

Buy EUR 2,00 (EUR 1,90) Kurs EUR 1,48 Upside 35,6 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 1,97	Aktien Daten: Bloomberg: ABO GR Reuters: ABOG.D ISIN: DE000A1EWXA	Beschreibung: ABO Invest betreibt europaweit Anlagen zur Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 63,79 Aktienanzahl (Mio.): 43,25 EV: 268,60 Freefloat MC: 47,85 Ø Trad. Vol. (30T): 54,33	Aktionäre: Freefloat 75,0 % ABO Wind 25,0 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,1 KBV: 1,6 x EK-Quote: 16 % Net Fin. Debt / EBITDA: 8,1 x Net Debt / EBITDA: 8,1 x

Starkes Windjahr steigert Stromproduktion signifikant

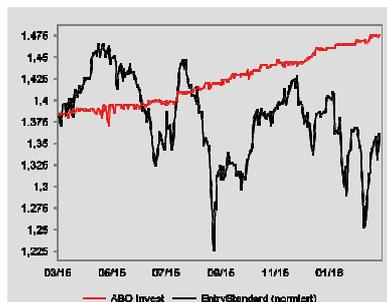
Starkes Windjahr 2015 übertrifft Erwartungen: Die ABO Invest hat in 2015 ein erfolgreiches Windjahr abgeschlossen. Die Stromproduktion ist um ca. 58% auf rund 318 Millionen Kilowattstunden inklusive Erstattungen angewachsen und hat somit auch die internen Prognosen von 315 Millionen um ca. 1% übertroffen. Neben einem deutlich besseren Windaufkommen gegenüber dem Vorjahr haben vor allem die in den vergangenen 24 Monaten angeschlossenen Windparks Haarpajärvi in Finnland mit plus 10% und Glenough in Irland mit plus 5% besser performt als geplant.

Neue Akquisition eines Windparks in Deutschland und Finnland geplant: Die ABO Invest plant, aktuell den Windpark Wennerstorf in Niedersachsen zu erwerben. Der Park hat eine Gesamtkapazität 5,2MW und wurde bereits im Jahr 2003 ans Netz angeschlossen. Somit kann man davon ausgehen, dass die Prognosen für die Stromproduktion aufgrund langjähriger Erfahrungswerte sehr zuverlässig sein sollten. Der Park war zuvor im Besitz von zahlreichen Kommanditisten, deren Beteiligung gemäß den Prospektbedingungen auf 12 Jahre befristet war. Der Windpark wäre somit eine attraktive Möglichkeit, das Portfolio der ABO Invest von aktuell 132MW auf 137MW zu erweitern. Darüber hinaus prüft das Unternehmen aktuell weitere Optionen für eine weitere Akquisition eines neuen Windparks in Finnland.

Umfinanzierung senkt Zinskosten: Dank einer Zinsreduktion von 6,1% auf 3,6% und somit besseren Finanzierungsbedingungen für einen laufenden Kredit des irischen Windparks Glenough über aktuell noch EUR 27 Mio. kann die ABO Invest Einsparungen beim Barwert in der Höhe von rund EUR 2 Mio. realisieren. Darüber hinaus konnte das Unternehmen eine Vereinbarung zum vorzeitigen Rückkauf von Teilen der Genussscheine, welche zur Finanzierung des Eurowind-Portfolios mit den Windparks Glenough, Cuq, Repperndorf, Dungenheim und Broich dienten, in Höhe von EUR 7,8 Mio. erreichen. Das ursprüngliche Volumen der Genussscheine betrug EUR 13 Mio., hatte eine Laufzeit bis 2023 und beinhaltete einen Zins von 6,7%. Durch die vorzeitige Rückzahlung wird erwartet, dass das Unternehmen jährlich rund EUR 500.000 an Zinskosten einsparen kann. Zur Tilgung sollen primär freie liquide Mittel in Betracht gezogen werden.

