

<b>Buy</b>	<b>EUR 2,10</b>	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Aktien Daten:</b>		<b>Beschreibung:</b>	
		DCF:	1,96	Bloomberg:	AAQ GR	Hersteller von Implantaten und Biomaterialien zur Regeneration von Knochenfrakturen	
		SotP:	2,31	Reuters:	AAQG.DE		
		Peer Group:	2,49	ISIN:	DE0005066609		
<b>Kurs</b>	<b>EUR 1,22</b>	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b>		<b>Risikoprofil (WRe):</b>	2015e
<b>Upside</b>	<b>71,8 %</b>	Marktkapitalisierung:	37,7	Freefloat:	43,3 %	Beta:	1,5
		Aktienanzahl (Mio.):	30,8	Ratio Capital:	13,3 %	KBV:	0,8 x
		EV:	36,7	Jürgen W. Krebs:	12,7 %	EK-Quote:	74 %
		Freefloat MC:	16,3	Noes Beheer B.V.:	10,9 %		
		Ø Trad. Vol. (30T):	27,99	Taaleritehdas:	6,3 %		

## Feedback Unternehmensbesuch: Trauma-Umsatz sollte sich in H2 2016 steigern

**Fokus auf etablierte Märkte:** Die Vertriebsstrategie des Unternehmens hat sich in der Vergangenheit hauptsächlich auf die Schwellenländer gerichtet (BRIC und SMIT-Länder). Diese Märkte haben eine rapide Entwicklung und ein starkes Wachstum geboten, da die Eintrittsbarrieren relativ niedrig waren. Eine negative wirtschaftliche Entwicklung in diesen Regionen in H2 2015 hat sich jedoch auch auf die Vertriebspartner von aap ausgewirkt (z.B. ungünstige Wechselkurse; sinkender Ölpreis; makroökonomische Unsicherheiten) und der Umsatz ist aufgrund von Auftragsverzögerungen gesunken. Derzeit wird keine Änderung der o.g. makroökonomischen Trends erwartet. Um die Abhängigkeit von diesen Märkten zu reduzieren, stärkt aap nun seinen Vertriebsfokus auf die entwickelten Märkte wie in der DACH-Region und den U.S.A. Das Unternehmen hat seinen Vertrieb insbesondere in diesen Märkten mit verschiedenen Führungskräften verstärkt, die umfangreiche Erfahrungen in der Industrie besitzen. Darüber hinaus wurde das Produktportfolio weiter ausgebaut und LOQTEQ Implantate können für über 90% der relevanten Anwendungsgebiete eingesetzt werden. Dementsprechend wird in H2 2016 eine Umsatzsteigerung im Segment Trauma erwartet.

**Verkauf der Sparte Biomaterial:** Das Management strebt weiterhin die Umwandlung des Unternehmens in einen Pure Player im Segment Trauma an. Folglich ist in 2016 ein potenzieller Verkauf der Sparte Biomaterials wahrscheinlich. aap wurde jedoch durch die jüngste Konsolidierung im Med-Tech-Markt beeinflusst. Zum Beispiel haben sich zwei Kunden von aaps Biomaterialprodukten, Biomet und Zimmer, zusammengeschlossen. Die jüngsten M&A-Aktivitäten auf dem Markt und die damit verbundenen Prioritäten der Entscheidungsträger führten zu einem Rückgang von aaps Projektgeschäft in 2015. Da das Projektgeschäft liquiditätsgenerierend und hochprofitabel ist, könnte dieser Rückgang zu niedrigeren Bewertungen führen. Demzufolge könnten die Erlöse eines möglichen Verkaufs von aap Biomaterials niedriger als ursprünglich erwartet ausfallen. Im Moment ist ein Liquiditätszufluss von EUR 30-35 Mio. (alt: >EUR 36 Mio.) möglich.

