

Buy EUR 6,70	Wertindikatoren: EUR	Aktien Daten:	Beschreibung:
	DCF: 6,71 FCF-Value Potential: 5,13	Bloomberg: FPH GR Reuters: FPHG ISIN: DE000FPH9000	Führender Frankiermaschinenhersteller und Komplettanbieter für die Postbearbeitung.
Kurs EUR 4,93 Upside 35,9 %	Markt Snapshot: EUR Mio.	Aktionäre:	Risikoprofil (WRe): 2017e
	Marktkapitalisierung: 76,2 Aktienanzahl (Mio.): 15,5 EV: 104,8 Freefloat MC: 56,6 Ø Trad. Vol. (30T): 170,87	Freefloat 74,3 % Quaero Capital 5,2 % 3R Investments Ltd. 10,3 % INKA mbH 10,2 %	Beta: 1,6 KBV: 2,5 x EK-Quote: 21 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,4 x Net Debt / EBITDA: 1,1 x

Vorgezogene Aufwendungen belasten Q2 temporär

Berichtete Kennzahlen Q2/2017:										Kommentar zu den Kennzahlen:
in Mio. EUR	Q2/17	Q2/17e	Q2/16	yoy	6M/17	6M/17e	6M/16	yoy		<ul style="list-style-type: none"> Am 24.08.17 legte die Francotyp Postalia die Geschäftszahlen für das Q2 vor. Diese verfehlten die Erwartungen. Ursache hierfür war die Entscheidung die Wachstumsstrategie ACT vorzuziehen, sowie die Feststellung von Abweichungen und vereinzelte auf Mitarbeiterfehlverhalten beruhende Unregelmäßigkeiten bei der internen Erfassung und Abrechnung von Briefmengen im Bereich des Konsolidierungsgeschäfts.
Umsatz	48,9	49,5	49,0	-0,2%	104,4	105,0	100,3	4,1%		
EBITDA	4,4	6,7	6,5	-32,1%	12,7	15,0	14,6	-13,2%		
<i>Marge</i>	9,0%	14,8%	13,2%		12,2%	14,0%	14,6%			
EPS in EUR	0,00	0,09	0,09	-	0,13	0,24	0,23	-43,5%		

Die Verfehlung der Ertragsersparungen (WRe) hat zwei Gründe: Zum einen wurde im Konsolidierungsgeschäft (Konsolidierung hier: Abholung, Vorsortierung und Transport zum Briefzentrum gegen Portoersparnis) ein Mitarbeiterfehlverhalten festgestellt, welches das Ergebnis mit EUR 0,5 Mio. belastete. Den größten Effekt der auf EBITDA-Level mit EUR 2,2 Mio. bezifferten Sonderaufwendungen dürfte jedoch die Entscheidung haben, einzelne Maßnahmen des geplanten Wachstumsprogramms ACT vorzuziehen (vgl. Comment vom 18.11.16). Ohne diese Sondereffekte hätte das Ergebnis nur leicht unterhalb der Erwartungen (WRe) gelegen. Die vorgezogenen strategischen Maßnahmen beziehen sich auf den Produktbereich Mail Services. Hier stieg der Umsatz in den letzten 5 Jahren deutlich an: Von EUR 20,0 Mio. im ersten Halbjahr 2013 auf EUR 33,0 Mio. im laufenden Geschäftsjahr. Dennoch blieb der Produktbereich durchweg margenschwach und die Profitabilität sank zuletzt sogar. Als Kernmaßnahmen wird nun eine weitreichende Automatisierung der Fulfillment-Prozesse eingeführt sowie eine stärkere Verzahnung mit dem Softwaregeschäft angestrebt. Die genannten Effekte belasten das laufende Jahr, sind jedoch für das halten der langfristigen Umsatz und Ertragsersparungen (WRe) bedeutend.

