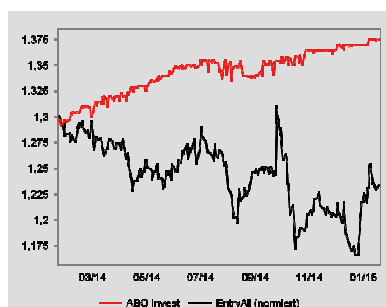


<b>Buy</b>  <b>EUR 1,70</b> (EUR 1,65)  Kurs <b>EUR 1,38</b> <b>Upside 23,6 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 1,72	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: ABO GR Reuters: ABOG.D ISIN: DE000A1EWXA	<b>Beschreibung:</b> ABO Invest betreibt europaweit Anlagen zur Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 51,56 Aktienanzahl (Mio.): 37,50 EV: 227,88 Freefloat MC: 38,67 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 48,49	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 75,0 % ABO Wind 25,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,1 KBV: 1,5 x EK-Quote: 18 % Net Fin. Debt / EBITDA: 9,8 x Net Debt / EBITDA: 9,8 x

## Schwaches Windjahr 2014 - ABO Invest weiter auf Wachstumskurs

- Konsequente Fortsetzung der Wachstumsstrategie – Investoren profitieren von steigender Unternehmensgröße:** Durch die kontinuierliche Stärkung des Eigenkapitals konnte ABO Invest in 2014 das Windparkportfolio durch die Windparks Losheim (4,5MW seit Juli) und Couffè (10MW seit Dezember) weiter ausbauen. Im Geschäftsjahr 2014 hat ABO Invest insgesamt drei Kapitalerhöhungen durchgeführt und konnte bei der Emission von 11,5 Mio. Aktien dem Unternehmen liquide Mittel i.H.v. fast EUR 15,5 Mio. zuführen. So wird das Portfolio auch 2015 weiter ausgebaut. Der Windpark Saint Nicolas (14MW) soll im April 2015 die Produktion aufnehmen. Mit dem Windpark Haapajärvi (6,6MW) wird ABO Invest in H2 den ersten Windpark in Finnland in Betrieb nehmen. Neben der weiteren Diversifizierung des Portfolios profitieren Investoren auch verstärkt von der kontinuierlich steigenden Unternehmensgröße und somit verbesserten Liquidität der Aktie.
- 2014er Ergebnis wurde von schwachem Windjahr beeinträchtigt:** Das deutsche Windjahr 2014 war vor allem in der zweiten Jahreshälfte durch extrem schwache Windverhältnisse geprägt. Der IWR-Windertragsindex weist für die Monate Januar bis November einen Windertrag aus, der für Küstenstandorte 16% und für Binnenlandstandorte 7% unter dem 10jährigen Durchschnitt lag. Auch wenn sich nur rund 20% der Winderzeugungskapazitäten von ABO Invest in Deutschland befinden (34% Irland, 46% Frankreich), spiegelt die Stromproduktion des Unternehmens diese Windverhältnisse wider. Die kumulierte Stromproduktion in 2014 sollte ca. 200 GWh betragen, was rund 9% unter dem Prognosewert liegt. Demzufolge gehen wir nicht davon aus, dass ABO Invest die Guidance für das Jahr 2014 (Umsatz: EUR 20,5 Mio. und ein EBITDA von EUR 15,00 Mio.) erreichen wird. Vielmehr reduzieren wir unsere 2014er Schätzungen für den Umsatz leicht auf EUR 18,42 Mio. (-0,2%) und für das EBITDA um 3,7% auf EUR 14,2 Mio.
- Anhebung unseres Kursziels und Bestätigung der Kaufempfehlung:** ABO Invest profitiert von seinem internationalen Portfolio, das attraktive Renditen und eine effiziente Risikostreuung ermöglicht. Außerdem können Investoren viele Nachteile klassischer Windpark-Investmentvehikel vermeiden (z.B. fehlende Fungibilität, hohe Mindesteinlagen, lange Kapitalbindung oder mangelnde Risikodiversifizierung). Der fortgeführte Ausbau der Windkraftkapazitäten von ABO Invest lässt unser Kursziel um 3% auf EUR 1,70 steigen. Die erwartete Verfehlung der Guidance für 2014 ist nicht unternehmensspezifisch, sondern einem außerordentlich schwachen Windjahr geschuldet, so dass wir für die nächsten Jahre wieder von einer Erfüllung der Prognosen ausgehen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	18,45	-0,2 %	22,30	23,8 %	31,05	7,7 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Auf Basis des schwachen Windjahrs 2014 senken wir unsere Schätzungen für dieses Jahr leicht.</li> <li>Unsere Schätzungen für die darauffolgenden Jahre profitieren von dem Ausbau der Erzeugungskapazitäten.</li> </ul>
<b>EBITDA adj.</b>	14,72	-3,7 %	17,91	15,8 %	25,18	0,3 %	
<b>EBT</b>	-2,21	n.m.	-1,85	n.m.	-0,10	n.m.	
<b>Nettoergebnis</b>	-1,66	n.m.	-1,39	n.m.	-0,07	n.m.	

