Blue Cap

(EntryAll, Financial Services)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 8,50	
Kurs	EUR 6,00
Upside	41,7 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	8,59
SotP:	6,06
Peer Group:	8,50

Aktien Daten:	
Bloomberg:	B7E GR
Reuters:	B7EG.DE
ISIN:	DE000A0JM2M1

Beschreibung:
Industrieholding mit Fokus auf mittelständische, produzierende Technologieunternehmen

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	21,7
Aktienanzahl (Mio.):	3,6
EV:	49,6
Freefloat MC:	6,5
Ø Trad. Vol. (30T):	18,61

Aktionäre:	
Freefloat	30,0 %
Vorstand Dr. Schubert	45,0 %
Institutionelle Investoren	25,0 %

Risikoprofil (WRe):	2015e
Beta:	1,8
KBV:	1,2 x
EK-Quote:	31 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	4,2 x
Net Debt / EBITDA:	4,4 x

Umsatz nach Zukäufen deutlich gesteigert - Guidance bekräftigt

Berichtete Kennzahlen H1/2015:

in Mio. EUR	6M/15	6M/15e	6M/14	yoy
Umsatz	**40.0**	39.5	37.3	7.4%
EBIT	**1.9**	1.7	1.6	22.4%
Marge	*4.8%*	*4.4%*	*4.3%*	
Jahresüberschuss	**0.6**	0.7	0.4	46.8%
Marge	*1.4%*	*1.8%*	*1.1%*	
EPS in EUR	**0.16**	0.20	0.12	33.3%

Kommentar zu den Kennzahlen:

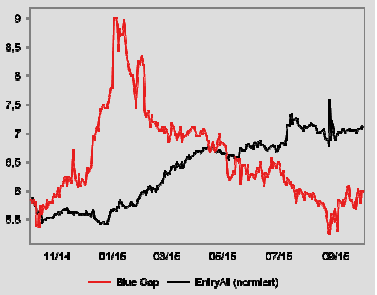
- Der Umsatzanstieg wurde in erster Linie durch Zukäufe erzielt
- Die em-tec GmbH Werner Heinze wurde im Bereich Medizintechnik Ende 2014 erworben und steuert einen Umsatzbeitrag von EUR 2,5 Mio. (WRe) bei. Der Messtechnikspezialist nokra Optische Prüftechnik- und Automation GmbH steuert im H1 einen Beitrag von EUR 1,2 Mio. bei.
- Generell lagen die berichteten H1-Zahlen im Rahmen der Erwartungen. Durch leicht höhere Steueraufwendungen als erwartet wurde das Ergebnis pro Aktie entsprechend geringer ausgewiesen.
- Bereinigt konnte der Jahresüberschuss von EUR 0,4 Mio. auf EUR 1,0 Mio. gesteigert werden. Ein außerordentlicher Aufwand für eine Standortschließung belastet den Jahresüberschuss mit EUR 0,4 Mio.

Die Blue Cap hat die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2015 vorgelegt, die weitestgehend im Rahmen der Erwartungen lagen.

Geschäftsverlauf: Die Industrieholding konnte den Umsatz im Jahresvergleich um über 7% steigern und die Profitabilität verbessern. Während die organische Umsatzentwicklung stabil berichtet wurde, führten zwei Zukäufe im Dezember 2014 und Januar 2015 zur Umsatzsteigerung von ca. EUR 3,8 Mio. (WRe). Die EBIT-Marge konnte in erster Linie durch die weitere Restrukturierung einzelner Töchter sowie die Erzielung von Skaleneffekten innerhalb der Gruppe verbessert werden. Insbesondere die Tochter Biolink im Bereich Klebstoff weißt eine sehr gute organische Entwicklung auf. Die außerordentliche Aufwendung durch die Schließung eines Standortes der Tochter Gämmerler (Post-Press-Anlagen, die in der Druckindustrie verwendet werden) führte zu Belastungen des Jahresüberschusses in Höhe von EUR 0,4 Mio. Trotz der Belastung konnte das Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen um fast 50% gesteigert werden.