Neues Kursziel EUR 2,00: Aufgrund der Umfinanzierungsmaßnahmen haben wir den Zins in unserem DCF Modell leicht angepasst und kommen so auf ein neues Kursziel von EUR 2,00. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	
Umsatz	29,26	0,0 %	36,11	0,0 %	41,75	0,0 %	Die Reduzierung der Zinskosten um ca. EUR 1 Mio. haben zu einer leichten Erhöhung des EBT geführt
EBITDA	21,99	0,0 %	27,26	0,0 %	31,61	0,0 %	
EBIT	5,69	0,0 %	8,09	0,0 %	9,51	0,0 %	
EBT	-2,11	0,0 %	-1,07	n.m.	-0,60	n.m.	



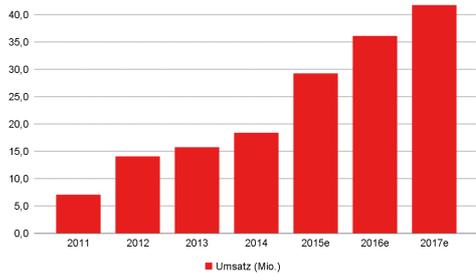
Rel. Performance vs EntryStandard:

1 Monat:	1,3 %
6 Monate:	0,1 %
Jahresverlauf:	4,1 %
Letzte 12 Monate:	8,3 %

Unternehmenstermine:
13.07.16 HV

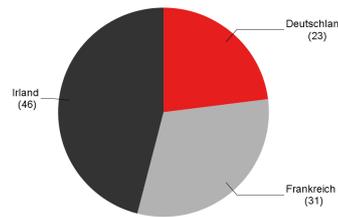
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	31,4 %	7,09	14,08	15,76	18,40	29,26	36,11	41,75
Veränd. Umsatz yoy		n.a.	98,8 %	11,9 %	16,8 %	59,0 %	23,4 %	15,6 %
Rohtragsmarge		100,0 %	97,2 %	97,6 %	97,9 %	98,6 %	99,0 %	99,1 %
EBITDA	30,8 %	7,01	10,82	12,48	14,14	21,99	27,26	31,61
Marge		98,9 %	76,8 %	79,2 %	76,8 %	75,2 %	75,5 %	75,7 %
EBIT	37,7 %	2,89	3,17	4,08	3,65	5,69	8,09	9,51
Marge		40,8 %	22,5 %	25,9 %	19,8 %	19,4 %	22,4 %	22,8 %
Nettoergebnis	-	-1,03	-3,26	-4,00	-4,29	-2,15	0,03	0,71
EPS	-	-0,12	-0,23	-0,19	-0,14	-0,05	0,00	0,02
EPS adj.	-	-0,12	-0,23	-0,19	-0,14	-0,05	0,00	0,02
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		-3,23	-0,69	-1,31	-1,50	-0,20	-0,63	-0,57
FCF / MarktKap.		-347,6 %	-62,6 %	-104,8 %	-72,5 %	-13,4 %	-42,5 %	-38,5 %
EV / Umsatz		15,9 x	8,8 x	9,3 x	10,6 x	8,3 x	7,4 x	7,0 x
EV / EBITDA		16,1 x	11,5 x	11,7 x	13,8 x	11,0 x	9,9 x	9,3 x
EV / EBIT		39,0 x	39,2 x	35,9 x	53,6 x	42,5 x	33,2 x	30,8 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73,8 x
FCF Yield Potential		6,1 %	8,6 %	8,3 %	6,9 %	9,1 %	10,2 %	10,8 %
Nettoverschuldung		103,22	107,78	120,87	152,93	177,70	204,81	229,34
ROE		-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-15,9 %	-6,0 %	0,1 %	1,8 %
ROCE (NOPAT)		3,4 %	2,9 %	3,4 %	2,6 %	2,9 %	3,6 %	3,8 %
Guidance:		n.a.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