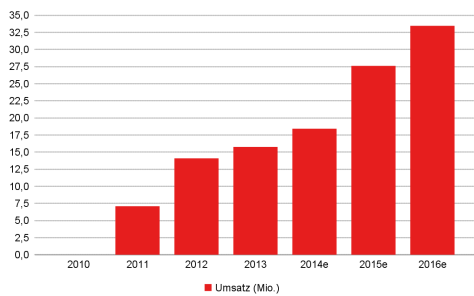


Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	-5,0 %
6 Monate:	4,0 %
Jahresverlauf:	-1,0 %
Letzte 12 Monate:	11,7 %

Unternehmenstermine:	

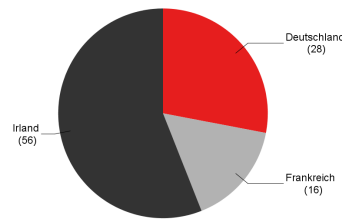
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	28,5 %	0,00	7,09	14,08	15,76	18,42	27,60	33,46
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		n.a.	n.a.	98,8 %	11,9 %	16,9 %	49,9 %	21,2 %
<b>Rohertragsmarge</b>		n.a.	100,0 %	97,2 %	97,6 %	97,9 %	98,6 %	98,9 %
<b>EBITDA</b>	26,5 %	-0,06	7,01	10,82	12,48	14,17	20,74	25,25
<b>Marge</b>		n.a.	98,9 %	76,8 %	79,2 %	76,9 %	75,1 %	75,5 %
<b>EBIT</b>	32,2 %	-0,06	2,89	3,17	4,08	3,67	7,10	9,41
<b>Marge</b>		n.a.	40,8 %	22,5 %	25,9 %	19,9 %	25,7 %	28,1 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-0,05	-1,03	-3,26	-4,00	-3,06	-0,67	0,52
<b>EPS</b>	-	-0,03	-0,12	-0,23	-0,19	-0,10	-0,02	0,01
<b>EPS adj.</b>	-	-0,03	-0,12	-0,23	-0,19	-0,10	-0,02	0,01
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Dividendenrendite</b>		n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-0,03	-3,23	-0,69	-1,31	-1,06	-0,99	-0,19
<b>EV / Umsatz</b>		n.a.	15,9 x	8,8 x	9,3 x	10,4 x	8,3 x	7,0 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	16,1 x	11,5 x	11,7 x	13,5 x	11,0 x	9,3 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	39,0 x	39,2 x	35,9 x	51,9 x	32,1 x	25,0 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
<b>FCF Yield Potential</b>		n.a.	6,1 %	8,6 %	8,3 %	7,3 %	9,1 %	10,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		76,70	103,22	107,78	120,87	139,10	176,32	183,36
<b>ROE</b>		-2,2 %	-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-11,2 %	-2,0 %	1,6 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-0,1 %	3,4 %	2,9 %	3,4 %	2,5 %	4,1 %	3,3 %
<b>Guidance:</b>		2014e Umsatz: EUR 20,5 Mio.; EBITDA: EUR 15,00 Mio., EBT: EUR -2,4 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



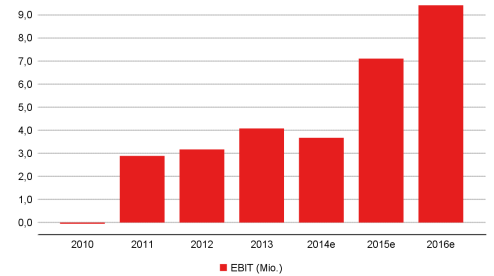
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