Ausblick: Die Blue Cap hat die Guidance für das Geschäftsjahr 2015 konkretisiert. Während bislang von einem leichten Anstieg des Umsatzes und des Jahresergebnisses ausgegangen wurde, wird nun ein Umsatz zwischen EUR 85 und 90 Mio. erwartet. Damit liegen die Schätzungen der Warburg Research am unteren Ende der Spanne. In der Vergangenheit wurden ca. 45% des Jahresumsatzes im ersten Halbjahr erzielt, während die zweite Jahreshälfte für ca. 55% stand. Vor diesem Hintergrund wird von einem Erreichen der Ziele ausgegangen.

Bewertung: Die gute operative Entwicklung der Blue Cap wird durch den aktuellen Börsenkurs nicht widergespiegelt. Die wachstumsorientierte Industrieholding mit einem Fokus auf solide Beteiligungen am Deutschen Mittelstand bietet Investoren die Chance an den Potenzialen von führenden Nischenanbietern zu partizipieren. Die sukzessive Restrukturierung einzelner Tochtergesellschaften sollte sich überproportional auf die Ertragslage der Blue Cap auswirken. So konnte zum Beispiel die SMB David auf Basis neuer Fertigungskonzepte einen deutlich gesteigerten Auftragsbestand verzeichnen, der sich in der zweiten Jahreshälfte materialisieren sollte. Es wird von einer weiterhin positiven Geschäftsentwicklung ausgegangen. Die Einschätzung kaufen wird mit einem Kursziel von EUR 8,50 bestätigt.



Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	8,1 %
6 Monate:	-20,2 %
Jahresverlauf:	-48,9 %
Letzte 12 Monate:	-19,1 %

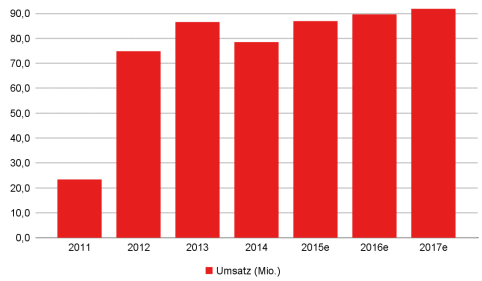
Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	5,4 %	23,4	74,9	86,6	78,5	86,9	89,6	91,9
Veränd. Umsatz yoy		2500,8 %	219,9 %	15,7 %	-9,3 %	10,7 %	3,1 %	2,5 %
Rohertragsmarge		*50,9 %*	*52,8 %*	*47,1 %*	*50,3 %*	*50,7 %*	*50,4 %*	*50,5 %*
EBITDA	11,0 %	1,6	5,4	5,8	5,8	6,3	6,9	7,9
Marge		*7,0 %*	*7,2 %*	*6,7 %*	*7,4 %*	*7,2 %*	*7,7 %*	*8,6 %*
EBIT	12,2 %	1,1	3,9	4,1	4,2	4,6	5,1	6,0
Marge		*4,8 %*	*5,3 %*	*4,7 %*	*5,4 %*	*5,3 %*	*5,7 %*	*6,5 %*
Nettoergebnis	35,1 %	0,2	1,7	1,9	1,2	2,0	2,2	3,0
EPS	34,6 %	0,07	0,58	0,59	0,34	0,56	0,60	0,83
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCFPS		-0,13	-2,05	-0,04	-0,10	-0,62	0,90	0,48
FCF / Marktkap.		-3,8 %	-61,6 %	-1,0 %	-1,8 %	-10,4 %	15,0 %	7,9 %
EV / Umsatz		0,9 x	0,5 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA		12,2 x	6,6 x	6,2 x	7,9 x	7,9 x	6,7 x	5,7 x
EV / EBIT		17,7 x	9,0 x	8,8 x	10,8 x	10,7 x	9,0 x	7,5 x
KGV		47,3 x	5,7 x	7,1 x	16,3 x	10,7 x	10,0 x	7,2 x
FCF Yield Potential		5,7 %	12,5 %	14,8 %	9,7 %	10,2 %	12,0 %	14,8 %
Nettoverschuldung		10,0	25,4	22,2	25,5	27,8	24,7	23,0
ROE		3,6 %	21,8 %	18,7 %	9,2 %	12,7 %	11,7 %	14,2 %
ROCE (NOPAT)		3,4 %	10,4 %	9,7 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %	9,0 %
Guidance:		GJ 2015: Umsatz von EUR 85-90 Mio. und ein deutlich positiver Jahresüberschuss						

