Vtion

(CDAX, Telecom/Internet)

WARBURG RESEARCH

Buy

EUR 8,50

Kurs	EUR 2,96
Upside	**187,2 %**

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	8,79
FCF-Value Potential 14e:	11,86

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

Beschreibung:

Vtion ist Anbieter von mobilen Breitband-Datenlösungen in China.

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	39,4
Aktienanzahl (Mio.):	13,3
EV:	-90,1
Freefloat MC:	9,6
Ø Trad. Vol. (30T; EUR):	4,39 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	24,3 %
Awill Holdings	56,3 %
Hong Kong Vtion Tech.	7,5 %
Axxion S.A.	5,0 %
Freefloat	*24,3 %*

Risikoprofil (WRe):	2014e
Beta:	3,0
KBV:	0,3 x
EK-Quote:	90 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	-23,7 x
Net Debt / EBITDA:	-23,7 x

Q1/14-Zahlen weitgehend im Rahmen der Schätzungen

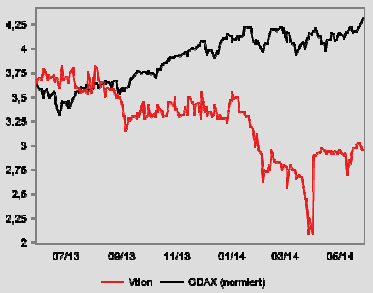
Berichtete Kennzahlen Q1/2014:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	**Q1 14**	Q1 14e	Q1 13	yoy	**14e**	13	yoy
Umsatz	**11,0**	11,3	11,8	-7 %	**60,0**	59,9	0 %
EBIT	**0,7**	0,6	0,7	-2 %	**5,0**	5,0	-1 %
Marge	*6,1 %*	*5,7 %*	*5,7 %*		*8,3 %*	*8,4 %*	

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Umsatz etwas unter unserer Prognose
- Aufgrund einer besser als erwarteten Kostenkontrolle hat das EBIT die Schätzungen übertroffen
- Umsatzrückgang gegenüber Vorjahr sowohl durch Preisdruck als auch durch rückläufige Nachfrage nach Datenkarten getrieben, die Vtions wichtigstes Produkt sind

- Vtion hat Zahlen für Q1/14 vorgelegt, die unseren Schätzungen weitgehend entsprachen. Während der Umsatz leicht unter unserer Prognose lag, hat das EBIT die Erwartungen übertroffen, da die Kostenkontrolle besser war als angenommen
- Die Gesamtjahresguidance über einen Umsatz von mindestens EUR 60 Mio. und eine stabile EBIT-Marge wurden bestätigt und entspricht unseren Schätzungen (Umsatz EUR 60 Mio., EBIT-Marge 8,3%).
- Vtion hat eine Dividende von EUR 0,05 je Aktie vorgeschlagen (WRe: EUR 0,05), was eine Ausschüttungsquote von ca. 15% impliziert.
- Sequenzielle Verbesserung der operativen Performance erwartet: Saisonal bedingt ist Q1 hinsichtlich Umsatz und Profitabilität in der Regel das schwächste Quartal. Daher erwarten wir im Laufe des Jahres eine sequenzielle Verbesserung. Dies dürfte durch die Einführung der 4G-Technologie in China unterstützt werden, auf die Vtion bestens vorbereitet ist, da das Unternehmen bereits 4G-Datenkarten im Portfolio hat.
- Nettoliquidität: In Q1/14 wies Vtion eine Nettoliquidität von EUR 123 Mio. auf. Unter Berücksichtigung des jüngsten Rückkaufangebots, im Rahmen dessen Vtion ca. 1 Mio. Aktien für EUR 3 Mio. erworben hat, beläuft sich die Netto-Cash-Position je Aktie auf EUR 9,80.
- Rating und Bewertung: Das Kursziel von EUR 8,50 (wir berücksichtigen im DFC-Modell einen Abschlag auf die Netto-Cash-Position von 20%, um zu reflektieren, dass sich ein Großteil der Liquidität in China befindet und möglicherweise nicht an die Aktionäre ausgeschüttet werden kann) und die Kaufempfehlung werden bestätigt.



Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	-3,8 %
6 Monate:	-15,7 %
Jahresverlauf:	-19,0 %
Letzte 12 Monate:	-35,7 %

Unternehmenstermine:

25.06.14	HV
21.08.14	Q2
27.11.14	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	0,0 %	101,7	77,1	75,6	59,9	60,0	60,0	60,0
Veränd. Umsatz yoy		50,3 %	-24,2 %	-2,0 %	-20,7 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Rohertragsmarge		*36,7 %*	*18,5 %*	*18,0 %*	*19,1 %*	*17,0 %*	*16,5 %*	*16,0 %*
EBITDA	-4,4 %	29,7	8,4	7,5	5,6	5,5	5,2	4,9
Marge		*29,2 %*	*10,9 %*	*9,9 %*	*9,3 %*	*9,1 %*	*8,6 %*	*8,1 %*
EBIT	-4,5 %	29,2	7,9	6,8	5,0	5,0	4,7	4,4
Marge		*28,7 %*	*10,3 %*	*9,1 %*	*8,4 %*	*8,3 %*	*7,8 %*	*7,3 %*
Nettoergebnis	-4,5 %	22,0	5,3	5,3	4,4	4,4	4,1	3,8
EPS	-4,2 %	1,38	0,34	0,37	0,33	0,33	0,31	0,29
EPS adj.	-4,2 %	1,38	0,34	0,37	0,33	0,33	0,31	0,29
DPS	-7,2 %	0,21	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04
Dividendenrendite		2,1 %	1,2 %	1,6 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	1,4 %
FCFPS		1,86	1,45	0,22	0,79	0,27	0,23	0,21
EV / Umsatz		0,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBITDA		2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT		2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV		7,4 x	12,1 x	10,4 x	11,4 x	9,0 x	9,5 x	10,2 x
KGV ber.		7,4 x	12,1 x	10,4 x	11,4 x	9,0 x	9,5 x	10,2 x
FCF Yield Potential		38,3 %	-9,2 %	-6,5 %	-3,1 %	-3,2 %	-2,8 %	-2,4 %
Nettoverschuldung		-99,0	-124,5	-113,5	-126,6	-129,5	-132,0	-134,1
ROE		19,5 %	3,9 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,6 %
ROCE (NOPAT)		76,1 %	26,2 %	25,5 %	21,7 %	29,7 %	22,0 %	19,2 %
Guidance:	Geschäftsjahr 2014: Umsatz: mindestens EUR 60 Mio., stabiles EBIT							

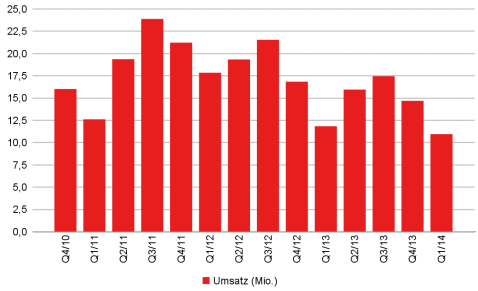
Analyst/-in

Malte Räther

mraether@warburg-research.com

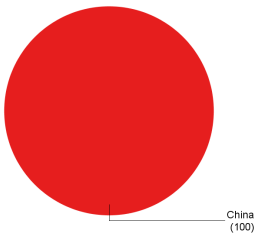
+49 40 309537-185

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



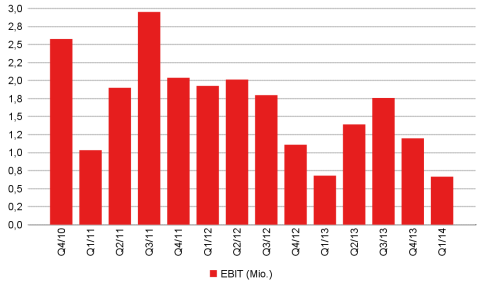
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

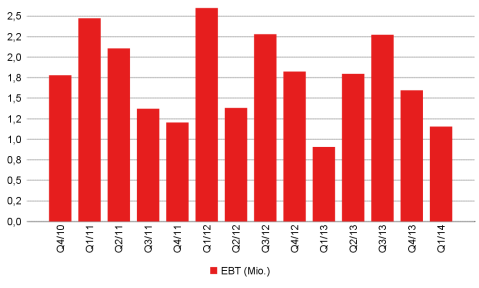
Unternehmenshintergrund

- Vtion bietet mobile Breitbanddatenlösungen in China an und fungiert als Aggregator und Distributor von mobilen Applikationen basierend auf Android.
- 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 besteht in dem mobilen Netzwerkgerät "Vcam".
- Mobile Applikationen: Vtions Tochtergesellschaft Vtion Anzhou betreibt einen eigenen online store für mobile Applikationen sowie online stores für Kunden aus dem Sektor Elektrotechnik.

