

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 6,60 (alt: 6,60)

Kurs EUR 4,78
Bloomberg V33 GR
Reuters V33G
Branche Telekommunikations-
zulieferer

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.



Aktien Daten: 04.02.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 76,1 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR -13,2 Mio.
Buchwert: EUR 121 Mio.
Aktienanzahl: 15,9 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 1,2 Mio.

Aktionäre:
 Avill Holdings 46,8 %
 Freefloat 28,2 %
 SCGC Capital H. 10,6 %
 Hong Kong Vtion Tech. 6,3 %
 Besto Holdings 3,1 %
 Sunshine Century I. 3,1 %

Termine:
 Zahlen 2010 21.04.11
 Zahlen Q1 12.05.11
 HV 22.06.11
 Zahlen Q2 11.08.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	101	0	70,0	0	65,0	0
EBIT	25,0	0	5,0	0	4,1	0
EPS	1,13	0	0,27	0	0,28	0

Negativer EV - es bleiben Fragen

Nach der schwachen Guidance für 2011e und dem fürchterlichen Q4/10 notiert Vtion mit einem negativen EV von EUR -16 Mio. oder einem implizierten negativen Wert für das operative Geschäft.

Dies scheint zurzeit gerechtfertigt zu sein. Es gibt vorerst zu viele Fragen und nur wenig klare Antworten:

Wir müssen uns fragen, wie nur 8 Wochen nach der Veröffentlichung des Zwischenberichts zu Q3/10 ein Umsatzrückgang von bis zu 30% im Geschäftsjahr 2011 erwartet werden kann. Im Q3-Bericht schrieb Vtion, dass davon ausgegangen wird,

- "das Wachstum im Kerngeschäft zu halten"
- "die Nachfrage für alle Produkte anhalten sollte"
- "das Wachstum in 2011 fortgesetzt werden sollte"

Darüber hinaus erwähnte das Management in der Telefonkonferenz zu den Q3-Zahlen, dass im Geschäftsjahr 2011e ein durchschnittlicher Preisrückgang für mobile Datenkarten von 10% zu erwarten sei und dass Vtion die Bruttomarge auch im Geschäftsjahr 2011 stabil halten könne. **Was sind die Gründe dafür, dass sich die Perspektiven für Vtion innerhalb von zwei Monaten völlig geändert haben?** Bei der Erwartung einer stabilen Bruttomarge – wie kann die erwartete EBIT-Marge von mehr als 30% nach 9M 2010 auf erwartete 12% im Geschäftsjahr 2011 fallen? Darüber hinaus sagte Vtion in den am 20. November verschickten Investoren-News, dass

- für Q4/10 ein moderater Rückgang und
- weiteres Nachfragewachstum für mobile Datenkarten erwartet wird

Nach den Verhandlungen mit den Netzbetreibern erwartet Vtion nun einen massiven Preisdruck (**20% bis 25%**) und sinkende Volumina. Laut Vtion haben die Netzbetreiber ihre 3G-Strategien geändert. Es werden weniger mobile Datenkarten geordert und durch Smartphones und Tablet-PCs ersetzt.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass nur ~3% oder 40 Mio. der chinesischen Bevölkerung 3G-Technologie nutzen. Damit ist der chinesische 3G-Markt ein klarer struktureller Wachstumsmarkt.

Neben den unvorhergesehenen negativen Preis- und Volumeneffekten sowie der Änderung der 3G-Strategien, könnten weitere Gründe für den schwachen Geschäftsausblick vorhanden sein:

- Vtion könnte aufgrund von Preisgestaltung oder Qualität Aufträge und Marktanteile im Kerngeschäft verloren haben
- Vtion könnte strukturelle Probleme in der Organisation haben

Vtion expandiert das Geschäftsmodell und führt verschiedene Hardwareprodukte in den chinesischen Markt ein. Der Verkauf von Datenkarten war aufgrund der oligopolistischen Marktstruktur in China recht einfach (Vtion liefert die Mehrzahl der Datenkarten an die drei Mobilnetzbetreiber in China). Der Verkauf von Hardwareprodukten in einem stark umkämpften Markt direkt an Konsumenten oder Einzelhändler dürfte überproportional schwieriger sein. Es ist daher fraglich, ob Vtion mit der Expansionsstrategie erfolgreich ist.

