Vtion

(CDAX, Telecom/Internet)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 8,50	
Kurs	EUR 4,36
Upside	94,9 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	8,50
FCF-Value Potential:	10,50

Aktien Daten:	
Bloomberg:	V33 GR
Reuters:	V33G
ISIN:	DE000CHEN993

Beschreibung:

Vtion ist Anbieter von mobilen Breitband-Datenlösungen in China.

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	63,2
Aktienanzahl (Mio.):	14,5
EV:	-61,9
Freefloat MC:	16,1
Ø Trad. Vol. (30T):	5,96 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	25,5 %
Awill Holdings	51,6 %
SCGC Capital H.	10,9 %
Hong Kong Vtion Tech.	6,9 %
Axxion S.A.	5,1 %

Risikoprofil (WRe):	2012e
Beta:	3,0
KBV:	0,4 x
EK-Quote:	87 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	-14,5 x
Net Debt / EBITDA:	-14,5 x

Endgültige Q3-Zahlen bestätigen vorläufige Zahlen

Kennzahlen Q3/2012:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 2012	Q3 2012e	Q3 2011	yoy	9M 2012	9M 2012e	9M 2011	yoy
Umsatz	**21,5**	21,5	23,9	-10 %	**58,7**	58,7	55,9	5 %
EBIT	**1,8**	1,8	3,0	-39 %	**5,7**	5,7	5,9	-2 %
Marge	*8,3 %*	*8,3 %*	*12,4 %*		*9,8 %*	*9,8 %*	*10,5 %*	
EPS	**0,12**	0,11	0,06	100 %	**0,30**	0,29	0,31	-3 %

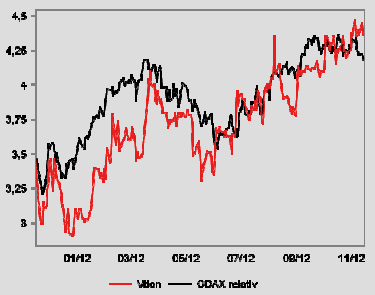
Kommentar zu den Kennzahlen:

- Umsatz aufgrund des Preisdrucks im Geschäft mit Tablet-PCs und Datenkarten gesunken (im Vergleich zum Vorjahr)
- 9M-Umsatz im Vergleich zum Vorjahr angestiegen, da Tablet-PCs ab Q2 2011 verkauft wurden
- Preisdruck im Geschäft mit Tablet PCs belastet die EBIT-Marge

Vtion hat endgültige Q3/12-Zahlen veröffentlicht, die die vorläufigen Zahlen zu Umsatz und EBIT, welche bereits am Montag, den 12. November veröffentlicht worden waren, bestätigt haben. Das Unternehmen rechnet nun damit, das untere Ende der Guidance für das Geschäftsjahr 2012 zu erreichen (Umsatz: EUR 80-100 Mio., EBIT-Marge ca. 10%), was sich mit unseren Schätzungen deckt.

- Der Umsatz belief sich auf EUR 21,5 Mio. Das Segment mobile Datenendgeräte (hauptsächlich Datenkarten) hat ca. 80% zum Gesamtumsatz beigetragen, während das Segment mobile intelligente Datenstationen (hauptsächlich Tablet-PCs) die restlichen 20% beigesteuert hat. Der Umsatzrückgang dürfte auf den Preisdruck im Geschäft mit Datenkarten sowie mit Tablet-PCs zurückzuführen sein. Auf 9M-Basis ist der Umsatz um 5% im Vergleich zum Vorjahr angestiegen (-7% währungsbereinigt). Dies beruht auf der Tatsache, dass das Unternehmen den Verkauf von Tablet-PCs erst in Q2/2012 begonnen hat.
- Vtion sieht sich mit Preisdruck in den beiden größten Produktgruppen (Datenkarten und Tablet-PCs) konfrontiert. Das Unternehmen konnte den daraus entstehenden Druck auf die Bruttomargen nicht komplett durch Kostenkontrolle ausgleichen. Infolgedessen ist die EBIT-Marge im Vergleich zum Vorjahr von 12,4% in Q3/11 auf 8,3% in Q3/12 gesunken. Die 9M-EBIT-Marge beläuft sich auf 10% und unterstützt damit die Unternehmensguidance über eine Marge von 10% für das Gesamtjahr.
- **Das EPS war** aufgrund vorteilhafter als erwarteter Wechselkurseffekte **etwas höher als geschätzt.**
- **Hohe Eigenkapitalquote und Nettoliquidität:** Mit einer Eigenkapitalquote von 84% per Ende Q3/12 ist Vtions Bilanzqualität hoch. Zum gleichen Berichtszeitpunkt betrug die Nettoliquidität EUR 119 Mio. oder EUR 8,20 je Aktie.