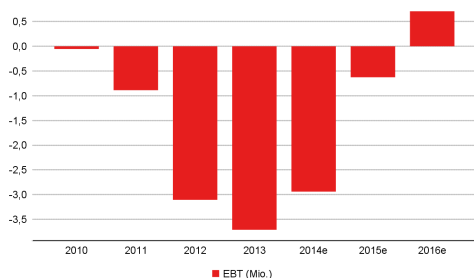
## Unternehmenshintergrund

- ABO Invest wurde 2010 als Betreiber von Windparks und einer Biogasanlage gegründet.
- ABO Invest betreibt Stromerzeugungskapazitäten auf der Basis von Erneuerbaren Energien in Frankreich, Irland, Finnland (H2 2015) und Deutschland. Per Dezember 2014 verfügt ABO Invest über Gesamtkapazitäten von 118,8MW.
- ABO Invest wächst in seinem Kerngeschäft kontinuierlich und setzt dabei den operativen Cash Flow sowie weitere Kapitalerhöhungen ein. Dabei visiert ABO Invest eine Steigerung des Unternehmenswertes von 8% p.a. an.

## Wettbewerbsqualität

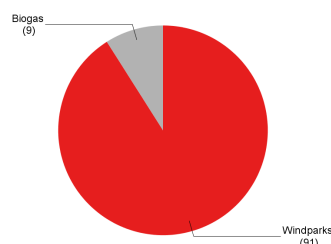
- ABO Invest bietet Investoren die Möglichkeit, sich an renditestarken, risikoarmen Projekten aus dem Bereich Erneuerbare Energien zu beteiligen.
- Dabei bietet ABO Invest Vorzüge, die ein Investment in Aktien gegenüber anderen Beteiligungsformen hat; wie z.B. hohe Fungibilität, geringe Investitionsvolumina...
- Aufgrund der Aktivitäten in unterschiedlichen Ländern, d.h. in Märkten mit unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen, erreicht ABO Invest eine breite Risikodiversifizierung.
- ABO Invest profitiert von der großen Projektpipeline seines Großaktionärs, dem Windparkentwickler ABO Wind.
- Über die Einhaltung der strikten Investitionskriterien wacht neben dem Aufsichtsrat der dreiköpfige Anlegerbeirat, der von der Hauptversammlung gewählt wird.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



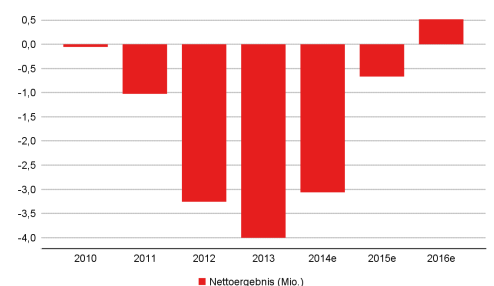
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	18,42	27,60	33,46	36,50	40,43	40,88	41,34	41,81	42,29	42,78	43,28	42,99	41,70	
Umsatzwachstum	16,9 %	49,9 %	21,2 %	9,1 %	10,8 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,2 %	1,2 %	-0,7 %	-3,0 %	1,5 %
EBIT	3,67	7,10	9,41	10,20	11,10	11,45	11,80	12,16	12,53	12,91	13,29	13,52	18,43	
EBIT-Marge	19,9 %	25,7 %	28,1 %	27,9 %	27,4 %	28,0 %	28,5 %	29,1 %	29,6 %	30,2 %	30,7 %	31,4 %	44,2 %	
Steuerquote (EBT)	-8,3 %	-10,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
NOPAT	3,98	7,81	7,06	7,65	8,32	8,58	8,85	9,12	9,40	9,68	9,97	10,14	13,82	
Abschreibungen	10,50	13,64	15,84	17,40	19,52	19,52	19,52	19,52	19,52	19,52	19,52	19,07	13,68	
Abschreibungsquote	57,0 %	49,4 %	47,3 %	47,7 %	48,3 %	47,7 %	47,2 %	46,7 %	46,2 %	45,6 %	45,1 %	44,4 %	32,8 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,81	0,70	0,40	0,30	0,40	-0,10	0,10	0,10	0,00	0,10	-0,10	0,10	-0,10	
- Investitionen	36,75	55,20	22,95	23,41	31,84	2,04	2,07	2,09	2,11	2,14	2,16	2,15	2,08	
Investitionsquote	199,5 %	200,0 %	68,6 %	64,1 %	78,7 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-27,08	-34,45	-0,45	1,34	-4,39	26,16	26,20	26,45	25,80	24,96	24,42	22,96	20,51	7
Barwert FCF	-27,20	-32,86	-0,41	1,15	-3,59	20,30	19,32	18,52	17,16	15,77	14,65	13,08	11,10	98
Anteil der Barwerte	<b>-36,60 %</b>			<b>77,14 %</b>										<b>59,46 %</b>

