

<b>Buy</b> <b>EUR 41,00</b> (EUR 40,00)  Kurs <b>EUR 30,56</b> <b>Upside 34,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 41,00 FCF-Value Potential: 43,00	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: ACW GR Reuters: ACWG ISIN: DE0005079909	<b>Beschreibung:</b> A.S. Création ist Europas führender Tapetenhersteller
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 84 Aktienanzahl (Mio.): 3 EV: 121 Freefloat MC (St.): 31 Ø Trad. Vol. (St./30T): 52,50	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 36,6 % Franz Jürgen Schneider: 29,5 % Karin Schneider: 10,1 % Lins Wallpaer: 10,1 % A.S. Creation Tapetenstiftung: 5,7 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2012e Beta: 1,1 KBV: 0,9 Net Gearing: 39 % Verschuldungsgrad: 73 % Nettoversch. / EBITDA: 1,5 x

## Guidance scheint konservativ

Berichtete Kennzahlen Q2/2012:										Kommentar zu den Kennzahlen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 2012	Q2 2012e	Q2 2011	yoy	6M 2012	6M 2012e	6M 2011	yoy			
<b>Umsatz</b>	<b>48,4</b>	46,9	45,8	5,8 %	<b>103,6</b>	102,0	99,1	4,5 %		▪ Aufgrund eines starken Ergebnisses in Deutschland (+9,7%) und Osteuropa (+26,6%) stiegen die Umsätze um 5,8% trotz eines Rückgangs der EU-Umsätze außerhalb Deutschlands um 4,6%.	
<b>EBIT</b>	<b>4,0</b>	3,0	2,9	40,5 %	<b>9,2</b>	8,2	7,5	22,3 %		▪ Die Bruttomarge war sehr stark (+250 Bp) aufgrund der Preiserhöhung im März und einer Stabilisierung der Rohstoffpreise	
<b>Marge</b>	<b>8,3 %</b>	6,4 %	6,3 %		<b>8,9 %</b>	8,0 %	7,6 %			▪ Die Anlaufkosten der russischen Anlage stiegen auf EUR 0,33 Mio. im Quartal	
<b>Jahresübersch</b>	<b>2,2</b>	1,6	1,6	36,4 %	<b>5,5</b>	4,9	4,5	21,7 %			
<b>Marge</b>	<b>4,5 %</b>	3,4 %	3,5 %		<b>5,3 %</b>	4,8 %	4,5 %				
<b>EPS</b>	<b>0,79</b>	0,59	0,58	36,0 %	<b>1,98</b>	1,78	1,63	21,5 %			

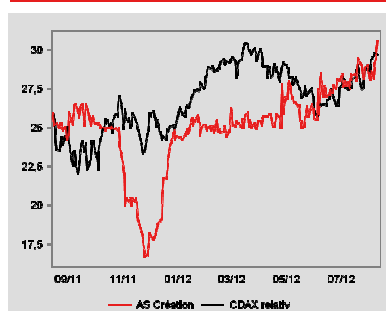
2012 ist ein Übergangsjahr in dem wir eine Belastung der Ergebnisse von ca. EUR 2,25 Mio. aus Anlaufkosten für die Produktion in Russland und dem Aufbau des entsprechenden Vertriebesnetzwerks erwarten. Obwohl ein Teil dieser Ausgaben über der EBIT-Linie liegt, **übertraf das Q2 EBIT sogar das Rekordergebnis aus Q2 2008 von EUR 3,37 Mio.**, was unserer Ansicht nach eine äußerst starke Leistung darstellt.

Angesichts des allgemein starken Konsumausblicks in Deutschland (weiterhin sinkende Arbeitslosigkeit und steigende Löhne) sowie einer starken Wachstumsdynamik in Osteuropa, haben wir unsere **Gesamtjahresprognose für die Umsätze**, trotz Gegenwinds in Frankreich und Großbritannien, **leicht angehoben**. Darüber hinaus stärkt die hohe Dynamik in Osteuropa unser Vertrauen darin, dass A.S. Création das zusätzliche Volumen aus der russischen Produktion erfolgreich vertreiben wird.