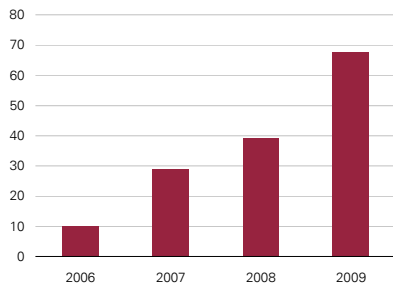
Aufgrund der (1) oben erwähnten Fragen, (2) dem mit der Expansion von Vtions Geschäftsmodell verbundenen Risiko und (3) dem Vertrauensverlust in die Management-Guidance ist ein Einstieg in die Aktie zu früh.

Geschäftsjahresende: 31.12. in EUR Mio	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	67,6	101	70,0	65,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	189,9 %	35,1 %	72,7 %	49,3 %	-30,7 %	-7,1 %
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	22,6	36,9	9,8	9,1
<i>Bruttomarge</i>	34,9 %	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,5 %	14,0 %	14,0 %
EBITDA	2,6	9,3	12,8	19,0	25,4	5,5	4,6
<i>EBITDA-Marge</i>	25,7 %	32,2 %	32,6 %	28,3 %	26,0 %	7,8 %	7,0 %
EBIT	2,5	9,2	12,6	18,8	25,0	5,0	4,1
<i>EBIT-Marge</i>	25,3 %	31,9 %	32,2 %	28,0 %	25,6 %	7,1 %	6,3 %
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	16,4	17,0	4,4	4,4
EPS	0,18	0,80	1,13	1,31	1,13	0,27	0,28
Free Cash Flow je Aktie	0,01	0,69	1,13	-0,84	0,93	-0,13	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	1,5	0,5	0,4	0,2	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	5,7	1,6	1,1	0,8	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	5,8	1,6	1,2	0,8	n.m.	n.m.	n.m.
KGV	26,6	6,0	4,2	3,7	4,2	17,7	17,1
ROCE	44,6 %	86,9 %	49,2 %	28,8 %	23,8 %	4,0 %	3,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	10,8 %	57,2 %	80,7 %	124,6 %	n.a.	n.a.	n.a.

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 07.02.2011
 Analyst: Jochen Reichert +49 (0)40-309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Entwicklung Umsatz

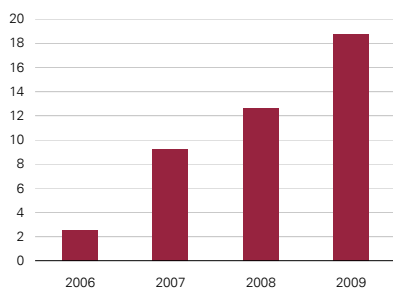
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Entwicklung EBIT

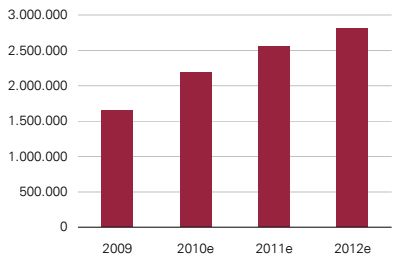
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Verkaufte Einheiten

Anzahl



Quelle: Vtion

Unternehmenshintergrund

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs und Laptops, für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China und ist mit einem Marktanteil von ~25% einer der top drei Anbieter. Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden und ein mobiler Zugang zum Internet hergestellt.

