

<b>Buy</b> <b>EUR 39,60</b> (EUR 42,00) Kurs <b>EUR 35,55</b> <b>Upside 11,4 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR SotP 20e: 39,64	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: DBAN GR Reuters: DBANn.DE ISIN: DE000A1TNUT7	<b>Beschreibung:</b> Beteiligungen an Industrie- und Serviceunternehmen für einen begrenzten Zeitraum.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 535 Aktienanzahl (Mio.): 15 EV: 490 Freefloat MC: 438 Ø Trad. Vol. (30T): 360,60	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 81,9 % Family offices 18,1 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2018/19e Beta: 1,0 KBV: 1,2 x EK-Quote: 94 %

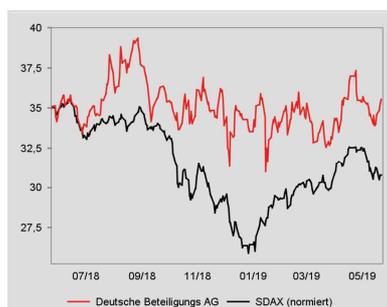
## Schätzungen wegen Konjunkturabschwächung gesenkt, Mittelfristpotenzial attraktiv

EUR m	Q2 18/19e	Q2 18/19	Q2 17/18*	yoy	H1 18/19e	H1 18/19e	H1 17/18*	yoy
Net result of investment activity	30.6	29.0	8.5	262.4%	9.5	7.9	20.2	-52.7%
Fee income of fund management and advisory services	6.4	6.1	7.4	-13.2%	13.8	13.5	14.3	-3.4%
<b>(1) + (2)</b>	<b>37.0</b>	<b>35.1</b>	<b>15.8</b>	<b>134.2%</b>	<b>23.3</b>	<b>21.4</b>	<b>34.5</b>	<b>-32.3%</b>
EBT	29.0	27.2	8.4	245.7%	7.6	5.8	18.5	-58.9%
Net income	29.0	27.2	8.4	245.9%	7.6	5.8	18.5	-58.9%
<b>EPS</b>	<b>1.93</b>	<b>1.81</b>	<b>0.56</b>	<b>245.9%</b>	<b>0.51</b>	<b>0.39</b>	<b>1.23</b>	<b>-58.5%</b>

Die DBAG veranstaltete am 20. Mai, eine Woche nach der Veröffentlichung der Ergebnisse für Q2 und H1 2018/19 (30.9.), einen Capital Markets Day. Nach stark negativen Auswirkungen aus der Kapitalmarktentwicklung im ersten Quartal des Unternehmens (Okt. - Dez. 2018) verbesserte sich die Situation in Q2 mit der Erholung der Aktienmärkte. Die zur Bewertung des Portfolios verwendeten Peergroup-Multiplikatoren blieben jedoch unter dem Vorjahresniveau. Die Auswirkungen der niedrigeren Multiplikatoren beliefen sich in H1 auf EUR -12,9 Mio. (EUR -15,6 Mio. im Vergleichszeitraum des Vorjahres). Das Bewertungs- und Abgangsergebnis des Portfolios betrug EUR 10,9 Mio., nach EUR 20,1 Mio. in H1 2017/18, und beinhaltete eine Abschreibung im mittleren einstelligen Millionenbereich für ein Portfoliounternehmen. Darüber hinaus belastete die nachlassende Konjunkturdynamik die erwarteten operativen Ergebnisse der Portfoliounternehmen, insbesondere im Automobil- und Windkraftbereich.

Nach einer Änderung der Bilanzierung von Carried Interest im vergangenen Geschäftsjahr wurden durch die Prüfung zum Ende des Geschäftsjahres 2017/18 weitere Korrekturen vorgenommen. Dies reduzierte das Nettoergebnis in H1 2017/18 um EUR 0,8 Mio. (siehe Tabelle oben) und das Nettoergebnis des GJ 2017/18 um EUR 3,9 Mio. Darüber hinaus verringerte sich das Eigenkapital um EUR 4,0 Mio.

