

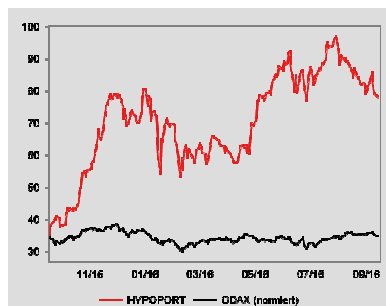
Buy EUR 117,00 Kurs EUR 78,15 Upside 49,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 117,38	Aktien Daten: Bloomberg: HYQ GR Reuters: HYQGn.DE ISIN: DE0005493365	Beschreibung: technologiebasierter Finanzdienstleister
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 484,1 Aktienanzahl (Mio.): 6,2 EV: 455,1 Freefloat MC: 305,5 Ø Trad. Vol. (30T): 1,61 Mio.	Aktionäre: Freefloat: 63,1 % Revenia (Slabke): 36,9 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,2 KBV: 6,6 x EK-Quote: 63 %

Kaufgelegenheit

Die Aktie der Hypoport hat in den letzten Wochen von den Höchstständen von knapp 100 EUR deutlich korrigiert. Es lohnt ein erneuter Blick auf die aktuelle Lage:

- Eine Ursache für die deutliche Korrektur könnte die **mediale Aufmerksamkeit der im Q1 eingeführten Wohnimmobilienkreditrichtlinie** (WIKR) sein. Die WIKR ist eine EU-Richtlinie, die Hypothekenkreditgeber dazu verpflichtet, eine verschärfte Kreditwürdigkeitsprüfung (insbes. Softfaktoren) vorzunehmen. Diese wurde im Q1 in deutschen Markt verpflichtend und erforderte Umstellungen im Prozess der Kreditvergabe. Dieser neue Prozess musste im H1 in der Kreditwirtschaft, auch bei den Teilnehmern von Europace, implementiert werden. Dies führte jedoch insbesondere auch bei deutschen Sparkassen, die den Markt für Immobilienkredite mit einem Anteil von schätzungsweise rund 35% dominieren, annahmegemäß zu deutlich weniger vergebenen Krediten (8,9% weniger Wohnungsbaukredite im 1 HJ 2016). Ursache ist die Einführung der WIKR sowie Anpassungen der Prozesse rund um die Kreditvergabe.
- Dabei ist bemerkenswert, dass sich im April/Mai durch WIKR-Prozessanpassungen bei allen Banken schwache Monate zeigten und der Juni wieder deutlich stärker war (typische „Nachholeffekte“). Die **Zahlen der Bundesbank über den Gesamtmarkt** zeigen, dass das Volumen insgesamt jedoch nur geringfügig um das durchschnittliche Monatsvolumen von rund EUR 20 Mrd. pro Monat schwankt. Es zeigt sich, dass auch problematische Nachfrager ggf. zu höheren Zinsen eine Gegenpartei finden oder Anbieter die WIKR ggf. weniger streng auslegen, um Marktanteile bzw. Kunden zu gewinnen.
- In Folge der WIKR war, insbesondere aufgrund der Anpassung der Prozesse, ein kurzzeitig abgeschwächtes Wachstum bei Europace und Dr. Klein zu erwarten. Auch im Q2 (April und Mai) dämpften die Auswirkungen der Wohnimmobilienkreditrichtlinie die Aktivitäten auf dem Immobilienfinanzierungsmarkt. In Summe lag das Transaktionsvolumen auf Europace im ersten Halbjahr 2016 daher knapp sieben Prozent unter dem Wert des Vorjahreszeitraums. Dieser Wert beinhaltet jedoch statistische Effekte, ohne die ein Zuwachs gezeigt worden wäre. Insbesondere zum Quartalsende hin normalisierte sich der Markt und viele Akteure profitieren seither vom attraktiven Zinsumfeld und der hohen Nachfrage. Der **Umsatz des Geschäftsbereiches Finanzdienstleister (beinhaltet hauptsächlich „EUROPACE“)** legte im ersten Halbjahr sogar, flankiert durch eine gute Entwicklung auch bei Ratenkrediten, um 17% gegenüber Vorjahr zu.