Wettbewerbsqualität

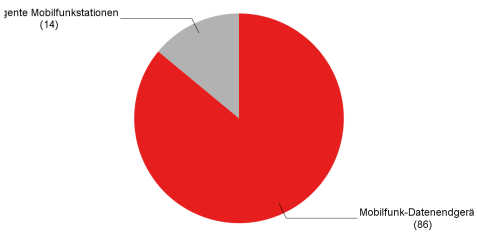
- Aufgrund einer langjährigen und guten Zusammenarbeit hat Vtion ausgezeichnete Geschäftsbeziehungen zu den drei größten Mobilfunk-Providern in China, die die wichtigsten Kunden des Unternehmens sind.
- Da Vtion sich sich auf die Entwicklung und Vermarktung der angebotenen Produkte konzentriert, hat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

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



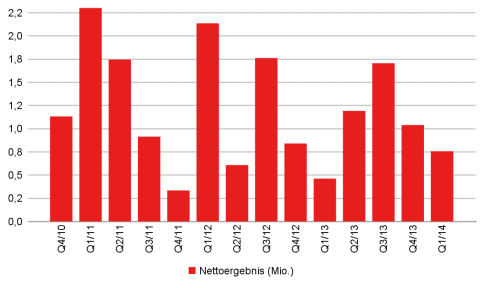
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	
Umsatzwachstum	*0,1 %*	*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 %*
EBIT	5,0	4,7	4,4	4,9	4,9	4,9	4,5	3,6	2,4	2,4	1,8	1,8	1,8	
EBIT-Marge	*8,3 %*	*7,8 %*	*7,3 %*	*8,2 %*	*8,2 %*	*8,2 %*	*7,5 %*	*6,0 %*	*4,0 %*	*4,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*25,9 %*	*27,3 %*	*28,8 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	
NOPAT	3,7	3,4	3,1	3,7	3,7	3,7	3,4	2,7	1,8	1,8	1,4	1,4	1,4	
Abschreibungen	0,5	0,5	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	
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	0,0	0,0	1,8	0,6	3,6	-3,0	1,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen	1,5	1,5	1,5	3,0	3,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*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)	2,8	2,4	2,1	0,1	1,3	0,5	6,8	1,3	1,1	2,3	1,8	1,9	1,9	2
Barwert FCF	2,5	1,8	1,3	0,0	0,6	0,2	2,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	1
Anteil der Barwerte	49,18 %			41,19 %										9,63 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	0,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %
Marktrendite	8,00 %
Risikofreie Rendite	2,50 %
WACC	**19,00 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,00
Liquidität (Aktie)	3,50
Zyklizität	3,50
Transparenz	3,50
Sonstiges	3,50
Beta	**3,00**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	10
Terminal Value	1
Zinstr. Verbindlichkeiten	0
Pensionsrückstellungen	0
Hybridkapital	0
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	96
Eigenkapitalwert	**107**

Aktienzahl (Mio.)	12,2
Wert je Aktie (EUR)	**8,79**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	-0,75 %	-0,50 %	-0,25 %	**0,00 %**	0,25 %	0,50 %	0,75 %
3,18	20,0 %	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75
3,09	19,5 %	8,77	8,77	8,77	8,77	8,77	8,77	8,78
3,05	19,3 %	8,78	8,78	8,78	8,78	8,78	8,79	8,79
3,00	19,0 %	8,79	8,79	8,79	**8,79**	8,79	8,80	8,80
2,95	18,8 %	8,80	8,80	8,80	8,80	8,81	8,81	8,81
2,91	18,5 %	8,81	8,81	8,82	8,82	8,82	8,82	8,82
2,82	18,0 %	8,84	8,84	8,84	8,84	8,84	8,84	8,85

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
3,18	20,0 %	8,46	8,56	8,65	8,75	8,85	8,94	9,04
3,09	19,5 %	8,47	8,57	8,67	8,77	8,87	8,97	9,07
3,05	19,3 %	8,48	8,58	8,68	8,78	8,88	8,98	9,08
3,00	19,0 %	8,49	8,59	8,69	**8,79**	8,90	9,00	9,10
2,95	18,8 %	8,50	8,60	8,70	8,80	8,91	9,01	9,11
2,91	18,5 %	8,50	8,61	8,71	8,82	8,92	9,02	9,13
2,82	18,0 %	8,52	8,63	8,73	8,84	8,95	9,05	9,16