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	75,00 %	Finanzielle Stabilität	1,40
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	0,60
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	0,50
		Sonstiges	1,00
<b>WACC</b>	<b>5,29 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,10</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	67		
Terminal Value	98		
Zinstr. Verbindlichkeiten	127		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	37,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>64</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,72</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,83	6,3 %	0,40	0,48	0,57	0,67	0,77	0,89	1,03	1,83	6,3 %	0,43	0,51	0,59	0,67	0,74	0,82	0,90
1,46	5,8 %	0,79	0,90	1,01	1,14	1,28	1,44	1,63	1,46	5,8 %	0,87	0,96	1,05	1,14	1,22	1,31	1,40
1,28	5,5 %	1,02	1,13	1,26	1,41	1,58	1,77	1,98	1,28	5,5 %	1,13	1,23	1,32	1,41	1,50	1,60	1,69
1,10	5,3 %	1,26	1,39	1,55	1,72	1,91	2,14	2,40	1,10	5,3 %	1,42	1,52	1,62	1,72	1,81	1,91	2,01
0,92	5,0 %	1,53	1,68	1,86	2,06	2,29	2,56	2,88	0,92	5,0 %	1,74	1,85	1,95	2,06	2,16	2,27	2,37
0,74	4,8 %	1,83	2,01	2,21	2,45	2,73	3,05	3,44	0,74	4,8 %	2,11	2,23	2,34	2,45	2,56	2,68	2,79
0,37	4,3 %	2,53	2,78	3,08	3,42	3,84	4,34	4,97	0,37	4,3 %	3,03	3,16	3,29	3,42	3,55	3,69	3,82

- Unser Modell bildet die Cash Flows der momentanen Parks sowie weiterer Projekte bis insgesamt 203 MW ab.
- Hierbei gehen wir von einer wirtschaftlichen Nutzungsdauer von 20 Jahren aus.
- Für ABO Invest benutzen wir ein zweiphasiges DCF Modell, das bis zum Terminal Value alle Werttreiber explizit schätzt.
- Die hohe Transparenz der Cash Flows aus den Parks sowie die konjunkturelle Unabhängigkeit beeinflussen das Beta positiv.
- Die noch geringe Liquidität der Aktie und die geringe Eigenkapitalquote sorgen hingegen für eine höhere Risikoprämie.

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	n.a.	1,0 x	1,4 x	1,2 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,45	-0,38	-0,06	0,48	0,73	0,62	0,65
EV / Umsatz	n.a.	15,9 x	8,8 x	9,3 x	10,4 x	8,3 x	7,0 x
EV / EBITDA	n.a.	16,1 x	11,5 x	11,7 x	13,5 x	11,0 x	9,3 x
EV / EBIT	n.a.	39,0 x	39,2 x	35,9 x	51,9 x	32,1 x	25,0 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	39,0 x	39,2 x	35,9 x	51,9 x	32,1 x	25,0 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
Dividendenrendite	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	6,1 %	8,6 %	8,3 %	7,3 %	9,1 %	10,7 %
*Adjustiert um:	-						