Fazit: Vtion ist auf einem guten Weg, das untere Ende der Ganzjahresguidance zu erreichen. Zudem notiert die Aktie mit einem Abschlag von fast 50% zu der Netto-Cash-Position je Aktie, obwohl Vtions operatives Geschäft weiterhin eine solide Profitabilität aufweist. Das Rating (Kaufen) und das Kursziel (EUR 8,50) werden bestätigt.



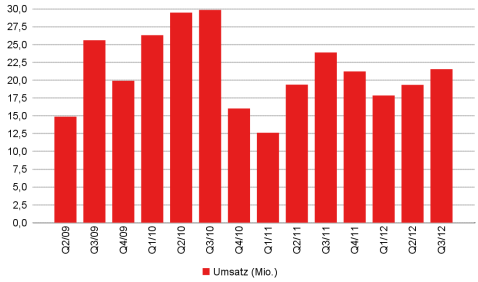
Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	6,8 %
6 Monate:	11,0 %
Jahresverlauf:	19,9 %
Letzte 12 Monate:	9,3 %

Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	1,5 %	39,2	67,6	101,7	77,1	80,0	80,5	80,5
Veränd. Umsatz yoy		35,1 %	72,7 %	50,3 %	-24,2 %	3,8 %	0,6 %	0,0 %
Rohertragsmarge		*41,1 %*	*33,4 %*	*36,7 %*	*18,5 %*	*18,0 %*	*17,7 %*	*17,5 %*
EBITDA	-2,8 %	12,8	19,0	29,7	8,4	8,6	8,3	7,7
Marge		*32,6 %*	*28,1 %*	*29,2 %*	*10,9 %*	*10,8 %*	*10,3 %*	*9,6 %*
EBIT	-3,7 %	12,6	18,8	29,2	7,9	8,0	7,6	7,1
Marge		*32,2 %*	*27,8 %*	*28,7 %*	*10,3 %*	*10,0 %*	*9,5 %*	*8,8 %*
Nettoergebnis	2,7 %	12,4	16,4	22,0	5,3	6,3	6,1	5,7
EPS	5,6 %	1,13	1,03	1,38	0,34	0,42	0,42	0,40
EPS adj.	5,6 %	1,13	1,03	1,38	0,34	0,42	0,42	0,40
DPS	6,3 %	0,00	0,00	0,21	0,05	0,06	0,06	0,06
Dividendenrendite		n.a.	0,0 %	2,1 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
FCFPS		1,13	-0,84	1,86	1,45	0,28	0,11	0,21
EV / Umsatz		n.a.	1,3 x	0,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBITDA		n.a.	4,6 x	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT		n.a.	4,7 x	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV		n.a.	9,1 x	7,4 x	12,1 x	10,4 x	10,4 x	10,9 x
KGV ber.		n.a.	9,1 x	7,4 x	12,1 x	10,4 x	10,4 x	10,9 x
FCF Yield Potential		n.a.	17,9 %	38,3 %	-9,2 %	-8,8 %	-8,4 %	-7,5 %
Nettoverschuldung		-30,3	-61,5	-99,0	-124,5	-125,1	-125,7	-127,8
ROE		53,9 %	25,0 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	4,2 %	3,8 %
ROCE (NOPAT)		292,5 %	82,7 %	76,1 %	26,2 %	37,5 %	29,1 %	23,0 %
Guidance:	Umsatz: EUR 80 Mio.-100 Mio.; EBIT EUR 8 Mio.-10 Mio.							

