

Buy EUR 40,00 (EUR 33,60) Kurs EUR 36,20 Upside 10,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 39,88	Aktien Daten: Bloomberg: AOF GR Reuters: AOFG ISIN: DE0005104400	Beschreibung: ATOSS ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 143,9 Aktienanzahl (Mio.): 4,0 EV: 125,2 Freefloat MC: 47,1 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 80,66	Aktionäre: Freefloat 32,7 % Gründer Familie 56,4 % Mainfirst 5,1 % Investment TGV Bonn 5,8 %	Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,3 KBV: 9,0 x EK-Quote: 58 %

Starkes 2014 - Beste Voraussetzungen für 2015

Kennzahlen Q4/2014: ATOSS Software - Q4 2014 Angaben in Mio. EUR	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Die Geschäftszahlen für das Q4 lagen über der Erwartung. Ursache war ein starkes Geschäft in allen Kernbereichen. 																																													
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q4/14</th> <th>Q4/14e</th> <th>Q4/13</th> <th>yoy</th> <th>2014</th> <th>2014e</th> <th>2013</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>10,9</td> <td>9,6</td> <td>9,0</td> <td>21,2%</td> <td>39,7</td> <td>38,3</td> <td>35,5</td> <td>11,8%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>2,6</td> <td>2,1</td> <td>1,9</td> <td>35,2%</td> <td>9,8</td> <td>9,3</td> <td>8,4</td> <td>16,1%</td> </tr> <tr> <td>Marge</td> <td>24,0%</td> <td>21,9%</td> <td>21,6%</td> <td></td> <td>24,7%</td> <td>24,1%</td> <td>23,7%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EPS in EUR</td> <td>0,48</td> <td>0,33</td> <td>0,18</td> <td>n.a.</td> <td>1,77</td> <td>1,62</td> <td>0,72</td> <td>n.a.</td> </tr> </tbody> </table>		Q4/14	Q4/14e	Q4/13	yoy	2014	2014e	2013	yoy	Umsatz	10,9	9,6	9,0	21,2%	39,7	38,3	35,5	11,8%	EBIT	2,6	2,1	1,9	35,2%	9,8	9,3	8,4	16,1%	Marge	24,0%	21,9%	21,6%		24,7%	24,1%	23,7%		EPS in EUR	0,48	0,33	0,18	n.a.	1,77	1,62	0,72	n.a.	
	Q4/14	Q4/14e	Q4/13	yoy	2014	2014e	2013	yoy																																						
Umsatz	10,9	9,6	9,0	21,2%	39,7	38,3	35,5	11,8%																																						
EBIT	2,6	2,1	1,9	35,2%	9,8	9,3	8,4	16,1%																																						
Marge	24,0%	21,9%	21,6%		24,7%	24,1%	23,7%																																							
EPS in EUR	0,48	0,33	0,18	n.a.	1,77	1,62	0,72	n.a.																																						

Am 30.01.15 legte die ATOSS Software AG die **vorläufigen Geschäftszahlen für das vierte Quartal respektive das Geschäftsjahr 2014** vor. Umsatz und Ergebnis lagen über den Erwartungen. Die Ursache für die erneuten Rekordzahlen war eine hohe Nachfrage in nahezu allen Bereichen, vor allem aber in den Kernbranchen Medical und Retail. Die Gesellschaft zeigte so im zehnten Jahr in Folge Rekordergebnisse. Auch der Dividendenvorschlag von EUR 0,88 je Aktie liegt über der bisherigen Erwartung (WRe: EUR 0,81).

Besonders hervorzuheben ist der **Auftragseingang an Softwarelizenzen**, dem Beratungs- und Wartungserlöse nachgelagert sind. Dieser lag im Geschäftsjahr 2014 bei EUR 10,5 Mio., was einer Steigerung von 45 % entspricht. Der Auftragsbestand an Softwarelizenzen zum 31.12.14 lag mit EUR 5,4 Mio. ebenfalls deutlich über der Referenzzahl des Vorjahres von EUR 3,5 Mio. (+54%). Aufgrund der Tatsache, dass ATOSS den Lizenzauftragseingang in der Regel über die Projektlaufzeiten (und nicht sofort) als Umsatz bucht, erlaubt diese Zahl bereits jetzt die Prognose eines voraussichtlich starken Q1 in dem bei guter Auslastung diese Projekte sukzessive abgearbeitet werden. Insgesamt sind die Voraussetzungen für 2015 sehr gut.

