

<b>Buy</b>  <b>EUR 3,30</b> (EUR 2,75)  Kurs EUR 2,92 <b>Upside 13,1 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Aktien Daten:</b>		<b>Beschreibung:</b>	
	DCF:	3,18	Bloomberg:	M4N GR	Dienstleister für Korrosionsschutz bei Schiffen sowie Offshore- und Industrieanlagen	
	FCF-Value Potential 14e:	3,46	Reuters:	M4NG		
			ISIN:	DE000A0KD0F7		
	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b>		<b>Risikoprofil (WRe):</b>	2014e
	Marktkapitalisierung:	57	Freefloat:	34,2 %	Beta:	1,2
	Aktienanzahl (Mio.):	20	GIVE:	23,9 %	KBV:	0,9 x
	EV:	68	Syntegra:	21,1 %	EK-Quote:	55 %
	Freefloat MC:	19	GMIS:	13,2 %	Net Fin. Debt / EBITDA:	0,8 x
	Ø Trad. Vol. (30T; EUR):	36,04			Net Debt / EBITDA:	0,8 x

## Jüngster positiver Newsflow erhöht Visibilität; Kursziel angehoben

Muehlhans Business Case wurde jüngst durch zwei positive Pressemitteilungen betreffend Auftragseingang und Finanzierungsstruktur des Unternehmens unterstützt:

Ende August berichtete Muehlhan den Eingang eines Großauftrags zum Neuanstrich von Teilen der Richmond-San Rafael Brücke. Den Auftrag erteilte das California Department of Transportation. Der Auftrag umfasst das Neuanstreichen des Stahlgerüsts, das das untere Deck mit 36 Brückenbögen stützt, die je 88 Meter lang sind. Der Auftragswert beläuft sich auf USD 28,6 Mio. (also ca. EUR 22 Mio.), was etwa 10% von Muehlhans Jahresumsatz entspricht. Die Arbeiten für dieses Projekt werden diesen Herbst beginnen und etwa drei Jahre andauern. Dementsprechend sollte dieses Projekt etwa EUR 8 Mio. (oder ca. 3,5%) p.a. zu Muehlhans Top-Line beisteuern.

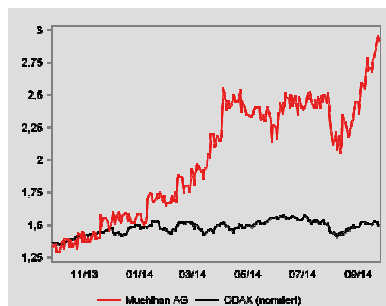
Mitte September gab das Unternehmen bekannt, dass es seine Finanzierungsstruktur erfolgreich erneuert hat. Danach hat Muehlhan nun einen syndizierten Kredit in Höhe von EUR 42,5 Mio. mit einer Laufzeit von fünf Jahren zur Verfügung. In Anbetracht des aktuellen Zinsumfelds sind die Bedingungen des neuen Vertrags günstiger und flexibler als bei bisherigen Vereinbarungen, die in erster Linie anleihebasiert waren.

Wir sehen den aktuellen Newsflow als sehr positiv an, da er Muehlhans Visibilität sowohl hinsichtlich des zukünftigen Umsatzwachstums als auch des steigenden finanziellen Spielraums verbessern dürfte. Dies dürfte den aktuellen Restrukturierungsprozess des Unternehmens unterstützen, der in den letzten drei Jahren bereits zu einem spürbaren Anstieg der Profitabilität geführt hat.

Wir sind der Meinung, dass Muehlhan in Verbindung mit der erfolgreichen Neupositionierung zu der alten Stärke zurückfinden kann. Vor dem Hintergrund der jüngsten Ankündigungen sind wir im Hinblick auf unsere langfristigen Wachstums- und Margenannahmen etwas optimistischer. Darüber hinaus senken wir unsere WACC (von 8,4%) auf 7,5%, um das niedrigere Risikoprofil zu reflektieren.