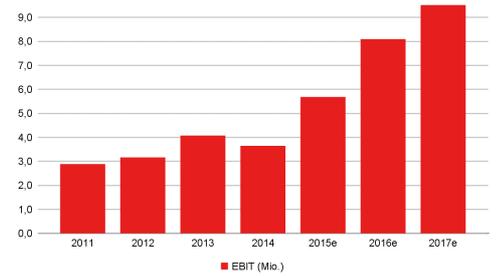
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

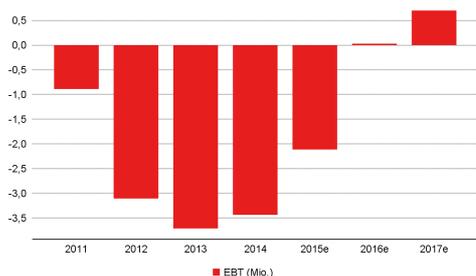
Unternehmenshintergrund

- ABO Invest wurde 2010 als Betreiber von Windparks und einer Biogasanlage gegründet.
- ABO Invest betreibt Stromerzeugungskapazitäten auf der Basis von Erneuerbaren Energien in Frankreich, Irland, Finnland (H2 2015) und Deutschland. Per September 2015 verfügt ABO Invest über Gesamtkapazitäten von 132MW.
- ABO Invest wächst in seinem Kerngeschäft kontinuierlich und setzt dabei den operativen Cash Flow sowie weitere Kapitalerhöhungen ein. Dabei visiert ABO Invest eine Steigerung des Unternehmenswertes von 7% p.a. an.

Wettbewerbsqualität

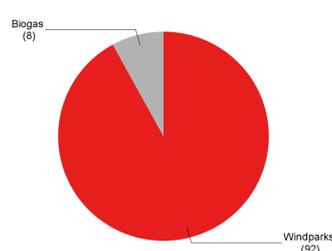
- ABO Invest bietet Investoren die Möglichkeit, sich an renditestarken, risikoarmen Projekten aus dem Bereich Erneuerbare Energien zu beteiligen.
- Dabei bietet ABO Invest Vorzüge, die ein Investment in Aktien gegenüber anderen Beteiligungsformen hat; wie z.B. hohe Fungibilität, geringe Investitionsvolumina...
- Aufgrund der Aktivitäten in unterschiedlichen Ländern, d.h. in Märkten mit unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen, erreicht ABO Invest eine breite Risikodiversifizierung.
- ABO Invest profitiert von der großen Projektpipeline seines Großaktionärs, dem Windparkentwickler ABO Wind.
- Über die Einhaltung der strikten Investitionskriterien wacht neben dem Aufsichtsrat der dreiköpfige Anlegerbeirat, der von der Hauptversammlung gewählt wird.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



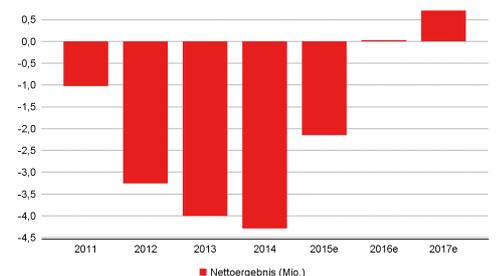
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	29,26	36,11	41,75	43,06	43,50	43,95	44,41	44,88	45,35	45,84	45,74	42,61	39,59	
Umsatzwachstum	59,0 %	23,4 %	15,6 %	3,1 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	-0,2 %	-6,8 %	-7,1 %	1,0 %
EBIT	5,69	8,09	9,51	10,02	10,36	10,71	11,06	11,42	11,79	12,16	12,08	15,27	14,18	
EBIT-Marge	19,4 %	22,4 %	22,8 %	23,3 %	23,8 %	24,4 %	24,9 %	25,4 %	26,0 %	26,5 %	26,4 %	35,8 %	35,8 %	
Steuerquote (EBT)	-4,7 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	5,95	8,33	9,80	10,32	10,67	8,78	9,07	9,36	9,67	9,97	9,91	10,69	9,93	
Abschreibungen	16,30	19,17	22,10	22,60	22,60	22,60	22,60	22,60	22,60	22,60	22,60	17,54	16,30	
Abschreibungsquote	55,7 %	53,1 %	52,9 %	52,5 %	51,9 %	51,4 %	50,9 %	50,4 %	49,8 %	49,3 %	49,4 %	41,2 %	41,2 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,61	0,50	0,50	0,10	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	-0,10	0,00	-0,20	-0,30	
- Investitionen	13,12	45,90	46,82	7,96	1,30	1,32	1,33	1,35	1,36	1,38	1,37	1,28	1,19	
Investitionsquote	44,8 %	127,1 %	112,1 %	18,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,53	-18,89	-15,42	24,86	31,96	30,06	30,33	30,52	30,80	31,30	31,13	27,15	25,34	5
Barwert FCF	5,55	-18,10	-14,10	21,70	26,63	23,90	23,02	22,10	21,29	20,65	19,60	16,32	14,53	76
Anteil der Barwerte	-10,27 %			80,80 %										29,47 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	75,00 %	Finanzielle Stabilität	1,40
FK-Zins (nach Steuern)	3,9 %	Liquidität (Akte)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	0,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	0,50
		Sonstiges	1,00
WACC	4,78 %	Beta	1,10