Insgesamt gibt es derzeit keinen Anlass für eine Anpassung der Prognosen. Das Kurspotenzial der Aktie ist auf aktuellem Niveau wieder erheblich. Die Aktie wird bei einem unveränderten Kursziel von EUR 117 mit Kaufen eingestuft.

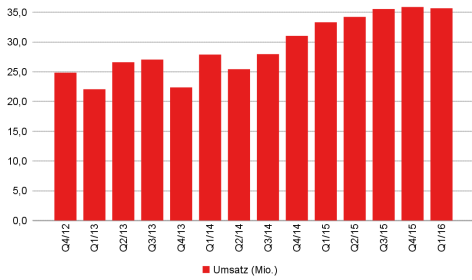


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-6,8 %
6 Monate:	16,1 %
Jahresverlauf:	2,1 %
Letzte 12 Monate:	123,2 %

Unternehmenstermine:	
18.10.16	RS EDI
31.10.16	Q3

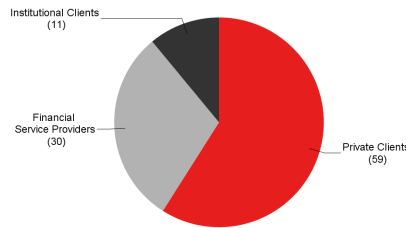
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	10,4 %	87,8	98,1	112,3	139,0	155,7	171,9	187,0
Veränd. Umsatz yoy		n.a.	11,8 %	14,5 %	23,7 %	12,0 %	10,4 %	8,8 %
Rohertragsmarge		55,7 %	54,3 %	53,9 %	54,9 %	54,7 %	55,5 %	55,9 %
EBITDA	18,7 %	8,1	8,1	12,7	25,1	30,7	36,1	41,9
Marge		9,3 %	8,3 %	11,3 %	18,0 %	19,7 %	21,0 %	22,4 %
EBIT	21,3 %	3,2	3,9	7,9	19,3	24,4	29,2	34,4
Marge		3,6 %	4,0 %	7,1 %	13,9 %	15,7 %	17,0 %	18,4 %
Nettoergebnis	22,7 %	1,9	3,2	5,9	15,9	20,7	24,8	29,3
EPS	22,7 %	0,32	0,52	0,97	2,56	3,33	4,01	4,73
EPS adj.	22,7 %	0,32	0,52	0,97	2,56	3,33	4,01	4,73
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCFPS		0,20	0,61	0,37	3,16	2,54	3,85	4,62
FCF / Marktkap.		2,3 %	7,4 %	3,3 %	10,2 %	3,3 %	4,9 %	5,2 %
EV / Umsatz		0,7 x	0,6 x	0,6 x	1,4 x	2,9 x	2,5 x	2,5 x
EV / EBITDA		8,0 x	7,0 x	5,6 x	7,8 x	14,8 x	11,9 x	11,1 x
EV / EBIT		20,3 x	14,4 x	9,0 x	10,2 x	18,6 x	14,8 x	13,5 x
KGV		27,9 x	15,9 x	11,3 x	13,2 x	23,5 x	19,5 x	18,7 x
KGV ber.		27,9 x	15,9 x	11,3 x	13,2 x	23,5 x	19,5 x	18,7 x
FCF Yield Potential		11,9 %	14,5 %	15,9 %	11,2 %	6,1 %	7,5 %	8,0 %
Nettoverschuldung		10,1	6,0	4,1	-13,3	-29,0	-52,9	-81,5
ROCE (NOPAT)		13,3 %	10,3 %	15,8 %	38,9 %	50,8 %	56,8 %	65,6 %
Guidance:	2016 ein prozentual leicht zweistelliges Umsatz- und Ertragswachstum							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



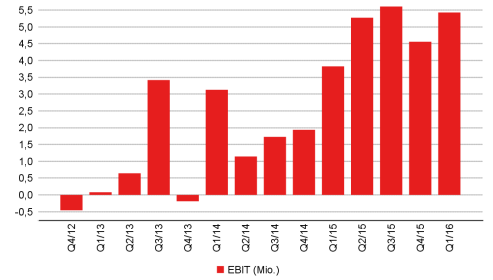
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