Die genannten Effekte belasten das Ergebnis des laufenden Jahres. Die Prognosen bleiben allerdings unverändert. Zusammen mit einem Roll-over Effekt bleibt das **Kursziel insgesamt unverändert bei EUR 6,70. Die Aktie wird weiterhin mit Kaufen eingestuft.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	2019e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Einzig die Prognosen für das laufende Jahr werden aufgrund der genannten Effekte angepasst. Für 2018ff wird aufgrund erfolgter Maßnahmen weiter mit einem attraktiven Ergebnisanstieg gerechnet. 		
Umsatz	208,0	0,0 %	213,2	0,0 %	223,9	0,0 %			
EBITDA	27,4	-3,8 %	28,5	0,0 %	30,4	0,0 %			
EBIT	8,4	-12,4 %	10,9	0,0 %	12,8	0,0 %			
EPS	0,34	-11,8 %	0,46	0,0 %	0,54	0,0 %			

	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
	Umsatz	3,3 %	168,9	170,3	191,1	203,0	208,0	213,2	223,9
	Veränd. Umsatz yoy		2,0 %	0,8 %	12,2 %	6,2 %	2,5 %	2,5 %	5,0 %
	<i>Rohertragsmarge</i>		61,5 %	61,3 %	60,4 %	58,1 %	57,5 %	57,3 %	57,6 %
	EBITDA	3,8 %	22,2	23,1	26,8	27,2	26,4	28,5	30,4
	<i>Marge</i>		13,1 %	13,6 %	14,0 %	13,4 %	12,7 %	13,3 %	13,6 %
	EBIT	9,6 %	10,4	9,8	9,0	9,7	7,4	10,9	12,8
	<i>Marge</i>		6,1 %	5,8 %	4,7 %	4,8 %	3,5 %	5,1 %	5,7 %
	Nettoergebnis	14,5 %	4,9	5,1	3,5	5,9	4,9	7,4	8,8
	EPS	14,5 %	0,31	0,32	0,22	0,36	0,30	0,46	0,54
	EPS adj.	14,5 %	0,31	0,32	0,22	0,36	0,30	0,46	0,54
	DPS	10,5 %	0,08	0,16	0,16	0,16	0,16	0,18	0,22
	Dividendenrendite		2,5 %	3,6 %	3,7 %	3,8 %	3,2 %	3,7 %	4,4 %
	FCFPS		0,21	-0,36	-0,10	0,28	0,14	0,48	0,53
	FCF / Marktkap.		6,6 %	-8,3 %	-2,2 %	6,6 %	2,8 %	9,8 %	10,8 %
	EV / Umsatz		0,4 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
	EV / EBITDA		3,4 x	4,4 x	3,9 x	3,5 x	4,1 x	3,6 x	3,2 x
	EV / EBIT		7,3 x	10,5 x	11,5 x	9,9 x	14,7 x	9,5 x	7,6 x
	KGV		10,5 x	13,7 x	19,8 x	11,7 x	16,4 x	10,7 x	9,1 x
	KGV ber.		10,5 x	13,7 x	19,8 x	11,7 x	16,4 x	10,7 x	9,1 x
	FCF Potential Yield		6,5 %	3,5 %	6,1 %	12,0 %	10,7 %	12,4 %	14,5 %
	Nettoverschuldung		23,0	31,6	32,9	28,3	28,6	23,3	17,6
	ROCE (NOPAT)		13,0 %	11,0 %	6,8 %	9,5 %	7,6 %	11,6 %	13,2 %
	Guidance:		2017: Leicht steigender Umsatz, leicht steigendes EBITDA						

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR

-

Anteill wiederkehrender Umsätze 2017e; in %

-

Entwicklung EBIT in Mio. EUR

-

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

- Die Francotyp-Postalia Holding AG mit Hauptsitz in Birkenwerder bei Berlin ist ein weltweit tätiger Anbieter von Produkten und Dienstleistungen für den Postausgangsmarkt.
- Das Unternehmen entstand im Jahr 1983 durch den Zusammenschluss der Traditionsunternehmen Francotyp (gegründet 1923) und Postalia (gegründet 1938) und besitzt damit mehr als 80 Jahre Erfahrung im Postmarkt.
- Im Zuge der Liberalisierung der Postmärkte hat sich die FP-Gruppe von einem Hersteller von Frankiermaschinen zu einem Mail-Management-Anbieter für den Postausgang entwickelt.
- Den Kern der Geschäftstätigkeit bilden nach wie vor Frankier- und Kuvertiermaschinen.
- Mit neuen Diensten wie der Abholung, Sortierung und Konsolidierung der Ausgangspost sowie elektronischen Hybridmail-Lösungen erweiterte das Unternehmen sein Produktportfolio.