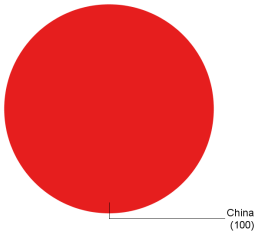
Analyst/-in
Malte Räther
mraether@warburg-research.com
+49 (0)40-309537-185

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



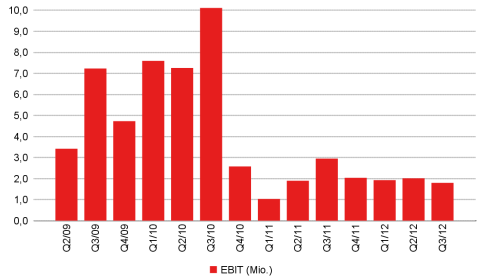
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

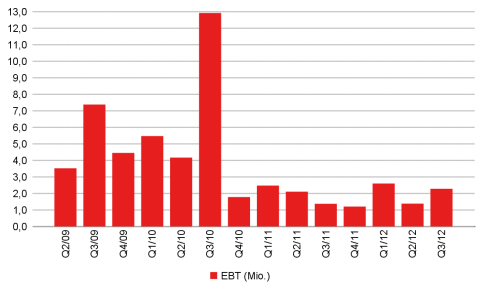
Unternehmenshintergrund

- Vtion bietet mobile Breitbanddatenlösungen in China an. Das operative Geschäft gliedert sich in die drei folgenden Geschäftssegmente.
- Mobilfunk-Datenendgeräte: In diesem Geschäftsbereich bietet das Unternehmen Mobilfunk-Datenkarten für alle gängigen Schnittstellenstandards und alle in Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards an.
- Intelligente Mobilfunkstationen: Das Angebot in diesem Segment umfasst verschiedene Tablet-PC Modelle sowie das Netzwerkgerät PCtoTV, das die drahtlose Verbindung zwischen einem Laptop und einem HDTV-Monitor ermöglicht.
- Mobile Applikationen: In diesem Segment bietet Vtion mobile Anwendungen für Endgeräte an, die auf dem Android-Betriebssystem basieren.

Wettbewerbsqualität

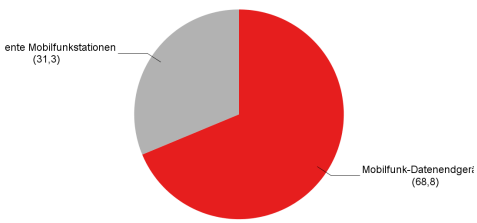
- Aufgrund einer langjährigen und guten Zusammenarbeit hat Vtion ausgezeichnete Geschäftsbeziehungen zu den drei größten Mobilfunk-Providern in China, die die wichtigsten Kunden des Unternehmens sind.
- Da Vtion sich sich auf die Entwicklung und Vermarktung der angebotenen Produkte konzentriert, hat das Unternehmen eine schlanke und flexible Kostenstruktur.
- Hierdurch sind die Fixkosten niedrig und Nachfrageschwankungen können gut abgefedert werden.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