Vor dem Hintergrund der starken Zahlen und des guten Auftragseingangs werden die Prognosen (WRe) erneut angehoben. Auf Basis dieser neuen Prognosen wird die Aktie bei einem Kursziel von EUR 40 weiter mit „Kaufen“ eingestuft.

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> Die starke Basis des Jahres 2015 und insbesondere der Auftragseingang erlauben eine Erhöhung der Prognosen der Jahre 2015ff. Auch die Dividendenerwartung wird entsprechend angepasst. 																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2014e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2015e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2016e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>38,3</td> <td>3,6 %</td> <td>41,4</td> <td>7,4 %</td> <td>44,7</td> <td>8,9 %</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>9,3</td> <td>5,6 %</td> <td>10,5</td> <td>5,0 %</td> <td>11,4</td> <td>6,5 %</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>1,62</td> <td>9,3 %</td> <td>1,83</td> <td>6,0 %</td> <td>1,98</td> <td>7,6 %</td> </tr> <tr> <td>DPS</td> <td>0,81</td> <td>8,6 %</td> <td>0,92</td> <td>5,4 %</td> <td>0,99</td> <td>8,1 %</td> </tr> </tbody> </table>		2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	Umsatz	38,3	3,6 %	41,4	7,4 %	44,7	8,9 %	EBIT	9,3	5,6 %	10,5	5,0 %	11,4	6,5 %	EPS	1,62	9,3 %	1,83	6,0 %	1,98	7,6 %	DPS	0,81	8,6 %	0,92	5,4 %	0,99	8,1 %	
	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -																														
Umsatz	38,3	3,6 %	41,4	7,4 %	44,7	8,9 %																														
EBIT	9,3	5,6 %	10,5	5,0 %	11,4	6,5 %																														
EPS	1,62	9,3 %	1,83	6,0 %	1,98	7,6 %																														
DPS	0,81	8,6 %	0,92	5,4 %	0,99	8,1 %																														

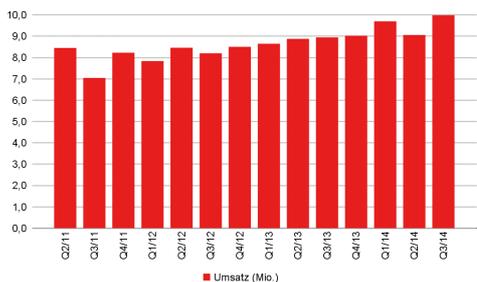


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-0,2 %
6 Monate:	5,1 %
Jahresverlauf:	2,3 %
Letzte 12 Monate:	9,8 %

Unternehmenstermine:	
12.03.15	FY 2014
28.04.15	HV
13.05.15	Q1
14.08.15	Q2

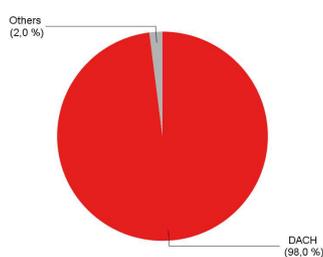
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	11,1 %	29,3	31,6	33,0	35,5	39,7	44,4	48,7
Veränd. Umsatz yoy		0,8 %	7,7 %	4,5 %	7,6 %	11,8 %	12,0 %	9,5 %
Rohertragsmarge		68,1 %	70,4 %	70,8 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %
EBITDA	12,5 %	7,3	7,8	8,2	9,0	10,3	11,7	12,8
Marge		24,9 %	24,7 %	24,8 %	25,4 %	26,0 %	26,2 %	26,3 %
EBIT	12,9 %	6,8	7,3	7,6	8,4	9,8	11,0	12,1
Marge		23,3 %	23,1 %	23,1 %	23,7 %	24,7 %	24,8 %	24,9 %
Nettoergebnis	43,6 %	4,8	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,5
EPS	43,6 %	1,21	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,13
EPS adj.	43,6 %	1,21	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,13
DPS	14,1 %	0,60	0,71	3,62	0,72	0,88	0,97	1,07
Dividendenrendite		4,0 %	4,2 %	17,9 %	2,7 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %
FCFPS		0,83	1,17	0,75	1,02	1,49	1,83	2,06
EV / Umsatz		1,4 x	1,4 x	1,7 x	2,7 x	3,3 x	2,8 x	2,5 x
EV / EBITDA		5,6 x	5,7 x	7,0 x	10,5 x	12,5 x	10,7 x	9,4 x
EV / EBIT		5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	13,2 x	11,3 x	10,0 x
KGV		12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	20,4 x	18,7 x	17,0 x
KGV ber.		12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	20,4 x	18,7 x	17,0 x
FCF Yield Potential		11,6 %	10,4 %	8,7 %	7,7 %	5,2 %	6,1 %	7,0 %
Nettoverschuldung		-18,9	-22,6	-23,2	-11,9	-14,9	-18,7	-23,0
ROE		29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	50,5 %	42,3 %	37,2 %
ROCE (NOPAT)		-234,8 %	-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	1268,2 %	537,5 %	450,4 %
Guidance:		Weiterhin positive Unternehmensentwicklung						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



