

<b>Buy</b> <b>EUR 17,00</b> (EUR 18,50)  <b>Kurs</b> EUR 13,06 <b>Upside</b> 30,1 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 17,30	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: 4DS GR Reuters: 4DSG ISIN: DE0007830572	<b>Beschreibung:</b> Die Daldrup & Söhne AG ist der führende Anbieter von Geothermiebohrungen.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 71,1 Aktienanzahl (Mio.): 5,4 EV: 70,9 Freefloat MC: 24,0 Ø Trad. Vol. (30T): 20,92	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 33,8 % Josef Daldrup 34,4 % Karl Daldrup 10,6 % Bernd Daldrup 10,6 % Thomas Daldrup 10,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2013e Beta: 1,5 KBV: 1,1 x EK-Quote: 64 % Net Fin. Debt / EBITDA: -0,1 x Net Debt / EBITDA: 0,0 x

## Wichtiger Schritt nach vorne, Modell aktualisiert

**Fortschritt beim Geothermieprojekt Taufkirchen:** Nach diversen Verzögerungen im Rahmen des Baugenehmigungsverfahrens beim eigenen Geothermie-Projekt in Taufkirchen hat Daldrup nun die mit dem Landratsamt München abgestimmte schriftliche Ankündigung der Baugenehmigung von der Regierung von Oberbayern erhalten. Die Erteilung der tatsächlichen Baugenehmigung wird demnach in den nächsten Tagen erfolgen. Somit kann mit dem Baubeginn des Kraftwerks in wenigen Wochen und den ersten Inbetriebnahmehandlungen bereits im Winter 2013 gerechnet werden. Daldrup plant daher, bereits in der Heizperiode 2013/2014 Fernwärme mittels eines Provisoriums zu liefern und erste Erlöse hieraus zu erzielen (WRe erst ab 2014). Ab Herbst 2014 kommen dann Erlöse aus dem Verkauf von Strom hinzu. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit für weitere Verzögerungen nun als gering ein, da alle externen Voraussetzungen gegeben sind und der Bau bereits gut vorbereitet ist (Turbine wurde bereits geliefert, etc).

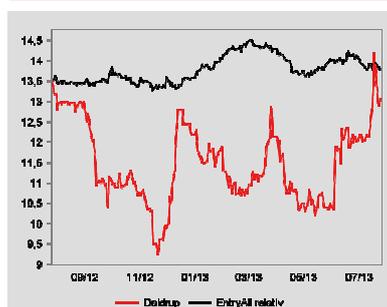
**Weitere Projekte bereits in der Pipeline:** Neben dem Projekt in Taufkirchen hat Daldrup drei konkrete weitere Projekte in der Pipeline (Neuried, Taufkirchen II, Starnberg) die in den Jahren 2016-18 (WRe 2017-20) in Betrieb gehen sollen. Zudem erwägt das Unternehmen, beim bereits in Betrieb stehenden Geothermieprojekt Landau als Gesellschafter einzusteigen, was die Equity Story der Transformation hin zum Energieversorger nochmals bekräftigen würde.

**Positiver Einfluss des neuen CFOs erwartet:** Curd Bems wurde am 15. März 2013 zum CFO der Daldrup & Söhne AG berufen. Curd Bems ist Geschäftsführer der Geysir Europe GmbH (an der Daldrup 75,01% hält) und verfügt über langjährige Erfahrung speziell im Bereich der Entwicklung und Finanzierung von Geothermieprojekten. Dies sollte zu deutlichen Verbesserungen bei der Entwicklung eigener Geothermieprojekte aber auch im Bereich der Abwicklung des reinen Bohrdienstleistungsgeschäfts führen.