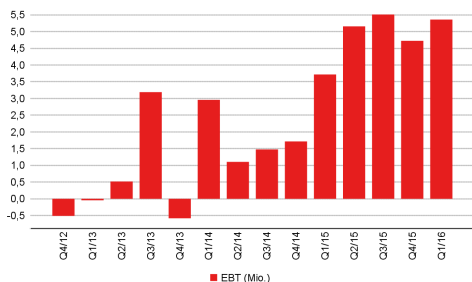
Unternehmenshintergrund

- Die 1999 gegründete Gesellschaft ist auf die Immobilienfinanzierungsvermittlung spezialisiert.
- Mit "Europace" betreibt Hypoport die größte deutsche Internet-Plattform für Immobilienfinanzierungen und ähnliche Produkte.
- Unter der Marke Dr. Klein betreibt Hypoport ein Franchise System von stationären Beratern.
- Auch im Bereich institutioneller Immobilienfinanzierung ist Hypoport (ebenfalls unter der Marke Dr. Klein) führend positioniert.
- Alle Segmente weisen einen hohen Technisierungsgrad ("Fintech") auf.

Wettbewerbsqualität

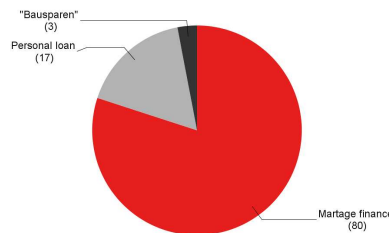
- Der von Hypoport betriebene online Marktplatz für Immobilienfinanzierungen (Europace) ist der größte dieser Art in Deutschland.
- Da für Marktplätze dieser Art die Anzahl der angeschlossenen Anbieter entscheidend ist, bildet dies einen zentralen Wettbewerbsvorteil und eine ganz erhebliche Markteintrittsbarriere für Dritte.
- Die Geschäftssegmente der Marke Dr. Klein (Privatkunden und institutionelle Kunden) profitieren vom Marktzugang über Europace aber auch von der jahrelangen Erfahrung im Bereich Immobilienfinanzierung.
- Dr. Klein ist regional präsent (200 Filialen) und kann so eine besondere Kundennähe darstellen.
- Vor allem aber arbeitet Dr. Klein stark fokussiert ("hauptsächlich Immobilienfinanzierung") und neutral (mit Angeboten aller Anbieter). Andere Finanzvertriebe bzw. "Hausbanken" können beides i.d.R. nicht leisten.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



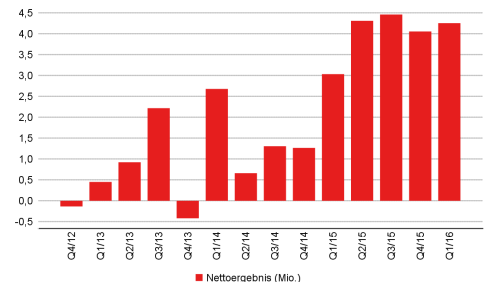
Quelle: Warburg Research

Europace nach Produkten
2016e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	155,7	171,9	187,0	196,4	206,2	216,5	227,3	238,7	250,6	258,1	265,9	273,8	280,7	
Umsatzwachstum	12,0 %	10,4 %	8,8 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	24,4	29,2	34,4	39,3	44,3	47,6	51,1	54,9	57,6	59,4	61,1	63,0	64,6	
EBIT-Marge	15,7 %	17,0 %	18,4 %	20,0 %	21,5 %	22,0 %	22,5 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	
Steuerquote (EBT)	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	
NOPAT	21,3	25,4	29,9	34,2	38,6	41,4	44,5	47,8	50,1	51,6	53,2	54,8	56,2	
Abschreibungen	6,2	6,9	7,5	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4	
Abschreibungsquote	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	5,6	1,9	1,8	-2,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	0,8	0,8	0,8	0,7	
- Investitionen	5,5	6,0	6,4	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4	
Investitionsquote	3,5 %	3,5 %	3,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
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)	16,4	24,4	29,2	36,1	37,6	40,4	43,4	46,6	49,0	50,9	52,4	54,0	55,5	56
Barwert FCF	16,0	22,1	24,4	28,0	26,9	26,8	26,7	26,5	25,8	24,8	23,7	22,6	21,5	398
Anteil der Barwerte	8,74 %			35,47 %										55,79 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	2,7 %	Liquidität (Akte)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,30
		Sonstiges	1,30
WACC	7,99 %	Beta	1,18