- Umsatzrückgang aufgrund von Preisdruck und rückläufigen Volumina bei Datenkarten erwartet .
- Rückgang der EBIT Marge aufgrund von hoher Wettbewerbsintensität bei Datenkarten 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.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	22,0	5,3	5,3	4,4	4,4	4,1	3,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	-3,2	-0,8	1,2	1,5	1,0	1,0	1,0
- 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	**24,6**	**5,5**	**3,7**	**2,4**	**2,9**	**2,6**	**2,3**
Free Cash Flow Yield Potential	38,3 %	-9,2 %	-6,5 %	-3,1 %	-3,2 %	-2,8 %	-2,4 %
WACC	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %
= Enterprise Value (EV)	**64,3**	**-60,1**	**-57,6**	**-76,8**	**-90,1**	**-92,6**	**-94,8**
= Fair Enterprise Value	**129,6**	**29,2**	**19,6**	**12,5**	**15,3**	**13,7**	**12,2**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-126,6	-126,6	-126,6	-126,6	-129,5	-132,0	-134,1
- 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	**256,3**	**155,8**	**146,2**	**139,1**	**144,8**	**145,7**	**146,3**
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	**19,27**	**11,72**	**10,99**	**10,46**	**10,89**	**10,96**	**11,00**
Premium (-) / Discount (+) in %					267,9 %	270,1 %	271,7 %

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	22,00 %	19,53	12,43	11,75	11,25	11,69	11,78	11,84
	21,00 %	19,97	12,53	11,82	11,29	11,74	11,82	11,88
	20,00 %	20,45	12,64	11,89	11,34	11,79	11,87	11,93
WACC	**19,00 %**	**20,98**	**12,76**	**11,97**	**11,39**	**11,86**	**11,93**	**11,98**
	18,00 %	21,57	12,89	12,06	11,45	11,93	11,99	12,03
	17,00 %	22,23	13,04	12,16	11,51	12,01	12,06	12,10
	16,00 %	22,97	13,20	12,27	11,58	12,09	12,14	12,17

- Aufgrund der Wettbewerbsintensität sollten die Margen auch nach 2015 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

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	1,3 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,01	8,75	9,24	10,19	10,72	10,97	11,19
EV / Umsatz	0,6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBITDA	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	2,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	5,5 x	2,8 x	17,6 x	4,7 x	11,1 x	12,7 x	14,0 x
KGV	7,4 x	12,1 x	10,4 x	11,4 x	9,0 x	9,5 x	10,2 x
KGV ber.*	7,4 x	12,1 x	10,4 x	11,4 x	9,0 x	9,5 x	10,2 x
Dividendenrendite	2,1 %	1,2 %	1,6 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	1,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	38,3 %	-9,2 %	-6,5 %	-3,1 %	-3,2 %	-2,8 %	-2,4 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	**101,7**	**77,1**	**75,6**	**59,9**	**60,0**	**60,0**	**60,0**
Veränd. Umsatz yoy	50,3 %	-24,2 %	-2,0 %	-20,7 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Herstellungskosten	64,4	62,8	62,0	48,5	49,8	50,1	50,4
Bruttoergebnis	**37,3**	**14,3**	**13,6**	**11,5**	**10,2**	**9,9**	**9,6**
Bruttomarge	*36,7 %*	*18,5 %*	*18,0 %*	*19,1 %*	*17,0 %*	*16,5 %*	*16,0 %*
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	4,7	2,0	1,8	1,6	1,9	1,9	1,9
Verwaltungskosten	3,7	4,5	5,1	4,9	3,6	3,6	3,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**29,7**	**8,4**	**7,5**	**5,6**	**5,5**	**5,2**	**4,9**
Marge	*29,2 %*	*10,9 %*	*9,9 %*	*9,3 %*	*9,1 %*	*8,6 %*	*8,1 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EBITA	**29,4**	**8,1**	**7,1**	**5,2**	**5,2**	**4,9**	**4,6**
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**29,2**	**7,9**	**6,8**	**5,0**	**5,0**	**4,7**	**4,4**
Marge	*28,7 %*	*10,3 %*	*9,1 %*	*8,4 %*	*8,3 %*	*7,8 %*	*7,3 %*
EBIT adj.	**29,2**	**7,9**	**6,8**	**5,0**	**5,0**	**4,7**	**4,4**
Zinserträge	0,7	0,7	1,4	1,7	1,0	1,0	1,0
Zinsaufwendungen	3,9	1,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**26,0**	**7,2**	**8,1**	**6,6**	**6,0**	**5,7**	**5,4**
Marge	*25,6 %*	*9,3 %*	*10,7 %*	*11,0 %*	*10,0 %*	*9,5 %*	*9,0 %*
Steuern gesamt	4,0	1,9	2,7	2,2	1,6	1,6	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**22,0**	**5,3**	**5,3**	**4,4**	**4,4**	**4,1**	**3,8**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**22,0**	**5,3**	**5,3**	**4,4**	**4,4**	**4,1**	**3,8**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**22,0**	**5,3**	**5,3**	**4,4**	**4,4**	**4,1**	**3,8**
Marge	*21,6 %*	*6,9 %*	*7,1 %*	*7,3 %*	*7,4 %*	*6,9 %*	*6,4 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,0	15,7	14,5	13,3	13,3	13,3	13,3
EPS	**1,38**	**0,34**	**0,37**	**0,33**	**0,33**	**0,31**	**0,29**
EPS adj.	1,38	0,34	0,37	0,33	0,33	0,31	0,29