**Modell aktualisiert:** Nach einem Gespräch mit dem neuen CFO haben wir unser Modell angepasst. Wir erwarten mittelfristig eine Rückkehr zu alten Profitabilitätslevels in Daldrups traditionellem Bohrgeschäft (WRe EBIT-Marge bezogen auf Gesamtleistung von >10% ab 2015) aufgrund einer Normalisierung der Preise für Geothermiebohrungen (Verfahren gegen Preisdumping eines Konkurrenten erwartet). Im Bereich der Entwicklung eigener Geothermiekraftwerke gehen wir aufgrund von signifikanten Lerneffekten von einer im Vergleich zum Pilotprojekt Taufkirchen beschleunigten (24 Monate von Bohrbeginn bis Inbetriebnahme) und kostenoptimierten Entwicklung aus (schnellere Abwicklung der Genehmigungsverfahren etc.). Wir haben nur die Entwicklung von den drei konkret genannten Projekten bis 2020 unterstellt (bisher fünf, durchschnittlicher Anteil von Daldrup 25%).

**Visibilität steigt, Sentiment aber weiterhin belastet:** Das im Zusammenhang mit der Geothermiebohrung in St.Gallen (an der Daldrup **nicht** beteiligt ist) aufgetretene Erdbeben – vermutlich durch handwerkliche Fehler herbeigeführt – führte in den letzten Tagen zu steigender Unsicherheit. Nichtsdestotrotz ist die Nachfrage nach Bohrdienstleistungen bei Daldrup weiterhin hoch (Auftragsbestand bei EUR 80 Mio. Bohranlagen sind bis weit in 2014 ausgelastet). Unsere reduzierten und aus unserer Sicht konservativen Schätzungen (20% unter 2013 EBIT-Guidance, 8% unter 2014) liefern zusätzliches Upside. Da die näher rückende Fertigstellung des Kraftwerks in Taufkirchen die Visibilität einer erfolgreichen Entwicklung hin zum mittelständischen Energieversorger erhöht, bestätigen wir trotz der bestehenden kurzfristigen Unsicherheiten unsere Kaufempfehlung. Neues Kursziel lautet EUR 17.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	40,4	-3,4 %	46,5	-5,6 %	49,8	-6,3 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsatz/EBIT-Schätzungen gesenkt da Geothermie-Projekt Taufkirchen ab sofort at-equity konsolidiert wird. EPS-Erhöhung durch besseres Finanzergebnis aufgrund des geringeren Finanzierungsbedarfs für eigene Projekte (weniger Projekte und geringerer Anteil unterstellt).</li> <li>Margenerholung im Bereich Bohrdienstleistungen aufgrund von Preisnormalisierung und Prozessoptimierung.</li> </ul>
<b>EBIT</b>	4,3	-44,3 %	6,1	-31,8 %	6,8	-4,2 %	
<b>EPS</b>	0,42	-28,6 %	0,48	14,6 %	0,48	104,2 %	

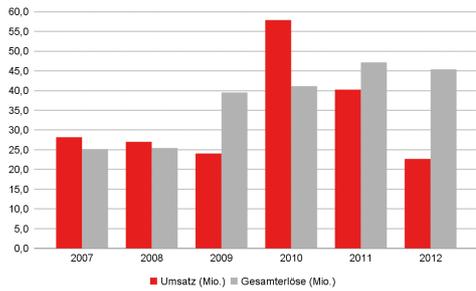


Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	9,7 %
6 Monate:	13,1 %
Jahresverlauf:	5,5 %
Letzte 12 Monate:	-5,3 %