Analyst/-in
Harald Hof
hhof@warburg-research.com
+49 40 309537-125

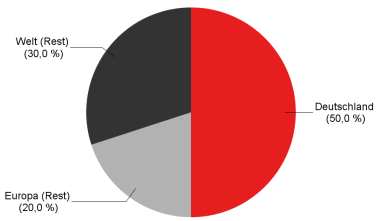
Analyst/-in
Felix Ellmann
fellmann@warburg-research.com
+49 40 309537-120

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



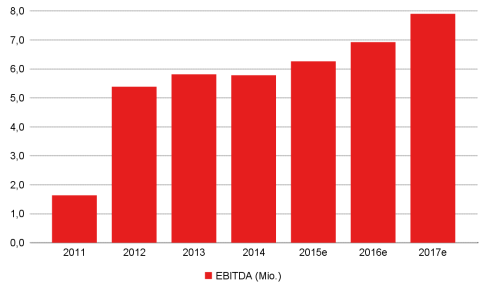
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

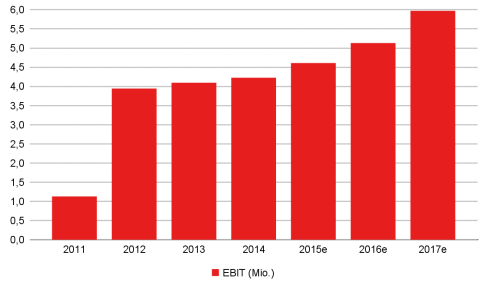
Unternehmenshintergrund

- Die Blue Cap ist eine Münchner Industrieholding mit dem Fokus auf mittelständische Nischenanbieter mit einem Umsatzvolumen von EUR 5-50 Mio. Das Unternehmen beschäftigt über 500 Mitarbeiter.
- Es wird ausschließlich in gut positionierte produzierende Technologieunternehmen investiert, die sich in einer sog. "special situation" befinden.
- Zu diesen "special situations" zählen z.B. eine ungeklärte Nachfolge, Managementproblematiken oder Finanzierungsschwierigkeiten. Es werden nur Unternehmen mit intaktem Kerngeschäft und hoher Wettbewerbsqualität erworben.
- Derzeit hält die Blue Cap 10 operative Beteiligungen aus den Bereichen Maschinenbau, Medizintechnik und Klebstoff.

Wettbewerbsqualität

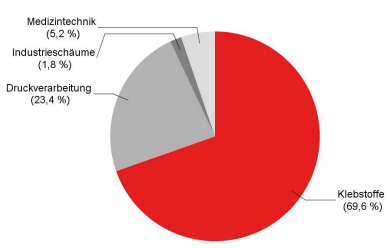
- Die Blue Cap wird von einem Management mit ausgeprägter Sanierungserfahrung geführt. Das Management verfügt über 20 Jahre Berufserfahrung in mittelständischen Unternehmen.
- Alle Tochtergesellschaften agieren selbständig und verfolgen unabhängige Strategien. Dabei werden sie durch das Know-how des Holding-Managements unterstützt.
- Neue Investments können aus einem Netzwerk von Banken, Finanzdienstleistern, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern akquiriert werden. Dies sichert den Zugang zu weiterem Wachstum.
- Mit einem Beteiligungsfokus auf kleine Mittelständer mit einem Umsatz von EUR 5-50 Mio. liegt die Blue Cap unter den Größenniveaus der meisten Wettbewerber. Dies verbessert deutlich die Auswahl attraktiver Investments.
- Der langfristige Ausbau der Beteiligungen stärkt die jeweilige Marktposition. Erfolgreiche Unternehmen verbleiben im Portfolio, wodurch die Blue Cap nicht abhängig von gelungenen Exits ist.