Wettbewerbsqualität

- Mit dem Fokus auf Kunden mit geringem bis mittlerem Postaufkommen adressiert Francotyp-Postalia zwei stabile Segmente im insgesamt schwierigen Markt für Frankiermaschinen.
- 45% Marktanteil im deutschen Frankiermarkt erklärt die Reputation des deutschen Marktführers und ist eine Folge von Differenzierungsmerkmalen:
- Langjährige Kundenbeziehungen und 80 Jahre Erfahrung im deutschen Markt mit dem Wissen um die Kundenwünsche und ein dichtes Servicenetzwerk mit schnellen Reaktionszeiten.
- Der erhebliche Anteil (aktuell ca. 3/4) wiederkehrender Erlöse am Gesamtumsatz verdeutlicht die erfolgreiche Transformation der Wettbewerbsqualität in eine hohe Unternehmensqualität.
- Für neue Marktteilnehmer ist diese Bestandskundenbasis nicht erreichbar und die Nische der Frankiermaschinen unattraktiv.

Entwicklung EBT in Mio. EUR

-

Nettverbindlichkeiten in EURm

-

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR

-

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	208,0	213,2	223,9	229,5	235,2	241,1	247,2	253,3	259,7	266,2	272,8	279,6	286,6	
Umsatzwachstum	2,5 %	2,5 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,0 %
EBIT	7,4	10,9	12,8	13,8	15,3	16,9	17,3	17,7	18,2	18,6	19,1	19,6	20,1	
EBIT-Marge	3,5 %	5,1 %	5,7 %	6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	
Steuerquote (EBT)	35,0 %	32,0 %	32,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	4,8	7,4	8,7	9,6	10,7	11,8	12,1	12,4	12,7	13,0	13,4	13,7	14,0	
Abschreibungen	19,0	17,6	17,6	20,7	21,2	21,7	22,2	22,8	23,4	24,0	24,6	25,2	25,8	
Abschreibungsquote	9,1 %	8,3 %	7,9 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,9	0,9	0,9	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	5,0	0,6	1,3	2,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	
- Investitionen	19,5	19,5	19,5	23,0	23,5	24,1	24,7	22,8	23,4	24,0	24,6	25,2	25,8	
Investitionsquote	9,4 %	9,1 %	8,7 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
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)	0,2	5,8	6,5	4,4	7,2	8,2	8,4	11,1	11,4	11,6	11,9	12,2	12,5	13
Barwert FCF	0,1	5,2	5,4	3,4	5,1	5,4	5,1	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0	4,8	70
Anteil der Barwerte	8,09 %			39,22 %										52,69 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,80
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,40
WACC	8,09 %	Beta	1,56

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2029e	63		
Terminal Value	70		
Zinstr. Verbindlichkeiten	38		
Pensionsrückstellungen	17		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	27	Aktienzahl (Mio.)	15,5
Eigenkapitalwert	104	Wert je Aktie (EUR)	6,71

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
1,80	9,1 %	5,18	5,28	5,38	5,48	5,59	5,71	5,84	1,80	9,1 %	3,45	4,13	4,81	5,48	6,16	6,83	7,51
1,68	8,6 %	5,70	5,81	5,93	6,06	6,19	6,34	6,49	1,68	8,6 %	3,90	4,62	5,34	6,06	6,78	7,49	8,21
1,62	8,3 %	5,98	6,10	6,23	6,37	6,52	6,68	6,86	1,62	8,3 %	4,14	4,89	5,63	6,37	7,12	7,86	8,61
1,56	8,1 %	6,28	6,42	6,56	6,71	6,88	7,06	7,25	1,56	8,1 %	4,41	5,18	5,95	6,71	7,48	8,25	9,02
1,50	7,8 %	6,61	6,75	6,91	7,08	7,26	7,46	7,67	1,50	7,8 %	4,69	5,49	6,28	7,08	7,88	8,68	9,47
1,44	7,6 %	6,95	7,12	7,29	7,48	7,68	7,90	8,14	1,44	7,6 %	5,00	5,82	6,65	7,48	8,31	9,13	9,96
1,32	7,1 %	7,72	7,92	8,14	8,37	8,62	8,90	9,20	1,32	7,1 %	5,69	6,58	7,48	8,37	9,26	10,16	11,05

- Francotyp erzielt in normalen Geschäftsjahren hohe, stetige Cash-Flows.
- In 2013ff sind die Cash-Flows durch hohe Investitionen in die installierte Basis geprägt.
- Die Cash Flow Stärke des Unternehmens zeigt sich erst langfristig.