Lange Lieferzeiten für Tapeten bedeuten normalerweise, dass selbst bei sinkenden Rohstoffpreisen kein Preisdruck existiert. Demzufolge sollte die jüngste **Abschwächung der Rohstoffpreise, besonders Öl, A.S. Création unterstützen**. Angesichts der Preiserhöhung im Frühling, wächst unser Vertrauen darin, dass sich die Bruttomarge in 2012 positiv entwickeln wird. Folglich erhöhen wir unsere Schätzung der Bruttomarge um 30 Bp, woraus sich eine Nettoergebnisprognose ergibt, die EUR 0,5 Mio. über dem oberen Ende der Management-Guidance liegt.

Da die Anlaufkosten in Russland (EUR 2,25 Mio.) wegfallen und angesichts einer niedrigeren PPA-Abschreibung (EUR 0,7 Mio.), ist der **Ergebnisanstieg für 2013 gut sichtbar**. Demzufolge bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung und erhöhen unser Kursziel auf EUR 41.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -		
<b>Umsatz</b>	203,0	0,5 %	233,2	0,4 %	249,8	0,4 %		▪ Wir erhöhen unsere Umsatzprognosen aufgrund der Dynamik in Deutschland und Osteuropa
<b>EBIT</b>	13,6	5,3 %	14,8	2,1 %	16,9	1,9 %		▪ Da die Rohstoffpreise im letzten Quartal allgemein nahezu unverändert (in Euro) geblieben sind, erhöhen wir unsere Prognose der Bruttomarge leicht.
<b>EPS</b>	2,54	7,1 %	3,62	2,1 %	4,30	1,9 %		
<b>DPS</b>	1,14	7,1 %	1,64	2,1 %	1,95	1,8 %		
<b>Nettoverschuld</b>	37,1	-0,3 %	38,0	-0,2 %	34,8	-0,5 %		

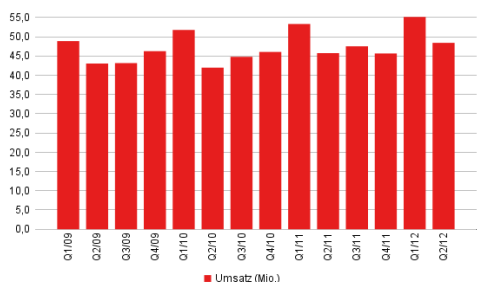


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	2,2 %
6 Monate:	16,6 %
Jahresverlauf:	7,0 %
Letzte 12 Monate:	3,3 %

**Unternehmenstermine:**  
06.11.12 Q3

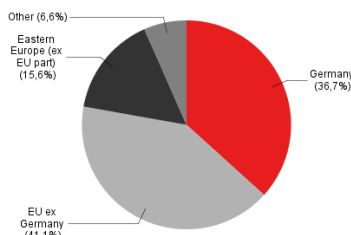
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	9,3 %	176	181	185	192	204	234	251
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		5,1 %	2,9 %	1,8 %	4,1 %	6,1 %	14,8 %	7,1 %
<b>Rohermarge</b>		46,0 %	48,0 %	49,0 %	46,1 %	47,9 %	44,7 %	44,6 %
<b>EBITDA</b>	10,1 %	22	23	25	20	24	24	26
<b>Marge</b>		12,3 %	12,8 %	13,4 %	10,2 %	11,9 %	10,3 %	10,4 %
<b>EBIT</b>	21,4 %	14	13	14	10	14	15	17
<b>Marge</b>		7,7 %	7,4 %	7,8 %	5,0 %	7,0 %	6,4 %	6,8 %
<b>Jahresüberschuss</b>	37,5 %	9	7	8	5	7	10	12
<b>EPS</b>	37,5 %	3,22	2,72	3,05	1,69	2,72	3,69	4,38
<b>EPS adj.</b>	37,5 %	3,22	2,72	3,05	1,69	2,72	3,69	4,38
<b>DPS</b>	38,3 %	1,40	1,20	1,35	0,75	1,22	1,67	1,98
<b>Dividendenrendite</b>		7,8 %	6,1 %	4,5 %	2,8 %	4,0 %	5,5 %	6,5 %
<b>FCFPS</b>		-5,54	7,63	3,18	-3,44	0,90	0,99	2,98
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
<b>EV / EBITDA</b>		4,3 x	3,5 x	4,3 x	5,7 x	5,0 x	5,1 x	4,6 x
<b>EV / EBIT</b>		6,9 x	6,1 x	7,4 x	11,6 x	8,4 x	8,1 x	6,9 x
<b>KGV</b>		5,6 x	7,3 x	9,9 x	15,9 x	11,2 x	8,3 x	7,0 x
<b>KGV ber.</b>		5,6 x	7,3 x	9,9 x	15,9 x	11,2 x	8,3 x	7,0 x
<b>FCF Yield Potential</b>		13,1 %	17,4 %	14,0 %	9,5 %	11,4 %	10,8 %	11,8 %
<b>Nettoverschuldung</b>		44	27	23	37	37	38	35
<b>ROE</b>		11,4 %	9,1 %	9,7 %	5,2 %	8,1 %	10,3 %	11,4 %
<b>ROCE</b>		8,1 %	7,4 %	7,9 %	4,8 %	7,2 %	7,7 %	8,3 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz von 195 bis 205 Mio. EUR und Jahresüberschuss von 6,0 bis 7,0 Mio. EUR.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