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	316		
Terminal Value	398		
Zinstr. Verbindlichkeiten	11		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	25	Aktienzahl (Mio.)	6,2
Eigenkapitalwert	727	Wert je Aktie (EUR)	117,38

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
1,36	9,0 %	93,70	95,26	96,93	98,73	100,68	102,79	105,08	1,36	9,0 %	91,99	94,24	96,49	98,73	100,98	103,23	105,48
1,27	8,5 %	101,08	102,98	105,04	107,27	109,70	112,34	115,24	1,27	8,5 %	99,97	102,40	104,84	107,27	109,71	112,14	114,58
1,23	8,2 %	105,20	107,32	109,61	112,11	114,83	117,81	121,09	1,23	8,2 %	104,48	107,02	109,56	112,11	114,65	117,19	119,73
1,18	8,0 %	109,65	112,02	114,58	117,38	120,45	123,83	127,56	1,18	8,0 %	109,41	112,07	114,73	117,38	120,04	122,70	125,36
1,13	7,7 %	114,49	117,13	120,01	123,17	126,64	130,48	134,75	1,13	7,7 %	114,82	117,60	120,38	123,17	125,95	128,74	131,52
1,09	7,5 %	119,75	122,72	125,96	129,54	133,49	137,88	142,79	1,09	7,5 %	120,77	123,69	126,61	129,54	132,46	135,39	138,31
1,00	7,0 %	131,80	135,59	139,77	144,42	149,62	155,48	162,11	1,00	7,0 %	134,67	137,92	141,17	144,42	147,67	150,93	154,18

- Das antizipierte Wachstum der Hypoport ergibt sich aus einer robusten Geschäftsentwicklung aller Bereiche
- Besonderes systematisches Skalierungs- und Margenpotential entsteht im Segment Finanzdienstleister ("Europace")
- Auf Basis dessen wird im Konzern ein langfristig positiver Margentrend unterstellt
- Aufgrund der geschickten Regionalen Verteilung von Steueraufkommen wird langfristig ein niedriger Steuersatz unterstellt

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,9 x	1,5 x	1,7 x	4,0 x	6,6 x	4,9 x	4,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,31	0,53	1,25	3,31	6,64	10,65	15,38
EV / Umsatz	0,7 x	0,6 x	0,6 x	1,4 x	2,9 x	2,5 x	2,5 x
EV / EBITDA	8,0 x	7,0 x	5,6 x	7,8 x	14,8 x	11,9 x	11,1 x
EV / EBIT	20,3 x	14,4 x	9,0 x	10,2 x	18,6 x	14,8 x	13,5 x
EV / EBIT adj.*	20,3 x	14,4 x	9,0 x	10,2 x	18,6 x	14,8 x	13,5 x
Kurs / FCF	44,4 x	13,5 x	29,9 x	9,8 x	30,7 x	20,3 x	19,1 x
KGV	27,9 x	15,9 x	11,3 x	13,2 x	23,5 x	19,5 x	18,7 x
KGV ber.*	27,9 x	15,9 x	11,3 x	13,2 x	23,5 x	19,5 x	18,7 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Yield Potential	11,9 %	14,5 %	15,9 %	11,2 %	6,1 %	7,5 %	8,0 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