Unternehmenstermine:	
30.09.13	H1

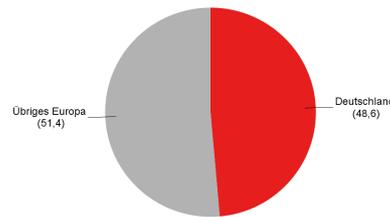
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	27,1 %	24,1	57,9	40,3	22,7	39,0	43,9	46,6
Veränd. Umsatz yoy		-10,9 %	140,6 %	-30,5 %	-43,6 %	71,9 %	12,6 %	6,1 %
<b>Gesamterlöse</b>		39,5	41,1	47,2	45,4	49,0	53,9	56,6
<i>Rohertragsmarge</i>		64,0 %	26,2 %	29,8 %	84,8 %	47,7 %	49,1 %	51,0 %
<b>EBITDA</b>	20,9 %	7,3	7,8	2,2	6,1	6,4	8,4	10,8
<i>Marge</i>		30,3 %	13,5 %	5,6 %	26,8 %	16,3 %	19,0 %	23,1 %
<b>EBIT</b>	41,7 %	4,6	3,8	-1,9	2,3	2,4	4,2	6,5
<i>adj. EBIT-Marge</i>		11,7 %	9,3 %	-4,2 %	5,0 %	4,8 %	7,7 %	11,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	46,3 %	3,8	2,6	-1,6	1,7	1,6	3,0	5,4
<b>EPS</b>	46,8 %	0,70	0,49	-0,31	0,31	0,30	0,55	0,98
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-0,75	0,63	-3,17	-2,71	0,47	-0,06	0,79
<b>EV / Umsatz</b>		4,8 x	2,1 x	2,8 x	3,4 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		15,9 x	15,9 x	49,3 x	12,6 x	11,1 x	8,5 x	6,2 x
<b>EV / EBIT</b>		25,0 x	32,5 x	n.a.	33,7 x	29,9 x	17,1 x	10,3 x
<b>KGV</b>		32,2 x	47,8 x	n.a.	44,1 x	43,5 x	23,8 x	13,3 x
<b>FCF Yield Potential</b>		4,7 %	4,9 %	0,1 %	5,2 %	6,2 %	8,2 %	10,7 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-6,9	-3,2	4,7	2,4	-0,2	0,1	-4,2
<b>ROE</b>		7,8 %	4,4 %	-2,6 %	2,8 %	2,5 %	4,6 %	7,7 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		8,2 %	4,4 %	-3,1 %	2,0 %	2,4 %	4,2 %	6,4 %
<b>Guidance:</b>		Gesamtleistung EUR 52 Mio., EBIT-Marge auf Gesamtleistung 6%						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



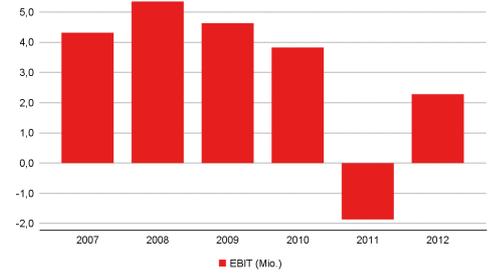
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

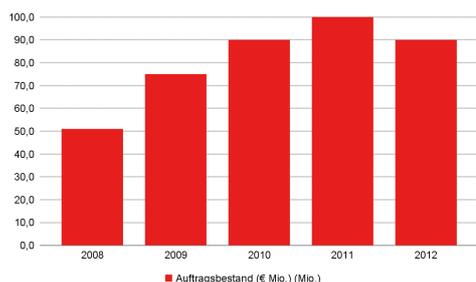
## Unternehmenshintergrund

- Die Daldrup & Söhne AG ist ein Spezialist für Geothermiebohrungen, die Entwicklung und den Betrieb von Geothermiekraftwerken sowie für umwelttechnische Dienstleistungen.
- Die Tätigkeit gliedert sich in die Geschäftsbereiche Geothermie, Rohstoffe & Exploration, Wassergewinnung sowie Environment, Development & Services. In Zukunft ist auch der Betrieb eigener Geothermiekraftwerke geplant.
- Im Geschäftsbereich Geothermie werden vor allem auch Bohrdienstleistungen für die Tiefengeothermie von bis zu 6.000 m erbracht, um die Erdwärme für die Strom- und Wärmegewinnung zu nutzen.
- Mit der Mehrheitsbeteiligung an der Geysir Europe GmbH verfügt die Daldrup-Gruppe zusätzlich über eigene Erlaubnisfelder zur Aufsuchung von Erdwärme im bayerischen Molassebecken und im Oberrheingraben.