Derzeit zeigt der Markt für mobile Datenkarten oligopolistische Strukturen. Die drei Hauptnehmer China Mobile, China Unicom und China Telecom beziehen 80% der Mengen von den drei Lieferanten ZTE, Huawei und Vtion. Aufgrund der hohen geforderten Qualitätsstandards, Zertifizierungsprozesse, den umfangreichen Vertrags- und Kooperationsbeziehungen sollte diese für Vtion herausragende Ausgangssituation bis 2011e stabil bleiben.

Wettbewerbsqualität

- **Ausgelagerte Produktion:** Vtion unterhält keine eigenen Produktionskapazitäten und konzentriert sich auf Produktdesign, Marketing und Customer Care. Dadurch hat das Unternehmen eine hohe Flexibilität und kann sich schnell an geänderte Nachfragebedingungen anpassen.
- **Lizenzierungen mit allen drei Netzbetreibern:** Vtion ist von allen drei Netzbetreibern als top-tier Lieferant qualifiziert und grenzt sich damit gegenüber einem Großteil der Konkurrenten ab. Die Netzbetreiber beziehen derzeit von 3 Lieferanten 80% der benötigten mobilen Datenkarten.

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	10,0	29,0	39,2	67,6	101	70,0	65,0
Herstellungskosten	6,5	17,3	23,1	45,1	64,1	60,2	55,9
Bruttoergebnis	3,5	11,7	16,1	22,6	36,9	9,8	9,1
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,5	0,9	1,4	2,0	4,0	3,1	3,3
Verwaltungskosten	0,5	1,3	2,6	2,0	3,2	2,5	2,6
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,2	0,5	0,3	0,5	0,7	0,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,6	9,3	12,8	19,0	25,4	5,5	4,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
EBITA	2,5	9,3	12,7	18,9	25,2	5,3	4,4
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,5	9,2	12,6	18,8	25,0	5,0	4,1
Zinserträge	0,0	0,2	0,3	0,2	2,9	0,4	1,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,5	0,2	5,9	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-3,0	0,4	1,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,5	9,1	12,4	18,8	22,0	5,4	5,4
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,5	9,1	12,4	18,8	22,0	5,4	5,4
Steuern gesamt	0,4	0,0	0,0	2,3	5,0	1,0	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,1	9,2	12,4	16,4	17,0	4,4	4,4
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,1	9,2	12,4	16,4	17,0	4,4	4,4
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	16,4	17,0	4,4	4,4

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	65,1 %	59,7 %	58,9 %	66,6 %	63,5 %	86,0 %	86,0 %
Bruttoergebnis	34,9 %	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,5 %	14,0 %	14,0 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	4,7 %	3,3 %	3,5 %	2,9 %	4,0 %	4,4 %	5,0 %
Verwaltungskosten	4,9 %	4,5 %	6,6 %	2,9 %	3,2 %	3,5 %	4,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	-0,7 %	1,2 %	0,5 %	0,5 %	1,0 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	25,7 %	32,2 %	32,6 %	28,1 %	25,2 %	7,8 %	7,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	25,4 %	32,1 %	32,4 %	28,0 %	25,0 %	7,5 %	6,7 %
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	25,3 %	31,9 %	32,2 %	27,8 %	24,8 %	7,1 %	6,3 %
Zinserträge	0,3 %	0,8 %	0,7 %	0,3 %	2,9 %	0,6 %	2,0 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	1,1 %	1,2 %	0,3 %	5,8 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,7 %	-0,3 %	-0,5 %	-0,1 %	-3,0 %	0,6 %	2,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	24,6 %	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,8 %	7,7 %	8,3 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	24,6 %	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,8 %	7,7 %	8,3 %
Steuern gesamt	4,0 %	-0,1 %	0,0 %	3,5 %	5,0 %	1,4 %	1,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,6 %	31,6 %	31,6 %	24,3 %	16,8 %	6,2 %	6,8 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,6 %	31,6 %	31,6 %	24,3 %	16,8 %	6,2 %	6,8 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	20,6 %	31,6 %	31,6 %	24,3 %	16,8 %	6,2 %	6,8 %