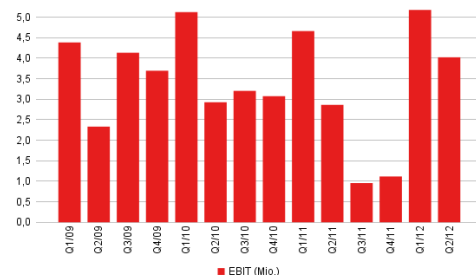
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

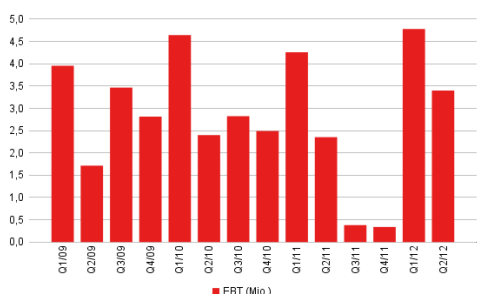
**Unternehmenshintergrund**

- A.S. Création, der führende Tapetenhersteller Europas, erwirtschaftet mehr als 30% des Umsatzes der deutschen Tapetenindustrie. Der Geschäftsbereich Dekorationsstoffe ergänzt das Sortiment.
- Die Produktpalette ist klar nach Preispunkten und Vertriebslinien segmentiert. Hauptmarken sind „A.S. Création“ und „living walls“ für das höherpreisige Marktsegment und "Innova" für das Einstiegssegment.
- Deutschland und Frankreich sind die wichtigsten Märkte und stehen zusammen für deutlich mehr als die Hälfte des Umsatzes. In der EU insgesamt werden mehr als 75% des Umsatzes erzielt.
- Die Produktion erfolgt bisher ausschließlich in Deutschland. Angesichts eines modernen Maschinenparks und der Nähe zu den Hauptabsatzmärkten ist die Produktion wettbewerbsfähig.

**Wettbewerbsqualität**

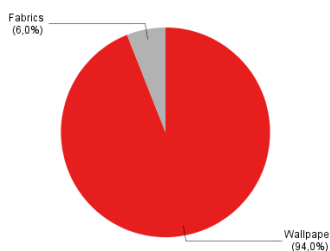
- A.S. Création setzt sich vor allem durch eine hohe Produktqualität und die Umsetzung hochwertigen Designs mit Hilfe anspruchsvoller Drucktechniken, wie bspw. Kombinationen aus Sieb- und Tiefdruck vom Wettbewerb ab.
- Das Unternehmen ist Pionier in der Entwicklung von Lizenzmarken außerhalb des Tapetenbereichs. Das Portfolio umfasst Esprit home, Avenzio, Schöner Wohnen, Lars Contzen, Brigitte home und Daniel Hechter.
- Das Management ist sehr innovative in der Entwicklung neuer Konzepte für den Point of Sales. Zudem wurde frühzeitig ein e-Shop gestartet.
- Durch eine effiziente Logistik kann A.S. eine Lieferquote von mehr als 99% innerhalb von 24h garantieren. Zudem kann der Handel sogar das komplette Management der Tapetenabteilung an A.S. auslagern.
- Bereits in den neunziger Jahren wurden die osteuropäischen Märkte erschlossen. Um näher am Kunden zu sein investiert A.S. jetzt mit einem Partner in eine neue Fertigung in Russland.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