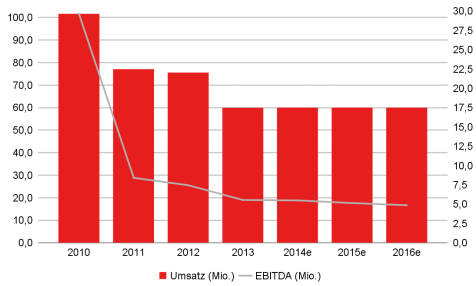
*Adjustiert um:

Guidance: Geschäftsjahr 2014: Umsatz: mindestens EUR 60 Mio., stabiles EBIT

Kennzahlen

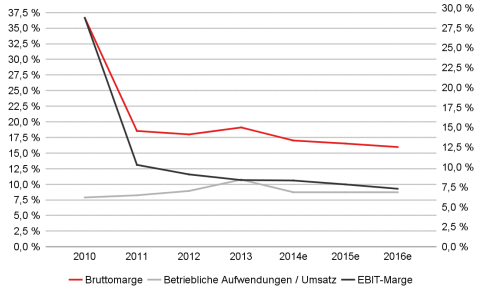
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	7,9 %	8,3 %	8,9 %	10,7 %	8,7 %	8,7 %	8,7 %
Operating Leverage	1,1 x	3,0 x	6,9 x	1,3 x	-10,6 x	n.a.	n.a.
EBITDA / Interest expenses	7,6 x	5,9 x	63,2 x	43,2 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	15,5 %	26,0 %	33,9 %	33,1 %	25,9 %	27,3 %	28,8 %
Ausschüttungsquote	15,3 %	14,8 %	16,3 %	15,1 %	15,0 %	16,1 %	13,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	546.565	333.716	327.143	259.506	259.740	259.740	259.740

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



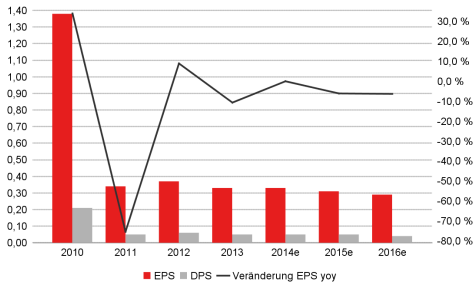
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