Im bisherigen Jahresverlauf meldete die DBAG drei Akquisitionen (Kraft und Bauer, Sero, FLS) und drei Verkäufe (Cleanpart, UHB (Antrag auf Insolvenz gestellt) und PSS (gegen Besserungsschein)). Im bestehenden Portfolio haben die Radiologie-Gruppe und BTV Multimedia jeweils zwei Ergänzungsakquisitionen getätigt und netzkontor schloss in Q2 2018/19 eine Akquisition ab. Zuletzt hatte die DBAG den Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an der Catalysts GmbH und der Crisp Research AG über den DBAG Fund VII bekannt gegeben (DBAG wird EUR 8 Mio. co-investieren). Die beiden Unternehmen werden künftig unter dem Namen Cloudflight als IT-Dienstleister mit den Schwerpunkten Digitalisierung und Cloud-basierte Transformation firmieren. Cloudflight ist die zweite Investition der DBAG in ein digitales Geschäftsmodell nach der Übernahme der FLS GmbH, einem Entwickler von Echtzeit-, Planungs- und Routenoptimierungssoftware im September 2018.



Rel. Performance vs SDAX:	
1 Monat:	1,5 %
6 Monate:	-4,9 %
Jahresverlauf:	-10,4 %
Letzte 12 Monate:	13,4 %

**Unternehmenstermine:**  
08.08.19 Q3

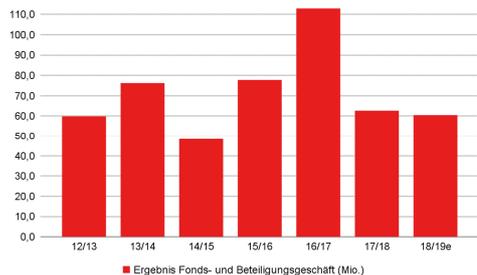
GJ Ende: 30.9. in EUR Mio.	CAGR (17/18-20/21e)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
<b>Ergebnis Fonds- und Beteiligungsgeschäft</b>	11,1 %	48	78	113	63	61	78	86
Ergebnis Beteiligungsgeschäft		29	59	86	34	31	46	51
Erträge Fondsverwaltung/-beratung		19	18	27	29	30	32	35
<b>EBIT</b>	21,4 %	27	50	82	30	30	47	54
<b>EBT</b>		27	49	82	30	30	47	54
<b>Nettoergebnis</b>	21,8 %	27	49	82	30	30	46	54
<b>EPS</b>	21,9 %	1,98	3,60	5,45	1,97	1,98	3,09	3,57
<b>DPS</b>	1,1 %	1,00	1,20	1,40	1,45	1,45	1,45	1,50
Dividendenrendite		3,6 %	4,3 %	3,8 %	3,6 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %
<b>Eigenkapital je Aktie</b>		22,16	26,91	29,01	29,50	30,03	31,67	33,74
<b>Rendite auf das Eigenkapital je Aktie</b>		9,9 %	27,2 %	12,8 %	6,8 %	7,1 %	10,8 %	11,6 %
<b>KGV</b>		14,0 x	7,7 x	6,8 x	20,4 x	18,0 x	11,5 x	10,0 x
<b>Nettoverschuldung</b>		-20	-42	-150	-51	-45	-29	-20

Die DBAG geht nach wie vor von einem etwas niedrigeren Nettoergebnis (-20% bis -40% nach Unternehmensdefinition) in diesem Jahr aus, verglichen mit einem durchschnittlichen Nettoergebnis von EUR 48 Mio. in den letzten fünf Jahren. Da die Ergebnisse je nach Veräußerungen auf Jahresbasis in der Regel recht volatil sind, ist der Referenzwert für die Guidance eines einzelnen Jahres das durchschnittliche Jahresergebnis der letzten fünf Jahre. Wie immer beinhaltet die Guidance keine Auswirkungen aus der Portfoliobewertung im Zusammenhang mit Peergroup-Multiplikatoren auf Basis der Aktienmarktbeurteilung. Dies kann jedoch einen erheblichen Einfluss auf die Ergebnisse haben. Die Guidance entspricht einem erwarteten Nettoergebnis von EUR 29-38 Mio. In H1 war das Nettoergebnis jedoch um 59% auf EUR 7,6 Mio rückläufig. Die Guidance impliziert daher ein besseres H2-Ergebnis, verglichen mit dem gleichen Zeitraum des Vorjahres. Die DBAG betonte jedoch, dass die Prognose für das laufende Jahr aufgrund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik mit höheren Risiken behaftet sei als noch vor drei Monaten. Darüber hinaus hängt das Ergebnis von der Entwicklung der Aktienmärkte und möglichen Veräußerungen ab. Unsere reduzierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr liegt nun am unteren Ende der Guidance. Im Einzelnen haben wir unsere Erwartung für das Nettoergebnis für das laufende Geschäftsjahr um 19%, für 2019/20 um 12% und für 2020/21 um 3% gesenkt. Die EPS-Erwartung sinkt von EUR 2,44 auf EUR 1,98 für 2018/19, von EUR 3,52 auf EUR 3,09 in 2019/20 und von EUR 3,66 auf EUR 3,57 in 2020/21. Wie immer beinhalten die Annahmen keine positiven oder negativen Auswirkungen aus Bewertungsmultiplikatoren.