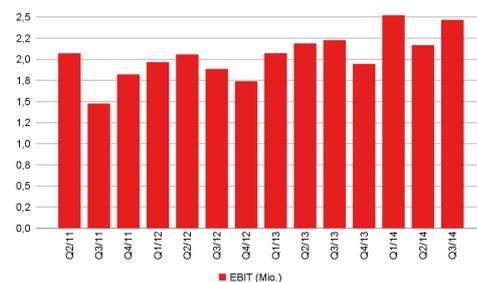
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

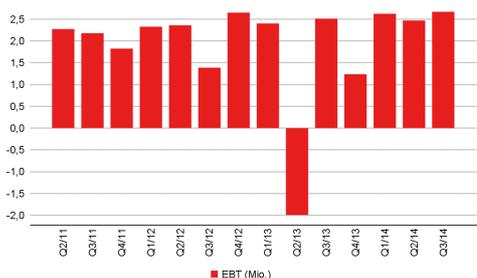
Unternehmenshintergrund

- Die ATOSS Software AG ist ein Anbieter von Software und Services zur Optimierung des Personaleinsatzes.
- ATOSS optimiert mit ihren Lösungen Personalprozesse bei Unternehmen und verbessert damit das Servicelevel, die Effizienz sowie die Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit.
- Das Unternehmen hat sich insbesondere im deutschsprachigen Raum führend positioniert:
- Vom Mittelstand bis zum Blue-Chip-Unternehmen nutzen mehrere Millionen Arbeitnehmer ATOSS-Lösungen.

Wettbewerbsqualität

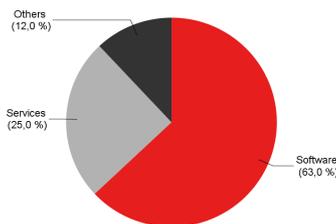
- ATOSS verfügt über ein führendes Softwareprodukt (modernste Java-Technologie).
- ATOSS ist spezialisiert auf Regionen und Branchen (länderspezifische Arbeitsgegebenheiten in der DACH Region und Abbildung von Arbeitsprozessen in Kernbranchen).
- ATOSS arbeitet herstellerunabhängig (keine Bindung an Hardware- oder große Softwarehersteller) und die Lösungen der ATOSS sind hochgradig kompatibel (z.B. nahtlose Integration in ERP-Systeme möglich).
- Die finanzielle Stabilität und Bilanzqualität der ATOSS ist exzellent, was in der Softwarebranche als Wettbewerbsfaktor gesehen werden kann.
- ATOSS ist ein relativ großer Anbieter (im Vergleich zum Wettbewerb mit vielen deutlich kleineren Anbietern, der bei ATOSS durchaus bedeutend ist).