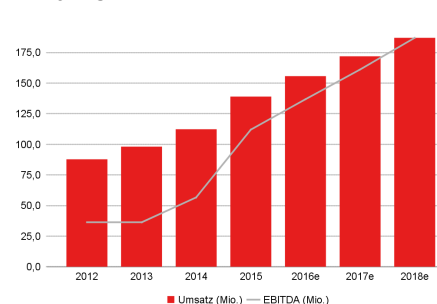
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	87,8	98,1	112,3	139,0	155,7	171,9	187,0
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	11,8 %	14,5 %	23,7 %	12,0 %	10,4 %	8,8 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	4,2	4,2	4,2	4,7	4,7	5,2	5,4
Gesamterlöse	91,9	102,3	116,5	143,6	160,3	177,1	192,4
Materialaufwand	43,0	49,1	55,9	67,3	75,2	81,7	87,9
Rohertrag	48,9	53,2	60,6	76,3	85,1	95,4	104,5
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>55,7 %</i>	<i>54,3 %</i>	<i>53,9 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>54,7 %</i>	<i>55,5 %</i>	<i>55,9 %</i>
Personalaufwendungen	29,9	32,7	35,3	38,2	42,0	44,7	47,7
Sonstige betriebliche Erträge	2,4	2,8	1,8	2,2	3,1	1,7	1,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,2	15,2	14,5	15,2	15,6	16,3	16,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,1	8,1	12,7	25,1	30,7	36,1	41,9
<i>Marge</i>	<i>9,3 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>18,0 %</i>	<i>19,7 %</i>	<i>21,0 %</i>	<i>22,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	1,9
EBITA	7,2	7,1	11,7	24,0	29,1	34,4	40,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,0	3,1	3,8	4,7	4,7	5,2	5,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,2	3,9	7,9	19,3	24,4	29,2	34,4
<i>Marge</i>	<i>3,6 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>13,9 %</i>	<i>15,7 %</i>	<i>17,0 %</i>	<i>18,4 %</i>
EBIT adj.	3,2	3,9	7,9	19,3	24,4	29,2	34,4
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,0	1,0	0,8	0,5	0,8	0,8	0,8
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,3	3,1	7,3	19,1	23,7	28,5	33,7
<i>Marge</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>13,7 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>18,0 %</i>
Steuern gesamt	0,4	-0,1	1,3	3,2	3,1	3,7	4,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,9	3,2	5,9	15,9	20,7	24,8	29,3
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,9	3,2	5,9	15,9	20,7	24,8	29,3
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	1,9	3,2	5,9	15,9	20,7	24,8	29,3
<i>Marge</i>	<i>2,2 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>15,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2
EPS	0,32	0,52	0,97	2,56	3,33	4,01	4,73
EPS adj.	0,32	0,52	0,97	2,56	3,33	4,01	4,73

*Adjustiert um:

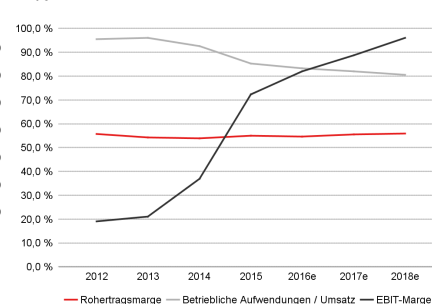
Guidance: 2016 ein prozentual leicht zweistelliges Umsatz- und Ertragswachstum

Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,5 %	96,1 %	92,5 %	85,3 %	83,3 %	82,0 %	80,5 %
Operating Leverage	n.a.	2,0 x	7,0 x	6,0 x	2,2 x	1,9 x	2,0 x
EBITDA / Interest expenses	7,8 x	8,2 x	15,4 x	48,0 x	38,3 x	45,1 x	52,4 x
Steuerquote (EBT)	16,9 %	-3,3 %	18,2 %	16,9 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

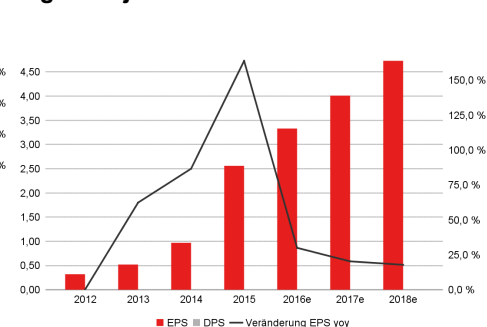
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %

Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

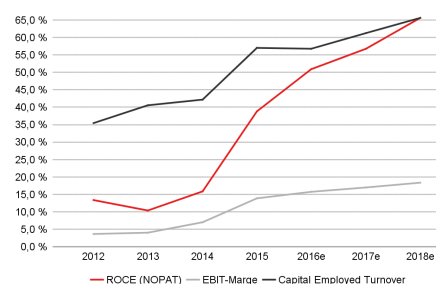
Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,7	29,6	31,0	31,9	31,9	31,9	31,9
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	2,6	2,5	2,7	3,0	2,3	1,4	0,3
Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,7	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Anlagevermögen	30,4	32,8	34,8	36,4	35,6	34,7	33,6
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,7	24,4	29,6	32,8	40,9	45,2	49,2
Liquide Mittel	8,6	11,0	12,0	24,8	37,3	58,1	83,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	6,0	5,4	3,9	2,1	2,1	2,1	2,1
Umlaufvermögen	40,3	40,8	45,6	59,7	80,3	105,4	135,0
Bilanzsumme (Aktiva)	70,7	73,6	80,4	96,1	115,9	140,1	168,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Kapitalrücklage	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Gewinnrücklagen	21,4	24,6	30,3	44,0	64,7	89,5	118,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Buchwert	29,6	32,8	38,6	52,4	73,0	97,9	127,2
Anteile Dritter	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Eigenkapital	29,8	33,1	38,9	52,7	73,3	98,1	127,5
Rückstellungen gesamt	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	18,3	16,8	15,9	11,3	8,0	5,0	2,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,4	4,8	4,6	4,3	4,0	3,0	2,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,1	15,2	16,5	20,4	22,8	25,2	27,4
Sonstige Verbindlichkeiten	8,2	8,4	9,0	11,5	11,5	11,5	11,5
Verbindlichkeiten	40,9	40,5	41,6	43,4	42,6	42,0	41,2
Bilanzsumme (Passiva)	70,7	73,6	80,4	96,1	115,9	140,1	168,6

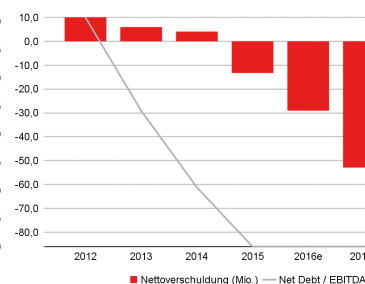
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	6,1 x	8,4 x	7,1 x	9,0 x	7,6 x	8,0 x	8,5 x
Capital Employed Turnover	2,2 x	2,5 x	2,6 x	3,5 x	3,5 x	3,8 x	4,1 x
ROA	6,4 %	9,7 %	17,0 %	43,6 %	58,0 %	71,5 %	87,2 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,3 %	10,3 %	15,8 %	38,9 %	50,8 %	56,8 %	65,6 %
ROE	13,1 %	10,2 %	16,6 %	34,9 %	32,9 %	29,0 %	26,1 %
Adj. ROE	13,1 %	10,2 %	16,6 %	34,9 %	32,9 %	29,0 %	26,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	10,1	6,0	4,1	-13,3	-29,0	-52,9	-81,5
Nettofinanzverschuldung	9,7	5,9	3,9	-13,5	-29,3	-53,1	-81,7
Net Gearing	33,7 %	18,1 %	10,5 %	-25,2 %	-39,6 %	-53,9 %	-63,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	119,8 %	72,2 %	30,5 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	4,8	5,3	6,3	8,5	11,8	15,8	20,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,3	0,5	1,2	3,3	6,6	10,6	15,4

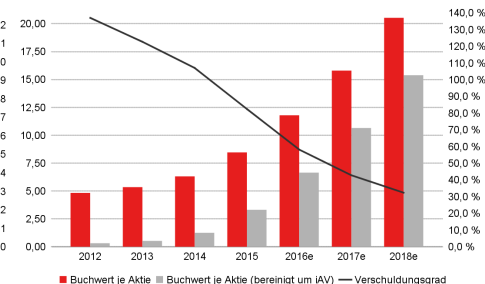
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

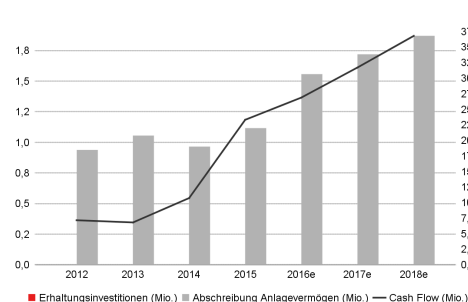
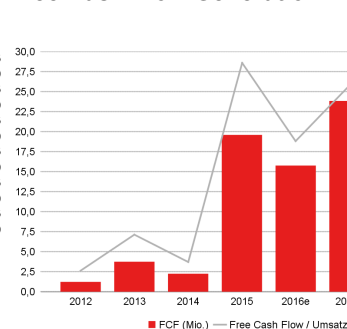
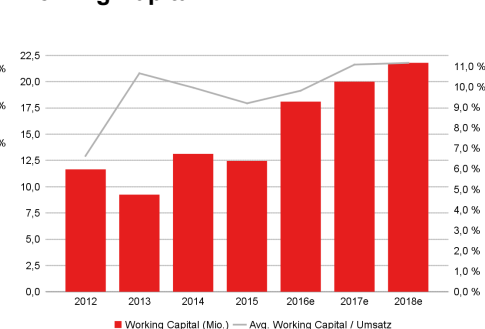
Quelle: Warburg Research