**aap als Akquisitionsziel:** Ca. 88% des orthopädischen Marktes werden von sechs internationalen Firmen dominiert und angesichts der jüngsten Fusionen von Biomet und Zimmer und Wright Medical und Tronier setzt sich die Konsolidierung des Marktes fort. Diese großen Unternehmen wachsen deutlich langsamer als kleinere Nischenunternehmen innerhalb des Sektors, die in den letzten Jahren häufiger akquiriert wurden. aap bietet mit seinem innovativen Produkt LOQTEQ, sowie seiner Silberbeschichtungstechnologie (Genehmigung beantragt) ein wertsteigerndes Potenzial, indem es bestehende Produkte in größere und internationalere Strukturen verbessert. Dementsprechend ist ein Übernahmeszenario unserer Ansicht nach äußerst wahrscheinlich.

**Bewertung:** Angesichts des Potenzials, das LOQTEQ bietet, und einer vielversprechenden Produktpipeline, ist aap eine attraktive Investitionsmöglichkeit. Die von einem DCF-Modell abgeleitete Unterbewertung wird eindeutig durch die SotP-Analyse bestätigt. Eine mögliche Akquisition von aap bietet zusätzliches Kurspotenzial. Die Kaufempfehlung wird bekräftigt.

### Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -
<b>Umsatz</b>	29,3	-2,1 %	31,8	0,0 %	34,5	0,0 %
<b>EBITDA</b>	-0,7	n.m.	2,0	-78,1 %	3,2	-37,4 %
<b>EBT</b>	-2,7	n.m.	-0,2	n.m.	0,9	n.m.
<b>EPS</b>	-0,09	n.m.	-0,03	n.m.	0,02	n.m.

### Kommentar zu den Änderungen:

- Anpassung der Schätzungen nach Guidance-Ankündigung
- aap antizipiert für GJ 2016 einen Umsatzkorridor von EUR 30-34 Mio. und ein EBITDA zwischen EUR 0 und EUR 1 Mio.
- Während die Umsatzguidance im Rahmen unserer Erwartungen lag, ist die EBITDA-Guidance hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben
- Die niedrigere EBITDA-Guidance ist auf höhere Aufwendungen in Bezug auf die Einführung des Trauma-Produktes LOQTEQ in den U.S.A. und in der DACH-Region zurückzuführen. Das Unternehmen hat in beiden Regionen in die Marketing-Aktivitäten investiert.



### Rel. Performance vs CDAX:

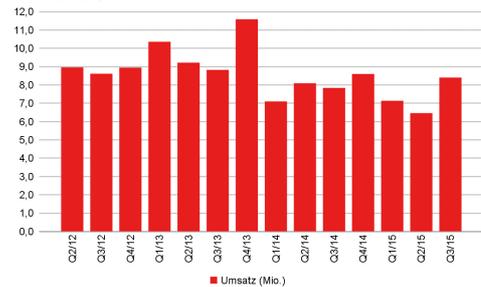
1 Monat:	5,4 %
6 Monate:	-38,2 %
Jahresverlauf:	2,4 %
Letzte 12 Monate:	-40,2 %