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,6	0,8	1,3	2,1	3,8	7,6
davon übrige imm. VG	0,1	0,6	0,8	1,3	2,1	3,8	7,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,2	0,5	0,6	1,0	1,8	3,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,2	0,8	1,2	1,9	3,1	5,6	11,2
Vorräte	1,6	2,3	4,9	3,8	4,6	3,5	3,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,6	10,1	6,4	34,8	47,0	47,9	46,3
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2	1,1	8,2	7,9	9,6	14,1	14,1
Liquide Mittel	1,6	12,2	30,3	61,5	91,3	89,3	89,7
Umlaufvermögen	7,1	25,8	49,8	108	153	155	153
Bilanzsumme (Aktiva)	7,2	26,6	51,0	110	156	160	165
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,9	10,0	11,5	16,0	16,0	16,0	16,0
Kapitalrücklage	0,3	0,0	7,6	48,2	48,2	48,2	48,2
Gewinnrücklagen	0,7	0,8	13,2	29,7	47,6	52,0	56,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,4	3,3	2,1	9,4	14,0	14,0
Buchwert	3,9	10,4	35,6	96,0	121	130	135
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	3,9	10,4	35,6	96,0	121	130	135
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	3,0	3,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,8	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	4,7	8,3	8,2	19,4	15,3	15,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	3,3	3,3	5,0	14,3	14,3	14,3
Verbindlichkeiten	3,3	16,2	15,4	13,9	34,3	30,2	30,0
Bilanzsumme (Passiva)	7,2	26,6	51,0	110	156	160	165

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Vtion

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7 %	2,2 %	1,5 %	1,2 %	1,4 %	2,4 %	4,6 %
davon übrige imm. VG	0,7 %	2,2 %	1,5 %	1,2 %	1,4 %	2,4 %	4,6 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,5 %	0,7 %	1,0 %	0,6 %	0,7 %	1,1 %	2,2 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,2 %	2,9 %	2,4 %	1,8 %	2,0 %	3,5 %	6,8 %
Vorräte	22,5 %	8,7 %	9,6 %	3,4 %	3,0 %	2,2 %	2,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8 %	38,1 %	12,5 %	31,7 %	30,2 %	29,9 %	28,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,9 %	4,3 %	16,0 %	7,2 %	6,2 %	8,8 %	8,6 %
Liquide Mittel	21,9 %	46,0 %	59,5 %	55,9 %	58,7 %	55,7 %	54,5 %
Umlaufvermögen	98,0 %	97,1 %	97,6 %	98,2 %	98,0 %	96,5 %	93,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	40,8 %	37,6 %	22,5 %	14,5 %	10,3 %	10,0 %	9,7 %
Kapitalrücklage	3,5 %	0,0 %	14,9 %	43,8 %	31,0 %	30,0 %	29,3 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	2,9 %	25,8 %	27,0 %	30,6 %	32,4 %	34,3 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	6,6 %	2,0 %	6,1 %	8,8 %	8,5 %
Buchwert	54,6 %	39,1 %	69,8 %	87,4 %	77,9 %	81,2 %	81,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	54,6 %	39,1 %	69,8 %	87,4 %	77,9 %	81,2 %	81,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	2,2 %	11,3 %	7,5 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	24,3 %	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,1 %	17,8 %	16,2 %	7,5 %	12,5 %	9,5 %	9,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,1 %	12,3 %	6,5 %	4,5 %	9,2 %	8,9 %	8,7 %
Verbindlichkeiten	45,7 %	60,8 %	30,2 %	12,6 %	22,1 %	18,9 %	18,3 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,1	9,2	12,4	17,2	17,9	4,4	4,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,1	-0,2	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,0	9,0	13,0	17,7	18,3	4,9	4,9
Veränderung Vorräte	-0,5	-0,7	-2,6	1,1	-0,8	1,1	0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,3	-7,5	3,8	-28,4	-12,2	-0,9	1,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	4,2	3,4	0,0	11,2	-4,1	-0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	2,9	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,0	-1,1	-0,6	-27,4	-1,9	-3,9	1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,1	7,9	12,4	-9,6	16,4	1,0	6,5
CAPEX	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,6	-3,0	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,1	-0,7	-0,5	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,1	-0,7	-0,5	-1,0	-1,6	-3,0	-6,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,2	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,5	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	0,0	0,0	9,1	43,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,2	3,5	3,6	43,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,2	10,7	15,5	33,2	14,8	-2,0	0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	2,7	-2,1	15,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	1,6	12,2	30,3	61,5	91,3	89,3	89,7

