

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 6,60 (alt: 6,60)

Kurs EUR 4,25
Bloomberg V33 GR
Reuters V33G
Branche Telekommunikations-
 zulieferer

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs und Laptops für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China.



Aktien Daten: 06.05.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 67,6 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR -22,2 Mio.
Buchwert: EUR 139 Mio.
Aktienanzahl: 15,9 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 244 Tsd.

Aktionäre:
 Awill Holdings 46,8 %
 Freefloat 33,9 %
 SCGC Capital H. 9,9 %
 Hong Kong Vtion Tech. 6,3 %
 Sunshine Century I. 3,1 %

Termine:
 Zahlen Q1 12.05.11
 HV 22.06.11
 Zahlen Q2 11.08.11
 Zahlen Q3 14.11.11

	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	70,0	0	65,0	0	68,0	-
EBIT	5,0	0	4,1	0	4,3	-
EPS	0,27	0	0,28	0	0,29	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 09.05.2011
 Analyst: Jochen Reichert
 +49 (0)40-309537-130
 jreichert@warburg-research.com

Weiterhin fehlendes Vertrauen

Nach wie vor ist es Vtion nicht gelungen, das Vertrauen am Kapitalmarkt wieder herzustellen. Folgende Eckpunkte verdeutlichen das aktuelle Misstrauen:

- Gemäß dem Geschäftsbericht 2010 lag die Nettoliquidität bei EUR 99 Mio. bzw. bei EUR 6,20 pro Aktie.
- Der Vorstand erwartet für das Geschäftsjahr 2011 ein EBIT von mindestens EUR 7,5 Mio. und geht davon aus, in 2012e auf einen Wachstumspfad zurück zu kommen.
- Die Aktie notiert derzeit bei ~ EUR 4,20 – d.h. rund 50% unter Netto-Cash pro Aktie – und das obwohl operativ ein positives Ergebnis erwartet wird.

Selbst die Bekanntgabe eines Aktienrückkaufprogramms, welches Ende April gestartet ist, konnte nicht als Katalysator für die Aktie wirken.

Gründe für die deutliche Diskrepanz zwischen Nettoliquidität pro Aktie und aktueller Bewertung lassen sich folgende aufzählen:

- Vor der dramatischen Gewinnwarnung am 31.01.2011 wurde von Vtion kommuniziert, dass in 2011 noch von Wachstum ausgegangen wird. Am Tag der Gewinnwarnung stand das Management für Diskussionen nicht zu Verfügung. Vtion ist es bisher nicht gelungen, die dadurch entstandenen Vorbehalte auszuräumen.
- Es besteht Unsicherheit darüber, wie und ob Vtion den hohen Cash-Bestand einsetzen wird. Für das operative Geschäft ist die hohe Nettokasse nicht notwendig.
- Eine einmalig hohe Ausschüttung könnten rechtliche Hürden in China im Wege stehen. Rund 80% des Cash dürften in den chinesischen Tochtergesellschaften liegen. Laut Vtion ist die Höhe der Cash-Ausschüttung aus den Tochtergesellschaften an die AG auf die Gewinnhöhe limitiert. Mit anderen Worten, Aktionäre haben keine Möglichkeit, auf eine hohe, außerordentliche Dividende hinzuwirken.

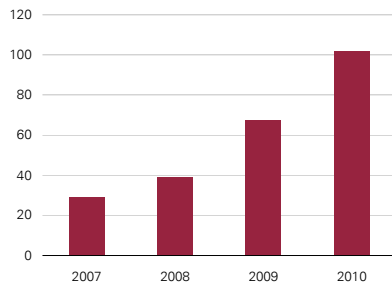
Am 12. Mai legt Vtion die Zahlen für das erste Quartal 2011 vor. Im Vergleich zu Q1/10 sollte der Umsatz um 35% auf EUR 17 Mio. zurückgehen. Für das EBIT wird ein Einbruch von EUR 7,6 Mio. in Q1/10 auf EUR 1 Mio. in Q1/2011 erwartet.

Das Rating lautet auf Basis fehlender Katalysatoren, der Ausschüttungsthematik sowie der weiterhin hohen Unsicherheiten trotz der hohen Diskrepanz zwischen Nettoliquidität und aktueller Bewertung weiter Halten.