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



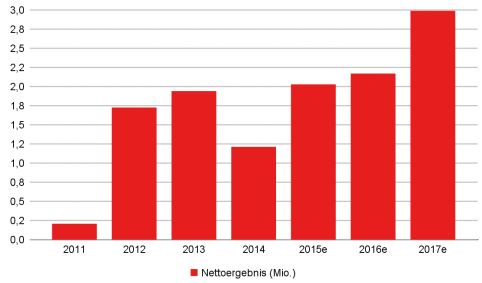
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2015e**	**2016e**	**2017e**	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	
Umsatz	86,9	89,6	91,9	94,2	96,5	98,9	101,4	103,9	106,0	108,1	110,3	112,5	114,8	
Umsatzwachstum	*10,7 %*	*3,1 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*1,5 %*
EBIT	4,6	5,1	6,0	6,2	6,5	6,9	7,5	8,1	8,3	8,4	8,6	8,8	9,0	
EBIT-Marge	*5,3 %*	*5,7 %*	*6,5 %*	*6,6 %*	*6,7 %*	*7,0 %*	*7,4 %*	*7,8 %*	*7,8 %*	*7,8 %*	*7,8 %*	*7,8 %*	*7,8 %*	
Steuerquote (EBT)	*37,7 %*	*38,5 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	*30,0 %*	
NOPAT	2,9	3,2	4,2	4,4	4,5	4,8	5,3	5,7	5,8	5,9	6,0	6,1	6,3	
Abschreibungen	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	
Abschreibungsquote	*1,9 %*	*2,0 %*	*2,1 %*	*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	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2,7	-2,1	0,4	1,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	
- Investitionen	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	
Investitionsquote	*3,7 %*	*3,1 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*2,9 %*	*2,8 %*	*2,7 %*	*2,6 %*	*2,5 %*	*2,4 %*	*2,3 %*	*2,2 %*	*2,1 %*	
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)	-1,4	4,2	2,9	1,9	3,2	3,6	4,1	4,6	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	6
Barwert FCF	-1,4	3,8	2,4	1,4	2,3	2,4	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	33
Anteil der Barwerte	**8,10 %**			**37,67 %**										**54,22 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	40,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	3,7 %
Marktrendite	7,00 %
Risikofreie Rendite	1,50 %
WACC	**8,39 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,60
Liquidität (Aktie)	2,10
Zyklizität	1,80
Transparenz	1,80
Sonstiges	1,80
Beta	**1,82**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	28		
Terminal Value	33		
Zinstr. Verbindlichkeiten	30		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	4	Aktienzahl (Mio.)	3,6
Eigenkapitalwert	**31**	**Wert je Aktie (EUR)**	**8,59**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	0,75 %	1,00 %	1,25 %	**1,50 %**	1,75 %	2,00 %	2,25 %
2,12	9,4 %	5,54	5,73	5,93	6,15	6,38	6,63	6,89
1,97	8,9 %	6,55	6,78	7,02	7,29	7,56	7,86	8,18
1,90	8,6 %	7,11	7,36	7,63	7,92	8,22	8,55	8,91
1,82	8,4 %	7,71	7,98	8,28	**8,59**	8,93	9,30	9,70
1,74	8,1 %	8,34	8,65	8,97	9,32	9,70	10,11	10,55
1,67	7,9 %	9,03	9,36	9,72	10,11	10,53	10,99	11,48
1,52	7,4 %	10,56	10,97	11,42	11,90	12,42	13,00	13,62

		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
2,12	9,4 %	2,54	3,74	4,95	6,15	7,35	8,55	9,76
1,97	8,9 %	3,44	4,72	6,00	7,29	8,57	9,85	11,13
1,90	8,6 %	3,93	5,26	6,59	7,92	9,24	10,57	11,90
1,82	8,4 %	4,47	5,84	7,22	**8,59**	9,97	11,34	12,72
1,74	8,1 %	5,05	6,47	7,90	9,32	10,75	12,17	13,60
1,67	7,9 %	5,67	7,15	8,63	10,11	11,59	13,07	14,55
1,52	7,4 %	7,08	8,69	10,29	11,90	13,50	15,11	16,71