### Unternehmenstermine:

30.03.16	FY 2015
13.05.16	Q1
17.06.16	HV
12.08.16	Q2

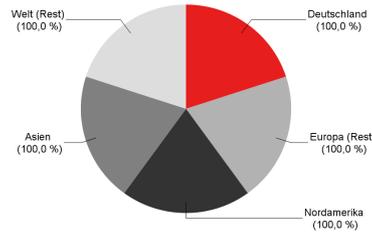
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	3,0 %	29,2	36,4	40,0	31,6	28,7	31,8	34,5
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		2,7 %	24,7 %	9,8 %	-21,0 %	-9,2 %	10,9 %	8,4 %
<b>Rohertragsmarge</b>		85,3 %	78,4 %	72,7 %	68,8 %	65,0 %	71,0 %	73,0 %
<b>EBITDA</b>	-3,9 %	4,1	7,1	7,4	2,3	-1,2	0,4	2,0
<b>Marge</b>		14,1 %	19,6 %	18,4 %	7,2 %	-4,3 %	1,3 %	5,9 %
<b>EBIT</b>		1,2	3,2	-2,1	0,0	-3,3	-1,8	-0,4
<b>Marge</b>		4,0 %	8,8 %	-5,3 %	-0,1 %	-11,6 %	-5,7 %	-1,1 %
<b>Nettoergebnis</b>		0,4	2,4	-2,2	-0,5	-3,4	-2,3	-0,2
<b>EPS</b>		0,01	0,08	-0,07	-0,01	-0,11	-0,07	-0,01
<b>DPS</b>		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPS</b>		-0,03	0,10	-0,07	-0,26	-0,18	-0,04	-0,10
<b>FCF / Marktkap.</b>		-2,7 %	10,4 %	-7,3 %	-7,3 %	-14,8 %	-3,4 %	-8,0 %
<b>EV / Umsatz</b>		1,2 x	0,9 x	1,2 x	2,4 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x
<b>EV / EBITDA</b>		8,7 x	4,8 x	6,6 x	33,5 x	n.a.	86,0 x	19,6 x
<b>EV / EBIT</b>		30,8 x	10,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>KGV</b>		96,9 x	12,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCF Yield Potential</b>		2,6 %	11,0 %	9,3 %	-0,4 %	-10,0 %	-6,5 %	-0,8 %
<b>Nettoverschuldung</b>		7,1	3,9	3,2	-7,8	-2,2	-0,9	2,1
<b>ROE</b>		0,8 %	4,9 %	-4,4 %	-1,0 %	-7,6 %	-5,2 %	-0,5 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		1,4 %	5,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Guidance:</b>		Guidance 2016: Umsatz EUR 30-34 Mio. - EBITDA EUR 0.0-1.0 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



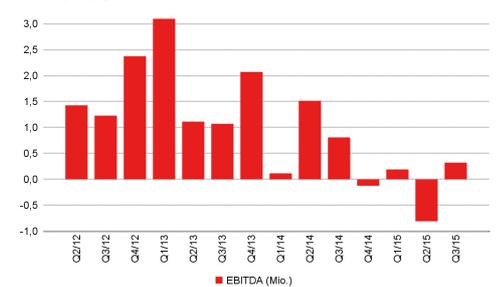
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBITDA**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

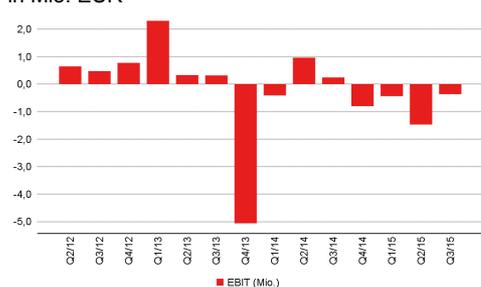
**Unternehmenshintergrund**

- aap Implantate AG entwickelt, produziert und vertreibt medizinische Implantate, die in der Orthopädie vorwiegend zur Frakturheilung verwendet werden.
- Das Unternehmen deckt in den Geschäftsbereichen Trauma und Biomaterialien die gesamte Wertschöpfungskette ab und vertreibt die Produkte weltweit mit dem Fokus auf Europa, den USA sowie den BRICS- und SMIT-Staaten.
- Die Produkte werden über den Direktvertrieb, internationale Vertriebspartnerschaften oder OEMs (darunter: Stryker, Zimmer, Biomet oder Smith & Nephew) vertrieben.
- Die aap Implantate AG wurde in 1990 als MBO aus dem Johnson&Johnson Konzern gegründet und sitzt in Berlin. aap beschäftigt 217 Mitarbeiter.

**Wettbewerbsqualität**

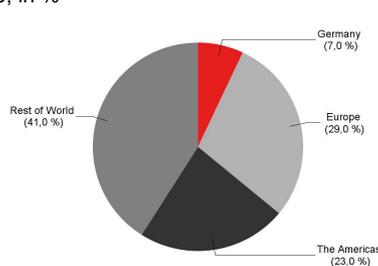
- aap Implantate AG hat ein patentgeschütztes Traumaimplantat (LOQTEQ) entwickelt, das eine wesentliche Verbesserung für Operateure, Krankenhäuser und Kliniken sowie Patienten ermöglicht.
- Darüber hinaus verfügt die aap über eine aussichtsreiche Produkt-Pipeline mit einer antibakteriellen Silberbeschichtung für Implantate sowie resorbierenden Magnesiumimplantaten.
- Der Verkauf der niederländischen Tochtergesellschaft verschaffte dem Unternehmen die ausreichenden finanziellen Mittel, um organisch und anorganisch zu wachsen.
- Im Geschäftsbereich Biomaterials hat die aap ein Netzwerk mit den größten Medtech-Unternehmen (z.B. Zimmer, Stryker, Smith&Nephew, Johnson&Johnson) aufgebaut.