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	183		
Terminal Value	76		
Zinstr. Verbindlichkeiten	197		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	19	Aktienzahl (Mio.)	43,3
Eigenkapitalwert	85	Wert je Aktie (EUR)	1,97

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	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 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,83	5,8 %	0,94	1,00	1,05	1,12	1,19	1,27	1,36	1,83	5,8 %	0,91	0,98	1,05	1,12	1,19	1,26	1,33
1,46	5,3 %	1,27	1,34	1,42	1,50	1,60	1,71	1,83	1,46	5,3 %	1,27	1,35	1,43	1,50	1,58	1,66	1,74
1,28	5,0 %	1,46	1,54	1,63	1,72	1,84	1,96	2,11	1,28	5,0 %	1,48	1,56	1,64	1,72	1,80	1,89	1,97
1,10	4,8 %	1,66	1,75	1,85	1,97	2,10	2,25	2,43	1,10	4,8 %	1,71	1,80	1,88	1,97	2,05	2,14	2,22
0,92	4,5 %	1,88	1,98	2,10	2,23	2,39	2,57	2,79	0,92	4,5 %	1,97	2,06	2,14	2,23	2,32	2,41	2,50
0,74	4,3 %	2,11	2,24	2,37	2,54	2,72	2,94	3,21	0,74	4,3 %	2,25	2,35	2,44	2,54	2,63	2,73	2,82
0,37	3,8 %	2,67	2,84	3,04	3,27	3,55	3,89	4,32	0,37	3,8 %	2,94	3,05	3,16	3,27	3,38	3,49	3,60

- Unser Modell bildet die Cash Flows der momentanen Parks sowie weiterer Projekte bis insgesamt 200 MW ab.
- Hierbei gehen wir von einer wirtschaftlichen Nutzungsdauer von 20 Jahren aus.
- Für ABO Invest benutzen wir ein zweiphasiges DCF Modell, das bis zum Terminal Value alle Werttreiber explizit schätzt.
- Die hohe Transparenz der Cash Flows aus den Parks sowie die konjunkturelle Unabhängigkeit beeinflussen das Beta positiv.
- Der FCF im Terminal Value wurde auf Grund langfristig auslaufender Vergütungsverträge reduziert.