## Wettbewerbsqualität

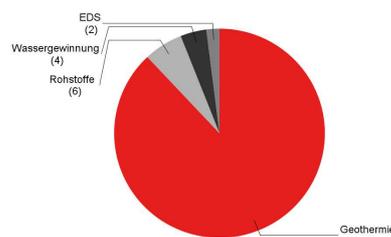
- Daldrup ist Technologie- und Qualitätsführer bei Tiefengeothermiebohrungen und verfügt über einen einzigartigen Track Record von rund 30 Tiefengeothermiebohrungen.
- Daldrups neue Stromerzeugungsaktivitäten werden aufgrund der stabilen Cashflows zu einem besser vorhersehbaren Geschäftsmodell und damit zu einer wesentlichen Verbesserung des Risikoprofils führen.
- Geothermie vereint die attraktivsten Vorteile der erneuerbaren Energien: Die Geothermie ist die einzige regenerative Energiequelle, die sowohl grundlastfähig als auch unabhängig von Rohstoffkosten ist.
- Regulatorische Verbesserungen sollten einen Boom bei Geothermie-Projekten auslösen. Bohranlagen sind eindeutig der Engpass der Industrie, sodass steigende Preise für Bohrdienstleistungen äußerst wahrscheinlich sind.
- Während es zahlreiche Möglichkeiten für den Aufbau eines Exposures im Bereich PV, Windenergie oder Biomasse gibt, ist Daldrup die einzige Option für eine Investition in diese vielversprechende Industrie.

**Auftragsbestand**  
in Mio. EUR



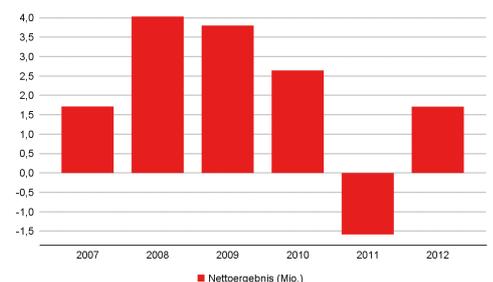
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2012; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	49,0	53,9	56,6	59,4	62,4	65,5	68,8	72,2	82,0	85,0	88,4	91,1	92,9	
Umsatzwachstum	7,9 %	10,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	13,5 %	3,7 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	2,4	4,2	6,5	7,9	8,7	9,6	10,3	10,9	11,5	11,5	11,7	11,8	11,8	
EBIT-Marge	4,8 %	7,7 %	11,5 %	13,2 %	14,0 %	14,7 %	14,9 %	15,1 %	14,0 %	13,5 %	13,3 %	13,0 %	12,7 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	1,7	2,9	4,5	5,5	6,1	6,7	7,2	7,7	8,1	8,1	8,2	8,3	8,3	
Abschreibungen	4,0	4,2	4,3	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,9	4,7	4,4	4,6	4,6	
Abschreibungsquote	8,2 %	7,8 %	7,5 %	7,3 %	7,0 %	6,8 %	6,6 %	6,4 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Veränd. Rückstellungen	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,5	1,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	3,4	1,1	1,2	0,9	0,6	
- Investitionen	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	4,6	
Investitionsquote	9,2 %	8,3 %	8,0 %	7,6 %	7,2 %	6,9 %	6,5 %	6,2 %	5,5 %	5,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
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)	-0,8	0,9	3,4	4,3	4,9	5,6	6,1	6,5	5,1	7,2	7,0	7,4	7,7	8
Barwert FCF	-0,8	0,8	2,7	3,2	3,4	3,5	3,5	3,5	2,4	3,2	2,9	2,8	2,6	38
Anteil der Barwerte	3,84 %			43,46 %										52,70 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	30,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	4,9 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,70
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>8,99 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,50</b>

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	34		
Terminal Value	38		
Zinstr. Verbindlichkeiten	8		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	4		
Marktwert v. Beteiligungen	29		
Liquide Mittel	6	Aktienzahl (Mio.)	5,4
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>94</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>17,30</b>

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,76	10,0 %	14,93	15,08	15,23	15,40	15,57	15,76	15,95	1,76	10,0 %	13,73	14,29	14,84	15,40	15,95	16,50	17,06
1,63	9,5 %	15,73	15,90	16,09	16,28	16,49	16,72	16,96	1,63	9,5 %	14,50	15,10	15,69	16,28	16,88	17,47	18,06
1,56	9,2 %	16,17	16,36	16,56	16,77	17,01	17,25	17,52	1,56	9,2 %	14,93	15,54	16,16	16,77	17,39	18,00	18,62
1,50	9,0 %	16,63	16,84	17,06	17,30	17,56	17,83	18,13	1,50	9,0 %	15,39	16,03	16,66	17,30	17,94	18,58	19,21
1,44	8,7 %	17,13	17,36	17,61	17,87	18,15	18,46	18,79	1,44	8,7 %	15,88	16,54	17,21	17,87	18,53	19,19	19,86
1,37	8,5 %	17,67	17,92	18,19	18,48	18,80	19,14	19,51	1,37	8,5 %	16,41	17,10	17,79	18,48	19,17	19,86	20,55
1,24	8,0 %	18,86	19,16	19,50	19,86	20,25	20,68	21,15	1,24	8,0 %	17,61	18,36	19,11	19,86	20,61	21,36	22,11