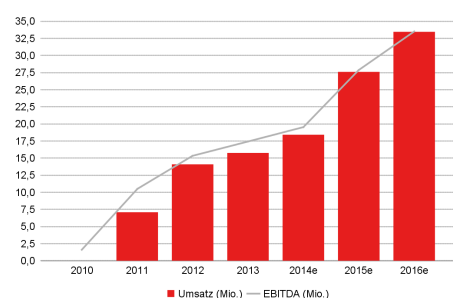
GuV							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>0,00</b>	<b>7,09</b>	<b>14,08</b>	<b>15,76</b>	<b>18,42</b>	<b>27,60</b>	<b>33,46</b>
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	n.a.	98,8 %	11,9 %	16,9 %	49,9 %	21,2 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamterlöse</b>	<b>0,00</b>	<b>7,09</b>	<b>14,08</b>	<b>15,76</b>	<b>18,42</b>	<b>27,60</b>	<b>33,46</b>
Materialaufwand	0,00	0,00	0,39	0,38	0,39	0,40	0,35
<b>Rohertrag</b>	<b>0,00</b>	<b>7,09</b>	<b>13,70</b>	<b>15,38</b>	<b>18,03</b>	<b>27,20</b>	<b>33,10</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>n.a.</i>	<i>100,0 %</i>	<i>97,2 %</i>	<i>97,6 %</i>	<i>97,9 %</i>	<i>98,6 %</i>	<i>98,9 %</i>
Personalaufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06	0,06	0,06
Sonstige betriebliche Erträge	0,00	1,92	0,94	2,17	1,90	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,06	2,00	3,82	5,06	5,70	6,40	7,80
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>-0,06</b>	<b>7,01</b>	<b>10,82</b>	<b>12,48</b>	<b>14,17</b>	<b>20,74</b>	<b>25,25</b>
<i>Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>98,9 %</i>	<i>76,8 %</i>	<i>79,2 %</i>	<i>76,9 %</i>	<i>75,1 %</i>	<i>75,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,00	4,12	7,65	7,70	9,80	12,94	15,14
<b>EBITA</b>	<b>-0,06</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,78</b>	<b>4,37</b>	<b>7,80</b>	<b>10,11</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70
<b>EBIT</b>	<b>-0,06</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,08</b>	<b>3,67</b>	<b>7,10</b>	<b>9,41</b>
<i>Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>40,8 %</i>	<i>22,5 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>19,9 %</i>	<i>25,7 %</i>	<i>28,1 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-0,06</b>	<b>2,89</b>	<b>3,17</b>	<b>4,08</b>	<b>3,67</b>	<b>7,10</b>	<b>9,41</b>
Zinserträge	0,00	0,42	0,02	0,12	0,40	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	0,00	4,19	6,30	7,90	7,00	7,73	8,71
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,89</b>	<b>-3,10</b>	<b>-3,71</b>	<b>-2,94</b>	<b>-0,63</b>	<b>0,71</b>
<i>Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>-12,5 %</i>	<i>-22,0 %</i>	<i>-23,6 %</i>	<i>-16,0 %</i>	<i>-2,3 %</i>	<i>2,1 %</i>
Steuern gesamt	0,00	0,14	0,16	0,31	0,25	0,06	0,18
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,05</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,27</b>	<b>-4,02</b>	<b>-3,18</b>	<b>-0,69</b>	<b>0,53</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,05</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,27</b>	<b>-4,02</b>	<b>-3,18</b>	<b>-0,69</b>	<b>0,53</b>
Minderheitenanteile	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,12	-0,02	0,01
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-0,05</b>	<b>-1,03</b>	<b>-3,26</b>	<b>-4,00</b>	<b>-3,06</b>	<b>-0,67</b>	<b>0,52</b>
<i>Marge</i>	<i>n.a.</i>	<i>-14,5 %</i>	<i>-23,1 %</i>	<i>-25,4 %</i>	<i>-16,6 %</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>1,5 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	2,08	8,75	14,03	20,53	31,75	37,50	37,50
<b>EPS</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>
EPS adj.	-0,03	-0,12	-0,23	-0,19	-0,10	-0,02	0,01

\*Adjustiert um:

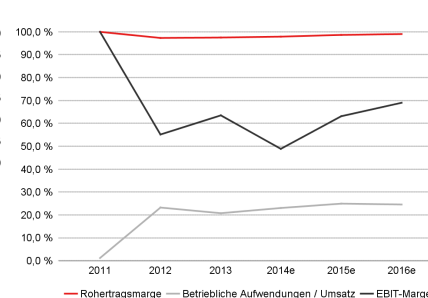
Guidance: 2014e Umsatz: EUR 20,5 Mio.; EBITDA: EUR 15,00 Mio., EBT: EUR -2,4 Mio.