- Der Umsatzrückgang in 2014 erklärt sich durch die Veräußerung einer Tochtergesellschaft.
- Der Klebstoffbereich dominiert mit 65% Umsatzanteil. Für die Gruppe wird ein Wachstum auf Klebstoffmarktniveau erwartet.
- Die Ziel-EBIT-Marge wird aus einer Peer von Industriegesellschaften hergeleitet.
- Mit 7,8% wird eine Zielmarge weit unterhalb des besten Peers und unterhalb der durchschnittlichen Peer Group angenommen.
- Für die ewige Rente wird eine vergleichsweise geringe Wachstumsrate von nur 1,5% modelliert.

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	1,3 x	1,0 x	1,1 x	1,3 x	1,2 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,83	2,55	3,37	2,24	2,99	3,66	4,55
EV / Umsatz	0,9 x	0,5 x	0,4 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA	12,2 x	6,6 x	6,2 x	7,9 x	7,9 x	6,7 x	5,7 x
EV / EBIT	17,7 x	9,0 x	8,8 x	10,8 x	10,7 x	9,0 x	7,5 x
EV / EBIT adj.*	17,7 x	9,0 x	36,3 x	10,8 x	10,7 x	9,0 x	7,5 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,7 x	12,6 x
KGV	47,3 x	5,7 x	7,1 x	16,3 x	10,7 x	10,0 x	7,2 x
KGV ber.*	47,3 x	5,7 x	7,1 x	16,3 x	10,7 x	10,0 x	7,2 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	5,7 %	12,5 %	14,8 %	9,7 %	10,2 %	12,0 %	14,8 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	**23,4**	**74,9**	**86,6**	**78,5**	**86,9**	**89,6**	**91,9**
Veränd. Umsatz yoy	2500,8 %	219,9 %	15,7 %	-9,3 %	10,7 %	3,1 %	2,5 %
Bestandsveränderungen	-0,5	3,3	0,4	0,1	0,4	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	**22,9**	**78,2**	**87,0**	**78,6**	**87,4**	**89,6**	**91,9**
Materialaufwand	11,0	38,7	46,2	39,1	43,3	44,4	45,5
Rohertrag	**11,9**	**39,5**	**40,7**	**39,5**	**44,1**	**45,2**	**46,4**
Rohertragsmarge	*50,9 %*	*52,8 %*	*47,1 %*	*50,3 %*	*50,7 %*	*50,4 %*	*50,5 %*
Personalaufwendungen	5,9	21,5	24,9	22,4	24,3	25,1	24,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	1,6	5,6	1,7	1,7	2,1	1,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,7	14,3	15,6	13,1	15,2	15,2	15,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**1,6**	**5,4**	**5,8**	**5,8**	**6,3**	**6,9**	**7,9**
Marge	*7,0 %*	*7,2 %*	*6,7 %*	*7,4 %*	*7,2 %*	*7,7 %*	*8,6 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,9	1,3	1,0	1,0	1,3	1,4
EBITA	**1,3**	**4,5**	**4,5**	**4,8**	**5,2**	**5,7**	**6,5**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**1,1**	**3,9**	**4,1**	**4,2**	**4,6**	**5,1**	**6,0**
Marge	*4,8 %*	*5,3 %*	*4,7 %*	*5,4 %*	*5,3 %*	*5,7 %*	*6,5 %*
EBIT adj.	**1,1**	**3,9**	**1,0**	**4,2**	**4,6**	**5,1**	**6,0**
Zinserträge	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,4	1,0	1,3	1,4	1,5	1,8	1,9
Sonstiges Finanzergebnis	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
EBT	**0,7**	**2,9**	**2,7**	**2,9**	**3,3**	**3,5**	**4,3**
Marge	*3,2 %*	*3,9 %*	*3,1 %*	*3,7 %*	*3,7 %*	*3,9 %*	*4,6 %*
Steuern gesamt	0,5	0,9	0,4	1,4	1,2	1,4	1,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**0,3**	**2,0**	**2,3**	**1,6**	**2,0**	**2,2**	**3,0**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**0,3**	**2,0**	**2,3**	**1,6**	**2,0**	**2,2**	**3,0**
Minderheitenanteile	0,0	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**0,2**	**1,7**	**1,9**	**1,2**	**2,0**	**2,2**	**3,0**
Marge	*0,9 %*	*2,3 %*	*2,2 %*	*1,5 %*	*2,3 %*	*2,4 %*	*3,3 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3,0	3,0	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6
EPS	**0,07**	**0,58**	**0,59**	**0,34**	**0,56**	**0,60**	**0,83**
EPS adj.	0,07	0,58	0,59	0,34	0,56	0,60	0,83