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Vtion

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	9,6 %	8,4 %	8,9 %	5,4 %	6,7 %	6,9 %	7,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	77.543	150.254	174.116	433.583	561.111	350.000	295.455
EBITDA je Mitarbeiter	19.915	48.358	56.711	122.782	146.133	27.300	20.682
EBIT-Marge	25,3 %	31,9 %	32,2 %	28,0 %	25,6 %	7,1 %	6,3 %
EBITDA / Operating Assets	66,5 %	118,4 %	419,3 %	62,1 %	79,4 %	14,4 %	12,0 %
ROA	1278,3 %	1197,3 %	995,4 %	852,6 %	570,4 %	77,4 %	39,3 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	90,1	161	79,5	107	97,8	38,4	17,9
Operating Assets Turnover	2,6	3,7	12,9	2,2	3,0	1,9	1,7
Capital Employed Turnover	1,8	1,9	1,1	0,7	0,8	0,5	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	44,6 %	86,9 %	49,2 %	28,8 %	23,8 %	4,0 %	3,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	45,2 %	87,8 %	49,9 %	29,1 %	24,2 %	4,3 %	3,4 %
ROE	52,4 %	88,1 %	34,8 %	17,2 %	14,8 %	3,4 %	3,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	25,2 %	16,5 %	3,5 %	3,3 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	104,8 %	127,9 %	53,9 %	25,2 %	16,5 %	3,5 %	3,3 %
ROIC	35,4 %	49,2 %	30,5 %	16,9 %	14,5 %	3,3 %	3,2 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	0,2	-7,0	-30,3	-61,5	-91,3	-89,3	-89,7
Net Gearing	4,5 %	-67,7 %	-85,2 %	-64,0 %	-75,3 %	-68,6 %	-66,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	224,4 %	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,3	2,0	4,3	8,2	4,5	5,2	5,2
Acid Test Ratio	1,7	1,5	2,9	7,5	4,3	5,0	5,0
EBITDA / Zinsaufwand	24,9	29,9	26,5	92,1	4,5	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	36,2	97,3	60,3	591,4	8,6	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	0,1	7,9	12,4	-10,6	14,8	-2,0	0,5
Free Cash Flow / Umsatz	0,6 %	27,3 %	31,6 %	-15,7 %	14,7 %	-2,9 %	0,7 %
Adj. Free Cash Flow	1,6	8,3	11,8	18,2	24,3	1,5	-1,5
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	27,7 %	28,8 %	23,1 %	13,3 %	0,7 %	-3,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3,2 %	86,5 %	100,0 %	-64,2 %	82,9 %	-46,7 %	10,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	3,1 %	1,3 %	0,4 %	3,8 %	0,4 %	1,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,9 %	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	1,6 %	4,3 %	9,2 %
Maint. Capex / Umsatz	10,0 %	3,4 %	2,6 %	1,5 %	2,0 %	5,7 %	9,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	431,0 %	396,0 %	612,2 %	1318,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	39,9 %	20,2 %	15,0 %	26,3 %	32,2 %	50,6 %	56,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	517,0 %	214,0 %	77,0 %	423,0 %	242,3 %	313,1 %	306,6 %
Inventory processing period (Tage)	59,0	29,0	45,5	20,3	16,6	18,3	18,3
Receivables collection period (Tage)	96,6	128	59,3	188	170	250	260
Payables payment period (Tage)	18,7	59,6	77,1	44,4	70,0	80,0	85,0
Cash conversion cycle (Tage)	137	97,0	23,8	163	116	188	193
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	19,4	7,3	2,1	0,8	0,6	0,6	0,6
EV/sales	1,5	0,5	0,4	0,2	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	5,7	1,6	1,1	0,8	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	5,8	1,6	1,2	0,8	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	224,1	1,8	1,2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	26,6	6,0	4,2	3,7	4,2	17,7	17,1
P/CF	37,6	8,4	5,8	4,3	4,2	15,6	15,7
Adj. Free Cash Flow Yield	13,9 %	61,8 %	89,3 %	121,6 %	n.a.	n.a.	n.a.