Für die Jahre nach 2019 ist die DBAG optimistischer und kommunizierte das Ziel, die wichtigsten Bewertungstreiber bis zum Geschäftsjahr 2020/21 deutlich zu verbessern. Ziel des Unternehmens ist es, den NAV, das verwaltete oder beratene Vermögen sowie die Erträge aus der Fondsverwaltung und -beratung um jeweils mehr als 20% gegenüber dem GJ 2018/19 zu steigern. Dies basiert auf der Erwartung, dass es einige Zeit dauern wird, bis das aktuell relativ junge Portfolio gereift ist (45% der mit dem Portfolio verbundenen Anschaffungskosten sind in den letzten zwei Jahren wirksam geworden). Generell geht die DBAG davon aus, dass sich die Wertgenerierung während der durchschnittlichen Haltedauer eines Unternehmens von ca. fünf Jahren gegen Ende der Haltedauer erhöht. In der Vergangenheit erzielten die Veräußerungen der DBAG einen durchschnittlichen Kapitalmultiplikator von 2,8. Ende Q2 2017/18 betrug der Kapitalmultiplikator des bestehenden Portfolios lediglich 1,3. Der Portfoliowert bei durchschnittlichen EBITDA-Multiplikatoren von 7,6 betrug EUR 389,7 Mio. Unter der Annahme, dass die DBAG auch für das bestehende Portfolio einen Kapitalmultiplikator von 2,8 erreichen kann, ergibt sich ein Portfoliowert von ca. EUR 825 Mio., rund EUR 436 Mio. mehr als jetzt. Nach Abzug eines angenommenen Carried Interest von EUR 87 Mio. (20% der Differenz) würde dies den NAV des Portfolios um EUR 23 je DBAG-Aktie erhöhen. Unter der Annahme eines Kapitalmultiplikators von 2,0 würde der NAV je Aktie um fast EUR 11 steigen. Aus unserer Sicht spiegelt dies große Chancen für die kommenden Jahre wider. Letztendlich ist die DBAG von Veräußerungen abhängig. Aktienmarktmultiplikatoren werden nur während der Haltedauer eines Unternehmens verwendet, spiegeln aber nicht unbedingt den Betrag wider, den die DBAG am Ende einer Haltedauer erzielen kann.

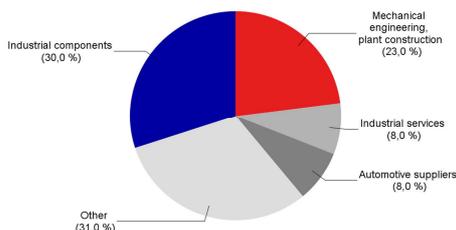
Aufgrund der niedrigen Bewertung halten wir an unserer Kaufempfehlung für die DBAG-Aktie fest. Unser Kursziel sinkt aufgrund geringerer Erwartungen von EUR 42,00 auf EUR 39,60 und ergibt sich aus dem Nettovermögenswert des Beteiligungsgeschäfts und dem DCF des Fondsgeschäfts auf Basis der Schätzungen für 2020.

## Ergebnis Fonds-/Beteiligungsgeschäft in Mio. EUR



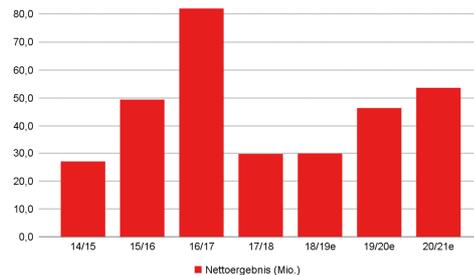
Quelle: Deutsche Beteiligungs AG, Warburg Research