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



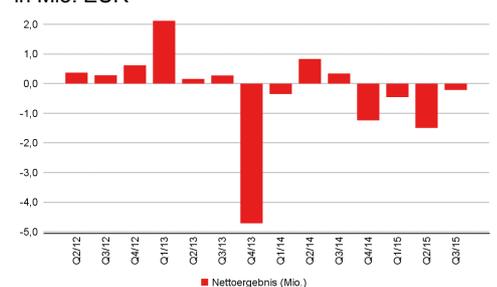
Quelle: Warburg Research

**LOQTEQ - Umsatz nach Regionen**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	28,7	31,8	34,5	37,4	40,6	44,2	48,2	51,5	55,2	59,3	63,9	69,0	74,6	
Umsatzwachstum	-9,2 %	10,9 %	8,4 %	8,4 %	8,6 %	8,8 %	9,0 %	6,9 %	7,2 %	7,4 %	7,7 %	7,9 %	8,2 %	2,5 %
EBIT	-3,3	-1,8	-0,4	0,1	0,8	1,6	2,5	3,8	5,4	7,6	13,4	14,5	15,7	
EBIT-Marge	-11,6 %	-5,7 %	-1,1 %	0,4 %	2,0 %	3,7 %	5,3 %	7,4 %	9,9 %	12,9 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	
Steuerquote (EBT)	-6,2 %	-35,3 %	28,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	-3,5	-2,4	-0,3	0,1	0,6	1,2	1,9	2,8	4,1	5,7	10,1	10,9	11,8	
Abschreibungen	2,1	2,2	2,4	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8	
Abschreibungsquote	7,3 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,0	-2,2	1,8	0,5	1,5	1,6	1,8	1,5	-1,1	1,6	1,8	2,0	2,3	
- Investitionen	3,3	3,4	3,4	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8	
Investitionsquote	11,5 %	10,7 %	9,9 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-5,7	-1,4	-3,1	-0,4	-0,8	-0,4	0,1	1,4	5,2	4,1	8,3	8,8	9,5	11
Barwert FCF	-5,8	-1,3	-2,6	-0,3	-0,6	-0,2	0,1	0,7	2,6	1,8	3,4	3,3	3,2	54
Anteil der Barwerte	<b>-16,75 %</b>			<b>23,91 %</b>										<b>92,85 %</b>

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,40
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,47
<b>WACC</b>	<b>9,61 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,48</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	4		
Terminal Value	54		
Zinstr. Verbindlichkeiten	8		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	10	Aktienzahl (Mio.)	30,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>60</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,96</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,66</b>	10,6 %	1,43	1,47	1,51	1,55	1,59	1,64	1,69	<b>1,66</b>	10,6 %	1,31	1,39	1,47	1,55	1,63	1,71	1,79
<b>1,57</b>	10,1 %	1,60	1,64	1,69	1,74	1,79	1,85	1,91	<b>1,57</b>	10,1 %	1,48	1,57	1,65	1,74	1,83	1,91	2,00
<b>1,52</b>	9,9 %	1,69	1,74	1,79	1,85	1,90	1,97	2,03	<b>1,52</b>	9,9 %	1,58	1,67	1,76	1,85	1,94	2,02	2,11
<b>1,48</b>	9,6 %	1,79	1,84	1,90	<b>1,96</b>	2,02	2,09	2,17	<b>1,48</b>	9,6 %	1,68	1,77	1,87	<b>1,96</b>	2,05	2,15	2,24
<b>1,43</b>	9,4 %	1,90	1,96	2,02	2,08	2,15	2,23	2,31	<b>1,43</b>	9,4 %	1,80	1,89	1,99	2,08	2,18	2,28	2,37
<b>1,38</b>	9,1 %	2,02	2,08	2,15	2,22	2,30	2,38	2,47	<b>1,38</b>	9,1 %	1,92	2,02	2,12	2,22	2,32	2,42	2,52
<b>1,29</b>	8,6 %	2,27	2,35	2,43	2,52	2,62	2,72	2,84	<b>1,29</b>	8,6 %	2,20	2,31	2,41	2,52	2,63	2,74	2,85