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	1,0 x	1,4 x	1,2 x	1,3 x	1,6 x	1,6 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,38	-0,06	0,48	0,69	0,66	0,68	0,71
EV / Umsatz	15,9 x	8,8 x	9,3 x	10,6 x	8,3 x	7,4 x	7,0 x
EV / EBITDA	16,1 x	11,5 x	11,7 x	13,8 x	11,0 x	9,9 x	9,3 x
EV / EBIT	39,0 x	39,2 x	35,9 x	53,6 x	42,5 x	33,2 x	30,8 x
EV / EBIT adj.*	39,0 x	39,2 x	35,9 x	53,6 x	42,5 x	33,2 x	30,8 x
Kurs / FCF	n.a.						
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73,8 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73,8 x
Dividendenrendite	n.a.						
Free Cash Flow Yield Potential	6,1 %	8,6 %	8,3 %	6,9 %	9,1 %	10,2 %	10,8 %
*Adjustiert um:	-						

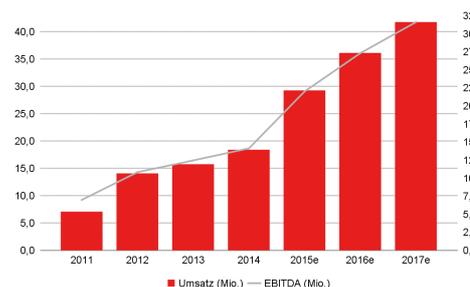
GuV							
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	7,09	14,08	15,76	18,40	29,26	36,11	41,75
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	98,8 %	11,9 %	16,8 %	59,0 %	23,4 %	15,6 %
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktiviere Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	7,09	14,08	15,76	18,40	29,26	36,11	41,75
Materialaufwand	0,00	0,39	0,38	0,39	0,42	0,37	0,39
Rohertrag	7,09	13,70	15,38	18,01	28,84	35,74	41,36
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>100,0 %</i>	<i>97,2 %</i>	<i>97,6 %</i>	<i>97,9 %</i>	<i>98,6 %</i>	<i>99,0 %</i>	<i>99,1 %</i>
Personalaufwendungen	0,00	0,00	0,01	0,06	0,06	0,06	0,06
Sonstige betriebliche Erträge	1,92	0,94	2,17	4,35	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,00	3,82	5,06	8,16	6,79	8,41	9,69
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	7,01	10,82	12,48	14,14	21,99	27,26	31,61
<i>Marge</i>	<i>98,9 %</i>	<i>76,8 %</i>	<i>79,2 %</i>	<i>76,8 %</i>	<i>75,2 %</i>	<i>75,5 %</i>	<i>75,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,12	7,65	7,70	9,79	15,60	18,47	21,40
EBITA	2,89	3,17	4,78	4,35	6,39	8,79	10,21
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
EBIT	2,89	3,17	4,08	3,65	5,69	8,09	9,51
<i>Marge</i>	<i>40,8 %</i>	<i>22,5 %</i>	<i>25,9 %</i>	<i>19,8 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>22,4 %</i>	<i>22,8 %</i>
EBIT adj.	2,89	3,17	4,08	3,65	5,69	8,09	9,51
Zinserträge	0,42	0,02	0,12	0,16	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	4,19	6,30	7,90	7,22	7,80	8,06	8,81
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
EBT	-0,89	-3,10	-3,71	-3,44	-2,11	0,03	0,70
<i>Marge</i>	<i>-12,5 %</i>	<i>-22,0 %</i>	<i>-23,6 %</i>	<i>-18,7 %</i>	<i>-7,2 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>1,7 %</i>
Steuern gesamt	0,14	0,16	0,31	0,64	0,10	0,00	-0,02
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-1,03	-3,27	-4,02	-4,08	-2,21	0,03	0,72
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,03	-3,27	-4,02	-4,08	-2,21	0,03	0,72
Minderheitenanteile	0,00	-0,01	-0,02	0,21	-0,06	0,00	0,01
Nettoergebnis	-1,03	-3,26	-4,00	-4,29	-2,15	0,03	0,71
<i>Marge</i>	<i>-14,5 %</i>	<i>-23,1 %</i>	<i>-25,4 %</i>	<i>-23,3 %</i>	<i>-7,4 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>1,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	8,75	14,03	20,53	31,75	43,25	43,25	43,25
EPS	-0,12	-0,23	-0,19	-0,14	-0,05	0,00	0,02
EPS adj.	-0,12	-0,23	-0,19	-0,14	-0,05	0,00	0,02

*Adjustiert um:

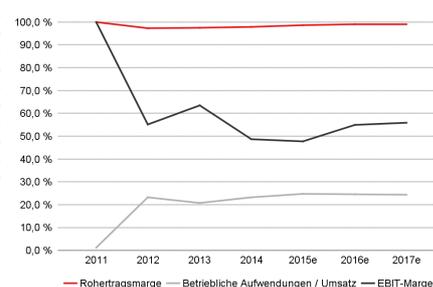
Guidance: n.a.