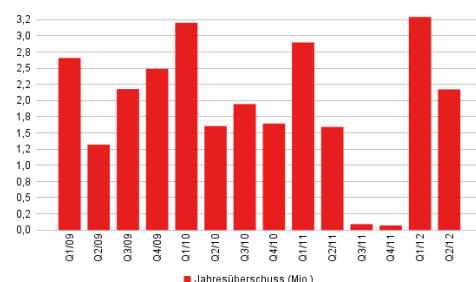
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	204	234	251	266	279	290	299	305	311	317	324	326	329	
Umsatzwachstum	6,1 %	14,8 %	7,1 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	0,8 %	0,8 %	1,0 %
EBIT	14	15	17	19	20	20	21	21	22	22	23	23	23	
EBIT-Marge	7,0 %	6,4 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	34,1 %	29,5 %	29,5 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	
NOPAT	10	11	12	13	14	14	15	15	15	16	16	16	16	
Abschreibungen	10	9	9	10	10	10	10	10	10	10	9	9	8	
Abschreibungsquote	4,8 %	3,9 %	3,5 %	3,6 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %	2,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2	10	6	4	5	4	3	2	2	2	2	1	1	
- Investitionen	13	6	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	
Investitionsquote	6,1 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
Sonst	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC Modell)	6	4	9	12	12	13	14	15	15	15	15	16	15	15
Barwert FCF	5	4	7	9	8	8	8	8	7	7	6	6	5	63
Anteil der Barwerte	10,64 %			47,91 %										41,45 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	5,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
Fremdkapitalzins	4,3 %	Liquidität	1,00
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,00
		Sonst	1,00
<b>WACC</b>	<b>9,24 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,10</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2024e	89		
Terminal Value	63		
Zinstr. Verbindlichkeiten	32		
Pensionsrückstellungen	8		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	2,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>114</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>41,40</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge						
	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,31</b> (10,2 %)	33,64	34,07	34,52	35,00	35,51	36,04	36,60	22,54	26,56	30,57	34,58	38,60	42,61	46,62
<b>1,21</b> (9,7 %)	36,41	36,92	37,45	38,01	38,61	39,24	39,92	24,86	29,11	33,35	37,60	41,84	46,08	50,33
<b>1,15</b> (9,5 %)	37,91	38,46	39,04	39,65	40,31	41,00	41,73	26,12	30,49	34,86	39,24	43,61	47,98	52,35
<b>1,10</b> (9,2 %)	39,50	40,10	40,73	<b>41,40</b>	42,11	42,86	43,67	27,46	31,97	36,47	<b>40,98</b>	45,48	49,99	54,49
<b>1,05</b> (9,0 %)	41,18	41,83	42,52	43,25	44,03	44,86	45,75	28,89	33,53	38,18	42,83	47,47	52,12	56,77
<b>0,99</b> (8,7 %)	42,96	43,67	44,42	45,22	46,08	46,99	47,97	30,40	35,20	40,00	44,80	49,60	54,40	59,20
<b>0,89</b> (8,2 %)	46,86	47,71	48,61	49,58	50,62	51,73	52,93	33,76	38,89	44,02	49,16	54,29	59,42	64,56

- Wir unterstellen im DCF Modell eine EBIT-Marge von 7.0%; 140Bp unter dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.
- Diese niedrige Marge reflektiert vor allem die Margenverwässerung durch das Joint Venture in Russland.
- Aufgrund der Reife der Tapetenbranche rechnen wir nur mit einem Umsatzwachstum von 1% im Endwert.

### Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9	7	8	5	7	10	12	
+ Abschreibung + Amortisation	8	10	11	10	10	9	9	
- Zinsergebnis (netto)	-1	-3	-2	-2	-3	-1	0	
- Erhaltungsinvestitionen	6	6	6	6	7	7	7	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	17,4 %	14,0 %	9,5 %	11,4 %	10,8 %	11,8 %	
WACC	9,24 %	9,24 %	9,24 %	9,24 %	9,24 %	9,24 %	9,24 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>94</b>	<b>82</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>119</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>133</b>	<b>154</b>	<b>161</b>	<b>115</b>	<b>150</b>	<b>142</b>	<b>152</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	29	29	29	29	29	30	26	
- Pensionsverbindlichkeiten	8	8	8	8	8	8	9	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>96</b>	<b>117</b>	<b>124</b>	<b>78</b>	<b>113</b>	<b>104</b>	<b>117</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	3	3	3	3	3	3	3	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>34,59</b>	<b>42,35</b>	<b>44,94</b>	<b>28,17</b>	<b>40,87</b>	<b>37,90</b>	<b>42,56</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					33,7 %	24,0 %	39,3 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	12,24 %	22,98	28,67	30,63	17,97	27,56	25,24	29,05
	11,24 %	26,22	32,42	34,55	20,76	31,21	28,71	32,75
	10,24 %	30,09	36,90	39,24	24,10	35,57	32,85	37,17
WACC	<b>9,24 %</b>	<b>34,81</b>	<b>42,35</b>	<b>44,94</b>	<b>28,17</b>	<b>40,87</b>	<b>37,90</b>	<b>42,56</b>
	8,24 %	40,66	49,13	52,02	33,22	47,46	44,17	49,25
	7,24 %	48,14	57,77	61,07	39,67	55,86	52,17	57,78
	6,24 %	58,01	69,19	73,02	48,18	66,97	62,73	69,06

- Das Management macht das Niveau der Erhaltungsinvestitionen, die bei rund EUR 6 Mio. liegen, transparent.

## Peer Group

Unternehmen Kurse in lokaler Währung	Kurs	EV / Umsatz	EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		EPS CAGR
		12e	12e	13e	12e	13e	12e	13e	11-14e
Mittelwert		-	-	-	-	-	-	-	-
Median		-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Unternehmen</b>	<b>30,56</b>	<b>0,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>11,2</b>	<b>8,3</b>	<b>0,4</b>
Bewertungsunterschied zum		-	-	-	-	-	-	-	-

■ ...

## Wertermittlung

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	0,6 x	0,6 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	25,07	26,55	28,66	29,22	31,34	33,74	36,37
EV / Umsatz	0,5 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
EV / EBITDA	4,3 x	3,5 x	4,3 x	5,7 x	5,0 x	5,1 x	4,6 x
EV / EBIT	6,9 x	6,1 x	7,4 x	11,6 x	8,4 x	8,1 x	6,9 x
EV / EBIT adj.*	6,9 x	6,1 x	7,4 x	11,6 x	8,4 x	8,1 x	6,9 x
Kurs / FCF	14,6 x	2,4 x	9,3 x	18,8 x	9,2 x	34,6 x	10,6 x
KGV	5,6 x	7,3 x	9,9 x	15,9 x	11,2 x	8,3 x	7,0 x
KGV ber.*	5,6 x	7,3 x	9,9 x	15,9 x	11,2 x	8,3 x	7,0 x
Dividendenrendite	7,8 %	6,1 %	4,5 %	2,8 %	4,0 %	5,5 %	6,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,1 %	17,4 %	14,0 %	9,5 %	11,4 %	10,8 %	11,8 %