- In 2013 wurde der Umsatz zu einem Drittel im Bereich Trauma und zu zwei Dritteln im Bereich Biomaterials erzielt.
- Dieses Verhältnis dreht sich mittelfristig um. Ab 2020e wird Trauma mit knapp 65% Umsatzanteil antizipiert.
- In 2015e wird der Break-Even im Bereich Trauma erwartet.
- EBIT-Marge der ewigen Rente wird mit 21% angenommen. Nach erfolgreicher Marktdurchdringung sind höhere Margen möglich.
- Beta wegen der guten finanziellen Lage und der zyklischen Widerstandsfähigkeit der Branche vergleichsweise niedrig.

**Wertermittlung**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	0,6 x	0,6 x	1,0 x	1,9 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,34	0,37	1,06	0,99	0,92	0,84	0,82
EV / Umsatz	1,2 x	0,9 x	1,2 x	2,4 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x
EV / EBITDA	8,7 x	4,8 x	6,6 x	33,5 x	n.a.	86,0 x	19,6 x
EV / EBIT	30,8 x	10,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	30,8 x	10,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	9,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	96,9 x	12,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	96,9 x	12,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Yield Potential	2,6 %	11,0 %	9,3 %	-0,4 %	-10,0 %	-6,5 %	-0,8 %
*Adjustiert um:	-						

**SotP aap Implantate**

	Sales		EV/ Sales 2015e	EV/ Sales 2016e	Trauma M&A Multiples	fair value 15	fair value 16	fair value 15 M&A
	2015e	2016e						
Trauma	11.00	14.3	2.69	2.45	4.67	29.6	34.9	51.3
Biomaterials	16.80	17.6	2.24	1.91	2.24	37.6	33.5	37.6
<b>Other Assets</b>								
Net Debt (without EMCM)						-2.4	-2.4	-2.4
Joint Venture aap Joints (at equity)						0.6	0.6	0.6
<b>Fair Value</b>						<b>70.2</b>	<b>71.4</b>	<b>91.9</b>
Number of shares						30.8	30.8	30.8
<b>Fair Value per share</b>						<b>2.28</b>	<b>2.32</b>	<b>2.98</b>

Source: Warburg Research, Bloomberg

**GuV**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>29,2</b>	<b>36,4</b>	<b>40,0</b>	<b>31,6</b>	<b>28,7</b>	<b>31,8</b>	<b>34,5</b>
Veränd. Umsatz yoy	2,7 %	24,7 %	9,8 %	-21,0 %	-9,2 %	10,9 %	8,4 %
Bestandsveränderungen	0,8	0,2	-1,0	2,1	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	3,0	2,7	2,0	0,3	0,9	1,0	1,7
<b>Gesamterlöse</b>	<b>33,0</b>	<b>39,3</b>	<b>41,0</b>	<b>34,0</b>	<b>29,6</b>	<b>32,8</b>	<b>36,2</b>
Materialaufwand	8,1	10,8	12,0	12,3	10,9	10,2	11,0
<b>Rohertrag</b>	<b>24,9</b>	<b>28,6</b>	<b>29,1</b>	<b>21,7</b>	<b>18,7</b>	<b>22,6</b>	<b>25,2</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>85,3 %</i>	<i>78,4 %</i>	<i>72,7 %</i>	<i>68,8 %</i>	<i>65,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>73,0 %</i>
Personalaufwendungen	11,9	13,5	14,6	12,2	12,3	13,2	14,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,9	3,3	4,3	3,1	2,9	2,9	3,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,8	11,2	11,4	10,3	10,5	11,8	12,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>4,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>
<i>Marge</i>	<i>14,1 %</i>	<i>19,6 %</i>	<i>18,4 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>-4,3 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>5,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1	1,1	2,2	0,8	0,7	0,6	0,7
<b>EBITA</b>	<b>3,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,9	2,8	7,3	1,5	1,4	1,6	1,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>4,0 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>-5,3 %</i>	<i>-0,1 %</i>	<i>-11,6 %</i>	<i>-5,7 %</i>	<i>-1,1 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,4</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,6	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>
<i>Marge</i>	<i>2,1 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>-5,7 %</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>-11,3 %</i>	<i>-5,3 %</i>	<i>-0,8 %</i>
Steuern gesamt	0,2	0,3	-0,2	0,3	0,2	0,6	-0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,2</b>
<i>Marge</i>	<i>1,3 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>-5,4 %</i>	<i>-1,4 %</i>	<i>-12,0 %</i>	<i>-7,2 %</i>	<i>-0,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	29,6	30,7	30,7	30,7	30,8	30,8	30,8
<b>EPS</b>	<b>0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,01</b>
EPS adj.	0,01	0,08	-0,07	-0,01	-0,11	-0,07	-0,01