- Die Werte der MD Drilling (50/50 Joint Venture) sowie von Daldrups zukünftigem Kraftwerksportfolio werden at equity ...
- ... konsolidiert und unter der Position Marktwert von Beteiligungen berücksichtigt.
- Das Beta von 1,5 reflektiert die Volatilität des Bohrgeschäfts.
- Als FK-Kosten setzen wir einen Wert von 7,5% an, der den jüngsten Anleihen von vergleichbaren Unternehmen entspricht.

**Wertermittlung**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,9 x	1,8 x	1,4 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,89	10,06	9,84	10,75	11,05	11,60	12,58
EV / Umsatz	4,8 x	2,1 x	2,8 x	3,4 x	1,8 x	1,6 x	1,4 x
EV / EBITDA	15,9 x	15,9 x	49,3 x	12,6 x	11,1 x	8,5 x	6,2 x
EV / EBIT	25,0 x	32,5 x	n.a.	33,7 x	29,9 x	17,1 x	10,3 x
EV / EBIT adj.*	25,0 x	32,5 x	n.a.	33,7 x	29,9 x	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	37,2 x	n.a.	13,2 x	27,6 x	n.a.	16,5 x
KGV	32,2 x	47,8 x	n.a.	44,1 x	43,5 x	23,8 x	13,3 x
KGV ber.*	32,2 x	47,8 x	n.a.	44,1 x	43,5 x	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	4,7 %	4,9 %	0,1 %	5,2 %	6,2 %	8,2 %	10,7 %
*Adjustiert um:	-						

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Auftragsbestand (€ Mio.)	75,0	90,0	100,0	90,0	80,0	90,0	100,0
adj. EBIT-Marge	11,7 %	9,3 %	-4,2 %	5,0 %	4,8 %	7,7 %	11,5 %

**GuV**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>24,1</b>	<b>57,9</b>	<b>40,3</b>	<b>22,7</b>	<b>39,0</b>	<b>43,9</b>	<b>46,6</b>
Veränd. Umsatz yoy	-10,9 %	140,6 %	-30,5 %	-43,6 %	71,9 %	12,6 %	6,1 %
<b>Gesamterlöse</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>47,2</b>	<b>45,4</b>	<b>49,0</b>	<b>53,9</b>	<b>56,6</b>
Bestandsveränderungen	15,5	-16,8	-5,3	10,8	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	12,2	11,9	10,0	10,0	10,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>47,2</b>	<b>45,4</b>	<b>49,0</b>	<b>53,9</b>	<b>56,6</b>
Materialaufwand	24,1	26,0	35,2	26,2	30,4	32,3	32,8
<b>Rohhertrag</b>	<b>15,4</b>	<b>15,1</b>	<b>12,0</b>	<b>19,2</b>	<b>18,6</b>	<b>21,6</b>	<b>23,8</b>
<b>Rohhertragsmarge</b>	<b>64,0 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>84,8 %</b>	<b>47,7 %</b>	<b>49,1 %</b>	<b>51,0 %</b>
Personalaufwendungen	3,8	5,6	6,4	7,3	7,4	7,8	7,9
Sonstige betriebliche Erträge	2,3	7,5	10,3	5,9	4,9	5,4	5,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,6	9,3	13,7	11,7	9,8	10,8	10,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,8</b>
<b>Marge</b>	<b>30,3 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>26,8 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>23,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,7	3,0	4,1	3,8	4,0	4,2	4,3
<b>EBITA</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	1,0	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
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>
<b>Marge</b>	<b>19,3 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>-4,6 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>13,9 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zinserträge	0,2	0,2	0,3	1,3	0,5	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,0	0,4	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	-0,1	0,0	-0,7	-0,1	0,1	1,2
<b>EBT</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>7,6</b>
<b>Marge</b>	<b>20,4 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>-7,3 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>16,4 %</b>
Steuern gesamt	1,1	1,0	0,6	0,6	0,7	1,3	2,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	-0,2	-2,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,8</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>
<b>Marge</b>	<b>15,8 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>-3,9 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>11,5 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>EPS</b>	<b>0,70</b>	<b>0,49</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>0,55</b>	<b>0,98</b>
EPS adj.	0,70	0,49	-0,31	0,31	0,30	0,00	0,00

