 5,7% an ATEC Pharmatechnik, einem weltweit führenden und hochprofitablen Nischen-Anbieter für Stopfensterilisation im Bereich von Abfüllanlagen für die Pharmaindustrie. 3) GBK erwarb 8,5% an ZEEH Design, einem Dienstleistungsunternehmen für die Live-Kommunikation (Organisation von Pressekonferenzen, Hauptversammlungen, Roadshows etc.) mit einem profitablen Jahresumsatz von ca. EUR 22 Mio. Akquisitionen von Portfoliounternehmen: 1) Die Deurotech Group ist eine Engineering-Gruppe, an der GBK seit 2015 8,2% hält. Das Unternehmen übernahm die Mehrheit am italienischen Hersteller von Abluftreinigungsanlagen Airprotech, um seine Wettbewerbsposition besonders in den asiatischen Märkten für biologische und thermische Abluftreinigung zu verbessern. 2) OQEMA übernahm den Chemiedistributor Whyte Chemicals (UK), um die Marktposition in Großbritannien zu stärken. 3) Die Hotelkette ACHAT, an der GBK 11,4% hält, verhandelte die Übernahme von fünf Hotels der LIBERTAS-Gruppe und strebt für die Zukunft weiteres Wachstum an.
- Wir bestätigen unseren Halten-Empfehlung und das Kursziel von EUR 11,00, das dem 1,1-fachen Nettoinventarwert inkl. der für 2020 erwarteten Dividende entspricht.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2018e (alt)	+ / -	2019e (alt)	+ / -	2020e (alt)	+ / -
Nettoergebnis	2,0	-50,0 %	2,5	0,0 %	3,1	0,0 %
EPS	0,30	-50,0 %	0,37	0,0 %	0,46	0,0 %
DPS	0,40	-75,0 %	0,40	0,0 %	0,50	0,0 %

Kommentar zu den Änderungen:

- Deutliche Reduzierung unserer Erwartung für die Erträge aus Investmenttätigkeit von EUR 6 Mio. auf EUR 1,5 Mio., vor allem aufgrund der geringen Veräußerungsaktivitäten im Jahr 2018.
- In diesem Zusammenhang gehen wir von einem realisierten Ergebnis von etwa Null aus.
- Wir erwarten, dass GBK im Jahr 2018 nur die Mindestdividende von EUR 0,10 ausschüttet.



Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	0,6 %
6 Monate:	13,8 %
Jahresverlauf:	5,3 %
Letzte 12 Monate:	7,4 %

Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (17-20e)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Erträge d. Investmenttätigkeit	-5,6 %	2,9	2,6	10,8	8,3	1,5	6,5	7,0
Aufwendungen der Investmenttätigkeit		3,2	2,3	4,2	3,3	2,0	3,7	3,9
Ordentlicher Nettoertrag		-0,3	0,3	6,5	5,0	-0,5	2,8	3,1
Ergebnis a. Veräußerungen	74,7 %	1,2	6,7	5,9	0,6	0,5	2,5	3,0
Real. Ergebnis	3,2 %	0,9	7,0	12,5	5,6	0,0	5,3	6,1
Nicht real. Ergebnis		5,0	-5,8	-4,9	-2,1	1,0	-2,8	-3,0
Ergebnis	-3,8 %	6,0	1,2	7,6	3,5	1,0	2,5	3,1
EPS	-4,0 %	0,88	0,18	1,13	0,52	0,15	0,37	0,46
EPS adj.		0,14	1,04	1,85	0,82	0,00	0,79	0,90
DPS	-10,6 %	0,30	0,70	1,00	0,70	0,10	0,40	0,50
Dividendenrendite		5,2 %	9,4 %	10,6 %	6,1 %	0,9 %	3,8 %	4,7 %
NAV/Aktie nach Dividende		9,57	9,05	10,18	9,69	9,14	9,41	9,47
FCFPS		0,96	0,20	1,53	0,20	0,16	0,38	0,47
KGV		6,5 x	41,3 x	8,3 x	22,2 x	70,7 x	28,6 x	23,0 x
Nettoverschuldung		-10,1	-8,0	-12,5	-5,4	-3,7	-6,6	-7,0
ROE		10,5 %	1,8 %	11,3 %	5,2 %	1,6 %	4,0 %	4,9 %
ROCE (NOPAT)		13,8 %	2,1 %	13,3 %	6,0 %	1,7 %	4,3 %	5,4 %
Guidance:	n.a.							