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	29,0	39,2	67,6	102	70,0	65,0	68,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	189,9 %	35,1 %	72,7 %	50,3 %	-31,1 %	-7,1 %	4,6 %
Bruttoergebnis	11,7	16,1	22,6	37,3	9,8	9,1	9,5
<i>Bruttomarge</i>	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
EBITDA	9,3	12,8	19,0	25,4	5,5	4,6	4,8
<i>EBITDA-Marge</i>	32,2 %	32,6 %	28,3 %	29,2 %	7,8 %	7,0 %	7,0 %
EBIT	9,2	12,6	18,8	25,0	5,0	4,1	4,3
<i>EBIT-Marge</i>	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,4	17,8	4,4	4,4	4,6
EPS	0,80	1,13	1,31	1,38	0,27	0,28	0,29
Free Cash Flow je Aktie	0,69	1,13	-0,84	1,86	-0,58	0,03	-0,15
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
KGV	5,3	3,8	3,2	3,1	15,7	15,2	14,7
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	3,7 %	2,9 %	2,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Entwicklung Umsatz

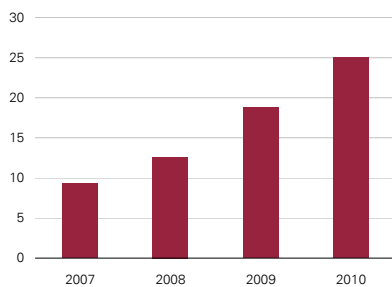
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Entwicklung EBIT

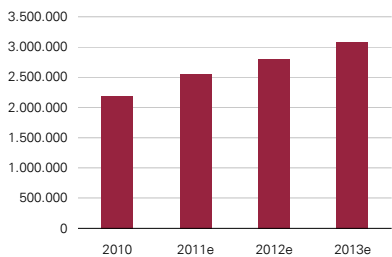
in EUR Mio.



Quelle: Vtion

Verkaufte Einheiten

Anzahl



Quelle: Vtion

Unternehmenshintergrund

Vtion entwickelt und vermarktet mobile Datenkartenlösungen für PCs und Laptops, für alle gängigen Schnittstellenstandards sowie für alle im Betrieb befindlichen Mobilfunkstandards in China und ist mit einem Marktanteil von ~25% einer der top drei Anbieter. Mobile Datenkarten werden über Schnittstellen wie USB oder PCI mit einem PC oder Laptop verbunden und ein mobiler Zugang zum Internet hergestellt.

Derzeit zeigt der Markt für mobile Datenkarten oligopolistische Strukturen. Die drei Hauptnehmer China Mobile, China Unicom und China Telecom beziehen 80% der Mengen von den drei Lieferanten ZTE, Huawei und Vtion. Aufgrund der hohen geforderten Qualitätsstandards, Zertifizierungsprozesse, den umfangreichen Vertrags- und Kooperationsbeziehungen sollte diese für Vtion herausragende Ausgangssituation bis 2011e stabil bleiben.

Wettbewerbsqualität

- **Ausgelagerte Produktion:** Vtion unterhält keine eigenen Produktionskapazitäten und konzentriert sich auf Produktdesign, Marketing und Customer Care. Dadurch hat das Unternehmen eine hohe Flexibilität und kann sich schnell an geänderte Nachfragebedingungen anpassen.
- **Lizenzierungen mit allen drei Netzbetreibern:** Vtion ist von allen drei Netzbetreibern als top-tier Lieferant qualifiziert und grenzt sich damit gegenüber einem Großteil der Konkurrenten ab. Die Netzbetreiber beziehen derzeit von 3 Lieferanten 80% der benötigten mobilen Datenkarten.