## Portfolio nach Industrie 2017/18; in %



Quelle: Deutsche Beteiligungs AG, Warburg Research

## Konzernergebnis in Mio. EUR



Quelle: Deutsche Beteiligungs AG, Warburg Research

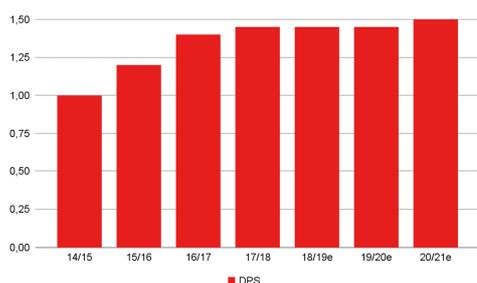
## Unternehmenshintergrund

- Deutsche Beteiligungs AG (DBAG) ist eine börsennotierte Beteiligungsgesellschaft, die Management Buyouts (MBOs) und Wachstumsfinanzierungen durchführt.
- DBAG's Geschäftsmodell beinhaltet das Investieren eigener Mittel zusammen mit Mitteln aus co-investment Fonds. Damit wird eine breitere Diversifizierung des Portfolios erreicht und attraktive Gebühreneinnahmen erzielt.

## Wettbewerbsqualität

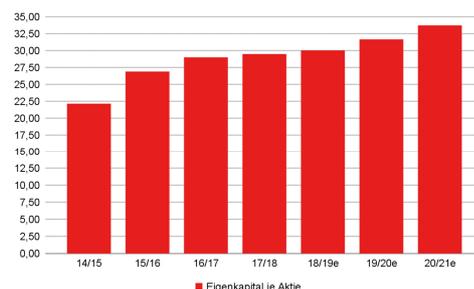
- DBAG's Fokus liegt hauptsächlich auf direkten Investments in ungelistete, operativ gesunde, Deutsche Mittelstandsunternehmen aus dem Industrie- und Sektorservice, Umsatzvolumen von c. EUR 50m - 500m p.a.
- Differenzierung basiert auf DBAG's langfristigem Track Record, gegründet 1965, mehr als 300 Private Equity Transaktionen durchgeführt.
- Investoren schätzen diese Erfahrungen die nicht leicht von neuen Wettbewerbern repliziert werden können, sowie die durchschnittlich erzielte Rendite auf das Eigenkapital von 15.2% (15 Jahre Durchschnitt)

## Dividende je Aktie in EUR



Quelle: Deutsche Beteiligungs AG, Warburg Research

## Net asset value pro Aktie in EUR



Quelle: Deutsche Beteiligungs AG, Warburg Research

---

Sum of the parts

---

■ ...

---

Wertermittlung	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
KBV	1,2 x	1,0 x	1,3 x	1,4 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	22,12	26,85	28,97	29,47	30,01	31,64	33,71
EV / Umsatz	7,4 x	4,3 x	3,6 x	8,8 x	8,1 x	6,5 x	6,0 x
EV / EBITDA	13,4 x	6,8 x	4,9 x	18,4 x	16,3 x	10,8 x	9,5 x
EV / EBIT	13,4 x	6,8 x	4,9 x	18,4 x	16,3 x	10,8 x	9,5 x
EV / EBIT adj.*	13,4 x	6,8 x	4,9 x	18,4 x	16,3 x	10,8 x	9,5 x
Kurs / FCF	56,2 x	n.a.	n.a.	64,6 x	n.a.	45,9 x	38,3 x
KGV	14,0 x	7,7 x	6,8 x	20,4 x	18,0 x	11,5 x	10,0 x
KGV ber.*	14,0 x	7,7 x	6,8 x	20,4 x	18,0 x	11,5 x	10,0 x
Dividendenrendite	3,6 %	4,3 %	3,8 %	3,6 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %
FCF Potential Yield (on market EV)	7,5 %	14,8 %	20,3 %	5,4 %	6,1 %	9,2 %	10,5 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
Eigenkapital je Aktie	22,16	26,91	29,01	29,50	30,03	31,67	33,74
Rendite auf das Eigenkapital je Aktie	9,9 %	27,2 %	12,8 %	6,8 %	7,1 %	10,8 %	11,6 %
Ergebnis Beteiligungsgeschäft	29	59	86	34	31	46	51
Erträge Fondsverwaltung/-beratung	19	18	27	29	30	32	35
Ergebnis Fonds- und Beteiligungsgeschäft	48	78	113	63	61	78	86