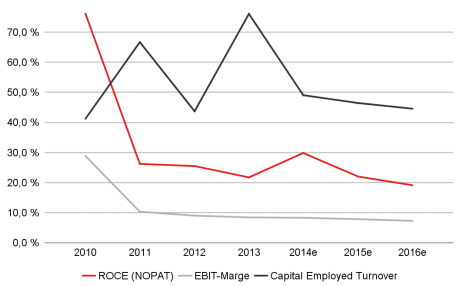
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,5	0,9	0,8	2,0	2,0	2,0
davon übrige imm. VG	1,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,9	2,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	1,2	1,1	1,4	1,1	1,9	2,6	3,4
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	**2,6**	**2,6**	**2,3**	**1,9**	**3,9**	**4,6**	**5,4**
Vorräte	3,6	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	32,6	22,7	25,6	18,4	18,4	18,4	18,4
Liquide Mittel	99,0	124,5	113,5	126,6	129,5	132,0	134,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8,0	6,8	9,0	3,0	6,5	6,5	6,5
Umlaufvermögen	**143,1**	**156,4**	**150,5**	**150,2**	**156,6**	**159,1**	**161,3**
Bilanzsumme (Aktiva)	**145,6**	**159,1**	**152,9**	**152,1**	**160,5**	**163,7**	**166,6**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	16,0	15,2	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Kapitalrücklage	48,2	46,2	40,4	40,4	40,4	40,4	40,4
Gewinnrücklagen	51,7	53,7	58,2	61,9	65,7	69,1	72,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	13,5	23,6	22,8	20,7	25,2	25,0	24,7
Buchwert	129,4	138,8	134,8	136,3	144,6	147,9	150,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**129,4**	**138,8**	**134,8**	**136,3**	**144,6**	**147,9**	**150,8**
Rückstellungen gesamt	0,4	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	11,2	13,9	12,2	13,4	13,5	13,5	13,5
Sonstige Verbindlichkeiten	4,7	5,9	4,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Verbindlichkeiten	**16,3**	**20,3**	**18,1**	**15,8**	**15,9**	**15,9**	**15,9**
Bilanzsumme (Passiva)	**145,6**	**159,1**	**152,9**	**152,1**	**160,5**	**163,7**	**166,6**

Kennzahlen

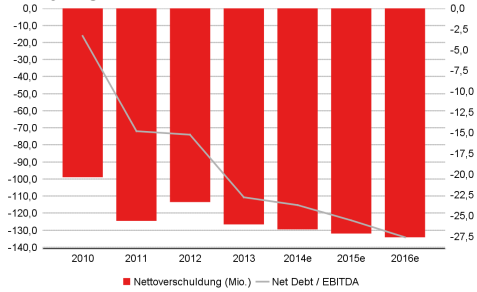
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,9 x	6,3 x	4,4 x	7,2 x	6,7 x	6,2 x	5,7 x
Capital Employed Turnover	3,3 x	5,4 x	3,5 x	6,2 x	4,0 x	3,8 x	3,6 x
ROA	858,7 %	200,8 %	227,6 %	233,2 %	115,0 %	89,5 %	71,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	76,1 %	26,2 %	25,5 %	21,7 %	29,7 %	22,0 %	19,2 %
ROE	19,5 %	3,9 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,6 %
Adj. ROE	19,5 %	3,9 %	3,9 %	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-99,0	-124,5	-113,5	-126,6	-129,5	-132,0	-134,1
Nettofinanzverschuldung	-99,0	-124,5	-113,5	-126,6	-129,5	-132,0	-134,1
Net Gearing	-76,5 %	-89,7 %	-84,2 %	-92,9 %	-89,6 %	-89,2 %	-89,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-333,7 %	-1481,5 %	-1521,6 %	-2279,6 %	-2372,0 %	-2557,3 %	-2760,2 %
Buchwert je Aktie	8,1	8,8	9,3	10,3	10,9	11,1	11,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,0	8,7	9,2	10,2	10,7	11,0	11,2

Entwicklung ROCE



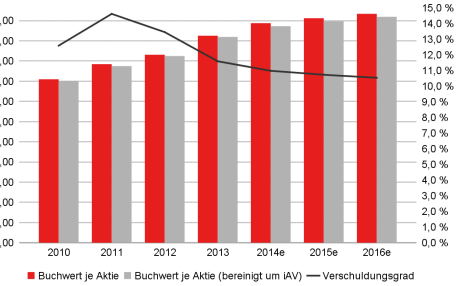
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