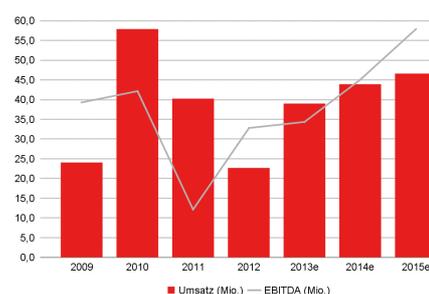
\*Adjustiert um:

**Guidance: Gesamtleistung EUR 52 Mio., EBIT-Marge auf Gesamtleistung 6%**

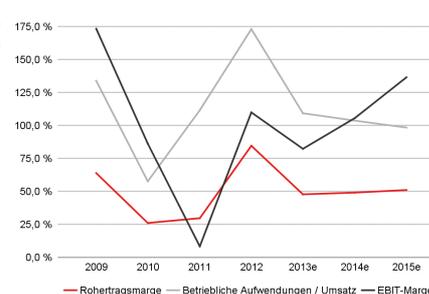
**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	133,9 %	57,5 %	111,6 %	173,2 %	109,3 %	103,7 %	98,4 %
Operating Leverage	1,2 x	-0,1 x	n.a.	n.a.	0,1 x	6,0 x	9,2 x
EBITDA / Interest expenses	780,7 x	17,9 x	2,8 x	7,8 x	13,2 x	17,3 x	19,9 x
Steuerquote (EBT)	22,5 %	27,8 %	-20,4 %	35,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	365.918	160.922	n.a.	n.a.	n.a.

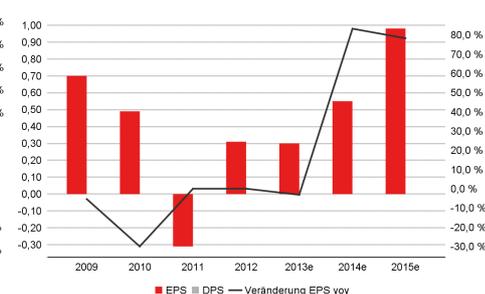
**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Operative Performance**  
in %



**Ergebnis je Aktie**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

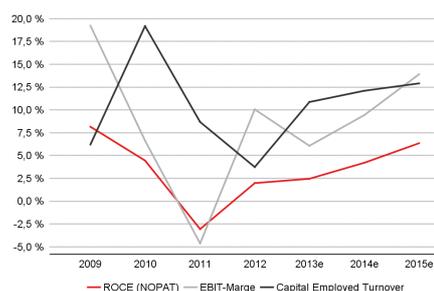
**Bilanz**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,5	8,2	7,0	3,9	3,9	3,9	3,9
davon übrige imm. VG	7,5	8,2	8,2	3,9	3,9	3,9	3,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	47,2	49,2	61,3	41,4	41,9	42,2	42,4
Finanzanlagen	0,8	2,5	2,4	23,0	23,0	23,0	23,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>55,5</b>	<b>60,0</b>	<b>70,8</b>	<b>68,2</b>	<b>68,7</b>	<b>69,0</b>	<b>69,3</b>
Vorräte	12,1	6,9	7,0	4,4	7,5	8,3	8,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,4	21,7	28,3	22,6	20,1	22,2	23,3
Liquide Mittel	6,9	4,2	3,3	6,2	8,8	8,5	14,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,7	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>32,1</b>	<b>32,9</b>	<b>39,0</b>	<b>33,3</b>	<b>36,4</b>	<b>39,0</b>	<b>46,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>87,6</b>	<b>92,8</b>	<b>109,8</b>	<b>101,5</b>	<b>105,1</b>	<b>108,0</b>	<b>116,0</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	30,5	30,5	30,7	30,7	30,7	30,7	30,7
Gewinnrücklagen	19,8	26,8	24,5	26,2	27,8	30,8	36,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Buchwert	55,9	63,0	60,6	62,4	64,0	67,0	72,4
Anteile Dritter	8,9	7,0	14,8	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>Eigenkapital</b>	<b>64,8</b>	<b>70,0</b>	<b>75,4</b>	<b>66,1</b>	<b>67,7</b>	<b>70,7</b>	<b>76,0</b>
Rückstellungen gesamt	1,7	2,7	2,8	3,6	3,6	3,6	3,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,4	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,6	8,0	8,0	8,0	8,0	10,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,6	0,0	8,0	8,0	8,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,4	8,1	11,7	11,4	13,4	13,3	14,0
Sonstige Verbindlichkeiten	13,7	11,5	12,0	12,3	12,3	12,3	12,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>22,9</b>	<b>22,8</b>	<b>34,4</b>	<b>35,4</b>	<b>37,4</b>	<b>37,3</b>	<b>39,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>87,6</b>	<b>92,8</b>	<b>109,8</b>	<b>101,5</b>	<b>105,1</b>	<b>108,0</b>	<b>116,0</b>