Kennzahlen							
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	1,1 %	23,2 %	20,8 %	23,2 %	24,8 %	24,5 %	24,3 %
Operating Leverage	n.a.	0,1 x	2,4 x	-0,6 x	0,9 x	1,8 x	1,1 x
EBITDA / Interest expenses	1,7 x	1,7 x	1,6 x	2,0 x	2,8 x	3,4 x	3,6 x
Steuerquote (EBT)	-15,5 %	-5,3 %	-8,3 %	-18,7 %	-4,7 %	-3,0 %	-3,0 %
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.

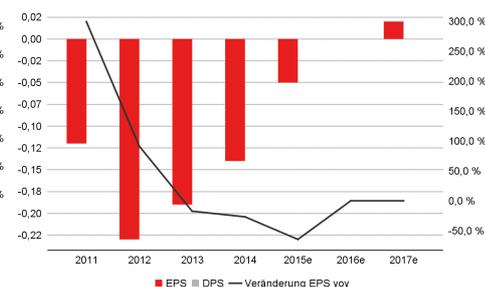
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

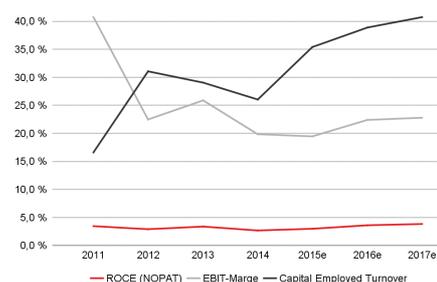
Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,57	12,35	11,23	10,74	10,04	9,34	8,64
davon übrige imm. VG	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,57	12,35	11,23	10,74	10,04	9,34	8,64
Sachanlagen	99,38	105,74	127,28	168,89	205,47	232,90	258,32
Finanzanlagen	0,00	0,00	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	111,94	118,09	138,87	179,98	215,87	242,60	267,32
Vorräte	0,15	0,36	0,31	0,25	0,25	0,25	0,25
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,43	2,32	2,56	4,01	4,80	5,90	6,80
Liquide Mittel	3,31	4,84	6,10	7,78	19,39	23,06	26,85
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,76	3,08	11,46	13,88	5,59	5,59	5,59
Umlaufvermögen	8,66	10,61	20,43	25,92	30,03	34,80	39,48
Bilanzsumme (Aktiva)	120,60	128,70	159,30	205,90	245,90	277,40	306,80
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,00	15,00	26,00	37,50	43,25	43,25	43,25
Kapitalrücklage	0,31	0,91	3,63	7,60	10,00	10,00	10,00
Gewinnrücklagen	-1,08	-4,34	-8,45	-12,32	-14,47	-14,44	-13,73
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	9,24	11,57	21,17	32,78	38,78	38,81	39,52
Anteile Dritter	0,00	0,01	0,72	0,51	1,00	1,00	1,00
Eigenkapital	9,24	11,59	21,89	33,29	39,78	39,81	40,52
Rückstellungen gesamt	0,62	0,47	1,06	2,05	2,05	2,05	2,05
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	106,53	112,62	126,98	160,71	197,09	227,87	256,19
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,16	6,13	8,79	11,08	11,08	11,08	11,08
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,58	1,18	5,87	5,22	2,40	3,00	3,40
Sonstige Verbindlichkeiten	2,58	2,80	3,50	4,62	4,62	4,62	4,62
Verbindlichkeiten	111,31	117,07	137,40	172,60	206,16	237,54	266,26
Bilanzsumme (Passiva)	120,60	128,70	159,30	205,90	245,90	277,40	306,80