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



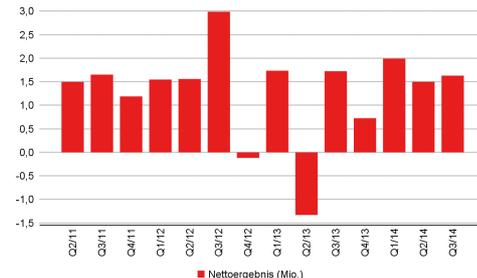
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014e; 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	39,7	44,4	48,7	52,6	56,8	61,3	65,6	70,2	75,1	78,9	81,2	83,7	86,2	2,5 %
Umsatzwachstum	11,8 %	12,0 %	9,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
EBIT	9,8	11,0	12,1	13,7	14,8	15,9	17,7	19,0	20,3	21,3	21,9	22,6	23,3	
EBIT-Marge	24,7 %	24,8 %	24,9 %	26,0 %	26,0 %	26,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	
Steuerquote (EBT)	31,0 %	32,0 %	32,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	
NOPAT	6,8	7,5	8,2	8,9	9,6	10,4	11,5	12,3	13,2	13,8	14,3	14,7	15,1	
Abschreibungen	0,5	0,6	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	
Abschreibungsquote	1,3 %	1,4 %	1,4 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,1	0,5	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	
- Investitionen	0,5	0,5	0,5	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	
Investitionsquote	1,4 %	1,2 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	
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)	5,6	7,1	8,0	8,6	9,3	10,0	11,2	11,9	12,8	13,5	14,0	14,4	14,9	15
Barwert FCF	5,8	6,6	6,8	6,7	6,6	6,5	6,6	6,4	6,2	6,0	5,7	5,4	5,0	70
Anteil der Barwerte	12,75 %			40,61 %										46,64 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	9,65 %	Beta	1,30

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	80		
Terminal Value	70		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	4,0
Eigenkapitalwert	159	Wert je Aktie (EUR)	39,88

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,48	10,7 %	33,99	34,36	34,75	35,17	35,61	36,08	36,58	1,48	10,7 %	33,21	33,86	34,51	35,17	35,82	36,47	37,13
1,39	10,2 %	35,97	36,41	36,87	37,37	37,89	38,46	39,07	1,39	10,2 %	35,28	35,98	36,67	37,37	38,06	38,76	39,45
1,35	9,9 %	37,05	37,53	38,04	38,58	39,16	39,78	40,45	1,35	9,9 %	36,42	37,14	37,86	38,58	39,30	40,02	40,74
1,30	9,7 %	38,20	38,72	39,28	39,88	40,52	41,20	41,95	1,30	9,7 %	37,65	38,39	39,13	39,88	40,62	41,37	42,11
1,25	9,4 %	39,43	40,00	40,61	41,27	41,98	42,74	43,56	1,25	9,4 %	38,96	39,73	40,50	41,27	42,04	42,81	43,58
1,21	9,2 %	40,74	41,37	42,05	42,77	43,55	44,40	45,32	1,21	9,2 %	40,37	41,17	41,97	42,77	43,57	44,37	45,17
1,12	8,7 %	43,66	44,42	45,25	46,14	47,11	48,16	49,32	1,12	8,7 %	43,55	44,41	45,28	46,14	47,01	47,87	48,74

- Im DCF Modell wird eine moderate Fortsetzung des stetigen Wachstums der letzten Jahre antizipiert
- Eine Margenverbesserung aufgrund von Skaleneffekten wird nicht angenommen
- Die langfristige Marge bleibt auf hohem Niveau

Wertermittlung							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	3,4 x	3,2 x	3,4 x	9,1 x	9,0 x	7,1 x	5,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,40	5,26	5,92	2,93	4,01	5,12	6,32
EV / Umsatz	1,4 x	1,4 x	1,7 x	2,7 x	3,3 x	2,8 x	2,5 x
EV / EBITDA	5,6 x	5,7 x	7,0 x	10,5 x	12,5 x	10,7 x	9,4 x
EV / EBIT	5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	13,2 x	11,3 x	10,0 x
EV / EBIT adj.*	5,9 x	6,1 x	7,5 x	11,3 x	13,2 x	11,3 x	10,0 x
Kurs / FCF	18,0 x	14,5 x	26,9 x	26,2 x	24,3 x	19,7 x	17,6 x
KGV	12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	20,4 x	18,7 x	17,0 x
KGV ber.*	12,4 x	11,8 x	14,0 x	37,3 x	20,4 x	18,7 x	17,0 x
Dividendenrendite	4,0 %	4,2 %	17,9 %	2,7 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	11,6 %	10,4 %	8,7 %	7,7 %	5,2 %	6,1 %	7,0 %
*Adjustiert um:	-						