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	2,1	9,2	12,4	16,6	17,9	4,4	4,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-3,0	0,4	1,3
+ Steuern	0,4	0,0	0,0	2,3	5,0	1,0	1,0
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	4,0	6,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	1,6	8,3	11,8	18,2	24,3	1,5	-1,5
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,8%	57,2%	80,7%	124,6%	-159,2%	-11,0%	10,6%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	14,6	14,6	14,6	14,6	-15,3	-13,2	-13,7
= Fairer Enterprise Value	15,7	83,3	117,6	181,5	243,0	14,6	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-61,5	-61,5	-61,5	-61,5	-91,3	-89,3	-89,7
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	77,2	144,8	179,1	243,0	334,4	103,9	-
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	4,85	9,11	11,26	15,28	21,03	6,53	-
Premium (-) / Discount (+) in %	1,5%	90,4%	135,5%	219,6%	339,7%	36,6%	-

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	4,63	7,90	9,56	12,65	17,50	6,32	-
	12,0%	4,69	8,23	10,03	13,38	18,48	6,38	-
Fairer	11,0%	4,76	8,63	10,59	14,25	19,64	6,45	-
Free Cash Flow	10,0%	4,85	9,11	11,26	15,28	21,03	6,53	-
Yield	9,0%	4,96	9,69	12,08	16,55	22,73	6,64	-
	8,0%	5,10	10,42	13,11	18,14	24,85	6,76	-
	7,0%	5,28	11,35	14,43	20,18	27,58	6,93	-

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	101,0	70,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0
Veränderung	49,3%	-30,7%	-7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	25,9	5,0	4,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	2,6	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0
EBIT-Marge	25,6%	7,1%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	21,8%	18,6%	18,5%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	20,2	4,0	3,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Abschreibungen	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
in % vom Umsatz	0,4%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,9	-3,9	1,6	3,3	3,3	3,3	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-1,6	-3,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	1,6%	4,3%	9,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	17,2	-2,4	-0,6	5,5	5,4	5,4	5,1	2,5	2,0	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	3,00
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	18,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	28,7		
Terminal Value	0,9		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	75,0	Aktienzahl (Mio.)	15,90
Eigenkapitalwert	104,7	Wert je Aktie (EUR)	6,58

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

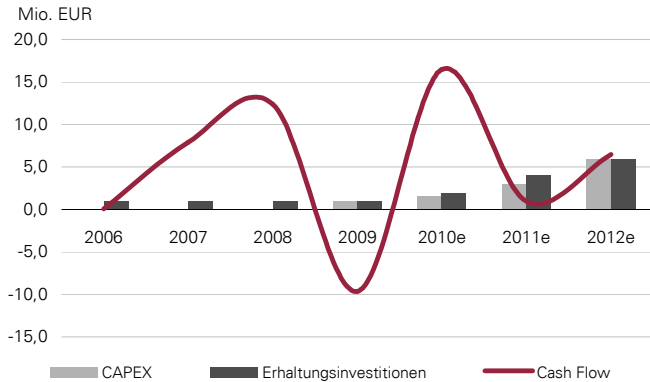
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
19,50%	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54	6,54
19,00%	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56
18,75%	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57
18,50%	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58	6,58
18,25%	6,59	6,59	6,59	6,59	6,59	6,59	6,60
18,00%	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,60	6,61
17,50%	6,62	6,62	6,62	6,63	6,63	6,63	6,63

