

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 8,50 (alt: 8,00)

Kurs EUR 3,80
Bloomberg V33 GR
Reuters V33G
Branche Telecom/Internet

Vtion bietet mobile Breitband-Datenlösungen in China an. Die Entwicklung und Vermarktung von mobilen Datenkarten stellen das Kerngeschäft des Unternehmens dar.



Aktien Daten: 19.04.2012 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 57,9 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR -71,8 Mio.
Buchwert: EUR 145 Mio.
Aktienanzahl: 15,2 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 69,9 Tsd.

Aktionäre:
 Awill Holdings 46,8 %
 Freefloat 25,8 %
 SCGC Capital H. 9,9 %
 Hong Kong Vtion Tech. 6,3 %
 Sunshine Century I. 3,1 %
 Axxion S.A. 3,1 %

Termine:
 Zahlen Q1 14.05.12
 HV 26.06.12
 Zahlen Q2 13.08.12
 Zahlen Q3 28.11.12

Änderung	2012e		2013e		2014e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	80,0	0	77,0	0	70,0	10,0
EBIT	8,2	0,0	7,2	1,6	9,8	-30,9
EPS	0,43	-2,3	0,38	0	0,30	20,0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 20.04.2012
 Analyst: Malte Räther
 +49 (40) 309537-185
 mraether@warburg-research.com

Endgültige Geschäftszahlen 2011 - Netto-Cash je Aktie: EUR 8

Vtion hat die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2011 vorgelegt. Die vorläufigen Umsatz- und EBIT-Zahlen für Q4/11 sowie die Umsatz- und EBIT-Guidance für das Geschäftsjahr 2012 wurden bestätigt (Umsatz: EUR 80 -100 Mio.; EBIT-Marge: 10% - 12%). Darüber hinaus plant das Unternehmen die Ausschüttung einer Dividende von 15% vom Jahresüberschuss (ca. EUR 0,05 je Aktie WRé).

Vtion - Q4 2011								
Angaben in Mio. EUR	Q4/11	Q4/11e	Q4/10	yoy	2011	2011e	2010	yoy
Umsatz	21,2	21,1	16,0	32,4%	77,1	77,0	101,7	-24,2%
EBIT	2,0	2,0	2,6	-20,9%	7,9	7,9	29,2	-72,9%
<i>Marge</i>	9,6%	9,7%	16,1%		10,3%	10,3%	28,7%	
Jahresüberschuss	0,34	1,47	1,13	-70,4%	5,30	6,43	22,00	-75,9%

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

Performance Q4/11: Der 32,4%-Umsatzanstieg in Q4/11 gegenüber Q4/10 resultiert aus der erfolgreichen Etablierung neuer Produkte (z.B. Tablet PC, PCtoTV) im Verlauf des Geschäftsjahrs 2011. Der Rückgang beim EBIT lässt sich auf einen erheblichen Preisdruck in Vtions wichtigstem Geschäftsbereich – mobile Datenkarten – zurückführen. Das niedrigere EBIT und eine hohe Steuerquote führten zu einem Rückgang beim Jahresüberschuss von 70,4% yoy.

Diversifizierung des Produktportfolios: Während der Umsatz mit mobilen Datenkarten im Geschäftsjahr 2011 um ca. 55% rückläufig war, konnte das Unternehmen dies um 30% durch die Einführung neuer Produkte ausgleichen. Insbesondere der Tablet PC (EUR 14,5 Mio.) und mobile Router (EUR 9 Mio.) wiesen eine gute Performance auf.

Netto-Cash je Aktie von EUR 8: Im Geschäftsjahr 2011 erhöhte Vtion den Cashbestand um ca. 26% von EUR 99 Mio. auf EUR 125 Mio. bzw. ca. EUR 8 je Aktie. **Der FCF entsprach EUR 23 Mio. bzw. EUR 1,46 je Aktie**, trotz des Aktienrückkaufs für EUR 3,5 Mio.