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	29,0	39,2	67,6	102	70,0	65,0	68,0
Herstellungskosten	17,3	23,1	45,1	64,4	60,2	55,9	58,5
Bruttoergebnis	11,7	16,1	22,6	37,3	9,8	9,1	9,5
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,9	1,4	2,0	4,7	3,1	3,3	3,4
Verwaltungskosten	1,3	2,6	2,0	3,7	2,5	2,6	2,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,3	12,8	19,0	25,4	5,5	4,6	4,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITA	9,3	12,7	18,9	25,2	5,3	4,4	4,6
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	9,2	12,6	18,8	25,0	5,0	4,1	4,3
Zinserträge	0,2	0,3	0,2	0,7	0,4	1,3	1,3
Zinsaufwendungen	0,3	0,5	0,2	3,9	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,1	12,4	18,8	21,8	5,4	5,4	5,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	9,1	12,4	18,8	21,8	5,4	5,4	5,6
Steuern gesamt	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	9,2	12,4	16,4	17,8	4,4	4,4	4,6
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	9,2	12,4	16,4	17,8	4,4	4,4	4,6
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,4	17,8	4,4	4,4	4,6

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Vtion

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	59,7 %	58,9 %	66,6 %	63,3 %	86,0 %	86,0 %	86,0 %
Bruttoergebnis	40,3 %	41,1 %	33,4 %	36,7 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	3,3 %	3,5 %	2,9 %	4,7 %	4,4 %	5,0 %	5,0 %
Verwaltungskosten	4,5 %	6,6 %	2,9 %	3,7 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,7 %	1,2 %	0,5 %	0,4 %	1,0 %	1,3 %	1,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	32,2 %	32,6 %	28,1 %	25,0 %	7,8 %	7,0 %	7,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
EBITA	32,1 %	32,4 %	28,0 %	24,8 %	7,5 %	6,7 %	6,7 %
Abschreibungen auf iAV	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	31,9 %	32,2 %	27,8 %	24,6 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
Zinserträge	0,8 %	0,7 %	0,3 %	0,7 %	0,6 %	2,0 %	1,9 %
Zinsaufwendungen	1,1 %	1,2 %	0,3 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,3 %	-0,5 %	-0,1 %	-3,2 %	0,6 %	2,0 %	1,9 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,4 %	7,7 %	8,3 %	8,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	31,5 %	31,6 %	27,8 %	21,4 %	7,7 %	8,3 %	8,2 %
Steuern gesamt	-0,1 %	0,0 %	3,5 %	4,0 %	1,4 %	1,5 %	1,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	6,2 %	6,8 %	6,7 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	6,2 %	6,8 %	6,7 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	31,6 %	31,6 %	24,3 %	17,5 %	6,2 %	6,8 %	6,7 %

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Vtion

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon übrige imm. VG	0,6	0,8	1,3	1,3	3,0	6,8	10,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,5	0,6	1,2	2,0	3,8	5,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,8	1,2	1,9	2,6	5,1	10,6	16,1
Vorräte	2,3	4,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,1	6,4	34,8	32,6	47,9	46,3	48,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	8,2	7,9	8,0	13,5	13,5	13,5
Liquide Mittel	12,2	30,3	61,5	99,0	89,7	90,2	87,7
Umlaufvermögen	25,8	49,8	108	143	155	153	153
Bilanzsumme (Aktiva)	26,6	51,0	110	146	160	164	169
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,0	11,5	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Kapitalrücklage	0,0	7,6	48,2	48,2	48,2	48,2	48,2
Gewinnrücklagen	0,8	13,2	29,7	51,7	56,1	60,5	65,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,4	3,3	2,1	13,5	19,0	19,1	19,0
Buchwert	10,4	35,6	96,0	129	139	144	148
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	10,4	35,6	96,0	129	139	144	148
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,0	3,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,7	8,3	8,2	11,2	15,3	15,1	15,8
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	3,3	5,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Verbindlichkeiten	16,2	15,4	13,9	16,3	20,4	20,2	20,9
Bilanzsumme (Passiva)	26,6	51,0	110	146	160	164	169