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
19,50%	6,20	6,32	6,43	6,54	6,66	6,77	6,88
19,00%	6,22	6,33	6,45	6,56	6,68	6,79	6,91
18,75%	6,22	6,34	6,46	6,57	6,69	6,80	6,92
18,50%	6,23	6,35	6,46	6,58	6,70	6,82	6,93
18,25%	6,24	6,36	6,47	6,59	6,71	6,83	6,95
18,00%	6,24	6,36	6,48	6,60	6,72	6,84	6,96
17,50%	6,26	6,38	6,50	6,63	6,75	6,87	6,99

Quelle: Warburg Research

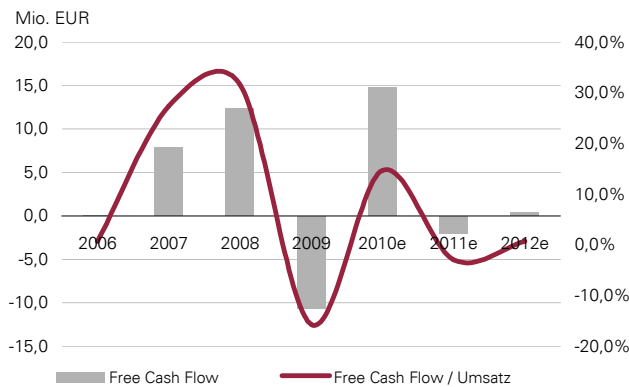
Investitionen und Cash Flow - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote
- Cash Flow durch Working Capital Aufbau in 2009e beeinflusst

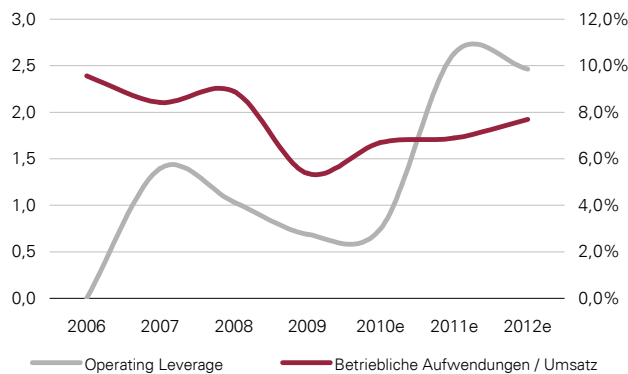
Free Cash Flow Generation - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2009e negativer Free Cash Flow auf Grund des Working Capital Aufbau
- Ab 2010e Normalisierung der Working Capital Entwicklung
- Ab 2010e hohe Free Cash Flow Generierung

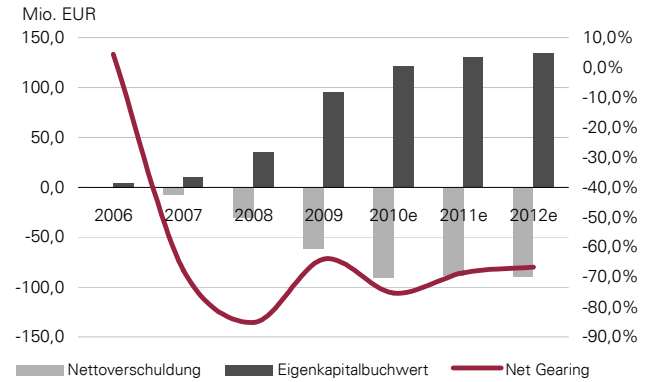
Operating Leverage - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Operating Leverage begrenzt