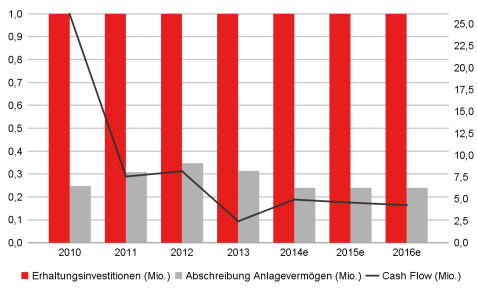
Cash flow

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	26,0	7,2	5,3	4,4	4,4	4,1	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,3	0,3	0,3	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	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	-0,1	2,2	-2,5	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**26,2**	**7,6**	**8,2**	**2,4**	**4,9**	**4,6**	**4,3**
Veränderung Vorräte	0,2	1,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	5,2	9,8	-2,9	7,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	2,8	-1,8	1,2	0,1	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,9	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	4,4	15,5	-4,7	8,6	0,1	0,0	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**30,6**	**23,1**	**3,5**	**11,0**	**5,1**	**4,6**	**4,3**
Investitionen in iAV	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,8	-0,1	-0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-0,8**	**-0,4**	**-0,3**	**4,8**	**-1,5**	**-1,5**	**-1,5**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-3,3	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6
Erwerb eigener Aktien	0,0	-2,7	-7,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**0,0**	**-6,0**	**-13,4**	**-0,7**	**-0,7**	**-0,7**	**-0,6**
Veränderung liquide Mittel	29,8	16,7	-10,3	15,1	2,9	2,4	2,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	7,7	8,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**99,0**	**124,5**	**113,5**	**128,6**	**129,5**	**132,0**	**134,1**

Kennzahlen

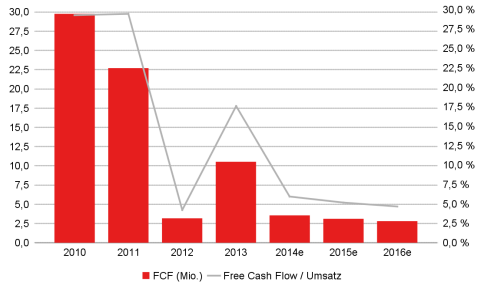
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	29,8	22,7	3,2	10,5	3,6	3,1	2,8
Free Cash Flow / Umsatz	29,3 %	29,4 %	4,2 %	17,6 %	5,9 %	5,2 %	4,7 %
Free Cash Flow Potential	24,6	5,5	3,7	2,4	2,9	2,6	2,3
Free Cash Flow / Umsatz	29,3 %	29,4 %	4,2 %	17,6 %	5,9 %	5,2 %	4,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	135,3 %	428,7 %	59,4 %	239,2 %	80,2 %	75,3 %	73,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,9 %	0,6 %	1,1 %	1,4 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,8 %	0,5 %	0,4 %	0,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Maint. Capex / Umsatz	1,0 %	1,3 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
CAPEX / Abschreibungen	196,0 %	82,8 %	54,8 %	88,9 %	312,5 %	312,5 %	312,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	27,1 %	23,4 %	17,8 %	19,2 %	12,0 %	11,8 %	11,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	291,6 %	163,2 %	210,7 %	137,2 %	136,3 %	136,3 %	136,3 %
Vorratsumschlag	17,8 x	26,6 x	26,2 x	21,5 x	22,6 x	22,8 x	22,9 x
Receivables collection period (Tage)	117	108	124	112	112	112	112
Payables payment period (Tage)	63	81	72	101	99	98	98
Cash conversion cycle (Tage)	-36	-63	-53	-79	-78	-77	-77

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



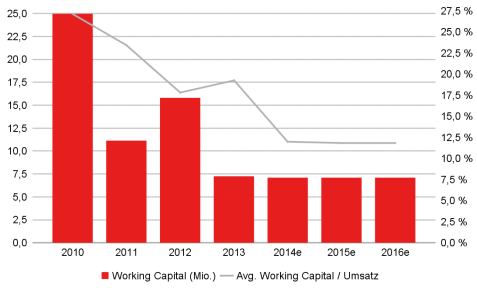
Quelle: Warburg Research

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

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

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

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

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

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%** halten

-2- … oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind

-3- … oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**

-4- … oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.

-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	106	53
Halten	79	40
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	**199**	**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	83	56
Halten	56	38
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	**148**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [VTION] AM [28.05.2014]

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

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	**Andreas Pläsier** Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Henner Rüschmeier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier @warburg-research.com	**Malte Räther** Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	**Jochen Reichert** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	**Christopher Rodler** Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	**Malte Schaumann** Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	**Susanne Schwartze** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	**Oliver Schwarz** Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	**Marc-René Tonn** Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	**Björn Voss** Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	**Andreas Wolf** Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@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
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@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
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
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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 Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com
Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com