Newsflow: Vtion führt derzeit ein Aktienrückkaufprogramm von bis zu 1.589 Mio. Aktien durch. Per April 2012 hat das Unternehmen ca. 0,85 Mio. Aktien zurückgekauft. Der Kurs der Vtion-Aktie sollte vom Rückkaufprogramm profitieren.

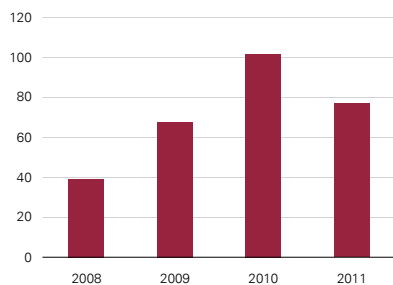
Ausblick: Wir erwarten, dass Umsatz und EBIT im Geschäftsjahr 2012 um ca. 4% auf EUR 80 Mio. bzw. EUR 8,2 Mio. wachsen. Die Prognosen basieren auf den folgenden Gründen. Erstens hält Vtion weiterhin eine **starke Wettbewerbsposition** im Markt für Datenkarten. Zwar sollte der Preisdruck in diesem Geschäftsbereich weiter anhalten, die Ausweitung des 3,5G- und die mögliche Einführung des 4G-Netzwerks in H2 2012 sollten jedoch Nachfrage und Preise stützen. Zweitens hat sich Vtion **erfolgreich im schnell wachsenden Markt für Tablet PCs positioniert**. Vtion hat sich im Konsumentenmarkt als wettbewerbsfähig erwiesen. Darüber hinaus erwarten wir, dass das Unternehmen Umsätze im Bereich der industriespezifischen Tablet PCs generiert, wo Vtion Tablet PCs an einen Versicherer liefern sollte. Drittens erwarten wir, dass ca. 5% vom Gesamtumsatz mit mobilen Apps generiert werden. Die Bruttomarge im Bereich mobilen Apps sollte bei ca. 30%-35% liegen.

Bewertung & Rating: Das neue Kursziel lautet EUR 8,50 (alt: EUR 8). Die Vtion-Aktie notiert derzeit deutlich unter dem Netto-Cash je Aktie. Aus den oben genannten Gründen erwarten wir, dass Vtion profitabel bleibt und weiterhin einen positiven Free Cashflow generiert. Die **Kaufempfehlung** wird bestätigt.

Geschäftsjahresende:	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	39,2	67,6	102	77,1	80,0	77,0	77,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-24,2 %	3,8 %	-3,8 %	0,0 %
Bruttoergebnis	16,1	22,6	37,3	14,3	14,6	13,6	13,5
<i>Bruttomarge</i>	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,5 %	18,2 %	17,7 %	17,5 %
EBITDA	12,8	19,0	29,7	8,4	8,8	7,9	7,4
<i>EBITDA-Marge</i>	32,6 %	28,3 %	29,2 %	10,9 %	11,0 %	10,3 %	9,6 %
EBIT	12,6	18,8	29,2	7,9	8,2	7,3	6,8
<i>EBIT-Marge</i>	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,5 %	8,8 %
Jahresüberschuss	12,4	16,4	22,0	5,3	7,7	6,8	6,3
EPS	1,13	1,31	1,38	0,34	0,42	0,38	0,36
Free Cash Flow je Aktie	1,13	-0,84	1,86	1,45	0,39	0,31	0,38
Dividende	0,00	0,00	0,21	0,05	0,06	0,06	0,05
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	5,5 %	1,3 %	1,6 %	1,6 %	1,3 %
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
KGV	3,4	2,9	2,8	11,2	9,0	10,0	10,6
ROCE	49,2 %	28,8 %	25,9 %	5,9 %	5,7 %	4,9 %	4,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Entwicklung Umsatz

in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Entwicklung EBIT

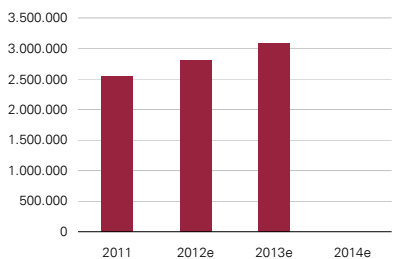
in EUR Mio.