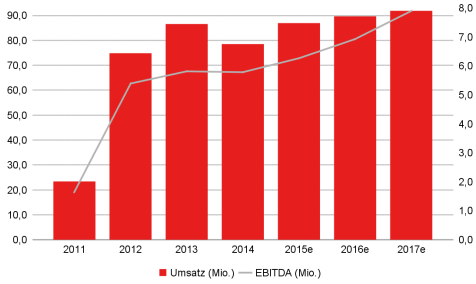
*Adjustiert um:

Guidance: GJ 2015: Umsatz von EUR 85-90 Mio. und ein deutlich positiver Jahresüberschuss

Kennzahlen

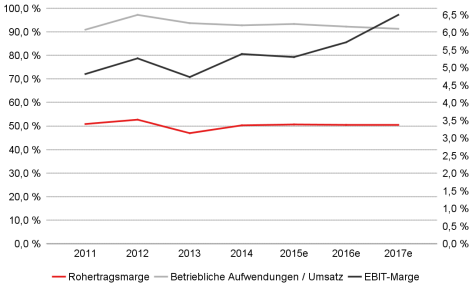
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	90,9 %	97,3 %	93,8 %	92,8 %	93,3 %	92,3 %	91,4 %
Operating Leverage	n.a.	1,1 x	0,2 x	-0,3 x	0,8 x	3,6 x	6,6 x
EBITDA / Interest expenses	4,5 x	5,2 x	4,5 x	4,3 x	4,2 x	4,0 x	4,3 x
Steuerquote (EBT)	65,3 %	30,3 %	16,4 %	45,9 %	37,7 %	38,5 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	100.876	181.249	198.115	184.327	201.039	204.238	206.250

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



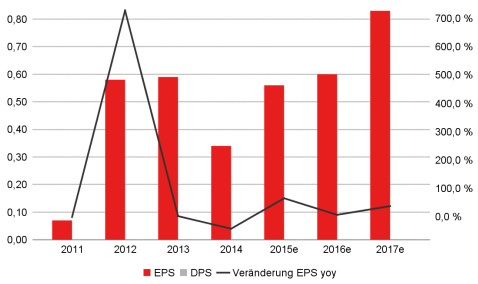
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