## GuV

In EUR Mio.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
<b>Ergebnis Fonds- und Beteiligungsgeschäft</b>	<b>48</b>	<b>78</b>	<b>113</b>	<b>63</b>	<b>61</b>	<b>78</b>	<b>86</b>
Ergebnis Beteiligungsgeschäft	29	59	86	34	31	46	51
Erträge Fondsverwaltung/-beratung	19	18	27	29	30	32	35
Personalaufwendungen	15	16	21	17	20	21	21
Sonstige betriebliche Erträge	7	7	5	4	6	6	6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13	19	14	19	16	16	17
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
<i>Marge</i>	55,3 %	64,1 %	73,0 %	48,0 %	49,6 %	59,9 %	62,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITA</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
<i>Marge</i>	55,3 %	64,1 %	73,0 %	48,0 %	49,6 %	59,9 %	62,7 %
<b>EBIT adj.</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
Zinserträge	0	0	0	0	1	1	1
Zinsaufwendungen	0	1	1	1	1	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>27</b>	<b>49</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
<i>Marge</i>	55,9 %	63,4 %	72,6 %	47,5 %	49,4 %	59,6 %	62,4 %
Steuern gesamt	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>27</b>	<b>49</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>54</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>27</b>	<b>49</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>54</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>27</b>	<b>49</b>	<b>82</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>54</b>
<i>Marge</i>	55,8 %	63,6 %	72,6 %	47,4 %	49,4 %	59,6 %	62,4 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	14	14	15	15	15	15	15
<b>EPS</b>	<b>1,98</b>	<b>3,60</b>	<b>5,45</b>	<b>1,97</b>	<b>1,98</b>	<b>3,09</b>	<b>3,57</b>
EPS adj.	1,98	3,60	5,45	1,97	1,98	3,09	3,57

\*Adjustiert um:

**Guidance: Nettoergebnis moderat (20-40%) unter 5-Jahres-Durchschnitt von EUR 48m**

## Kennzahlen

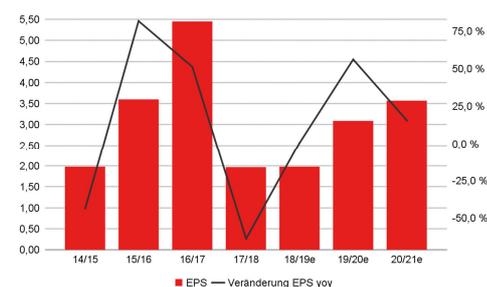
	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
EBITDA / Interest expenses	171,7 x	84,9 x	148,2 x	42,9 x	42,9 x	58,4 x	67,4 x
Steuerquote (EBT)	0,1 %	-0,3 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	50,6 %	33,3 %	25,7 %	73,4 %	73,0 %	46,9 %	42,0 %

## Ergebnis Fonds-/Beteiligungsgeschäft in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

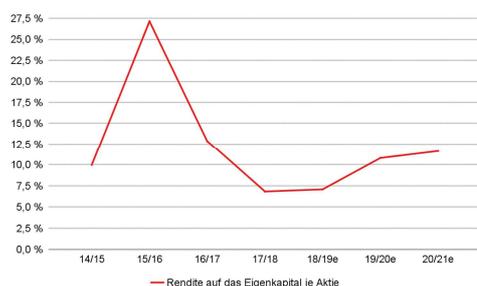
## Bilanz

In EUR Mio.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1	1	1	0	0	0	0
davon übrige imm. VG	0	0	0	0	0	0	0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0	0	0	0	0	0	0
Sachanlagen	1	1	1	1	1	2	2
Finanzanlagen	277	330	288	374	379	423	460
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>279</b>	<b>332</b>	<b>290</b>	<b>376</b>	<b>381</b>	<b>425</b>	<b>463</b>
Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0	0	0	0	0
Liquide Mittel	28	57	162	64	58	43	35
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	20	15	13	42	42	42	42
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>49</b>	<b>73</b>	<b>174</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	<b>77</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>327</b>	<b>405</b>	<b>464</b>	<b>481</b>	<b>480</b>	<b>510</b>	<b>540</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	49	53	53	53	53	53	53
Kapitalrücklage	141	174	174	174	174	174	174
Gewinnrücklagen	-4	32	95	104	112	137	168
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	117	111	114	113	113	113	113
Buchwert	303	370	436	444	452	476	508
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>303</b>	<b>370</b>	<b>437</b>	<b>444</b>	<b>452</b>	<b>477</b>	<b>508</b>
Rückstellungen gesamt	23	32	26	21	23	25	26
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	9	16	11	12	13	14	14
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0	0	0	0	0	0	0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten	1	2	1	16	5	9	6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>32</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>327</b>	<b>405</b>	<b>464</b>	<b>481</b>	<b>480</b>	<b>510</b>	<b>540</b>