Wertermittlung							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	2,1 x	2,5 x	2,1 x	1,9 x	2,5 x	1,9 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,47	-0,26	0,04	0,06	-0,21	0,34	0,76
EV / Umsatz	0,4 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	3,4 x	4,4 x	3,9 x	3,5 x	4,1 x	3,6 x	3,2 x
EV / EBIT	7,3 x	10,5 x	11,5 x	9,9 x	14,7 x	9,5 x	7,6 x
EV / EBIT adj.*	7,3 x	10,5 x	11,5 x	9,9 x	14,7 x	9,5 x	7,6 x
Kurs / FCF	15,3 x	n.a.	n.a.	15,1 x	35,9 x	10,2 x	9,3 x
KGV	10,5 x	13,7 x	19,8 x	11,7 x	16,4 x	10,7 x	9,1 x
KGV ber.*	10,5 x	13,7 x	19,8 x	11,7 x	16,4 x	10,7 x	9,1 x
Dividendenrendite	2,5 %	3,6 %	3,7 %	3,8 %	3,2 %	3,7 %	4,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,5 %	3,5 %	6,1 %	12,0 %	10,7 %	12,4 %	14,5 %
*Adjustiert um:	-						

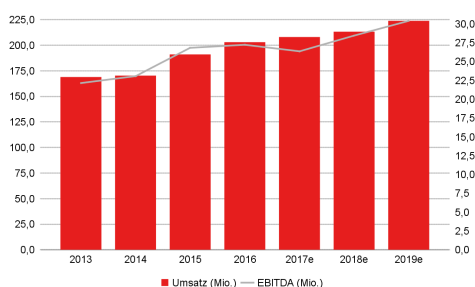
GuV							
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	168,9	170,3	191,1	203,0	208,0	213,2	223,9
Veränd. Umsatz yoy	2,0 %	0,8 %	12,2 %	6,2 %	2,5 %	2,5 %	5,0 %
Bestandsveränderungen	-0,5	0,6	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	13,5	15,5	15,8	11,4	11,4	11,4	11,4
Gesamterlöse	181,9	186,4	206,7	214,5	219,4	224,6	235,3
Materialaufwand	77,9	82,0	91,3	96,5	99,9	102,4	106,4
Rohertrag	103,9	104,3	115,4	118,0	119,6	122,3	128,9
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>61,5 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>60,4 %</i>	<i>58,1 %</i>	<i>57,5 %</i>	<i>57,3 %</i>	<i>57,6 %</i>
Personalaufwendungen	54,0	53,5	57,4	57,4	58,9	59,7	62,7
Sonstige betriebliche Erträge	2,5	2,4	4,3	3,8	4,2	4,3	4,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,3	30,1	35,6	37,1	38,5	38,4	40,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	22,2	23,1	26,8	27,2	26,4	28,5	30,4
<i>Marge</i>	<i>13,1 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>14,0 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>13,6 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,4	8,6	17,8	17,5	19,0	17,6	17,6
EBITA	14,8	14,5	9,0	9,7	7,4	10,9	12,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,4	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	10,4	9,8	9,0	9,7	7,4	10,9	12,8
<i>Marge</i>	<i>6,1 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,7 %</i>
EBIT adj.	10,4	9,8	9,0	9,7	7,4	10,9	12,8
Zinserträge	0,9	0,5	0,7	1,3	0,7	0,7	0,7
Zinsaufwendungen	3,3	2,6	2,2	1,6	0,6	0,6	0,6
Sonstiges Finanzergebnis	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
EBT	7,8	8,4	7,7	9,6	7,5	11,0	12,9
<i>Marge</i>	<i>4,6 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,8 %</i>
Steuern gesamt	3,0	3,2	3,9	3,4	2,6	3,5	4,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,9	5,2	3,7	6,2	4,9	7,4	8,8
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,9	5,2	3,7	6,2	4,9	7,4	8,8
Minderheitenanteile	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,9	5,1	3,5	5,9	4,9	7,4	8,8
<i>Marge</i>	<i>2,9 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>3,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
EPS	0,31	0,32	0,22	0,36	0,30	0,46	0,54
EPS adj.	0,31	0,32	0,22	0,36	0,30	0,46	0,54