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	n.a.	1,1 %	23,2 %	20,8 %	23,1 %	24,9 %	24,5 %
Operating Leverage	n.a.	n.a.	0,1 x	2,4 x	-0,6 x	1,9 x	1,5 x
EBITDA / Interest expenses	n.a.	1,7 x	1,7 x	1,6 x	2,0 x	2,7 x	2,9 x
Steuerquote (EBT)	-0,3 %	-15,5 %	-5,3 %	-8,3 %	-8,3 %	-10,0 %	25,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

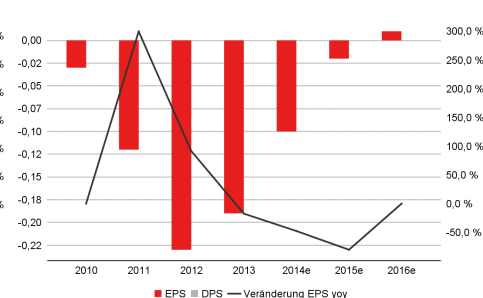
Umsatz, EBITDA  
in Mio. EUR



Operative Performance  
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

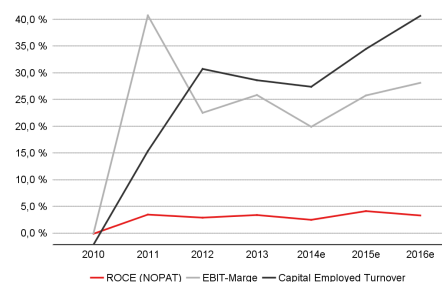
**Bilanz**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,15	12,57	12,35	11,23	10,53	9,83	9,13
davon übrige imm. VG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,15	12,57	12,35	11,23	10,53	9,83	9,13
Sachanlagen	73,38	99,38	105,74	127,28	154,23	196,50	204,31
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,00	0,35	0,34	0,34	0,34
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Anlagevermögen</b>	<b>85,53</b>	<b>111,94</b>	<b>118,09</b>	<b>138,87</b>	<b>165,11</b>	<b>206,67</b>	<b>213,78</b>
Vorräte	0,00	0,15	0,36	0,31	0,31	0,31	0,31
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,46	2,43	2,32	2,56	3,00	4,50	5,40
Liquide Mittel	1,30	3,31	4,84	6,10	6,58	3,81	11,50
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,11	2,76	3,08	11,46	11,11	5,41	5,41
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,87</b>	<b>8,66</b>	<b>10,61</b>	<b>20,43</b>	<b>20,99</b>	<b>14,03</b>	<b>22,62</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>88,40</b>	<b>120,60</b>	<b>128,70</b>	<b>159,30</b>	<b>186,10</b>	<b>220,70</b>	<b>236,40</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,00	10,00	15,00	26,00	37,50	37,50	37,50
Kapitalrücklage	0,00	0,31	0,91	3,63	7,64	7,64	7,64
Gewinnrücklagen	-0,05	-1,08	-4,34	-8,45	-11,52	-12,18	-11,67
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,96	9,24	11,57	21,17	33,62	32,96	33,47
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,01	0,72	0,72	0,72	0,72
<b>Eigenkapital</b>	<b>4,96</b>	<b>9,24</b>	<b>11,59</b>	<b>21,89</b>	<b>34,35</b>	<b>33,68</b>	<b>34,19</b>
Rückstellungen gesamt	0,19	0,62	0,47	1,06	1,06	1,06	1,06
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	78,00	106,53	112,62	126,98	145,67	180,13	194,86
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,06	6,16	6,13	8,79	8,79	8,79	8,79
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,77	1,58	1,18	5,87	1,50	2,30	2,80
Sonstige Verbindlichkeiten	2,44	2,58	2,80	3,50	3,50	3,50	3,50
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>83,41</b>	<b>111,31</b>	<b>117,07</b>	<b>137,40</b>	<b>151,73</b>	<b>186,98</b>	<b>202,21</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>88,40</b>	<b>120,60</b>	<b>128,70</b>	<b>159,30</b>	<b>186,10</b>	<b>220,70</b>	<b>236,40</b>