**Daher heben wir unser Kursziel von EUR 2,75 auf EUR 3,30 an, nach wie vor basierend auf einem Durchschnitt aus DCF und FCFP 2014. Die Kaufempfehlung wird bestätigt.**

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
<b>Umsatz</b>	218	0,0 %	224	1,3 %	227	1,3 %	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsatz- und EBIT-Schätzungen für 2015 und 2016 leicht angehoben, um den kürzlich gewonnenen Großauftrag zu reflektieren.</li> <li>2015er Nettoergebnis überdurchschnittlich angehoben, da ein etwas niedrigerer Zinsaufwand im Zuge von Muehlhans neuer Finanzierungsstruktur erwartete wird</li> </ul>
<b>EBIT</b>	6	0,0 %	7	5,3 %	9	3,4 %	
<b>Nettoergebnis</b>	3	0,0 %	4	6,2 %	5	1,7 %	
<b>EPS</b>	0,16	0,0 %	0,22	4,5 %	0,27	3,7 %	
<b>DPS</b>	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	

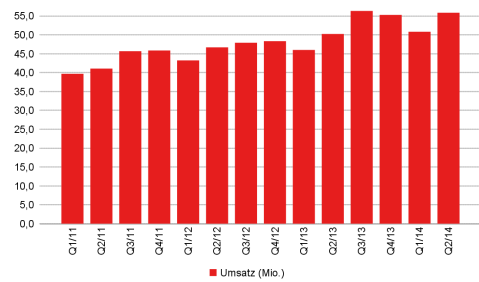


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	25,8 %
6 Monate:	36,5 %
Jahresverlauf:	83,4 %
Letzte 12 Monate:	110,4 %

Unternehmenstermine:	
14.11.14	Q3

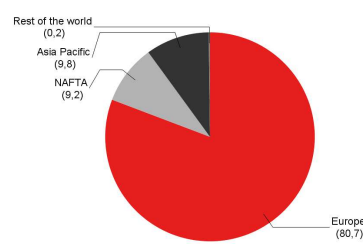
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	3,4 %	165	172	186	208	218	227	230
Veränd. Umsatz yoy		-13,5 %	4,4 %	8,1 %	11,6 %	4,7 %	4,4 %	1,3 %
<b>Rohertragsmarge</b>		56,7 %	58,1 %	56,9 %	55,5 %	54,9 %	54,1 %	54,6 %
<b>EBITDA</b>	7,6 %	7	6	11	13	14	16	17
Marge		4,2 %	3,7 %	5,8 %	6,5 %	6,3 %	6,9 %	7,3 %
<b>EBIT</b>	20,1 %	-2	-1	5	5	6	8	9
Marge		-1,5 %	-0,8 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	3,5 %	3,9 %
<b>Nettoergebnis</b>	42,5 %	-4	-4	0	2	3	4	5
<b>EPS</b>	40,9 %	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,16	0,23	0,28
<b>EPS adj.</b>	40,9 %	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,16	0,23	0,28
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,08
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,7 %
<b>FCFPS</b>		-0,22	-0,14	-0,32	0,11	0,07	0,18	0,20
<b>EV / Umsatz</b>		0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
<b>EV / EBITDA</b>		8,7 x	6,9 x	3,6 x	3,0 x	4,8 x	4,0 x	3,6 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	10,9 x	8,0 x	6,7 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	18,2 x	12,7 x	10,4 x
<b>KGV ber.</b>		n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	18,2 x	12,7 x	10,4 x
<b>FCF Yield Potential</b>		2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	8,8 %	10,6 %	11,9 %
<b>Nettoverschuldung</b>		11	13	16	12	11	8	5
<b>ROE</b>		-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,1 %	6,9 %	7,5 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		-3,9 %	-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,0 %	6,2 %	6,8 %
<b>Guidance:</b>		2014: EBIT 3,5-6,5 Mio.						

Entwicklung Umsatz  
in Mio. EUR



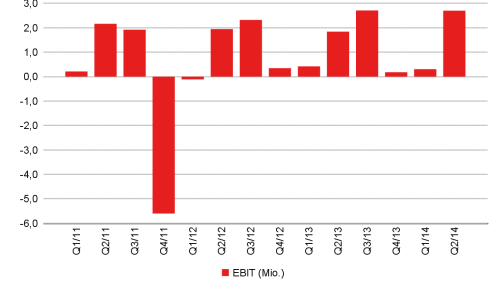
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