*Adjustiert um:

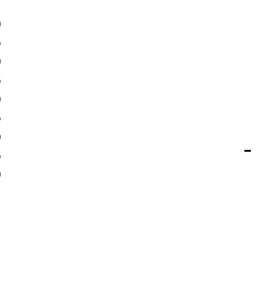
Guidance: 2017: Leicht steigender Umsatz, leicht steigendes EBITDA

Kennzahlen							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,6 %	95,9 %	94,2 %	92,3 %	92,8 %	92,0 %	91,5 %
Operating Leverage	7,3 x	-6,5 x	-0,7 x	1,3 x	-9,7 x	18,9 x	3,6 x
EBITDA / Interest expenses	6,8 x	8,8 x	11,9 x	17,4 x	44,0 x	47,4 x	50,7 x
Steuerquote (EBT)	37,9 %	38,0 %	51,3 %	35,5 %	35,0 %	32,0 %	32,0 %
Ausschüttungsquote	26,6 %	49,6 %	69,4 %	41,7 %	53,3 %	39,9 %	39,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	151.020	149.276	164.180	170.997	171.835	172.677	177.756

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Bilanz							
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	32,8	32,9	33,0	34,9	35,4	35,9	36,4
davon übrige imm. VG	23,6	23,8	24,5	26,4	26,9	27,4	27,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	9,1	9,1	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Sachanlagen	24,6	37,0	42,0	39,3	39,3	40,7	42,1
Finanzanlagen	1,4	3,0	6,0	9,7	9,7	9,7	9,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	58,8	73,0	81,0	83,9	84,4	86,3	88,2
Vorräte	8,8	10,0	11,7	11,2	11,5	11,8	12,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,1	17,3	16,9	19,0	23,9	24,5	25,8
Liquide Mittel	29,7	17,2	18,9	27,1	14,2	20,4	27,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	23,1	24,6	27,6	26,2	26,6	26,6	26,6
Umlaufvermögen	78,6	69,2	75,1	83,4	76,2	83,3	91,7
Bilanzsumme (Aktiva)	137,4	142,1	156,2	167,3	160,6	169,6	179,9
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Kapitalrücklage	35,3	35,0	34,9	34,6	34,6	34,6	34,6
Gewinnrücklagen	4,9	5,1	3,5	0,0	-23,6	-16,8	-10,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-31,3	-27,6	-20,9	-14,9	4,9	7,4	8,8
Buchwert	25,1	28,7	33,7	35,9	32,0	41,4	48,6
Anteile Dritter	0,8	1,4	1,5	0,0	1,5	0,0	1,5
Eigenkapital	25,9	30,1	35,2	35,9	33,5	41,4	50,1
Rückstellungen gesamt	20,1	22,9	22,3	18,0	26,9	27,7	28,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	14,1	17,4	15,5	17,0	17,9	18,7	19,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	38,6	31,4	36,3	38,4	24,9	24,9	24,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,2	5,5	4,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,5	9,5	9,9	10,6	10,9	11,1	11,7
Sonstige Verbindlichkeiten	45,4	48,3	52,5	64,4	64,4	64,4	64,4
Verbindlichkeiten	111,5	112,1	120,9	131,4	127,1	128,2	129,7
Bilanzsumme (Passiva)	137,4	142,1	156,2	167,3	160,6	169,6	179,9

Kennzahlen							
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,9 x	3,1 x	3,1 x	3,4 x	3,3 x	3,2 x	3,3 x
Capital Employed Turnover	3,5 x	2,8 x	2,8 x	3,2 x	3,3 x	3,3 x	3,3 x
ROA	8,4 %	7,0 %	4,4 %	7,0 %	5,7 %	8,6 %	10,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,0 %	11,0 %	6,8 %	9,5 %	7,6 %	11,6 %	13,2 %
ROE	21,4 %	18,9 %	11,4 %	16,8 %	14,3 %	20,3 %	19,5 %
Adj. ROE	21,4 %	18,9 %	11,4 %	16,8 %	14,3 %	20,3 %	19,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	23,0	31,6	32,9	28,3	28,6	23,3	17,6
Nettofinanzverschuldung	8,9	14,2	17,4	11,3	10,7	4,5	-2,1
Net Gearing	88,8 %	105,1 %	93,3 %	79,0 %	85,2 %	56,2 %	35,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	40,1 %	61,6 %	65,0 %	41,6 %	40,7 %	15,9 %	n.a.
Buchwert je Aktie	1,6	1,8	2,1	2,2	2,0	2,6	3,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-0,5	-0,3	0,0	0,1	-0,2	0,3	0,8