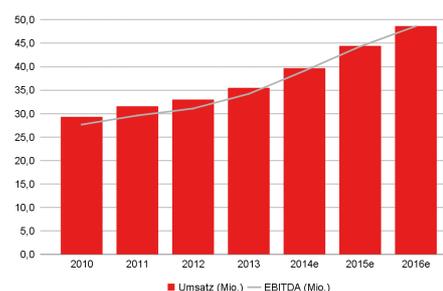
GuV							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	29,3	31,6	33,0	35,5	39,7	44,4	48,7
Veränd. Umsatz yoy	0,8 %	7,7 %	4,5 %	7,6 %	11,8 %	12,0 %	9,5 %
Herstellungskosten	9,4	9,3	9,7	10,3	11,5	12,9	14,1
Bruttoergebnis	20,0	22,2	23,4	25,2	28,2	31,6	34,6
<i>Bruttomarge</i>	<i>68,1 %</i>	<i>70,4 %</i>	<i>70,8 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>
Forschung und Entwicklung	6,0	6,7	7,1	7,5	8,7	9,8	10,7
Vertriebskosten	4,8	5,5	5,7	6,2	7,0	7,8	8,6
Verwaltungskosten	2,5	2,7	2,9	3,1	3,1	3,4	3,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,1	0,0	0,1	0,4	0,4	0,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,3	7,8	8,2	9,0	10,3	11,7	12,8
<i>Marge</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>25,4 %</i>	<i>26,0 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>26,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6
EBITA	6,9	7,4	7,6	8,4	9,8	11,1	12,2
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,8	7,3	7,6	8,4	9,8	11,0	12,1
<i>Marge</i>	<i>23,3 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,7 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>24,8 %</i>	<i>24,9 %</i>
EBIT adj.	6,8	7,3	7,6	8,4	9,8	11,0	12,1
Zinserträge	0,2	2,1	1,2	0,4	0,5	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	0,1	1,0	0,3	4,6	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
EBT	7,0	8,4	8,5	4,2	10,2	11,3	12,4
<i>Marge</i>	<i>23,7 %</i>	<i>26,6 %</i>	<i>25,8 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>25,7 %</i>	<i>25,5 %</i>	<i>25,5 %</i>
Steuern gesamt	2,2	2,7	2,8	1,3	3,2	3,6	4,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,8	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,8	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,5
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,8	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,5
<i>Marge</i>	<i>16,4 %</i>	<i>18,0 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>17,3 %</i>	<i>17,4 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
EPS	1,21	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,13
EPS adj.	1,21	1,43	1,45	0,72	1,77	1,94	2,13

*Adjustiert um:

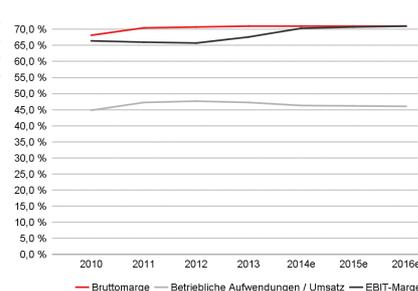
Guidance: Weiterhin positive Unternehmensentwicklung

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	44,8 %	47,3 %	47,7 %	47,3 %	46,3 %	46,2 %	46,1 %
Operating Leverage	30,6 x	0,9 x	0,9 x	1,4 x	1,4 x	1,1 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	81,0 x	8,0 x	27,9 x	2,0 x	103,1 x	116,6 x	128,2 x
Steuerquote (EBT)	31,0 %	32,5 %	32,5 %	31,3 %	31,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	49,6 %	49,7 %	249,9 %	100,4 %	49,8 %	50,0 %	50,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	120.634	121.911	121.364	127.258	135.460	144.491	150.683

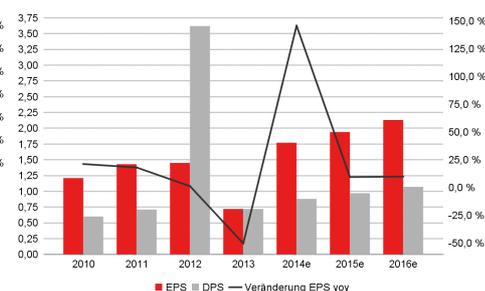
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