\*Adjustiert um: -

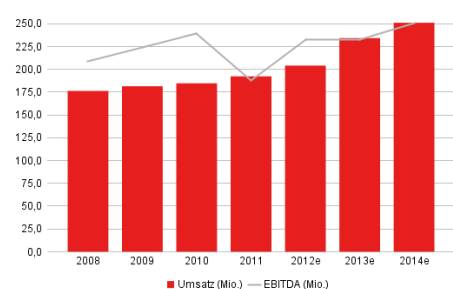
**GuV**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>176</b>	<b>181</b>	<b>185</b>	<b>192</b>	<b>204</b>	<b>234</b>	<b>251</b>
Veränd. Umsatz yoy	5,1 %	2,9 %	1,8 %	4,1 %	6,1 %	14,8 %	7,1 %
Bestandsveränderungen	4	-4	2	1	1	1	1
Aktiviere Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>180</b>	<b>177</b>	<b>187</b>	<b>194</b>	<b>205</b>	<b>235</b>	<b>252</b>
Materialaufwand	99	90	96	105	107	130	140
<b>Rohrertrag</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>91</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>105</b>	<b>112</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>46,0 %</i>	<i>48,0 %</i>	<i>49,0 %</i>	<i>46,1 %</i>	<i>47,9 %</i>	<i>44,7 %</i>	<i>44,6 %</i>
Personalaufwendungen	36	38	39	41	43	46	49
Sonstige betriebliche Erträge	1	1	1	1	1	1	1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24	27	28	29	31	36	38
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
<i>Marge</i>	<i>12,3 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>11,9 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>10,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	8	10	11	10	10	9	9
<b>EBITA</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
<i>Marge</i>	<i>7,7 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>6,8 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
Zinserträge	1	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	1	3	2	2	2	2	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	-1	1	1
<b>EBT</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>17</b>
<i>Marge</i>	<i>7,3 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,8 %</i>
Steuern gesamt	4	3	4	3	4	4	5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
<i>Marge</i>	<i>5,1 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>4,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	3	3	3	3	3	3	3
<b>EPS</b>	<b>3,22</b>	<b>2,72</b>	<b>3,05</b>	<b>1,69</b>	<b>2,72</b>	<b>3,69</b>	<b>4,38</b>
EPS adj.	3,22	2,72	3,05	1,69	2,72	3,69	4,38

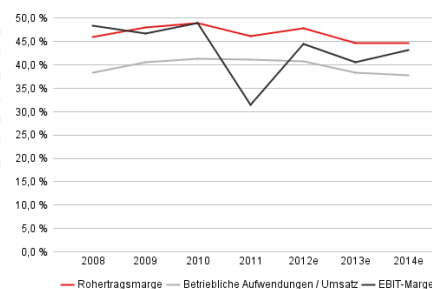
\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz von 195 bis 205 Mio. EUR und Jahresüberschuss von 6.0 bis 7.0 Mio. EUR.****Kennzahlen**

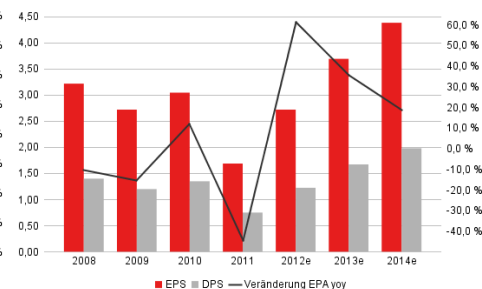
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	38,3 %	40,6 %	41,3 %	41,1 %	40,8 %	38,3 %	37,8 %
Operating Leverage	-2,0 x	-0,2 x	3,7 x	-8,0 x	8,1 x	0,3 x	2,0 x
EBITDA / Interest expenses	16,7 x	8,9 x	12,7 x	8,8 x	13,7 x	14,5 x	20,1 x
Steuerquote (EBT)	30,6 %	30,8 %	32,0 %	36,5 %	34,1 %	29,5 %	29,5 %
Ausschüttungsquote	43,5 %	44,1 %	44,3 %	44,4 %	45,0 %	45,3 %	45,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	245.085	230.400	239.124	241.535	253.417	282.169	293.463