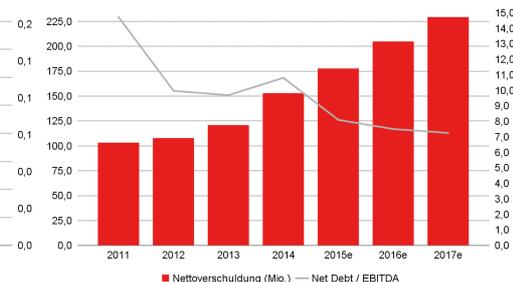
Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x	0,2 x
Capital Employed Turnover	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,2 x
ROA	-0,9 %	-2,8 %	-2,9 %	-2,4 %	-1,0 %	0,0 %	0,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	3,4 %	2,9 %	3,4 %	2,6 %	2,9 %	3,6 %	3,8 %
ROE	-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-15,9 %	-6,0 %	0,1 %	1,8 %
Adj. ROE	-14,4 %	-31,3 %	-24,4 %	-15,9 %	-6,0 %	0,1 %	1,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	103,22	107,78	120,87	152,93	177,70	204,81	229,34
Nettofinanzverschuldung	103,22	107,78	120,87	152,93	177,70	204,81	229,34
Net Gearing	1116,8 %	930,2 %	552,1 %	459,4 %	446,7 %	514,4 %	566,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	1472,8 %	996,5 %	968,9 %	1081,8 %	808,1 %	751,2 %	725,5 %
Buchwert je Aktie	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,4	-0,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7

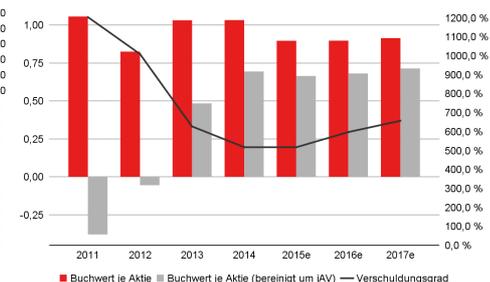
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

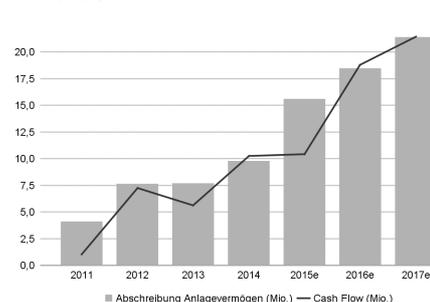
Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,03	-3,27	-4,02	-4,08	-2,21	0,03	0,72
Abschreibung Anlagevermögen	4,12	7,65	7,70	9,79	15,60	18,47	21,40
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-7,31	-0,36	-2,50	1,58	-5,90	0,09	-0,04
Cash Flow	-4,22	4,02	1,88	7,99	8,19	19,29	22,78
Veränderung Vorräte	-0,15	-0,21	0,06	0,06	0,00	0,00	0,00
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,97	0,11	-0,24	-1,45	-0,79	-1,10	-0,90
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,20	-0,40	4,69	-0,65	-2,82	0,60	0,40
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,31	-0,50	4,51	-2,04	-3,61	-0,50	-0,50
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-7,53	3,52	6,39	5,95	4,58	18,79	22,28
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-25,27	-13,68	-33,20	-36,75	-13,12	-45,90	-46,82
Zugänge aus Akquisitionen	-4,57	-0,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-25,27	-13,68	-33,20	-53,49	-13,12	-45,90	-46,82
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	28,53	6,09	14,36	33,73	12,00	30,78	28,32
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	5,31	5,60	13,72	15,48	8,15	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	33,84	11,69	28,07	49,21	20,15	30,78	28,32
Veränderung liquide Mittel	1,04	1,53	1,26	1,67	11,61	3,67	3,78
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	3,31	4,84	6,10	7,78	19,39	23,06	26,85