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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	39,2	67,6	102	77,1	80,0	77,0	77,0
Herstellungskosten	23,1	45,1	64,4	62,8	65,4	63,4	63,5
Bruttoergebnis	16,1	22,6	37,3	14,3	14,6	13,6	13,5
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	1,4	2,0	4,7	2,0	2,1	2,2	2,4
Verwaltungskosten	2,6	2,0	3,7	4,5	4,7	4,6	4,6
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,5	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	0,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	12,8	19,0	29,7	8,4	8,8	7,9	7,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EBITA	12,7	18,9	29,4	8,1	8,5	7,6	7,1
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,6	18,8	29,2	7,9	8,2	7,3	6,8
Zinserträge	0,3	0,2	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,5	0,2	3,9	1,4	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,2	0,0	-3,2	-0,8	0,5	0,5	0,5
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,4	18,8	26,0	7,2	8,7	7,8	7,3
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	12,4	18,8	26,0	7,2	8,7	7,8	7,3
Steuern gesamt	0,0	2,3	4,0	1,9	1,0	1,0	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,4	16,4	22,0	5,3	7,7	6,8	6,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	16,4	22,0	5,3	7,7	6,8	6,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	12,4	16,4	22,0	5,3	7,7	6,8	6,3

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

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in % vom Umsatz

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	58,9 %	66,6 %	63,3 %	81,5 %	81,8 %	82,3 %	82,5 %
Bruttoergebnis	41,1 %	33,4 %	36,7 %	18,6 %	18,2 %	17,7 %	17,5 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	3,5 %	2,9 %	4,7 %	2,5 %	2,6 %	2,9 %	3,1 %
Verwaltungskosten	6,6 %	2,9 %	3,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,2 %	0,5 %	0,4 %	0,1 %	0,5 %	0,6 %	0,4 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	32,6 %	28,1 %	29,2 %	10,9 %	11,0 %	10,3 %	9,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
EBITA	32,4 %	28,0 %	28,9 %	10,5 %	10,6 %	9,9 %	9,2 %
Abschreibungen auf iAV	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	32,2 %	27,8 %	28,8 %	10,3 %	10,2 %	9,5 %	8,8 %
Zinserträge	0,7 %	0,3 %	0,7 %	0,9 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	1,2 %	0,3 %	3,8 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	-1,0 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,6 %	27,8 %	25,6 %	9,3 %	10,8 %	10,1 %	9,5 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	31,6 %	27,8 %	25,6 %	9,3 %	10,8 %	10,1 %	9,5 %
Steuern gesamt	0,0 %	3,5 %	4,0 %	2,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,6 %	24,3 %	21,6 %	6,9 %	9,6 %	8,8 %	8,2 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31,6 %	24,3 %	21,6 %	6,9 %	9,6 %	8,8 %	8,2 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	31,6 %	24,3 %	21,6 %	6,9 %	9,6 %	8,8 %	8,2 %

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

Bilanz Vtion

in EUR Mio.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0
davon übrige imm. VG	0,8	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,5	0,6	1,2	1,1	1,3	1,5	1,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,2	1,9	2,6	2,6	3,0	3,4	3,7
Vorräte	4,9	3,8	3,6	2,4	2,5	2,4	2,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,4	34,8	32,6	22,7	24,1	24,3	23,6
Sonstige Vermögensgegenstände	8,2	7,9	8,0	6,8	7,7	7,7	7,7
Liquide Mittel	30,3	61,5	99,0	125	130	134	138
Umlaufvermögen	49,8	108	143	156	164	168	172
Bilanzsumme (Aktiva)	51,0	110	146	159	167	171	176
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,5	16,0	16,0	15,2	15,2	15,2	15,2
Kapitalrücklage	7,6	48,2	48,2	46,2	46,2	46,2	46,2
Gewinnrücklagen	13,2	29,7	51,7	53,7	59,3	64,2	68,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,3	2,1	13,5	23,6	24,5	24,5	24,4
Buchwert	35,6	96,0	129	139	145	150	155
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	35,6	96,0	129	139	145	150	155
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,8	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,3	8,2	11,2	13,9	15,3	14,8	14,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	5,0	4,7	5,9	5,9	5,9	5,9
Verbindlichkeiten	15,4	13,9	16,3	20,3	21,6	21,1	21,1
Bilanzsumme (Passiva)	51,0	110	146	159	167	171	176