\*Adjustiert um:

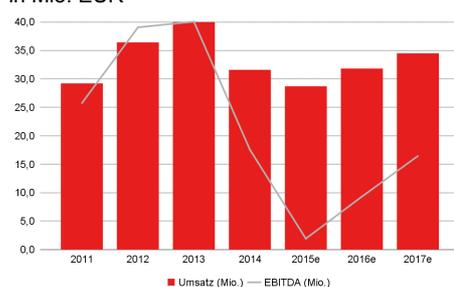
**Guidance: Guidance 2016: Umsatz EUR 30-34 Mio. - EBITDA EUR 0.0-1.0 Mio.**

**Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	98,9 %	88,5 %	84,2 %	100,4 %	107,3 %	101,7 %	99,1 %
Operating Leverage	23,1 x	7,1 x	n.a.	4,7 x	-780,6 x	-4,2 x	-9,3 x
EBITDA / Interest expenses	6,8 x	13,7 x	40,6 x	28,8 x	n.m.	2,1 x	10,1 x
Steuerquote (EBT)	36,1 %	11,5 %	10,0 %	-162,1 %	-6,2 %	-35,3 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	109.793	137.932	336.042	213.473	n.a.	n.a.	n.a.

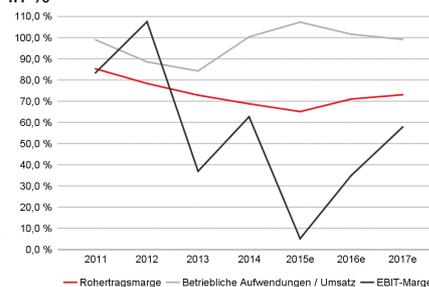
**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