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Vtion

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,1 %	6,2 %
davon übrige imm. VG	2,2 %	1,5 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	4,1 %	6,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	0,7 %	1,0 %	0,6 %	0,9 %	1,3 %	2,4 %	3,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	2,9 %	2,4 %	1,8 %	1,8 %	3,2 %	6,5 %	9,6 %
Vorräte	8,7 %	9,6 %	3,4 %	2,5 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,1 %	12,5 %	31,7 %	22,4 %	30,0 %	28,3 %	28,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,3 %	16,0 %	7,2 %	5,5 %	8,4 %	8,2 %	8,0 %
Liquide Mittel	46,0 %	59,5 %	55,9 %	68,0 %	56,2 %	55,0 %	51,9 %
Umlaufvermögen	97,1 %	97,6 %	98,2 %	98,3 %	96,8 %	93,5 %	90,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	37,6 %	22,5 %	14,5 %	11,0 %	10,0 %	9,8 %	9,5 %
Kapitalrücklage	0,0 %	14,9 %	43,8 %	33,1 %	30,2 %	29,4 %	28,5 %
Gewinnrücklagen	2,9 %	25,8 %	27,0 %	35,5 %	35,1 %	36,9 %	38,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	6,6 %	2,0 %	9,3 %	11,9 %	11,7 %	11,3 %
Buchwert	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,7 %	87,7 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	39,1 %	69,8 %	87,4 %	88,9 %	87,2 %	87,7 %	87,7 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	11,3 %	7,5 %	0,6 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	19,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,8 %	16,2 %	7,5 %	7,7 %	9,6 %	9,2 %	9,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	12,3 %	6,5 %	4,5 %	3,3 %	3,0 %	2,9 %	2,8 %
Verbindlichkeiten	60,8 %	30,2 %	12,6 %	11,2 %	12,8 %	12,3 %	12,4 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Vtion

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	9,2	12,4	17,2	26,0	4,4	4,4	4,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,2	0,5	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	9,0	13,0	17,7	26,2	4,9	4,9	5,1
Veränderung Vorräte	-0,7	-2,6	1,1	0,2	0,1	0,2	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-7,5	3,8	-28,4	5,2	-15,3	1,6	-2,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,2	3,4	0,0	0,0	4,1	-0,2	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	2,9	-5,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,1	-0,6	-27,4	4,4	-11,1	1,6	-1,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,9	12,4	-9,6	30,6	-6,2	6,5	3,6
CAPEX	0,0	0,0	-1,0	-0,8	-3,0	-6,0	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	-0,7	-0,5	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,7	-0,5	-1,0	-0,8	-3,0	-6,0	-6,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	9,1	43,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,5	3,6	43,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	10,7	15,5	33,2	29,8	-9,2	0,5	-2,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	2,7	-2,1	7,7	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	12,2	30,3	61,5	99,0	89,7	90,2	87,7