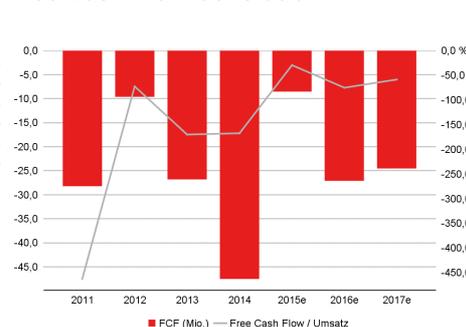
Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	-28,23	-9,62	-26,81	-47,54	-8,54	-27,11	-24,54
Free Cash Flow / Umsatz	-462,8 %	-72,1 %	-170,1 %	-167,4 %	-29,2 %	-75,1 %	-58,8 %
Free Cash Flow Potential	6,87	10,65	12,17	13,50	21,89	27,26	31,63
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	3198,7 %	311,9 %	669,8 %	718,0 %	396,9 %	-88981,3 %	-3467,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	18,1 %	0,6 %	2,3 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,5 %	5,7 %	6,6 %	5,0 %	4,4 %	3,8 %	3,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	356,6 %	97,1 %	210,7 %	199,7 %	44,8 %	127,1 %	112,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	613,3 %	178,8 %	395,2 %	350,3 %	80,5 %	239,4 %	211,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-9,2 %	8,9 %	-4,8 %	-10,8 %	2,9 %	8,0 %	8,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	154,2 %	197,0 %	43,6 %	76,9 %	200,0 %	196,7 %	200,0 %
Vorratsumschlag	0,0 x	1,1 x	1,3 x	1,6 x	1,7 x	1,5 x	1,6 x
Receivables collection period (Tage)	125	60	59	80	60	60	59
Payables payment period (Tage)	n.a.	1.105	5.608	4.836	2.089	2.963	3.147
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	-710	-5.268	-4.559	-1.840	-2.681	-2.882

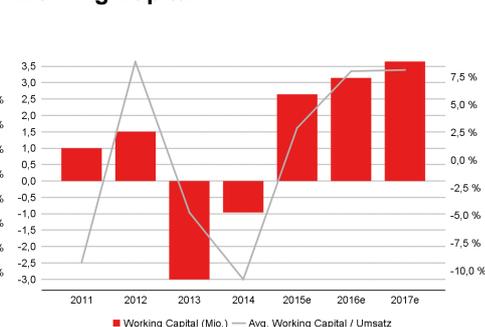
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- 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 waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 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.
- 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)
ABO Invest	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EWXA4.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

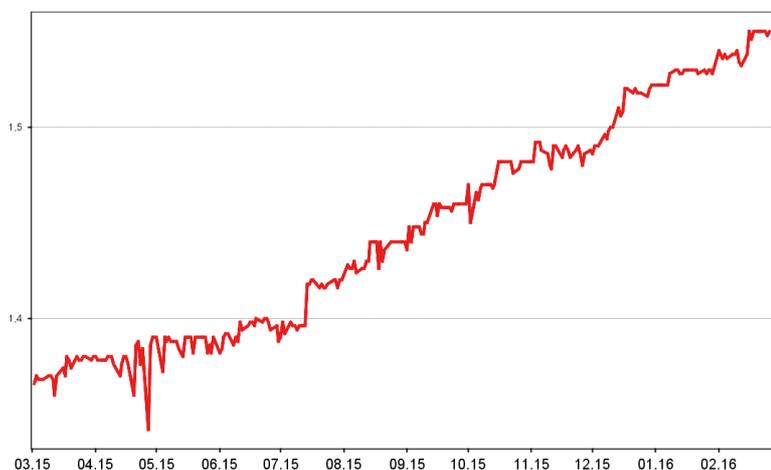
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	125	66
Halten	57	30
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	190	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	27	82
Halten	4	12
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	33	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ABO INVEST] AM [29.02.2016]



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 hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Telco, Internet, Media mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

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

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
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

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

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

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

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 omerckel@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

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