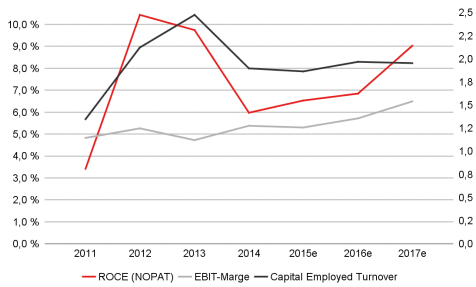
Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4	1,3	0,7	6,5	6,6	6,4	6,1
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	0,4	6,1	6,2	6,0	5,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,9	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Sachanlagen	9,7	23,2	20,6	21,8	23,3	24,5	25,7
Finanzanlagen	1,8	1,7	1,4	1,2	1,3	1,4	1,5
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**12,9**	**26,2**	**22,7**	**29,6**	**31,2**	**32,4**	**33,3**
Vorräte	5,9	10,1	10,7	10,9	12,4	12,8	13,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,2	9,0	7,2	8,5	9,8	7,4	7,6
Liquide Mittel	2,8	1,0	3,5	4,8	3,9	7,1	8,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,9	3,4	2,7	2,6	3,4	3,4	3,4
Umlaufvermögen	**16,9**	**23,5**	**24,1**	**26,8**	**29,6**	**30,7**	**32,9**
Bilanzsumme (Aktiva)	**29,7**	**49,7**	**46,9**	**56,4**	**60,8**	**63,1**	**66,2**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	3,0	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Kapitalrücklage	1,6	1,7	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9
Gewinnrücklagen	1,8	1,8	1,8	1,9	3,9	6,1	9,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,5	2,5	4,1	5,3	6,1	6,1	6,1
Buchwert	6,9	9,0	11,8	14,6	17,4	19,6	22,6
Anteile Dritter	0,5	0,9	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3
Eigenkapital	**7,4**	**9,9**	**12,7**	**16,0**	**18,8**	**21,0**	**24,0**
Rückstellungen gesamt	4,8	6,1	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	11,3	24,9	24,2	28,7	30,2	30,2	30,2
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,7	13,5	14,8	14,9	15,6	15,6	15,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,0	4,5	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten	3,1	4,3	1,6	3,7	3,7	3,7	3,7
Verbindlichkeiten	**22,4**	**39,9**	**34,1**	**40,4**	**42,0**	**42,1**	**42,2**
Bilanzsumme (Passiva)	**29,7**	**49,7**	**46,9**	**56,4**	**60,8**	**63,1**	**66,2**

Kennzahlen

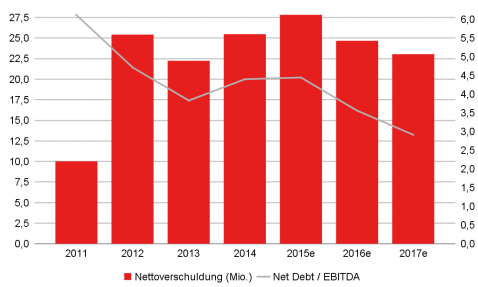
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,2 x	2,0 x	2,4 x	2,1 x	2,1 x	2,2 x	2,1 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	2,1 x	2,5 x	1,9 x	1,9 x	2,0 x	2,0 x
ROA	1,6 %	6,6 %	8,5 %	4,1 %	6,5 %	6,7 %	9,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	3,4 %	10,4 %	9,7 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %	9,0 %
ROE	3,6 %	21,8 %	18,7 %	9,2 %	12,7 %	11,7 %	14,2 %
Adj. ROE	3,6 %	21,8 %	18,7 %	9,2 %	12,7 %	11,7 %	14,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	10,0	25,4	22,2	25,5	27,8	24,7	23,0
Nettofinanzverschuldung	8,5	24,0	20,7	23,9	26,3	23,1	21,5
Net Gearing	136,1 %	258,0 %	174,5 %	159,6 %	148,1 %	117,7 %	96,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	520,1 %	444,8 %	356,8 %	414,2 %	420,1 %	334,2 %	272,3 %
Buchwert je Aktie	2,3	3,0	3,6	4,0	4,8	5,4	6,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,8	2,5	3,4	2,2	3,0	3,7	4,6

Entwicklung ROCE



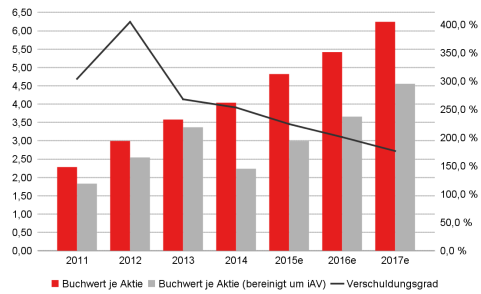
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