Analyst/-in

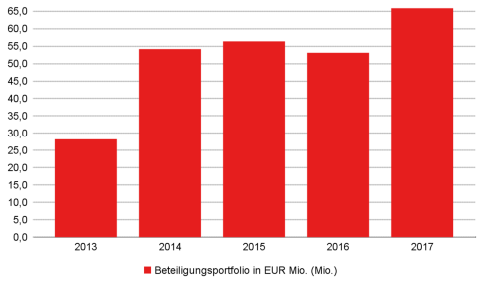
Eggert Kuls

ekuls@warburg-research.com

+49 40 309537-256

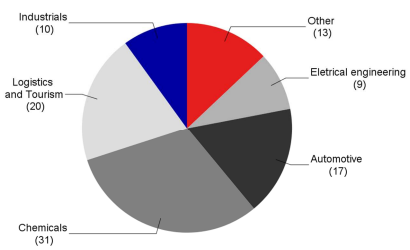
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche. Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Beteiligungsportfolio
in Mio. EUR



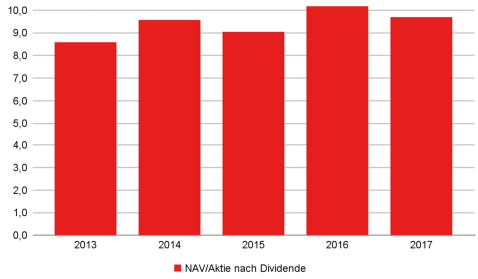
Quelle: Warburg Research

Portfolio nach Branchen
2016; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Eigenkapital je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

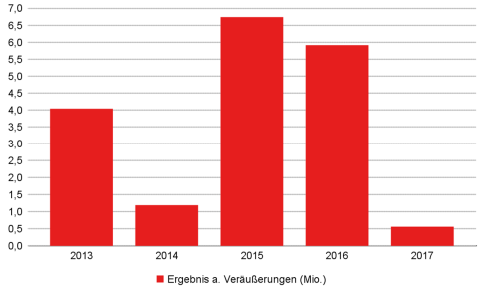
Unternehmenshintergrund

- 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

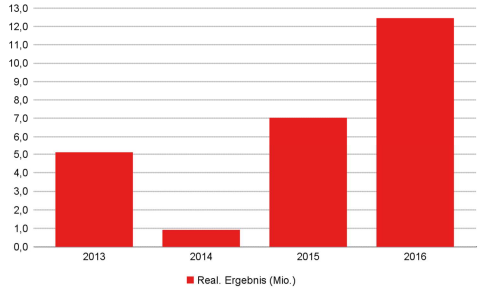
- Seit über 40 Jahren Finanzierungspartner für mittelständische Unternehmen
- Beteiligung an der GBK ermöglicht Engagement im Private Equity Markt ohne Restriktion klassischer Private Equity Fonds durch Laufzeiten, Haltefristen oder Mindestvolumen
- Hohe Risikodiversifikation durch rund 30 Beteiligungen

Ergebnis a. Veräußerungen
in Mio. EUR



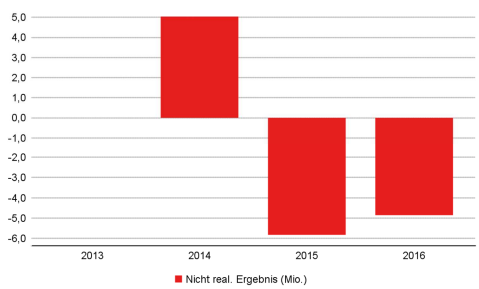
Quelle: Warburg Research

Realisiertes Ergebnis
in EUR Mio.