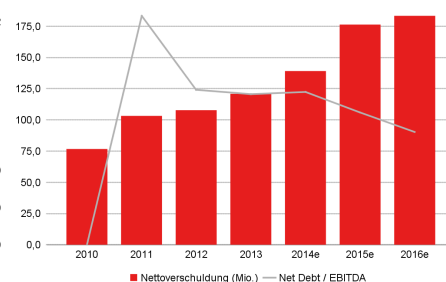
**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x
Capital Employed Turnover	0,0 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x
ROA	-0,1 %	-0,9 %	-2,8 %	-2,9 %	-1,9 %	-0,3 %	0,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-0,1 %	3,4 %	2,9 %	3,4 %	2,5 %	4,1 %	3,3 %
ROE	-2,2 %	-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-11,2 %	-2,0 %	1,6 %
Adj. ROE	-2,2 %	-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-11,2 %	-2,0 %	1,6 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	76,70	103,22	107,78	120,87	139,10	176,32	183,36
Nettofinanzverschuldung	76,70	103,22	107,78	120,87	139,10	176,32	183,36
Net Gearing	1547,3 %	1116,8 %	930,2 %	552,1 %	405,0 %	523,5 %	536,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	1472,8 %	996,5 %	968,9 %	981,5 %	850,2 %	726,2 %
Buchwert je Aktie	2,4	1,1	0,8	1,0	1,1	0,9	0,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,5	-0,4	-0,1	0,5	0,7	0,6	0,6

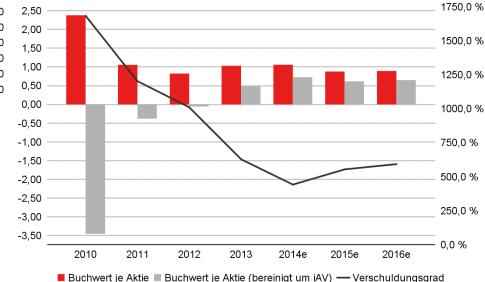
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

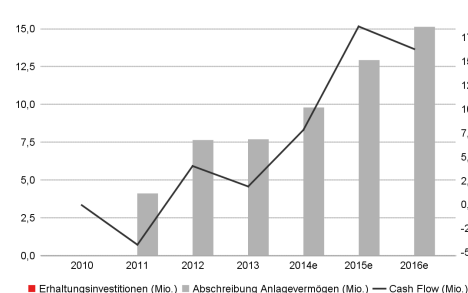
**Cash flow**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,05	-1,03	-3,27	-4,02	-3,18	-0,69	0,53
Abschreibung Anlagevermögen	0,00	4,12	7,65	7,70	9,80	12,94	15,14
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,00	-7,31	-0,36	-2,50	0,51	5,73	-0,06
<b>Cash Flow</b>	<b>-0,05</b>	<b>-4,22</b>	<b>4,02</b>	<b>1,88</b>	<b>7,82</b>	<b>18,68</b>	<b>16,30</b>
Veränderung Vorräte	0,00	-0,15	-0,21	0,06	0,00	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	0,00	-1,97	0,11	-0,24	-0,44	-1,50	-0,90
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	-1,20	-0,40	4,69	-4,37	0,80	0,50
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,00	-3,31	-0,50	4,51	-4,81	-0,70	-0,40
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-0,05</b>	<b>-7,53</b>	<b>3,52</b>	<b>6,39</b>	<b>3,01</b>	<b>17,98</b>	<b>15,90</b>
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	0,00	-25,27	-13,68	-33,20	-36,75	-55,20	-22,95
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	-4,57	-0,54	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,00</b>	<b>-25,27</b>	<b>-13,68</b>	<b>-33,20</b>	<b>-36,75</b>	<b>-55,20</b>	<b>-22,95</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,00	28,53	6,09	14,36	18,69	34,46	14,73
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	5,31	5,60	13,72	15,52	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,00</b>	<b>33,84</b>	<b>11,69</b>	<b>28,07</b>	<b>34,21</b>	<b>34,46</b>	<b>14,73</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,05	1,04	1,53	1,26	0,47	-2,76	7,69
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,30</b>	<b>3,31</b>	<b>4,84</b>	<b>6,10</b>	<b>6,58</b>	<b>3,81</b>	<b>11,50</b>