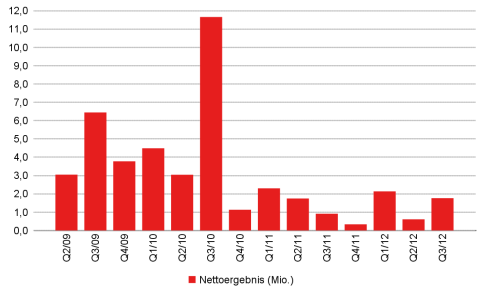
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	80,0	80,5	80,5	82,1	83,8	85,4	86,3	87,1	88,0	88,9	88,9	88,9	88,9	
Umsatzwachstum	*3,8 %*	*0,6 %*	*0,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*1,0 %*	*1,0 %*	*1,0 %*	*1,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*
EBIT	8,0	7,6	7,1	6,7	6,9	7,0	6,5	5,2	3,5	3,6	2,7	2,7	2,7	
EBIT-Marge	*10,0 %*	*9,5 %*	*8,8 %*	*8,2 %*	*8,2 %*	*8,2 %*	*7,5 %*	*6,0 %*	*4,0 %*	*4,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*25,9 %*	*24,7 %*	*24,4 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	
NOPAT	5,9	5,7	5,4	5,0	5,2	5,3	4,9	3,9	2,6	2,7	2,0	2,0	2,0	
Abschreibungen	0,6	0,6	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
Abschreibungsquote	*0,8 %*	*0,8 %*	*0,8 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,1	1,2	-0,7	1,9	2,0	2,0	2,8	2,0	1,1	1,1	0,9	0,0	0,0	
- Investitionen	2,7	4,0	4,0	4,1	4,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	
Investitionsquote	*3,4 %*	*5,0 %*	*5,0 %*	*5,0 %*	*5,0 %*	*1,3 %*	*1,3 %*	*1,3 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,2 %*	*1,1 %*	*1,1 %*	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	3,7	1,2	2,7	0,6	0,7	3,8	2,7	2,6	2,2	2,2	1,8	2,8	2,8	1
Barwert FCF	3,4	0,9	1,8	0,4	0,3	1,5	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	1
Anteil der Barwerte	48,65 %			46,08 %										5,27 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
Fremdkapitalzins	3,9 %	Liquidität	3,50
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	3,50
Risikofreie Rendite	4,25 %	Transparenz	3,50
		Sonst	3,50
WACC	**18,50 %**	**Beta**	**3,00**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	12		
Terminal Value	1		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	112	Aktienzahl (Mio.)	14,5
Eigenkapitalwert	**124**	**Wert je Aktie (EUR)**	**8,57**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	(WACC)	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	**0,00 %**	0,25 %	0,50 %	0,75 %
3,21	(19,5 %)	8,53	8,53	8,53	8,53	8,53	8,53	8,53
3,11	(19,0 %)	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55	8,55
3,05	(18,8 %)	8,55	8,56	8,56	8,56	8,56	8,56	8,56
3,00	(18,5 %)	8,56	8,56	8,56	**8,57**	8,57	8,57	8,57
2,95	(18,3 %)	8,57	8,57	8,57	8,57	8,58	8,58	8,58
2,89	(18,0 %)	8,58	8,58	8,58	8,58	8,58	8,59	8,59
2,79	(17,5 %)	8,60	8,60	8,60	8,60	8,60	8,61	8,61

		Delta EBIT-Marge						
Beta	(WACC)	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**0,0**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
3,21	(19,5 %)	8,17	8,29	8,41	8,53	8,65	8,77	8,89
3,11	(19,0 %)	8,17	8,30	8,42	8,55	8,67	8,80	8,92
3,05	(18,8 %)	8,18	8,30	8,43	8,56	8,68	8,81	8,93
3,00	(18,5 %)	8,18	8,31	8,44	**8,57**	8,69	8,82	8,95
2,95	(18,3 %)	8,19	8,32	8,45	8,57	8,70	8,83	8,96
2,89	(18,0 %)	8,19	8,32	8,45	8,58	8,72	8,85	8,98
2,79	(17,5 %)	8,20	8,33	8,47	8,60	8,74	8,87	9,01

- Umsatzrückgang aufgrund von Preisdruck und rückläufigen Volumina bei Datenkarten erwartet .
- Rückgang der EBIT Marge aufgrund von hoher Wettbewerbsintensität bei Datenkarten und Tablet-PCs erwartet.
- Das Beta von 3 reflektiert die niedrige Liquidität der Aktie sowie die geringe Visibilität der Geschäftsentwicklung.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,4	16,6	22,0	5,3	6,3	6,1	5,7
+ 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
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Free Cash Flow Potential	**11,8**	**15,8**	**24,6**	**5,5**	**5,4**	**5,3**	**4,9**
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	17,9 %	38,3 %	-9,2 %	-8,8 %	-8,4 %	-7,5 %
WACC	18,50 %	18,50 %	18,50 %	18,50 %	18,50 %	18,50 %	18,50 %
= Enterprise Value (EV)	**n.a.**	**88,2**	**64,3**	**-60,1**	**-61,9**	**-62,5**	**-64,6**
= Fair Enterprise Value	**63,6**	**85,5**	**133,1**	**30,0**	**29,4**	**28,4**	**26,4**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-124,5	-124,5	-124,5	-124,5	-125,1	-125,7	-127,8
- 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
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	**188,1**	**210,0**	**257,7**	**154,5**	**154,5**	**154,1**	**154,2**
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	**12,98**	**14,49**	**17,78**	**10,66**	**10,66**	**10,63**	**10,64**
Premium (-) / Discount (+) in %					144,4 %	143,7 %	144,0 %
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
21,50 %	12,36	13,67	16,49	10,37	10,37	10,36	10,39
20,50 %	12,55	13,91	16,88	10,46	10,46	10,44	10,46
19,50 %	12,75	14,19	17,30	10,55	10,55	10,53	10,55
WACC **18,50 %**	**12,98**	**14,49**	**17,78**	**10,66**	**10,66**	**10,63**	**10,64**
17,50 %	13,23	14,83	18,30	10,78	10,77	10,74	10,74
16,50 %	13,51	15,20	18,89	10,91	10,90	10,87	10,86
15,50 %	13,82	15,63	19,55	11,06	11,05	11,01	10,99