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

Bilanz Vtion

in % der Bilanzsumme

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
davon übrige imm. VG	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	1,0 %	0,6 %	0,9 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,4 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %
Vorräte	9,6 %	3,4 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,5 %	31,7 %	22,4 %	14,3 %	14,4 %	14,2 %	13,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	16,0 %	7,2 %	5,5 %	4,3 %	4,6 %	4,5 %	4,4 %
Liquide Mittel	59,5 %	55,9 %	68,0 %	78,3 %	77,7 %	77,9 %	78,7 %
Umlaufvermögen	97,6 %	98,2 %	98,3 %	98,3 %	98,2 %	98,0 %	97,9 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	22,5 %	14,5 %	11,0 %	9,6 %	9,1 %	8,9 %	8,7 %
Kapitalrücklage	14,9 %	43,8 %	33,1 %	29,1 %	27,7 %	27,0 %	26,3 %
Gewinnrücklagen	25,8 %	27,0 %	35,5 %	33,7 %	35,5 %	37,5 %	39,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,6 %	2,0 %	9,3 %	14,9 %	14,7 %	14,3 %	13,9 %
Buchwert	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,0 %	87,7 %	88,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,0 %	87,7 %	88,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	7,5 %	0,6 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16,2 %	7,5 %	7,7 %	8,8 %	9,2 %	8,6 %	8,4 %
Sonstige Verbindlichkeiten	6,5 %	4,5 %	3,3 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %	3,4 %
Verbindlichkeiten	30,2 %	12,6 %	11,2 %	12,8 %	13,0 %	12,3 %	12,0 %
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.

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,4	17,2	26,0	7,2	6,5	5,8	5,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	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	0,5	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	13,0	17,7	26,2	7,6	7,1	6,4	6,0
Veränderung Vorräte	-2,6	1,1	0,2	1,2	-0,1	0,1	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,8	-28,4	5,2	9,8	-1,4	-0,2	0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	3,4	0,0	0,0	2,8	1,4	-0,5	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-5,2	0,0	-0,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	-27,4	4,4	15,5	-0,1	-0,6	0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	12,4	-9,6	30,6	23,1	7,0	5,8	6,7
CAPEX	0,0	-1,0	-0,8	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,5	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,5	-1,0	-0,8	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-3,3	-0,8	-1,0	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-2,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	9,1	43,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,6	43,9	0,0	-6,0	-0,8	-1,0	-0,9
Veränderung liquide Mittel	15,5	33,2	29,8	16,7	5,2	3,8	4,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	2,7	-2,1	7,7	8,8	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	30,3	61,5	99,0	125	130	134	138