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Vtion

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	8,4 %	8,9 %	5,4 %	7,9 %	6,9 %	7,7 %	7,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	150.254	174.116	433.583	546.565	350.000	295.455	309.091
EBITDA je Mitarbeiter	48.358	56.711	122.782	159.430	27.300	20.682	21.636
EBIT-Marge	31,9 %	32,2 %	28,0 %	28,8 %	7,1 %	6,3 %	6,3 %
EBITDA / Operating Assets	118,4 %	419,3 %	62,1 %	113,1 %	14,3 %	11,9 %	11,4 %
ROA	1197,3 %	995,4 %	852,6 %	858,8 %	86,2 %	41,4 %	28,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	161	79,5	107	81,4	34,3	16,9	12,1
Operating Assets Turnover	3,7	12,9	2,2	3,9	1,8	1,7	1,6
Capital Employed Turnover	1,9	1,1	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	86,9 %	49,2 %	28,8 %	25,9 %	3,7 %	2,9 %	2,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	87,8 %	49,9 %	29,1 %	26,3 %	4,1 %	3,2 %	3,3 %
ROE	88,1 %	34,8 %	17,2 %	17,0 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,3 %	3,1 %	3,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	127,9 %	53,9 %	25,2 %	19,5 %	3,3 %	3,1 %	3,1 %
ROIC	49,2 %	30,5 %	16,9 %	16,9 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-7,0	-30,3	-61,5	-99,0	-89,7	-90,2	-87,7
Net Gearing	-67,7 %	-85,2 %	-64,0 %	-76,5 %	-64,4 %	-62,7 %	-59,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	200,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Current ratio	2,0	4,3	8,2	9,0	7,7	7,7	7,4
Acid Test Ratio	1,5	2,9	7,5	8,6	7,4	7,4	7,2
EBITDA / Zinsaufwand	29,9	26,5	92,1	7,6	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	97,3	60,3	591,4	9,1	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	7,9	12,4	-10,6	29,8	-9,2	0,5	-2,4
Free Cash Flow / Umsatz	27,3 %	31,6 %	-15,7 %	29,3 %	-13,2 %	0,7 %	-3,6 %
Adj. Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	1,5	-1,5	-1,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	27,7 %	28,8 %	23,1 %	20,4 %	0,7 %	-3,8 %	-3,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	86,5 %	100,0 %	-64,2 %	135,3 %	-211,4 %	10,2 %	-53,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	1,3 %	0,4 %	0,9 %	0,4 %	1,4 %	1,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,0 %	18,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	1,5 %	0,8 %	4,3 %	9,2 %	8,8 %
Maint. Capex / Umsatz	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,0 %	5,7 %	9,2 %	8,8 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	431,0 %	196,0 %	612,2 %	1318,7 %	1260,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,2 %	15,0 %	26,3 %	28,3 %	45,0 %	55,8 %	53,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	214,0 %	77,0 %	423,0 %	291,6 %	313,1 %	306,6 %	306,3 %
Inventory processing period (Tage)	29,0	45,5	20,3	13,0	18,3	18,3	18,3
Receivables collection period (Tage)	128	59,3	188	117	250	260	260
Payables payment period (Tage)	59,6	77,1	44,4	40,1	80,0	85,0	85,0
Cash conversion cycle (Tage)	97,0	23,8	163	89,7	188	193	193
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	6,5	1,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/sales	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/FCF	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/E	5,3	3,8	3,2	3,1	15,7	15,2	14,7
P/CF	7,5	5,2	3,8	2,6	13,9	13,9	13,4
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	9,2	12,4	16,6	22,0	4,4	4,4	4,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	0,0	-3,2	0,4	1,3	1,3
+ Steuern	0,0	0,0	2,3	4,0	1,0	1,0	1,0
- Erhaltungsinvestitionen	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0	6,0	6,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	8,3	11,8	18,2	28,7	1,5	-1,5	-1,2
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-26,6%	-37,5%	-57,8%	-91,3%	-6,6%	6,4%	6,2%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	-31,4	-31,4	-31,4	-31,4	-22,1	-22,6	-20,2
= Fairer Enterprise Value	83,3	117,6	181,5	286,5	14,6	-	-
- Nettoverschuldung (Cash)	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-89,7	-90,2	-87,7
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	182,3	216,6	280,5	385,5	104,3	-	-
Aktienanzahl (Mio.)	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	11,46	13,62	17,64	24,25	6,56	-	-
Premium (-) / Discount (+) in %	169,8%	220,5%	315,1%	470,5%	54,4%	-	-

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	10,26	11,91	15,01	20,09	6,35	-	-
	12,0%	10,59	12,39	15,74	21,24	6,41	-	-
Fairer	11,0%	10,99	12,95	16,60	22,61	6,48	-	-
Free Cash Flow	10,0%	11,46	13,62	17,64	24,25	6,56	-	-
Yield	9,0%	12,05	14,44	18,91	26,25	6,66	-	-
	8,0%	12,78	15,47	20,50	28,75	6,79	-	-
	7,0%	13,71	16,79	22,53	31,97	6,95	-	-

Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Vtion

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	70,0	65,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0
Veränderung	-31,1%	-7,1%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	5,0	4,1	4,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	2,7	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0
EBIT-Marge	7,1%	6,3%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Steuerquote	18,6%	18,5%	17,9%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
NOPAT	4,0	3,3	3,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,1	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Abschreibungen	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
in % vom Umsatz	0,7%	0,7%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11,1	1,6	-1,5	3,0	3,4	3,4	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-3,0	-6,0	-6,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investitionsquote	4,3%	9,2%	8,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-9,6	-0,6	-3,5	5,2	5,7	5,7	5,3	2,6	2,1	2,1	1,6	1,6	1,6	1,6

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	3,00
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	18,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	0,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	0,5		
Terminal Value	1,0		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	75,0	Aktienzahl (Mio.)	15,90
Eigenkapitalwert	76,5	Wert je Aktie (EUR)	4,81