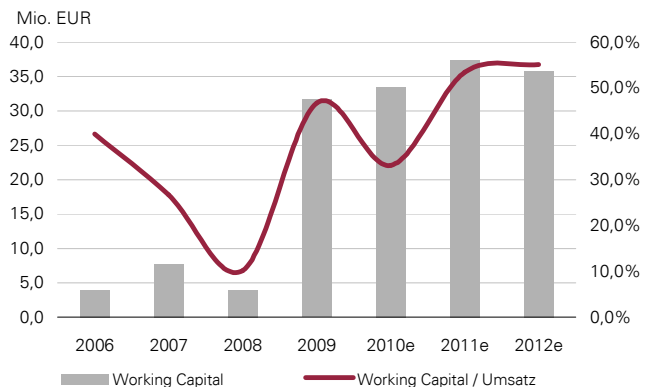
Bilanzqualität - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

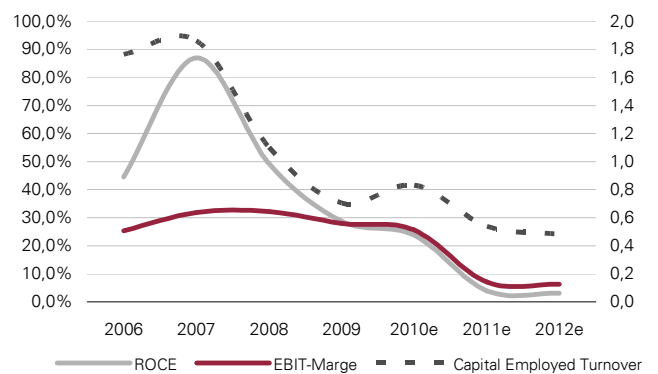
Working Capital - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

ROCE Entwicklung - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Konstante EBIT-Marge zwischen 2009e und 2011e
- Auf Grund der EK-Thesaurierung rückläufiger ROCE

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & 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 KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

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

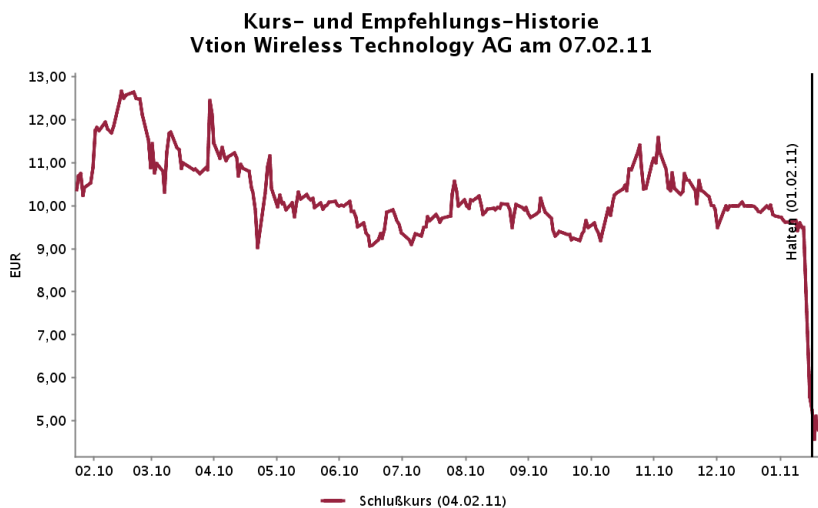
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass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

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	56%
Halten	59	33%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	12	7%
Gesamt	181	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	71	68%
Halten	28	27%
Verkaufen	4	4%
Empf. ausgesetzt	2	2%
Gesamt	105	



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Launer-Effler Head of Equities	+49 40 3282-2636 blauner-effler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bölsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Philippe Lorrain Equity Sales	+49 40 3282-2664 plorrain@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com