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

Kennzahlen Vtion

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,9 %	5,4 %	7,9 %	8,3 %	8,0 %	8,3 %	8,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	174.116	433.583	546.565	318.547	330.579	318.182	318.182
EBITDA je Mitarbeiter	56.711	122.782	159.425	34.730	36.364	32.614	30.546
EBIT-Marge	32,2 %	28,0 %	28,7 %	10,3 %	10,2 %	9,5 %	8,8 %
EBITDA / Operating Assets	419,3 %	62,1 %	113,1 %	68,6 %	70,0 %	59,1 %	57,5 %
ROA	995,4 %	852,6 %	858,7 %	200,8 %	215,5 %	170,8 %	147,2 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	79,5	107	81,4	68,7	61,5	51,6	45,7
Operating Assets Turnover	12,9	2,2	3,9	6,3	6,4	5,8	6,0
Capital Employed Turnover	1,1	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	49,2 %	28,8 %	25,9 %	5,9 %	5,7 %	4,9 %	4,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	49,9 %	29,1 %	26,3 %	6,3 %	6,2 %	5,3 %	4,9 %
ROE	34,8 %	17,2 %	17,0 %	3,8 %	4,4 %	3,8 %	3,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	3,9 %	3,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	3,9 %	3,6 %
ROIC	30,5 %	16,9 %	16,9 %	3,8 %	4,4 %	3,8 %	3,5 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-30,3	-61,5	-99,0	-125	-130	-134	-138
Net Gearing	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-89,7 %	-89,2 %	-88,9 %	-89,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	4,3	8,2	9,0	7,9	7,7	8,1	8,3
Acid Test Ratio	2,9	7,5	8,6	7,6	7,5	7,8	8,0
EBITDA / Zinsaufwand	26,5	92,1	7,6	5,9	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	60,3	591,4	9,1	10,3	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	12,4	-10,6	29,8	22,7	6,0	4,8	5,7
Free Cash Flow / Umsatz	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	29,4 %	7,5 %	6,2 %	7,5 %
Adj. Free Cash Flow	11,8	18,2	28,7	6,9	7,3	6,4	5,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	28,8 %	23,1 %	20,4 %	4,7 %	6,4 %	5,7 %	5,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	428,7 %	92,3 %	83,0 %	105,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,3 %	0,4 %	0,9 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,3 %	14,8 %	14,1 %	15,8 %	14,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	1,5 %	0,8 %	0,5 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Maint. Capex / Umsatz	2,6 %	1,5 %	1,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	431,0 %	196,0 %	82,8 %	156,3 %	162,3 %	162,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	15,0 %	26,3 %	28,3 %	24,8 %	15,3 %	16,4 %	16,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	77,0 %	423,0 %	291,6 %	163,2 %	157,5 %	164,2 %	159,5 %
Inventory processing period (Tage)	45,5	20,3	13,0	11,2	11,2	11,2	11,2
Receivables collection period (Tage)	59,3	188	117	108	110	115	112
Payables payment period (Tage)	77,1	44,4	40,1	66,0	70,0	70,0	70,0
Cash conversion cycle (Tage)	23,8	163	89,7	52,7	51,1	56,1	53,1
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	5,5 %	1,3 %	1,6 %	1,6 %	1,3 %
P/B	1,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/sales	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	3,4	2,9	2,8	11,2	9,0	10,0	10,6
P/CF	4,4	3,3	2,2	7,7	8,2	9,1	9,6
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

Free Cash Flow Yield - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	12,4	16,6	22,0	5,3	6,5	5,8	5,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
- Zinsergebnis (netto)	-0,2	0,0	-3,2	-0,8	0,5	0,5	0,5
+ Steuern	0,0	2,3	4,0	1,9	2,2	2,0	1,9
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	11,8	18,2	28,7	6,9	7,3	6,4	5,9
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-17,6%	-27,2%	-43,0%	-10,4%	-10,2%	-8,5%	-7,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	-66,6	-66,6	-66,6	-66,6	-71,8	-75,6	-80,5
= Fairer Enterprise Value	117,6	181,5	286,5	69,0	73,0	63,9	58,9
- Nettoverschuldung (Cash)	-124,5	-124,5	-124,5	-124,5	-129,7	-133,5	-138,4
- 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	242,1	306,1	411,0	193,6	202,7	197,4	197,3
Aktienanzahl (Mio.)	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	15,89	20,09	26,98	12,71	13,31	12,96	12,95
Premium (-) / Discount (+) in %	318,3%	428,7%	610,1%	234,4%	250,2%	241,1%	240,9%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	14,11	17,34	22,64	11,66	12,20	11,99	12,06
Fairer	12,0%	14,61	18,11	23,85	11,95	12,51	12,26	12,31
Free Cash Flow	11,0%	15,19	19,01	25,27	12,30	12,87	12,58	12,60
Yield	10,0%	15,89	20,09	26,98	12,71	13,31	12,96	12,95
	9,0%	16,75	21,42	29,08	13,21	13,84	13,43	13,38
	8,0%	17,82	23,07	31,69	13,84	14,50	14,01	13,92
	7,0%	19,20	25,20	35,05	14,65	15,36	14,76	14,61