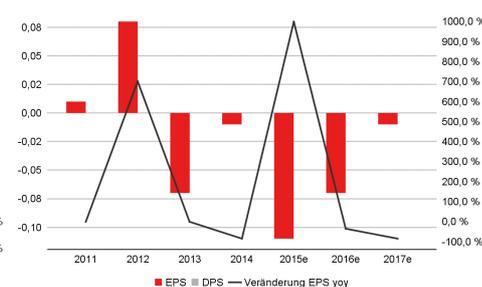


**Operative Performance**

in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

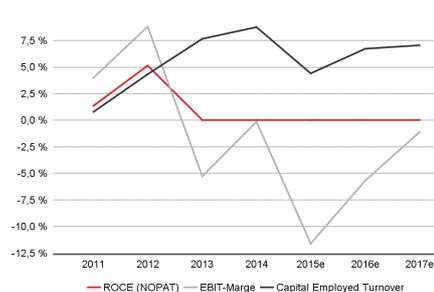
**Bilanz**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,2	39,4	14,5	15,2	16,6	17,0	17,3
davon übrige imm. VG	5,5	5,1	0,9	0,5	1,5	1,9	2,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,5	12,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Sachanlagen	5,1	5,1	5,9	7,7	8,3	9,1	9,8
Finanzanlagen	0,4	0,4	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>43,7</b>	<b>44,9</b>	<b>22,2</b>	<b>24,5</b>	<b>26,6</b>	<b>27,7</b>	<b>28,7</b>
Vorräte	14,0	13,9	9,4	9,4	9,6	10,6	11,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	4,2	7,0	9,3	11,8	8,7	9,5
Liquide Mittel	2,2	3,7	1,6	12,2	10,5	9,2	6,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,8	1,8	25,0	2,4	2,8	2,8	2,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>22,5</b>	<b>23,7</b>	<b>43,0</b>	<b>33,3</b>	<b>34,7</b>	<b>31,3</b>	<b>30,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>66,2</b>	<b>68,6</b>	<b>65,2</b>	<b>57,9</b>	<b>61,2</b>	<b>59,0</b>	<b>58,7</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	30,7	30,7	30,7	30,7	30,8	30,8	30,8
Kapitalrücklage	40,4	18,6	18,8	17,6	17,6	17,6	17,6
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,7	0,7	0,7	-1,6	-1,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-23,0	1,4	-3,1	-3,6	-4,1	-4,1	-4,1
Buchwert	48,4	50,9	47,0	45,4	45,1	42,8	42,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>48,4</b>	<b>50,9</b>	<b>47,0</b>	<b>45,4</b>	<b>45,1</b>	<b>42,8</b>	<b>42,6</b>
Rückstellungen gesamt	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	9,2	7,6	4,7	4,3	8,1	8,1	8,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,5	4,5	2,6	2,0	6,7	6,7	6,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,1	3,3	2,9	2,9	4,7	4,8	4,7
Sonstige Verbindlichkeiten	5,2	6,7	10,4	4,8	2,9	2,9	2,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>17,8</b>	<b>17,7</b>	<b>18,2</b>	<b>12,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,2</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>66,2</b>	<b>68,6</b>	<b>65,2</b>	<b>57,9</b>	<b>61,2</b>	<b>59,0</b>	<b>58,7</b>

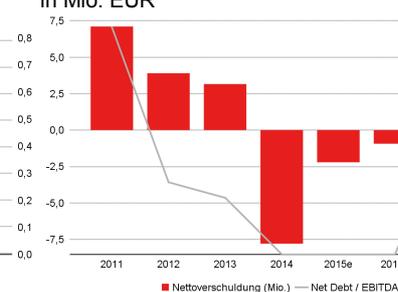
**Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,9 x	2,0 x	1,3 x	1,1 x	1,3 x	1,3 x
Capital Employed Turnover	0,5 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x	0,7 x	0,8 x	0,8 x
ROA	0,9 %	5,4 %	-9,7 %	-1,9 %	-12,9 %	-8,3 %	-0,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	1,4 %	5,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	0,8 %	4,9 %	-4,4 %	-1,0 %	-7,6 %	-5,2 %	-0,5 %
Adj. ROE	0,8 %	4,9 %	-4,4 %	-1,0 %	-7,6 %	-5,2 %	-0,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	7,1	3,9	3,2	-7,8	-2,2	-0,9	2,1
Nettofinanzverschuldung	7,1	3,9	3,1	-7,9	-2,3	-1,0	1,9
Net Gearing	14,7 %	7,7 %	6,7 %	-17,2 %	-4,9 %	-2,2 %	4,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	171,4 %	54,4 %	42,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	96,3 %
Buchwert je Aktie	1,6	1,7	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,3	0,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8

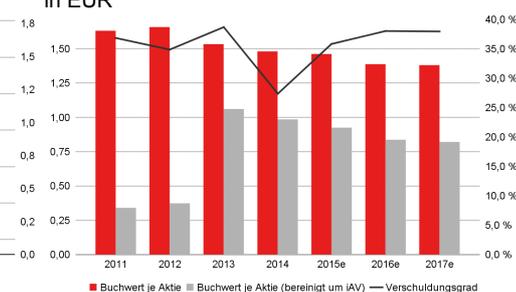
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung**  
in Mio. EUR