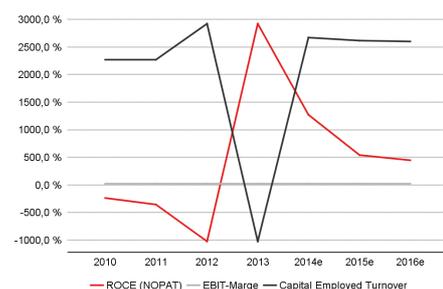
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1
davon übrige imm. VG	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	2,8	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	2,9	3,1	3,5	3,3	3,3	3,2	3,1
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,1	2,6	3,2	3,0	4,8	5,4	5,9
Liquide Mittel	20,7	24,3	24,9	14,5	17,6	21,4	25,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1	2,3	2,5
Umlaufvermögen	24,8	28,3	29,7	19,4	24,5	29,1	34,1
Bilanzsumme (Aktiva)	27,8	31,4	33,2	22,7	27,8	32,3	37,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kapitalrücklage	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	13,9	17,5	20,3	8,4	12,7	17,0	21,7
Buchwert	17,6	21,1	23,7	11,8	16,1	20,4	25,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	17,6	21,1	23,7	11,8	16,1	20,4	25,1
Rückstellungen gesamt	2,8	2,8	2,2	2,9	3,0	3,1	3,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7	1,7	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,1	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	0,8	0,8	0,4	0,3	1,0	1,1	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	6,6	6,6	7,0	7,7	7,7	7,7	7,7
Verbindlichkeiten	10,3	10,3	9,5	10,9	11,7	11,9	12,1
Bilanzsumme (Passiva)	27,8	31,4	33,2	22,7	27,8	32,3	37,2

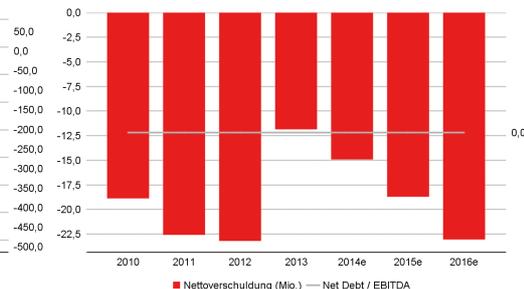
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	5,8 x	6,6 x	5,8 x	6,5 x	6,0 x	6,3 x	6,5 x
Capital Employed Turnover	-22,5 x	-21,4 x	70,4 x	-486,2 x	34,9 x	26,9 x	24,2 x
ROA	162,7 %	181,5 %	165,5 %	87,0 %	212,9 %	239,6 %	275,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-234,8 %	-354,9 %	-1024,3 %	2925,4 %	1268,2 %	537,5 %	450,4 %
ROE	29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	50,5 %	42,3 %	37,2 %
Adj. ROE	29,7 %	29,3 %	25,7 %	16,1 %	50,5 %	42,3 %	37,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-18,9	-22,6	-23,2	-11,9	-14,9	-18,7	-23,0
Nettofinanzverschuldung	-20,6	-24,3	-24,9	-14,5	-17,6	-21,4	-25,7
Net Gearing	-107,4 %	-107,0 %	-98,0 %	-100,6 %	-92,9 %	-91,9 %	-92,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,4	5,3	6,0	3,0	4,0	5,1	6,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,4	5,3	5,9	2,9	4,0	5,1	6,3

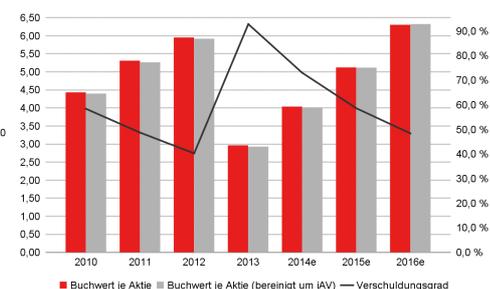
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

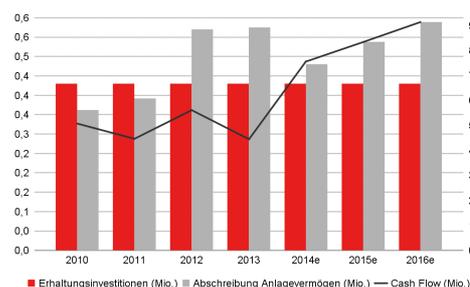
Cash flow

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,8	5,7	5,8	2,9	7,0	7,7	8,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-1,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	5,1	4,5	5,6	4,4	7,5	8,3	9,1
Veränderung Vorräte	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	1,2	0,5	-0,6	0,2	-1,8	-0,6	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,7	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,7	0,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,7	0,9	-2,3	0,2	-1,1	-0,5	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,8	5,3	3,4	4,6	6,5	7,8	8,7
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	-2,5	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-7,9	-6,4	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	-2,5	-8,5	-6,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-2,0	-2,4	-2,8	-14,4	-2,9	-3,5	-3,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,9	-2,3	-2,8	-14,4	-2,9	-3,5	-3,9
Veränderung liquide Mittel	1,4	-5,6	-6,3	-10,3	3,1	3,8	4,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	20,7	15,1	18,0	14,5	17,6	21,4	25,7