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

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	80,0	77,0	77,0	75,5	74,0	72,5	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7	71,7
Veränderung	3,8%	-3,8%	0,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	8,2	7,3	6,8	6,0	5,5	5,1	4,7	3,9	2,9	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2
EBIT-Marge	10,2%	9,5%	8,8%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	5,5%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	25,4%	25,7%	25,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	6,1	5,4	5,1	4,5	4,2	3,8	3,5	3,0	2,2	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Abschreibungen in % vom Umsatz	0,6	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,1	-0,6	0,7	-1,4	-1,2	-1,2	-2,0	-1,4	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	0,0	-1,4
- Investitionen	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Investitionsquote	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
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)	5,6	4,4	5,4	2,9	2,7	2,4	1,3	1,3	1,3	1,3	0,8	1,5	1,5	0,1

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 2025	17,3		
Terminal Value	0,1		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	111,6	Aktienzahl (Mio.)	15,20
Eigenkapitalwert	129,0	Wert je Aktie (EUR)	8,48

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

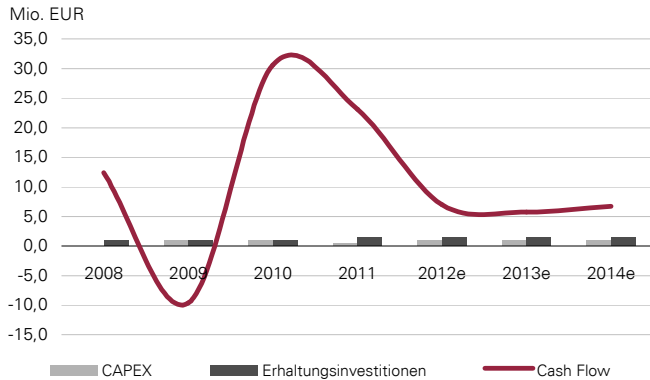
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
19,50%	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46	8,46
19,00%	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47	8,47
18,75%	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48
18,50%	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48
18,25%	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49	8,49
18,00%	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
17,50%	8,51	8,51	8,51	8,51	8,51	8,51	8,52

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%	8,16	8,26	8,36	8,46	8,56	8,66	8,76
19,00%	8,16	8,26	8,37	8,47	8,57	8,68	8,78
18,75%	8,17	8,27	8,37	8,48	8,58	8,69	8,79
18,50%	8,17	8,27	8,38	8,48	8,59	8,70	8,80
18,25%	8,17	8,28	8,39	8,49	8,60	8,71	8,81
18,00%	8,18	8,28	8,39	8,50	8,61	8,72	8,82
17,50%	8,18	8,29	8,40	8,51	8,63	8,74	8,85