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

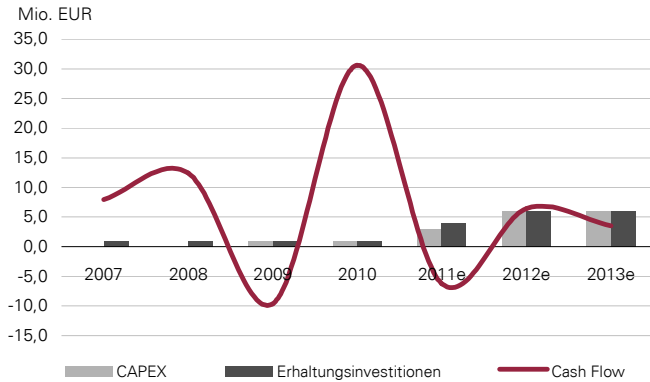
WACC	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
19,50%	4,77	4,77	4,77	4,77	4,77	4,77	4,77
19,00%	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79
18,75%	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
18,50%	4,81	4,81	4,81	4,81	4,81	4,81	4,81
18,25%	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,83	4,83
18,00%	4,83	4,83	4,83	4,83	4,84	4,84	4,84
17,50%	4,86	4,86	4,86	4,86	4,86	4,86	4,86

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
19,50%	4,45	4,55	4,66	4,77	4,88	4,98	5,09
19,00%	4,46	4,57	4,68	4,79	4,90	5,01	5,12
18,75%	4,47	4,58	4,69	4,80	4,91	5,02	5,13
18,50%	4,47	4,59	4,70	4,81	4,92	5,04	5,15
18,25%	4,48	4,60	4,71	4,82	4,94	5,05	5,16
18,00%	4,49	4,61	4,72	4,83	4,95	5,06	5,18
17,50%	4,51	4,62	4,74	4,86	4,98	5,09	5,21

Quelle: Warburg Research

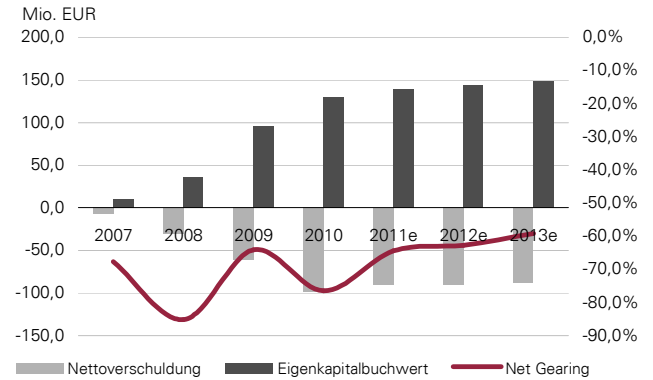
Investitionen und Cash Flow - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Da keine eigenen Produktionskapazitäten niedrige CAPEX-Quote
- Cash Flow durch Working Capital Aufbau in 2009e beeinflusst

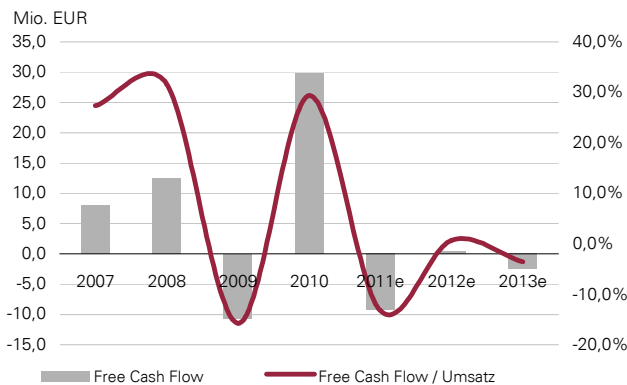
Bilanzqualität - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kurze Bilanz mit hohem Cash-Anteil

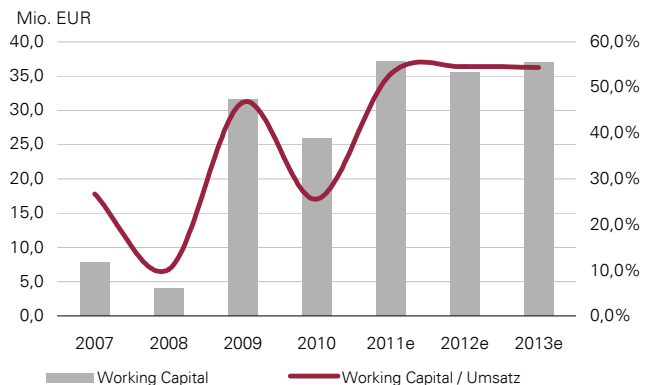
Free Cash Flow Generation - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2009e negativer Free Cash Flow auf Grund des Working Capital Aufbau
- Ab 2010e Normalisierung der Working Capital Entwicklung
- Ab 2010e hohe Free Cash Flow Generierung