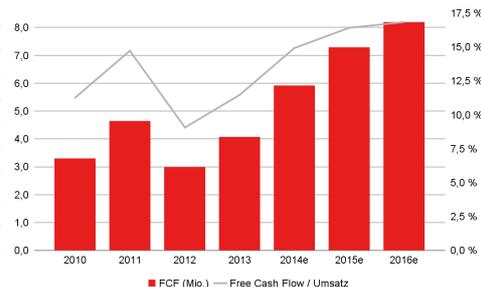
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	3,3	4,6	3,0	4,1	5,9	7,3	8,2
Free Cash Flow / Umsatz	11,3 %	14,7 %	9,1 %	11,5 %	14,9 %	16,4 %	16,8 %
Free Cash Flow Potential	4,7	4,6	5,0	7,3	6,7	7,6	8,4
Free Cash Flow / Umsatz	11,3 %	14,7 %	9,1 %	11,5 %	14,9 %	16,4 %	16,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	68,8 %	81,9 %	52,0 %	142,8 %	84,2 %	94,6 %	97,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,0 %	9,2 %	4,9 %	2,2 %	3,1 %	2,1 %	1,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	191,5 %	2788,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	8,5 %	2,1 %	1,1 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %
CAPEX / Abschreibungen	553,6 %	138,3 %	63,2 %	94,3 %	104,3 %	86,5 %	79,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	10,0 %	6,5 %	7,1 %	7,9 %	8,2 %	9,1 %	9,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	388,8 %	330,6 %	910,1 %	926,6 %	480,0 %	490,9 %	491,7 %
Vorratumschlag	1039,2 x	1168,3 x	1206,6 x	1286,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	38	30	36	31	44	44	44
Payables payment period (Tage)	31	31	13	12	32	31	31
Cash conversion cycle (Tage)	-30	-31	-13	-11	n.a.	n.a.	n.a.

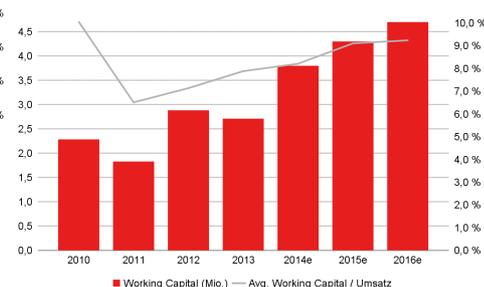
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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)
ATOSS	5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005104400.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

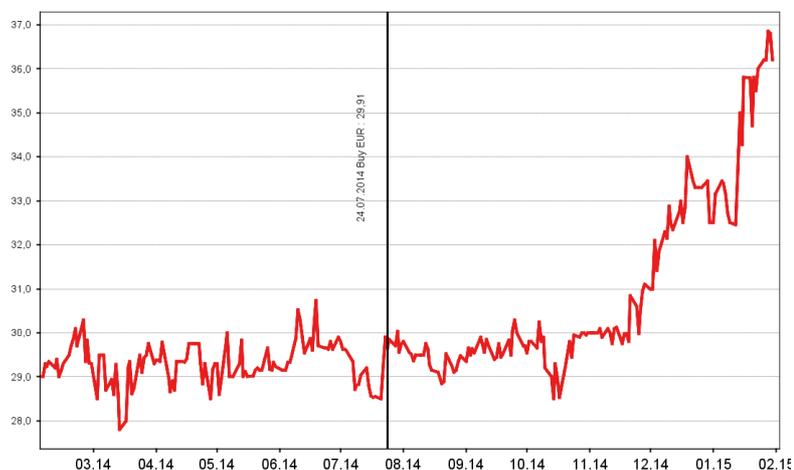
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	57
Halten	69	37
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

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	60
Halten	49	35
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	139	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ATOSS] AM [02.02.2015]



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