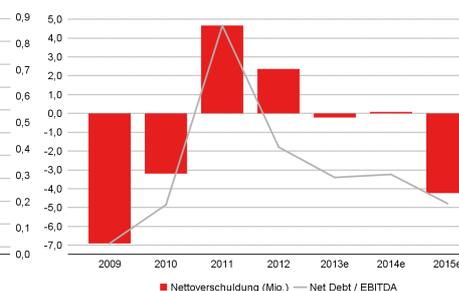
**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	0,4 x	0,8 x	0,5 x	0,4 x	0,7 x	0,7 x	0,8 x
Capital Employed Turnover	0,4 x	0,9 x	0,5 x	0,3 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
ROA	6,8 %	4,4 %	-2,2 %	2,5 %	2,3 %	4,3 %	7,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	8,2 %	4,4 %	-3,1 %	2,0 %	2,4 %	4,2 %	6,4 %
ROE	7,8 %	4,4 %	-2,6 %	2,8 %	2,5 %	4,6 %	7,7 %
Adj. ROE	7,8 %	4,4 %	-2,6 %	2,8 %	2,5 %	0,0 %	0,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-6,9	-3,2	4,7	2,4	-0,2	0,1	-4,2
Nettofinanzverschuldung	-6,9	-3,6	4,7	1,9	-0,7	-0,4	-4,7
Net Gearing	-10,7 %	-4,6 %	6,2 %	3,6 %	-0,3 %	0,1 %	-5,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-95,2 %	-45,9 %	207,4 %	30,5 %	-11,3 %	-5,1 %	-44,0 %
Buchwert je Aktie	10,3	11,6	11,1	11,5	11,8	12,3	13,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	8,9	10,1	9,8	10,8	11,0	11,6	12,6