- Aufgrund der Wettbewerbsintensität sollten die Margen auch nach 2014 weiter fallen.
- Die Wertindikationen des FCF-Value-Modells sind dementsprechend zu hoch.
- Die mittelfristigen Risiken des Geschäftsmodells lassen sich mit dem DCF-Ansatz besser abbilden.

Wertermittlung

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	n.a.	1,6 x	1,3 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,17	5,96	8,01	8,75	9,47	10,06	10,37
EV / Umsatz	n.a.	1,3 x	0,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBITDA	n.a.	4,6 x	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	n.a.	4,7 x	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	n.a.	4,7 x	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	5,5 x	2,8 x	15,8 x	40,7 x	20,5 x
KGV	n.a.	9,1 x	7,4 x	12,1 x	10,4 x	10,4 x	10,9 x
KGV ber.*	n.a.	9,1 x	7,4 x	12,1 x	10,4 x	10,4 x	10,9 x
Dividendenrendite	n.a.	0,0 %	2,1 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	17,9 %	38,3 %	-9,2 %	-8,8 %	-8,4 %	-7,5 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	**39,2**	**67,6**	**101,7**	**77,1**	**80,0**	**80,5**	**80,5**
Veränd. Umsatz yoy	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-24,2 %	3,8 %	0,6 %	0,0 %
Herstellungskosten	23,1	45,1	64,4	62,8	65,6	66,3	66,4
Bruttoergebnis	**16,1**	**22,6**	**37,3**	**14,3**	**14,4**	**14,2**	**14,1**
Bruttomarge	*41,1 %*	*33,4 %*	*36,7 %*	*18,5 %*	*18,0 %*	*17,7 %*	*17,5 %*
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	2,3	2,5
Verwaltungskosten	2,6	2,0	3,7	4,5	4,7	4,8	4,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	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**	**8,6**	**8,3**	**7,7**
Marge	*32,6 %*	*28,1 %*	*29,2 %*	*10,9 %*	*10,8 %*	*10,3 %*	*9,6 %*
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**	**8,3**	**7,9**	**7,4**
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**	**8,0**	**7,6**	**7,1**
Marge	*32,2 %*	*27,8 %*	*28,7 %*	*10,3 %*	*10,0 %*	*9,5 %*	*8,8 %*
EBIT adj.	**12,6**	**18,8**	**29,2**	**7,9**	**8,0**	**7,6**	**7,1**
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
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**12,4**	**18,8**	**26,0**	**7,2**	**8,5**	**8,1**	**7,6**
Marge	*31,6 %*	*27,7 %*	*25,6 %*	*9,3 %*	*10,6 %*	*10,1 %*	*9,4 %*
Steuern gesamt	0,0	2,3	4,0	1,9	2,2	2,0	1,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**12,4**	**16,4**	**22,0**	**5,3**	**6,3**	**6,1**	**5,7**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	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**	**6,3**	**6,1**	**5,7**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**12,4**	**16,4**	**22,0**	**5,3**	**6,3**	**6,1**	**5,7**
Marge	*31,6 %*	*24,3 %*	*21,6 %*	*6,9 %*	*7,9 %*	*7,6 %*	*7,1 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	11,0	15,9	16,0	15,7	14,9	14,5	14,5
EPS	**1,13**	**1,03**	**1,38**	**0,34**	**0,42**	**0,42**	**0,40**
EPS adj.	1,13	1,03	1,38	0,34	0,42	0,42	0,40