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**  
in %

Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**

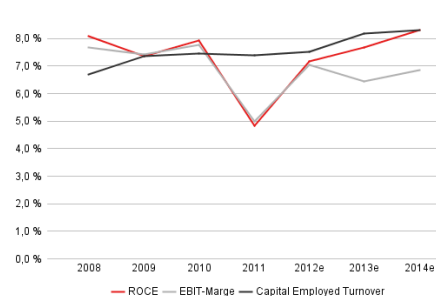
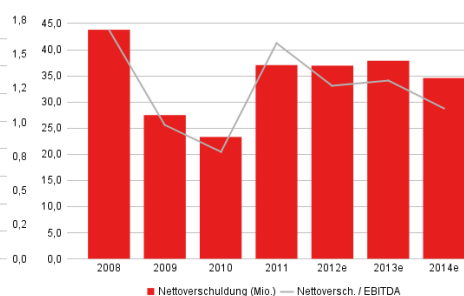
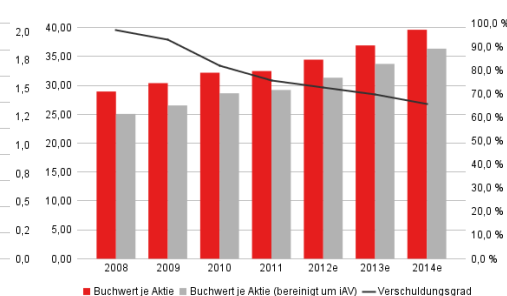
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	11	11	10	9	9	9	9
davon übrige imm. VG	11	11	2	1	1	1	1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0	0	8	8	8	8	8
Sachanlagen	51	55	51	47	43	40	37
Finanzanlagen	0	1	1	8	15	15	15
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>61</b>
Vorräte	47	41	45	46	48	54	58
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	41	36	36	34	36	41	44
Liquide Mittel	4	11	11	2	3	2	6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	11	8	8	10	11	12	13
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>102</b>	<b>96</b>	<b>100</b>	<b>93</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>120</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>164</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>157</b>	<b>164</b>	<b>173</b>	<b>181</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9	9	9	9	9	9	9
Kapitalrücklage	14	14	14	14	14	14	14
Gewinnrücklagen	61	65	70	71	76	83	91
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Buchwert	80	84	89	90	95	102	109
Anteile Dritter	3	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>102</b>	<b>109</b>
Rückstellungen gesamt	6	7	7	8	8	8	9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	6	7	7	8	8	8	9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	41	32	27	32	32	32	32
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11	10	9	9	10	12	13
Sonstige Verbindlichkeiten	22	29	29	19	19	19	19
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>81</b>	<b>78</b>	<b>73</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>72</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>164</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>157</b>	<b>164</b>	<b>173</b>	<b>181</b>

**Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,5 x	1,5 x	1,6 x	1,8 x	1,9 x	2,0 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x	1,7 x	1,7 x
ROA	14,4 %	11,4 %	13,6 %	7,3 %	11,2 %	16,0 %	19,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	8,1 %	7,4 %	7,9 %	4,8 %	7,2 %	7,7 %	8,3 %
ROE	11,4 %	9,1 %	9,7 %	5,2 %	8,1 %	10,3 %	11,4 %
Adj. ROE	11,4 %	9,1 %	9,7 %	5,2 %	8,1 %	10,3 %	11,4 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	44	27	23	37	37	38	35
Nettofinanzverschuldung	38	21	16	29	29	30	26
Net Gearing	52,7 %	32,8 %	26,2 %	41,4 %	38,9 %	37,2 %	31,7 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	174,0 %	88,5 %	65,5 %	150,8 %	120,0 %	122,9 %	100,0 %
Buchwert je Aktie	28,9	30,4	32,2	32,5	34,5	36,9	39,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	25,1	26,5	28,7	29,2	31,3	33,7	36,4