**Buchwert je Aktie**  
in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

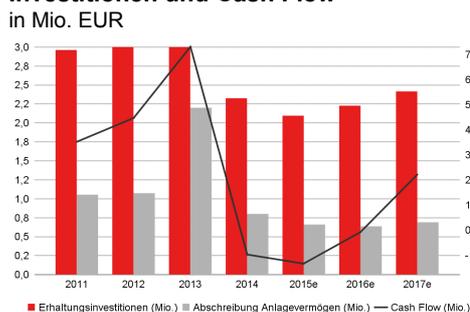
**Cash flow**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,4	2,4	-2,2	-0,5	-3,4	-2,3	-0,2
Abschreibung Anlagevermögen	1,1	1,1	2,2	0,8	0,7	0,6	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,9	2,8	7,3	1,5	1,4	1,6	1,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-1,9	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>7,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,2</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	1,4	-4,6	-2,0	-0,2	-1,0	-0,9
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	3,1	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	1,3	0,8	0,0	1,8	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)	-0,3	2,6	-3,8	-2,0	-1,0	2,2	-1,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>3,2</b>	<b>7,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>
Investitionen in iAV	-3,1	-2,8	-5,7	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	0,0	3,5	18,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>13,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,1	-1,4	-1,5	-0,6	3,9	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,1	-0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	1,2	1,5	-1,2	9,7	-1,7	-1,3	-3,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>12,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>6,2</b>

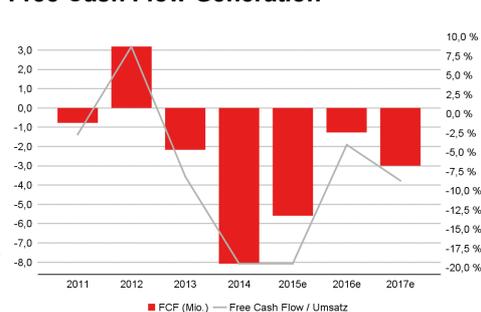
**Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-0,8	3,2	-2,2	-8,1	-5,6	-1,3	-3,0
Free Cash Flow / Umsatz	-2,6 %	8,7 %	-8,2 %	-19,4 %	-19,5 %	-4,0 %	-8,7 %
Free Cash Flow Potential	0,9	3,8	4,5	-0,3	-3,5	-2,4	-0,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-197,2 %	132,3 %	151,5 %	1347,6 %	162,7 %	55,3 %	1422,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,8 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	2,7 %	3,1 %	3,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,3 %	6,2 %	2,9 %	1,8 %	3,2 %	2,5 %	2,5 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	13,6 %	10,7 %	17,1 %	10,1 %	11,5 %	10,7 %	9,9 %
Maint. Capex / Umsatz	10,1 %	8,2 %	7,5 %	7,4 %	7,3 %	7,0 %	7,0 %
CAPEX / Abschreibungen	134,6 %	99,8 %	72,0 %	137,6 %	157,5 %	152,7 %	140,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	54,4 %	41,0 %	34,3 %	46,5 %	56,5 %	49,0 %	44,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	176,5 %	129,7 %	246,6 %	315,3 %	251,1 %	181,3 %	202,1 %
Vorratsumschlag	0,6 x	0,8 x	1,3 x	1,3 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
Receivables collection period (Tage)	69	42	64	107	150	100	101
Payables payment period (Tage)	141	110	87	88	157	172	155
Cash conversion cycle (Tage)	595	379	252	274	296	312	329

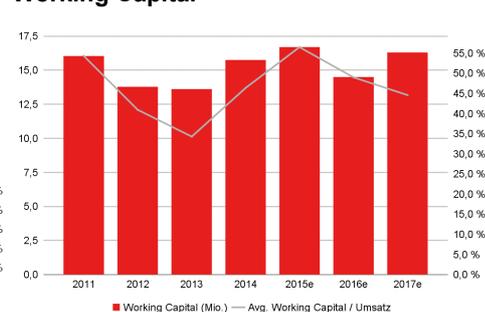
**Investitionen und Cash Flow**



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report 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 ABS. 1 WPHG UND FINANV**

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.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV 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 Finanzanalyse 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.

**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 gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das 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 Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 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)
aap Implantate	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005066609.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005066609.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	124	65
Halten	58	31
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>190</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	27	82
Halten	4	12
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>33</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [AAP IMPLANTATE] AM [23.02.2016]**



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

**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

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

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Telco, Internet, Media mraether@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

**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

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

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

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

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@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

**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

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@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 www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.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