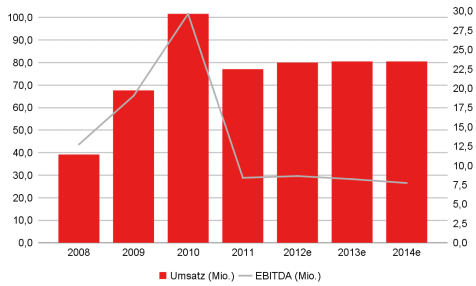
*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz: EUR 80 Mio.-100 Mio.; EBIT EUR 8 Mio.-10 Mio.

Kennzahlen

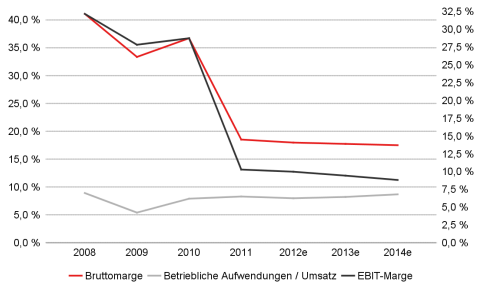
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,9 %	5,4 %	7,9 %	8,3 %	8,0 %	8,3 %	8,7 %
Operating Leverage	1,0 x	0,7 x	1,1 x	3,0 x	0,3 x	-7,9 x	n.a.
EBITDA / Interest expenses	26,5 x	91,5 x	7,6 x	5,9 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	0,0 %	12,4 %	15,5 %	26,0 %	25,9 %	24,7 %	24,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	15,3 %	14,8 %	14,2 %	14,2 %	15,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	174.116	433.583	546.565	333.716	346.320	348.485	348.485

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



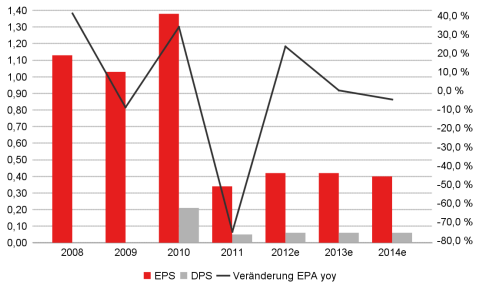
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

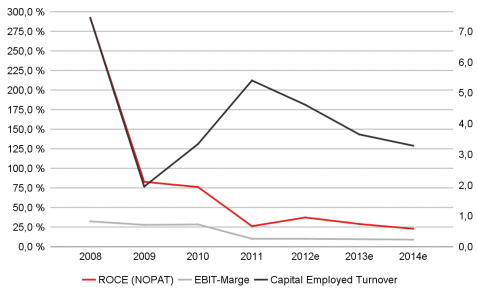
Bilanz

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	3,0	6,2	9,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**1,2**	**1,9**	**2,6**	**2,6**	**4,7**	**8,1**	**11,4**
Vorräte	4,9	3,8	3,6	2,4	2,5	2,5	2,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,4	34,8	32,6	22,7	24,1	25,4	24,7
Liquide Mittel	30,3	61,5	99,0	124,5	125,1	125,7	127,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8,2	7,9	8,0	6,8	7,7	7,7	7,7
Umlaufvermögen	**49,8**	**107,9**	**143,1**	**156,4**	**159,4**	**161,3**	**162,8**
Bilanzsumme (Aktiva)	**51,0**	**109,9**	**145,6**	**159,1**	**164,1**	**169,4**	**174,1**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,5	16,0	16,0	15,2	14,5	14,5	14,5
Kapitalrücklage	7,6	48,2	48,2	46,2	44,2	44,2	44,2
Gewinnrücklagen	13,2	29,7	51,7	53,7	59,2	64,3	69,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,3	2,1	13,5	23,6	24,5	24,6	24,4
Buchwert	35,6	96,0	129,4	138,8	142,4	147,7	152,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**35,6**	**96,0**	**129,4**	**138,8**	**142,4**	**147,7**	**152,3**
Rückstellungen gesamt	3,8	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,3	8,2	11,2	13,9	15,3	15,4	15,4
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**	**21,7**	**21,7**
Bilanzsumme (Passiva)	**51,0**	**109,9**	**145,6**	**159,1**	**164,1**	**169,4**	**174,1**