**Entwicklung ROCE**

**Nettoverschuldung  
in Mio. EUR**

**Buchwert je Aktie  
in EUR**


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

### Cash flow

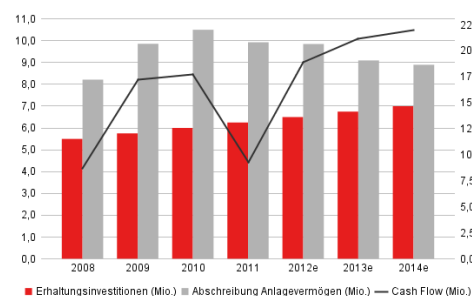
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9	7	8	5	7	10	12
Abschreibungen auf Sachanlagen	8	10	11	10	10	9	9
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-8	0	-1	-5	2	2	1
<b>Cash Flow</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
Veränderung Vorräte	3	-6	4	2	2	6	4
Veränderung Forderungen aus L+L	1	-5	0	-2	2	5	3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-5	0	-1	0	1	2	1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung Working Capital	0	-11	3	0	4	13	8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>9</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
Investitionen in iAV	2	0	0	0	1	1	1
Investitionen in Sachanlagen	3	5	6	5	5	6	6
Zugänge aus Akquisitionen	16	0	0	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	1	14	7	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	20	-10	-5	5	0	0	0
Dividende Vorjahr	4	6	3	4	2	3	5
Erwerb eigener Aktien	1	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	1	0	1	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>16</b>	<b>-15</b>	<b>-7</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
Veränderung liquide Mittel	0	7	1	-8	0	-1	4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>6</b>

### Kennzahlen

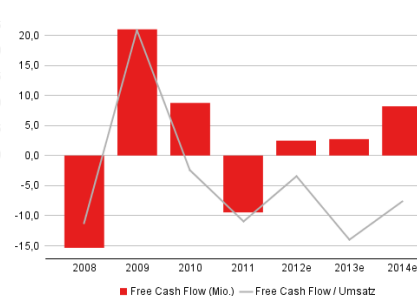
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-15	21	9	-9	2	3	8
Free Cash Flow / Umsatz	1,9 %	12,5 %	4,8 %	2,0 %	4,5 %	1,0 %	3,2 %
Free Cash Flow Potential	12	14	15	11	14	13	14
Free Cash Flow / Umsatz	1,9 %	12,5 %	4,8 %	2,0 %	4,5 %	1,0 %	3,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	38,1 %	303,1 %	106,5 %	84,7 %	122,4 %	23,9 %	65,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	17,8 %	0,9 %	0,7 %	2,8 %	2,0 %	2,0 %	1,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,3 %	7,2 %	6,7 %	7,5 %	5,6 %	5,3 %	4,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	-3,0 %	-2,9 %	-3,2 %	-2,8 %	-2,7 %	-2,6 %	-2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	3,2 %	3,3 %	3,3 %	3,2 %	2,9 %	2,8 %
CAPEX / Abschreibungen	-64,9 %	-44,3 %	-49,1 %	-48,3 %	-48,9 %	-61,2 %	-67,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	36,7 %	39,5 %	37,2 %	37,0 %	35,4 %	33,4 %	34,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	380,3 %	350,0 %	381,9 %	367,0 %	350,0 %	350,0 %	350,0 %
Vorratumschlag	2,1 x	2,2 x	2,1 x	2,3 x	2,2 x	2,4 x	2,4 x
Receivables collection period (Tage)	85	72	71	64	64	64	64
Payables payment period (Tage)	40	41	36	32	35	33	33
Cash conversion cycle (Tage)	172	157	167	158	157	145	144

### Investitionen und Cash Flow

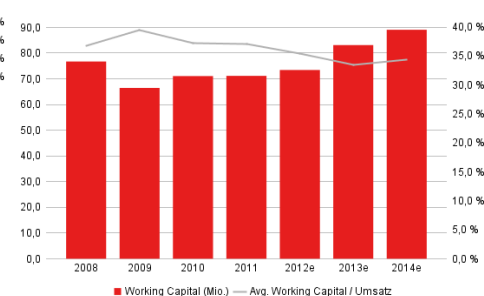
in Mio. EUR



### 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 KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## URHEBERRECHTE

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

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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

## QUELLEN

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
AS Création	3, 5, 6	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005079909.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005079909.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	112	60
Halten	64	34
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	103	66
Halten	43	28
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>155</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [AS CRÉATION] AM [13.08.2012]**


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

**RESEARCH**

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

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Robert Conredel</b> Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Julian Straube</b> Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Support</b>	
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

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

**Our research can be found under:**

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

**For access please contact:**

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