Quelle: Warburg Research

Nicht realisiertes Ergebnis
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Wertermittlung

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
KBV	0,6 x	0,8 x	0,9 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,87	9,75	10,18	9,69	9,14	9,41	9,47
EV / Umsatz	3,2 x	11,9 x	4,3 x	10,6 x	22,6 x	10,5 x	n.a.
EV / EBITDA	4,8 x	35,0 x	6,7 x	20,8 x	67,8 x	26,0 x	n.a.
EV / EBIT	4,8 x	35,0 x	6,7 x	20,8 x	67,8 x	26,0 x	n.a.
EV / EBIT adj.*	4,8 x	35,0 x	6,7 x	20,8 x	67,8 x	26,0 x	n.a.
Kurs / FCF	6,0 x	37,1 x	6,2 x	56,8 x	66,2 x	28,1 x	22,7 x
KGV	6,5 x	41,3 x	8,3 x	22,2 x	70,7 x	28,6 x	23,0 x
KGV ber.*	41,1 x	7,1 x	5,1 x	14,0 x	n.a.	13,4 x	11,8 x
Dividendenrendite	5,2 %	9,4 %	10,6 %	6,1 %	0,9 %	3,8 %	4,7 %
FCF Potential Yield (on market EV)	20,7 %	2,9 %	14,9 %	4,8 %	1,5 %	3,8 %	n.a.

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Beteiligungsportfolio in EUR Mio.	54,2	56,4	53,1	65,8	64,0	63,3	63,8
Erträge d. Investmenttätigkeit	2,9	2,6	10,8	8,3	1,5	6,5	7,0
Aufwendungen der Investmenttätigkeit	3,2	2,3	4,2	3,3	2,0	3,7	3,9
Ordentlicher Nettoertrag	-0,3	0,3	6,5	5,0	-0,5	2,8	3,1
Ergebnis a. Veräußerungen	1,2	6,7	5,9	0,6	0,5	2,5	3,0
Real. Ergebnis	0,9	7,0	12,5	5,6	0,0	5,3	6,1
Nicht real. Ergebnis	5,0	-5,8	-4,9	-2,1	1,0	-2,8	-3,0
Ergebnis	6,0	1,2	7,6	3,5	1,0	2,5	3,1
Real. Ergebnis/Aktie	0,14	1,04	1,85	0,82	0,00	0,79	0,90
NAV/Aktie nach Dividende	9,57	9,05	10,18	9,69	9,14	9,41	9,47

GuV

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Erträge d. Investmenttätigkeit	2,9	2,6	10,8	8,3	1,5	6,5	7,0
Aufwendungen der Investmenttätigkeit	3,2	2,3	4,2	3,3	2,0	3,7	3,9
Ordentlicher Nettoertrag	**-0,3**	**0,3**	**6,5**	**5,0**	**-0,5**	**2,8**	**3,1**
Ergebnis a. Veräußerungen	1,2	6,7	5,9	0,6	0,5	2,5	3,0
Real. Ergebnis	**0,9**	**7,0**	**12,5**	**5,6**	**0,0**	**5,3**	**6,1**
Nicht real. Ergebnis	5,0	-5,8	-4,9	-2,1	1,0	-2,8	-3,0
EBT	**6,0**	**1,2**	**7,6**	**3,5**	**1,0**	**2,5**	**3,1**
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**6,0**	**1,2**	**7,6**	**3,5**	**1,0**	**2,5**	**3,1**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**6,0**	**1,2**	**7,6**	**3,5**	**1,0**	**2,5**	**3,1**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**6,0**	**1,2**	**7,6**	**3,5**	**1,0**	**2,5**	**3,1**
Marge	*65,3 %*	*34,0 %*	*64,3 %*	*51,2 %*	*33,3 %*	*40,3 %*	*44,3 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
EPS	**0,88**	**0,18**	**1,13**	**0,52**	**0,15**	**0,37**	**0,46**
EPS adj.	0,14	1,04	1,85	0,82	0,00	0,79	0,90

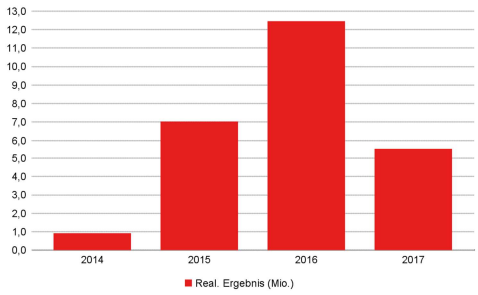
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