Kennzahlen

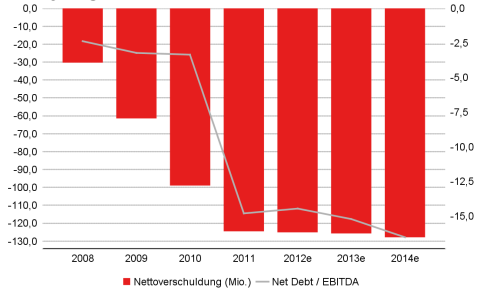
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	12,9 x	2,2 x	3,9 x	6,3 x	5,6 x	4,3 x	3,8 x
Capital Employed Turnover	7,4 x	2,0 x	3,3 x	5,4 x	4,6 x	3,7 x	3,3 x
ROA	995,4 %	846,1 %	858,7 %	200,8 %	134,1 %	75,8 %	50,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	292,5 %	82,7 %	76,1 %	26,2 %	37,5 %	29,1 %	23,0 %
ROE	53,9 %	25,0 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	4,2 %	3,8 %
Adj. ROE	53,9 %	25,0 %	19,5 %	3,9 %	4,5 %	4,2 %	3,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-30,3	-61,5	-99,0	-124,5	-125,1	-125,7	-127,8
Nettofinanzverschuldung	-30,3	-61,5	-99,0	-124,5	-125,1	-125,7	-127,8
Net Gearing	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-89,7 %	-87,8 %	-85,1 %	-83,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-237,7 %	-323,1 %	-333,7 %	-1481,5 %	-1447,7 %	-1523,2 %	-1654,3 %
Buchwert je Aktie	3,2	6,0	8,1	8,8	9,6	10,2	10,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,2	6,0	8,0	8,7	9,5	10,1	10,4

Entwicklung ROCE



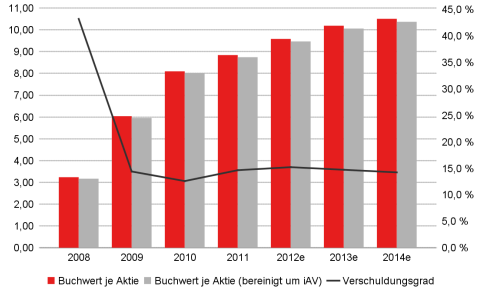
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

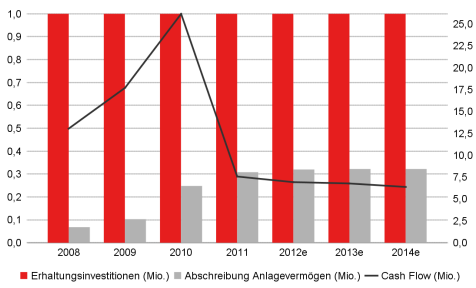
Cash flow

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12,4	17,2	26,0	7,2	6,3	6,1	5,7
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**	**6,9**	**6,8**	**6,4**
Veränderung Vorräte	-2,6	1,1	0,2	1,2	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	3,8	-28,4	5,2	9,8	-1,4	-1,3	0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	3,4	0,0	0,0	2,8	1,4	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-5,2	0,0	-0,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,6	-27,4	4,4	15,5	-0,1	-1,2	0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**12,4**	**-9,6**	**30,6**	**23,1**	**6,8**	**5,6**	**7,1**
Investitionen in iAV	0,0	-0,7	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	0,0	-0,3	-0,8	-0,1	-2,2	-3,5	-3,5
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**	**-2,7**	**-4,0**	**-4,0**
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	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-2,7	-2,7	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**	**-3,5**	**-0,9**	**-0,9**
Veränderung liquide Mittel	15,5	33,2	29,8	16,7	0,6	0,6	2,2
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**	**124,5**	**125,1**	**125,7**	**127,8**