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung in Mio. EUR

Buchwert je Aktie in EUR

Cash flow

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,9	5,1	3,5	5,9	4,9	7,4	8,8
Abschreibung Anlagevermögen	7,4	8,6	17,8	17,5	19,0	17,6	17,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,4	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,5	3,3	-1,9	1,5	0,9	0,9	0,9
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,0	2,0	2,0	0,0	2,0	2,0	2,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	18,2	23,6	21,4	24,9	26,7	27,9	29,3
Veränderung Vorräte	2,0	-1,2	-1,7	0,5	-0,3	-0,3	-0,6
Veränderung Forderungen aus L+L	0,6	-0,3	0,4	-2,0	-5,0	-0,6	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,8	2,0	0,4	0,8	0,3	0,3	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1,4	-6,7	-2,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,3	-6,2	-2,9	-2,8	-5,0	-0,6	-1,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	18,5	17,5	18,6	22,1	21,7	27,3	28,1
Investitionen in iAV	-4,5	-5,1	-5,8	-2,3	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	-10,6	-18,3	-14,3	-15,3	-19,0	-19,0	-19,0
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	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-14,9	-23,1	-20,1	-17,6	-19,5	-19,5	-19,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,4	-6,9	4,5	4,5	-13,5	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-1,3	-2,6	-2,6	-2,3	-2,3	-2,6
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-2,0	0,4	0,4	-2,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-2,5	-7,8	2,4	-0,7	-15,8	-2,3	-2,6
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	1,1	-13,4	0,8	3,8	-13,6	5,5	5,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,6	0,8	0,6	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	27,8	16,9	15,9	18,7	13,5	19,7	26,3

Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	3,4	-5,9	-1,5	4,5	2,2	7,8	8,6
Free Cash Flow / Umsatz	2,0 %	-3,5 %	-0,8 %	2,2 %	1,1 %	3,7 %	3,8 %
Free Cash Flow Potential	4,9	3,6	6,3	11,6	11,6	12,8	14,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	69,9 %	-115,4 %	-43,7 %	76,9 %	45,7 %	105,1 %	97,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,3 %	2,2 %	3,8 %	5,9 %	3,4 %	4,1 %	3,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,2 %	7,5 %	6,6 %	4,2 %	1,9 %	2,4 %	2,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	8,9 %	13,7 %	10,5 %	8,7 %	9,4 %	9,1 %	8,7 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,8 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,1 %
CAPEX / Abschreibungen	127,5 %	175,9 %	112,9 %	100,6 %	102,6 %	110,8 %	110,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	11,4 %	10,7 %	9,6 %	9,4 %	10,6 %	11,7 %	11,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	228,9 %	182,9 %	171,9 %	178,9 %	220,3 %	220,3 %	220,3 %
Vorratumschlag	8,8 x	8,2 x	7,8 x	8,6 x	8,7 x	8,7 x	8,6 x
Receivables collection period (Tage)	37	37	32	34	42	42	42
Payables payment period (Tage)	35	42	39	40	40	40	40
Cash conversion cycle (Tage)	11	7	12	6	7	7	7

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Free Cash Flow Generation

Working Capital

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 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 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 (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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.

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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder 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 Anlageempfehlung** 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.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Francotyp-Postalia	5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000FPH9000.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	106	52
Halten	90	44
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	1	0
Gesamt	204	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	28	68
Halten	11	27
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	1	2
Gesamt	41	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [FRANCOTYP-POSTALIA] AM [25.08.2017]



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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Small Cap Research pschmidt@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
Car Suppliers, Construction 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 Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands 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

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@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

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@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 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
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 Reuters www.thomsonreuters.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