Cash flow

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,9	3,2	5,9	15,9	20,7	24,8	29,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,9	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	1,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,0	3,1	3,8	4,7	4,7	5,2	5,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	-0,5	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	7,1	6,8	10,7	23,3	26,9	31,7	36,8
Veränderung Vorräte	1,6	1,0	-4,1	-1,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,1	-4,3	-4,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	2,8	1,8	4,6	2,4	2,4	2,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	-1,0	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,6	2,7	-2,3	3,4	-5,6	-1,9	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,8	9,5	8,4	26,7	21,2	29,8	35,0
Investitionen in iAV	-5,9	-5,2	-5,5	-4,7	-4,7	-5,2	-5,6
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-6,5	-5,7	-6,2	-7,1	-5,5	-6,0	-6,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,4	-1,4	-0,9	-4,6	-3,3	-3,0	-3,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-0,6	0,0	-0,3	-2,3	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	-0,3	-1,4	-1,2	-6,9	-3,3	-3,0	-3,0
Veränderung liquide Mittel	1,0	2,4	1,1	12,7	12,5	20,8	25,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	8,6	11,0	12,0	24,8	37,3	58,1	83,7

Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	1,2	3,8	2,2	19,6	15,8	23,8	28,6
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	3,8 %	2,0 %	15,4 %	10,1 %	13,9 %	15,3 %
Free Cash Flow Potential	7,7	8,2	11,4	21,8	27,6	32,4	37,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	63,5 %	118,2 %	38,0 %	134,7 %	76,3 %	96,0 %	97,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,2 %	1,1 %	1,2 %	2,0 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	11,3 %	5,6 %	5,0 %	3,8 %	8,3 %	12,3 %	22,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,4 %	5,8 %	5,5 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	132,1 %	137,4 %	129,5 %	91,4 %	87,8 %	86,6 %	85,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	6,6 %	10,7 %	10,0 %	9,2 %	9,8 %	11,1 %	11,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	182,8 %	160,8 %	179,6 %	161,1 %	179,4 %	179,4 %	179,6 %
Vorratsumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	107	91	96	86	96	96	96
Payables payment period (Tage)	119	113	108	111	111	113	114
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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 („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) 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 Wettbewerbssituation, 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 WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

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 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.

Es wurden 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

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 gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für die diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Entschädigung – vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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)
HYPOPORT	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005493365.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.

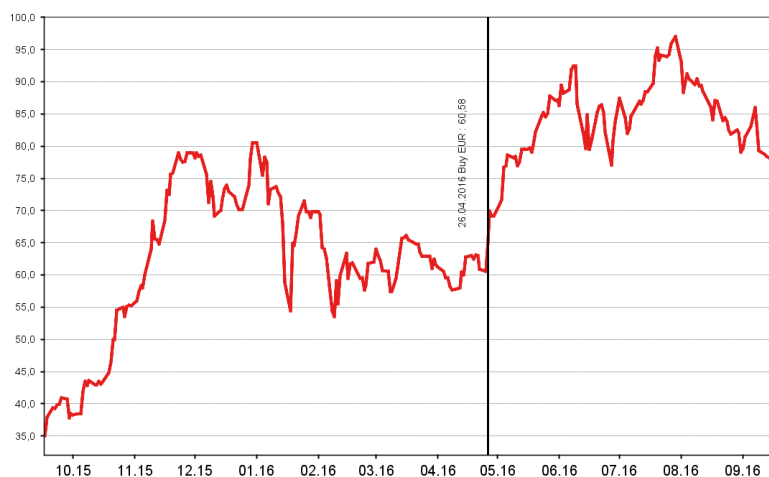
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	62
Halten	64	34
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	189	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	26	72
Halten	9	25
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	36	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [HYPOPORT] AM [16.09.2016]

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

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschemeyer@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

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@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
Cap. Goods, Renewables 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

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Other awahl@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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Döntenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@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 omerkel@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

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