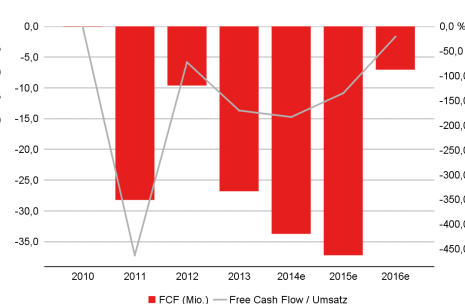
**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-0,05	-28,23	-9,62	-26,81	-33,74	-37,22	-7,05
Free Cash Flow / Umsatz	n.a.	-462,8 %	-72,1 %	-170,1 %	-183,2 %	-134,8 %	-21,1 %
Free Cash Flow Potential	-0,06	6,87	10,65	12,17	13,93	20,68	25,07
Free Cash Flow / Umsatz	n.a.	-462,8 %	-72,1 %	-170,1 %	-183,2 %	-134,8 %	-21,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	100,0 %	3198,7 %	311,9 %	669,8 %	1101,5 %	5574,0 %	-1363,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	18,1 %	0,6 %	2,3 %	6,3 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,0 %	4,5 %	5,7 %	6,6 %	5,1 %	4,7 %	4,6 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	n.a.	356,6 %	97,1 %	210,7 %	199,5 %	200,0 %	68,6 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	n.a.	613,3 %	178,8 %	395,2 %	350,0 %	404,8 %	144,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.	-9,2 %	8,9 %	-4,8 %	-3,3 %	7,8 %	8,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	16,6 %	154,2 %	197,0 %	43,6 %	200,0 %	195,7 %	192,9 %
Vorratumschlag	n.a.	0,0 x	1,1 x	1,3 x	1,3 x	1,3 x	1,2 x
Receivables collection period (Tage)	n.a.	125	60	59	59	60	59
Payables payment period (Tage)	n.a.	n.a.	1.105	5.608	1.409	2.100	2.882
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	-710	-5.268	-1.075	-1.775	-2.517

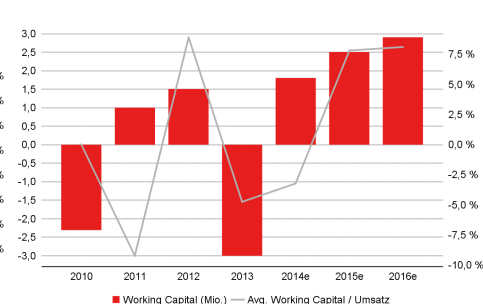
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene 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 (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser 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 (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

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

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

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

## QUELLEN

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



**Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:**

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
ABO Invest	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EWXA4.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EWXA4.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

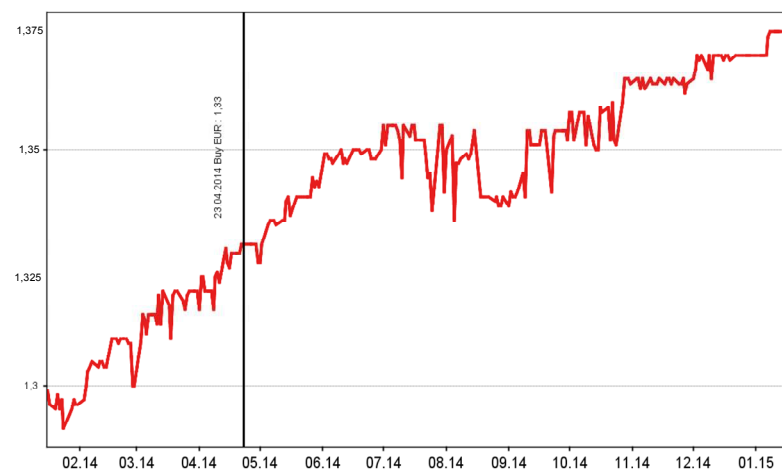
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	57
Halten	68	36
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	<b>100</b>

**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	81	61
Halten	45	34
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>133</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ABO INVEST] AM [20.01.2015]**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

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

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**Christopher Rodler** +49 40 309537-290  
Utilities crodler@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**Stephan Wulf** +49 40 309537-150  
Utilities swulf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France mgruebner@mmwarburg.com

**Ömer Güven** +49 40 3282-2633  
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com