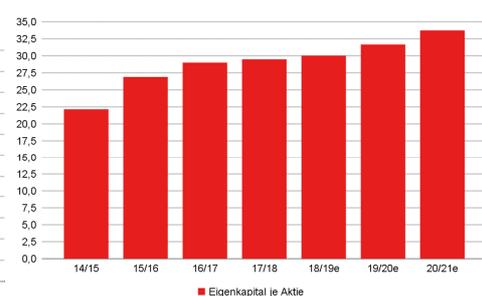
## Kennzahlen

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
ROA	9,7 %	14,9 %	28,3 %	7,9 %	7,8 %	10,9 %	11,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
Eigenkapital je Aktie	22,16	26,91	29,01	29,50	30,03	31,67	33,74
Rendite auf das Eigenkapital je Aktie	9,9 %	27,2 %	12,8 %	6,8 %	7,1 %	10,8 %	11,6 %
ROCE (NOPAT)	9,4 %	16,4 %	26,8 %	8,9 %	7,5 %	10,9 %	11,5 %
ROE	8,9 %	14,7 %	20,3 %	6,7 %	6,7 %	10,0 %	10,9 %
Adj. ROE	8,9 %	14,7 %	20,3 %	6,7 %	6,7 %	10,0 %	10,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-20	-42	-150	-51	-45	-29	-20
Nettofinanzverschuldung	-28	-57	-162	-64	-58	-43	-35
Net Gearing	-6,4 %	-11,3 %	-34,4 %	-11,6 %	-9,9 %	-6,2 %	-4,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	22,2	26,9	29,0	29,5	30,0	31,7	33,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	22,1	26,8	29,0	29,5	30,0	31,6	33,7

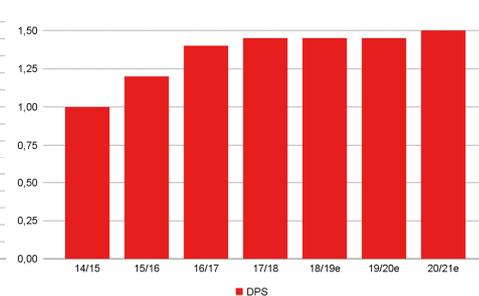
### Entwicklung Rendite auf das Eigenkapital je Aktie



### Entwicklung Eigenkapital je Aktie in Mio. EUR



### Dividende je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

In EUR Mio.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	27	49	82	30	30	46	54
Abschreibung Anlagevermögen	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1	10	-6	1	1	1	1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-19	-59	-76	-21	-30	-35	-40
<b>Cash Flow vor NWC-Veränderung</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Veränderung Vorräte	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	93	51	104	123	90	95	100
Erlöse aus Anlageabgängen	114	56	199	30	106	90	100
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>95</b>	<b>-93</b>	<b>15</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0
Dividende Vorjahr	-27	-14	-18	-21	-22	-22	-23
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	37	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]</b>	<b>-27</b>	<b>24</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>
<b>Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>77</b>	<b>-104</b>	<b>-6</b>	<b>-15</b>	<b>-8</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>28</b>	<b>57</b>	<b>128</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>-5</b>

## Kennzahlen

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	6	-1	-1	10	0	12	14
Zinserträge / Avg. Cash	1,6 %	0,2 %	0,1 %	0,3 %	1,0 %	1,2 %	1,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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

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

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

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

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

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

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

## QUELLEN

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

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

## Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Deutsche Beteiligungs AG	3, 5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1TNUT7.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1TNUT7.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	121	62
Halten	66	34
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	6	3
<b>Gesamt</b>	<b>196</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	31	82
Halten	5	13
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
<b>Gesamt</b>	<b>38</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG] AM [23.05.2019]



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**

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

**RESEARCH**

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

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschemier@warburg-research.com

**Jan Bauer** +40 40 309537-155  
Renewables jbauer@warburg-research.com

**Jonas Blum** +40 40 309537-240  
Telco, Construction 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

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate pkaiser@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

**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, Engineering 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**

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

**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, USA soberoi@mmwarburg.com

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

**Julia Fesenberg** +49 69 5050-7417  
Roadshow/Marketing jfesenberg@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](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