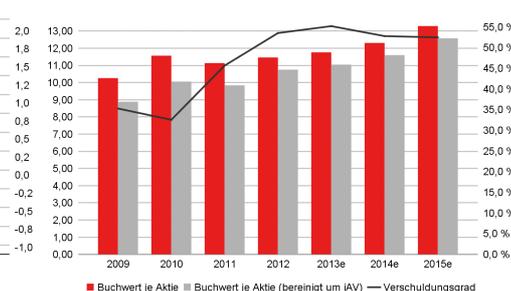
**Entwicklung ROCE**



**Nettoverschuldung in Mio. EUR**



**Buchwert je Aktie in EUR**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

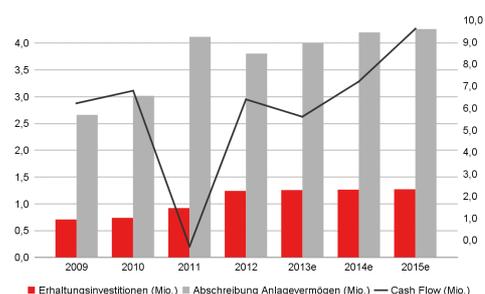
**Cash flow**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,8	2,4	-3,6	1,2	1,6	3,0	5,4
Abschreibung Anlagevermögen	2,7	3,0	4,1	3,8	4,0	4,2	4,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	0,4	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	-0,4	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>
Veränderung Vorräte	-8,2	5,3	-0,2	2,6	-3,1	-0,8	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-6,6	-9,3	-6,6	5,7	2,5	-2,1	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	4,5	0,7	3,6	-0,3	2,0	-0,1	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-10,3	-3,3	-3,2	8,0	1,5	-3,0	-0,8
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>14,4</b>	<b>7,1</b>	<b>4,2</b>	<b>8,8</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	6,7	8,7	4,5	4,5	4,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	30,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-13,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,6	16,5	3,7	0,0	0,0	2,0
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>16,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-4,1	4,0	-0,8	16,6	2,6	-0,3	6,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,0	-14,1	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>8,0</b>	<b>11,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>14,7</b>

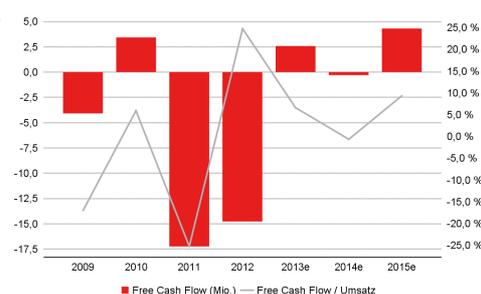
**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-4,1	3,4	-17,2	-14,8	2,6	-0,3	4,3
Free Cash Flow / Umsatz	-17,0 %	5,9 %	-25,3 %	24,8 %	6,6 %	-0,7 %	9,3 %
Free Cash Flow Potential	5,5	6,1	0,1	4,0	4,4	5,8	7,2
Free Cash Flow / Umsatz	-17,0 %	5,9 %	-25,3 %	24,8 %	6,6 %	-0,7 %	9,3 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-107,5 %	129,9 %	641,9 %	328,9 %	160,2 %	-10,0 %	80,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,6 %	3,5 %	8,0 %	27,3 %	6,7 %	5,8 %	4,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1032,8 %	154,9 %	18,7 %	9,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	-16,7 %	-38,5 %	-11,5 %	-10,3 %	-9,7 %
Maint. Capex / Umsatz	2,9 %	1,3 %	2,3 %	5,5 %	3,2 %	2,9 %	2,7 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	-163,3 %	-229,3 %	-112,5 %	-107,1 %	-105,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	49,7 %	32,5 %	54,8 %	86,6 %	38,3 %	35,8 %	37,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	167,6 %	268,2 %	242,4 %	198,5 %	150,0 %	166,9 %	166,4 %
Vorratumschlag	2,0 x	3,8 x	5,0 x	5,9 x	4,1 x	3,9 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	188	137	257	364	188	185	183
Payables payment period (Tage)	112	114	121	159	161	150	156
Cash conversion cycle (Tage)	166	19	3	-35	-24	-9	-11

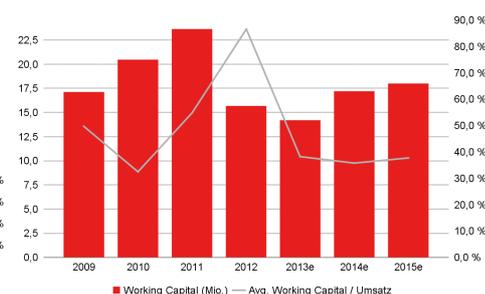
**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR



**Free Cash Flow Generation**



**Working Capital**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

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

**URHEBERRECHTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

**QUELLEN**

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

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Daldrup & Söhne	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007830572.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007830572.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	55
Halten	77	39
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>198</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	95	62
Halten	51	33
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>153</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DALDRUP & SÖHNE] AM [26.07.2013]**



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

**RESEARCH**

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

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

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

**Support**

<b>Katharina Bruns</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com
--	--

**MACRO RESEARCH**

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

**Our research can be found under:**

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

**For access please contact:**

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