Kennzahlen

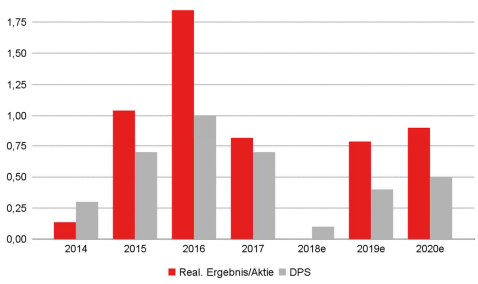
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Operating Leverage	3,2 x	1,3 x	2,3 x	1,3 x	1,3 x	1,4 x	1,9 x
Steuerquote (EBT)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	34,0 %	391,7 %	88,8 %	135,5 %	67,5 %	108,0 %	108,9 %

Realisiertes Ergebnis
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Performance je Aktie



Quelle: Warburg Research

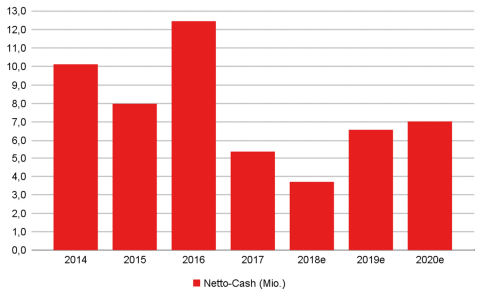
Bilanz

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Aktiva							
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	38,0	37,3	33,7	35,7	33,7	32,7	32,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	3,1	4,9	5,0	5,0	5,0
Anlagevermögen	**38,0**	**37,3**	**36,8**	**40,6**	**38,7**	**37,7**	**37,7**
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	10,2	8,1	12,5	5,4	3,7	6,6	7,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	20,7	26,0	27,7	25,3	25,3	25,7	26,1
Umlaufvermögen	**30,9**	**34,1**	**40,1**	**30,6**	**29,0**	**32,3**	**33,1**
Bilanzsumme (Aktiva)	**68,9**	**71,4**	**76,9**	**71,2**	**67,7**	**69,9**	**70,8**
Passiva							
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	3,3	3,2	9,2	8,6	9,6	12,1	15,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	25,3	24,6	21,5	18,8	14,1	13,4	10,7
Eigenkapital	**66,6**	**65,8**	**68,7**	**65,4**	**61,7**	**63,5**	**63,9**
Rückstellungen gesamt	1,7	4,9	4,7	4,4	4,5	4,6	4,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	0,6	0,7	3,5	1,4	1,5	1,6	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	**2,3**	**5,6**	**8,2**	**5,8**	**6,0**	**6,2**	**6,3**
Bilanzsumme (Passiva)	**68,9**	**71,4**	**76,9**	**71,2**	**67,7**	**69,7**	**0,0**

Kennzahlen

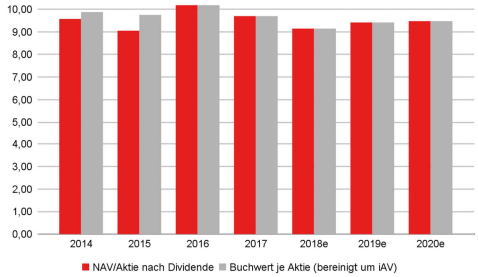
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kapitaleffizienz							
Capital Employed Turnover	0,2 x	0,1 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
ROA	15,7 %	3,2 %	20,7 %	8,6 %	2,6 %	6,6 %	8,2 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,8 %	2,1 %	13,3 %	6,0 %	1,7 %	4,3 %	5,4 %
ROE	10,5 %	1,8 %	11,3 %	5,2 %	1,6 %	4,0 %	4,9 %
Adj. ROE	1,6 %	10,6 %	18,5 %	8,3 %	0,0 %	8,5 %	9,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-10,1	-8,0	-12,5	-5,4	-3,7	-6,6	-7,0
Nettofinanzverschuldung	-10,2	-8,1	-12,5	-5,4	-3,7	-6,6	-7,0
Net Gearing	-15,2 %	-12,1 %	-18,1 %	-8,2 %	-6,0 %	-10,4 %	-11,0 %
Buchwert je Aktie	9,9	9,7	10,2	9,7	9,1	9,4	9,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,9	9,7	10,2	9,7	9,1	9,4	9,5