Kennzahlen

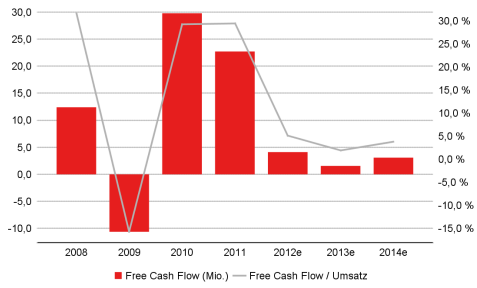
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	12,4	-10,6	29,8	22,7	4,1	1,6	3,1
Free Cash Flow / Umsatz	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	29,4 %	5,1 %	1,9 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	11,8	15,8	24,6	5,5	5,4	5,3	4,9
Free Cash Flow / Umsatz	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	29,4 %	5,1 %	1,9 %	3,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	100,0 %	-64,7 %	135,3 %	428,7 %	65,2 %	25,4 %	53,7 %
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.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,0 %	1,5 %	0,8 %	0,5 %	3,4 %	5,0 %	5,0 %
Maint. Capex / Umsatz	2,6 %	1,5 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	431,0 %	196,0 %	82,8 %	421,9 %	621,1 %	621,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	13,1 %	24,2 %	27,1 %	23,4 %	14,0 %	14,7 %	15,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	77,0 %	423,0 %	291,6 %	163,2 %	157,5 %	164,9 %	160,4 %
Vorratsumschlag	4,7 x	12,0 x	17,8 x	26,6 x	26,2 x	26,5 x	26,6 x
Receivables collection period (Tage)	59	188	117	108	110	115	112
Payables payment period (Tage)	131	67	63	81	85	85	85
Cash conversion cycle (Tage)	-48	-21	-36	-63	-67	-67	-67

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



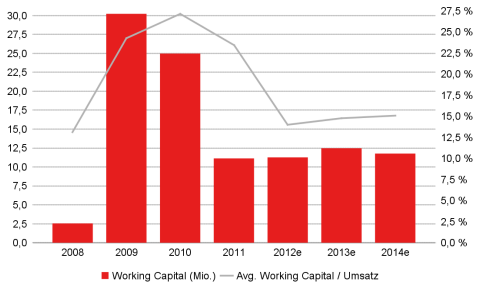
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO 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, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO 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, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

QUELLEN

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

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen …

-1-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
-2-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
-3-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
-4-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
-5-	… mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
-6-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
-7-	… oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Vtion	4, 5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000CHEN993.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

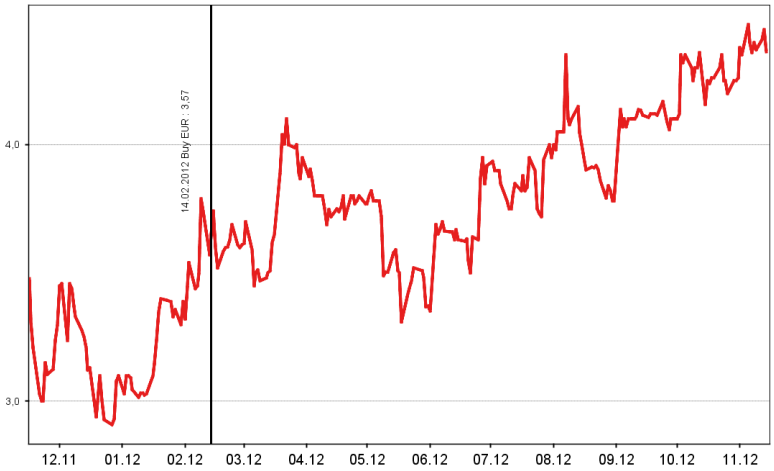
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	58
Halten	67	35
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	**192**	**100**

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	97	60
Halten	56	35
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	**161**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VTION] AM [15.11.2012]



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.

RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	**Henner Rüschmeier** Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	**Roland Rapelius** Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	**Jochen Reichert** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	**Christopher Rodler** Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	**Malte Schaumann** Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	**Susanne Schwartze** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	**Oliver Schwarz** Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	**Marc-René Tonn** Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	**Björn Voss** Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	**Andreas Wolf** Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Räther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	**Stephan Wulf** Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Small & Mid Caps	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@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
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com