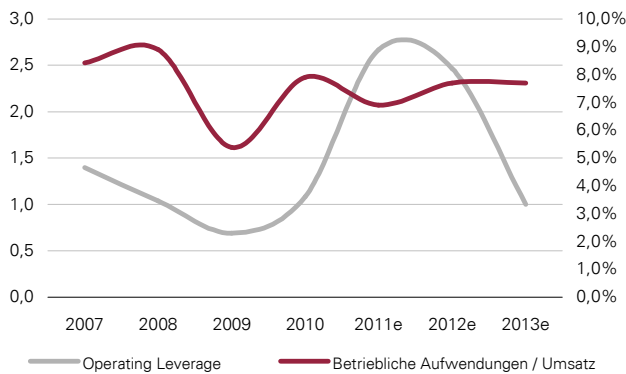
Working Capital - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Normalisierung der Working Capital Entwicklung in 2010e

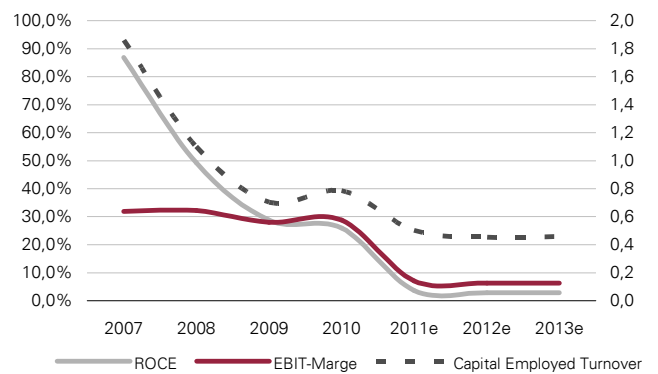
Operating Leverage - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Operating Leverage begrenzt

ROCE Entwicklung - Vtion



Quellen: Vtion (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Konstante EBIT-Marge zwischen 2009e und 2011e
- Auf Grund der EK-Thesaurierung rückläufiger ROCE

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, 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 oder der Warburg Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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, 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, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und 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 M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH 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.

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

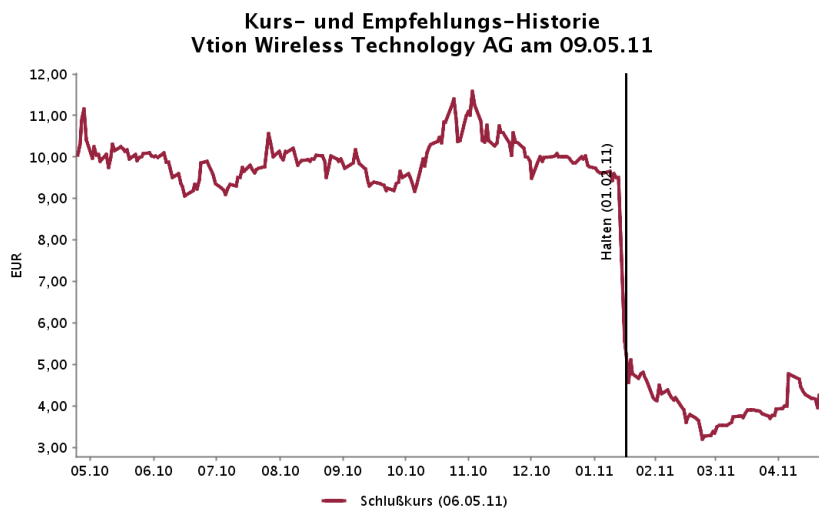
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass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

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	65%
Halten	54	31%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	173	

M.M.Warburg & CO KGaA und 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	101	71%
Halten	39	27%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	143	



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
		Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
		Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com