Nettoliquidität
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

NAV und Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

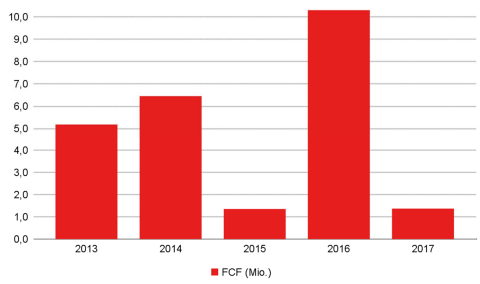
Cash flow

In EUR Mio.	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,0	1,2	7,6	3,5	1,0	2,5	3,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	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	-0,1	0,0	-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
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**5,9**	**1,2**	**7,5**	**3,5**	**1,0**	**2,5**	**3,1**
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	0,6	0,1	2,8	-2,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,6	0,1	2,8	-2,1	0,1	0,1	0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**6,5**	**1,4**	**10,3**	**1,4**	**1,1**	**2,6**	**3,2**
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	10,5	-0,6	-7,6	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0
Erlöse aus Anlageabgängen	1,2	0,0	0,0	0,0	10,0	9,0	8,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-9,3**	**0,6**	**7,6**	**-8,0**	**2,0**	**1,0**	**0,0**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-4,1	-2,0	-4,7	-6,8	-4,7	-0,7	-2,7
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	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-1,8**	**-2,0**	**-4,7**	**-6,8**	**-4,7**	**-0,7**	**-2,7**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**-4,6**	**-0,1**	**13,2**	**-13,4**	**-1,6**	**2,9**	**0,5**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**12,1**	**10,2**	**12,5**	**-0,9**	**3,7**	**6,6**	**7,0**

Kennzahlen

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kapitalfluss							
FCF	6,5	1,4	10,3	1,4	1,1	2,6	3,2
Free Cash Flow / Umsatz	70,8 %	38,1 %	87,1 %	20,1 %	36,0 %	41,1 %	45,0 %
Free Cash Flow Potential	6,0	1,2	7,6	3,5	1,0	2,5	n.a.
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	108,4 %	112,2 %	135,5 %	39,3 %	108,0 %	102,0 %	101,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Free Cash Flow Generation



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 vorangegangen 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.

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

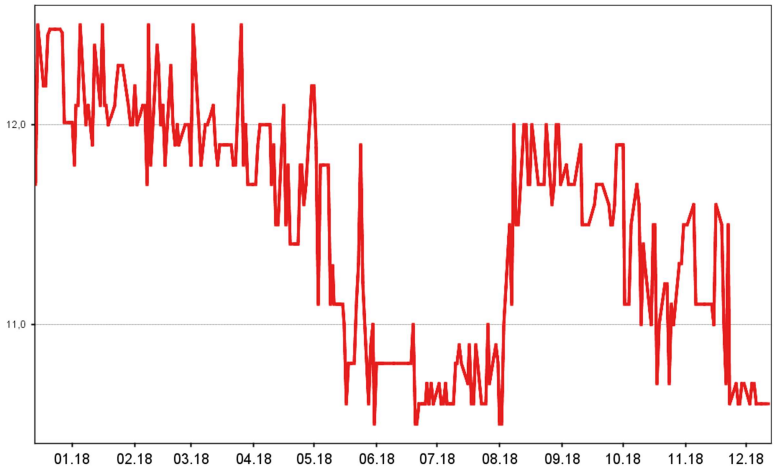
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	131	64
Halten	63	31
Verkaufen	3	1
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	**204**	**100**

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	32	71
Halten	11	24
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	4
Gesamt	**45**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GBK BETEILIGUNGEN] AM [13.12.2018]



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 Rüschmeier +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 aplaesier@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	Thomson Reuters	www.thomsonreuters.com
Bloomberg	MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.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