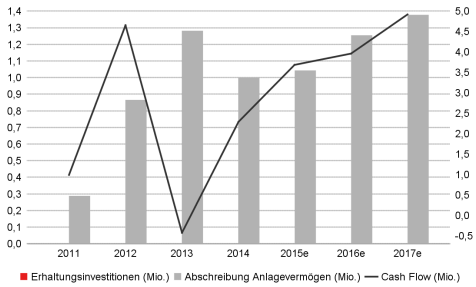
Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,3	2,0	2,3	1,6	2,0	2,2	3,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,9	1,3	1,0	1,0	1,3	1,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	1,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,1	-4,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**1,0**	**4,7**	**-0,4**	**2,3**	**3,7**	**4,0**	**4,9**
Veränderung Vorräte	0,6	-5,0	0,1	1,3	-1,5	-0,4	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	-1,8	-1,3	2,4	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,5	4,8	2,9	0,0	0,1	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	1,0	-0,2	2,9	-0,5	-2,7	2,1	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**2,0**	**4,4**	**2,5**	**1,8**	**0,9**	**6,1**	**4,5**
Investitionen in iAV	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,7	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-2,2	-10,3	-2,5	-2,1	-2,5	-2,5	-2,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,3	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Erlöse aus Anlageabgängen	0,3	-1,6	2,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-2,5**	**-12,3**	**-0,5**	**-8,4**	**-3,3**	**-2,9**	**-2,9**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,3	5,8	-1,2	6,3	1,5	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	1,3	1,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**2,2**	**5,9**	**0,1**	**7,8**	**1,5**	**0,0**	**0,0**
Veränderung liquide Mittel	1,7	-1,9	2,1	1,2	-0,9	3,2	1,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,8	0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**2,8**	**1,0**	**3,5**	**4,8**	**3,9**	**7,1**	**8,7**

Kennzahlen

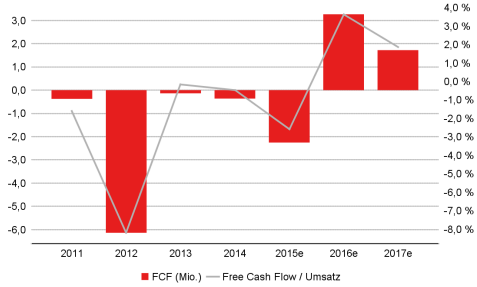
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	-0,4	-6,1	-0,1	-0,4	-2,3	3,3	1,7
Free Cash Flow / Umsatz	-1,6 %	-8,2 %	-0,2 %	-0,5 %	-2,6 %	3,6 %	1,9 %
Free Cash Flow Potential	1,1	4,4	5,3	4,4	5,0	5,6	6,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-179,7 %	-355,4 %	-7,1 %	-30,0 %	-111,1 %	150,3 %	57,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,6 %	3,9 %	2,3 %	1,7 %	1,1 %	0,9 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,9 %	5,8 %	5,2 %	5,1 %	5,1 %	5,8 %	6,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	10,3 %	14,1 %	3,1 %	2,8 %	3,7 %	3,1 %	3,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	475,7 %	733,7 %	154,6 %	140,4 %	193,7 %	156,2 %	145,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,4 %	15,8 %	17,0 %	19,9 %	20,4 %	20,1 %	18,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	203,8 %	199,6 %	237,5 %	280,8 %	316,1 %	231,3 %	230,3 %
Vorratsumschlag	1,9 x	3,8 x	4,3 x	3,6 x	3,5 x	3,5 x	3,5 x
Receivables collection period (Tage)	97	44	30	39	41	30	30
Payables payment period (Tage)	101	42	24	28	26	26	26
Cash conversion cycle (Tage)	147	65	67	85	90	88	87

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



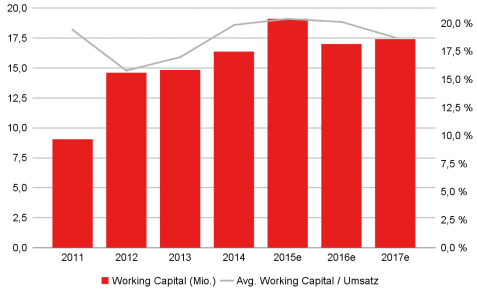
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-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 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 (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 genann-ten 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 vorangegangen 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.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report") ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg" bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.

4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Blue Cap	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0JM2M1.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	119	65
Halten	58	32
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	**184**	**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	96	69
Halten	38	27
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	**139**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [BLUE CAP] AM [02.10.2015]

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 Rüschmeier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@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

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@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

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, Switzerland 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 Merckel +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	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 +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

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