Quelle: Warburg Research

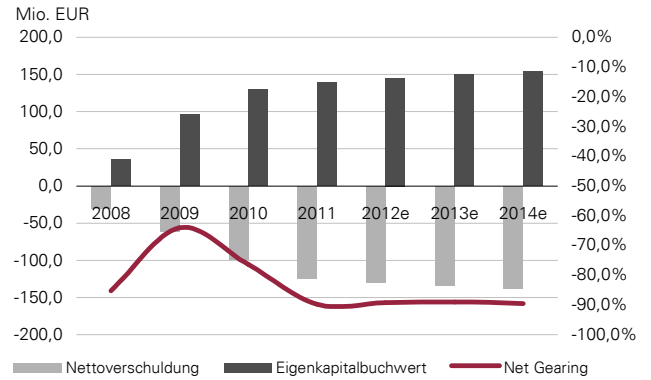
Investitionen und Cash Flow - Vtion



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

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote

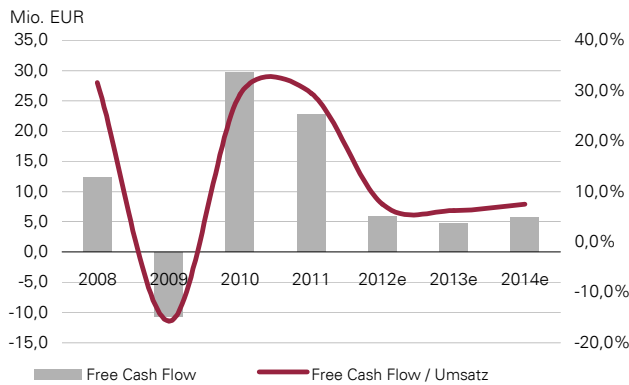
Bilanzqualität - Vtion



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

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

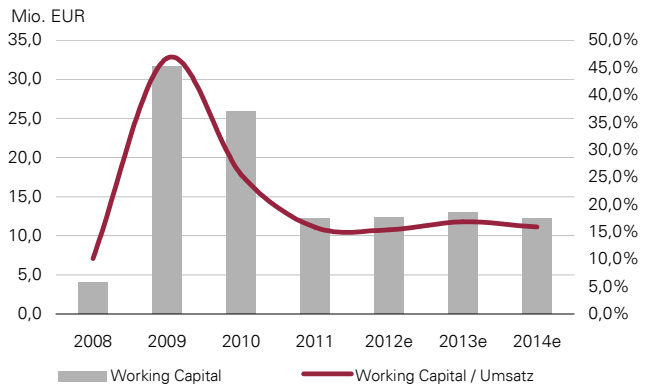
Free Cash Flow Generation - Vtion



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

- Stabiler FCF in 2012 e und 2013e

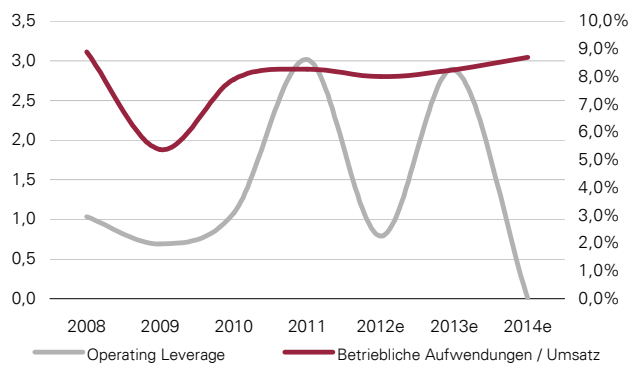
Working Capital - Vtion



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

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2011e

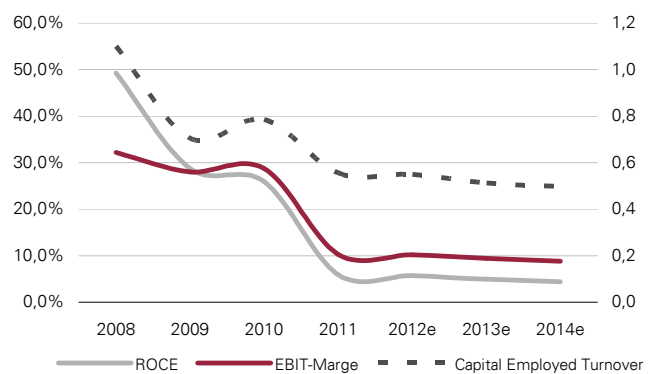
Operating Leverage - Vtion



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

- Operating Leverage begrenzt

ROCE Entwicklung - Vtion



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

- Rückgang der EBIT-Marge aufgrund von Problemen im Kerngeschäft
- Auf Grund der EK-Thesaurierung + sinkender EBIT-Marge 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.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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 betreffenden 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	118	66%
Halten	51	28%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	179	

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	94	67%
Halten	41	29%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	140	



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
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Henner Rüscheimer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Roland Rapelius	+49 40 309537-220 rapelius@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@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

Oliver Merkel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com