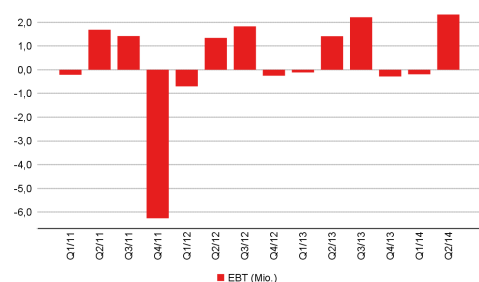
## Unternehmenshintergrund

- Muehlhan ist einer der führenden Anbieter spezialisierter Dienstleistungen für den Korrosionsschutz von Oberflächen, insbesondere an Schiffen, Infrastrukturobjekten wie Brücken, Bohrinseln oder Windkraftanlagen.
- Die Schutzbeschichtung erfolgte erstmals beim Neubau der Objekte und wird in regelmäßigen Wartungsintervallen von 5-10 Jahren erneuert.
- Die ehemals wichtigen Standbeine Schiffneubau und -reparatur verlieren zunehmend an Bedeutung. Durch Diversifikation und Restrukturierung sind mittlerweile das Industrie- und Energiegeschäft die umsatzstärksten Bereiche.
- Bei der regionalen Diversifizierung konzentriert sich das Unternehmen mehr und mehr auf Europa und die NAFTA-Region, die Werftaktivitäten in Katar wurden beendet.

## Wettbewerbsqualität

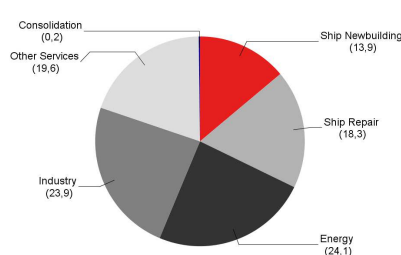
- Die Wettbewerbsqualität gegenüber der Vielzahl vor allem kleiner Konkurrenten ist ein Ergebnis...
- ...der vergleichsweise starken Finanzkraft, der langjährigen Kundenbeziehungen sowie des qualitäts- und traditionsbedingten Markennamens
- Die Kapitalintensität größerer und komplexerer Aufträge limitiert zwar in gewisser Weise die ROCE Entwicklung, schafft aber zugleich Markteintrittsbarrieren gegenüber kleineren Mitbewerbern.
- Obwohl die Schiffssegmente weiter herausfordernd sein dürften, sollte Muehlhan von der erwarteten Marktkonsolidierung profitieren, da weniger diversifizierte und finanzschwächere Mitbewerber den Markt werden.

Entwicklung EBT  
in Mio. EUR



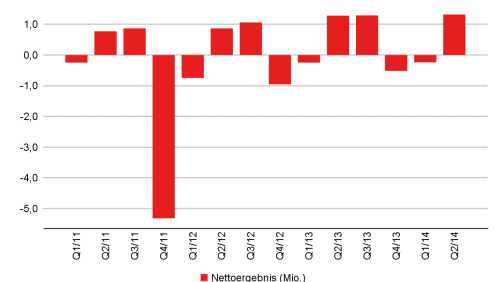
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

## DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	218	227	230	235	239	244	249	254	259	264	269	275	280	
Umsatzwachstum	4,7 %	4,4 %	1,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	6	8	9	8	8	9	9	9	9	9	8	8	8	
EBIT-Marge	2,8 %	3,5 %	3,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Steuerquote (EBT)	40,0 %	40,0 %	40,0 %	34,0 %	34,0 %	33,0 %	33,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	
NOPAT	4	5	5	5	6	6	6	6	6	6	5	6	6	
Abschreibungen	8	8	8	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11	
Abschreibungsquote	3,5 %	3,4 %	3,4 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4	3	4	-2	0	-2	1	1	1	1	1	1	1	
- Investitionen	7	7	7	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11	
Investitionsquote	3,4 %	3,2 %	3,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0	2	2	7	6	7	5	5	5	5	5	5	5	5
Barwert FCF	0	2	2	6	4	5	3	3	3	3	2	2	2	37
Anteil der Barwerte	5,69 %			44,47 %										49,83 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	40,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	4,9 %	Liquidität (Aktie)	1,20
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
<b>WACC</b>	<b>7,42 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,20</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	37		
Terminal Value	37		
Zinstr. Verbindlichkeiten	20		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	19,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>62</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,18</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
1,50	8,4 %	2,45	2,50	2,55	2,60	2,66	2,72	2,79	1,50	8,4 %	0,73	1,36	1,98	2,60	3,22	3,85	4,47
1,35	7,9 %	2,68	2,74	2,80	2,86	2,94	3,02	3,10	1,35	7,9 %	0,84	1,52	2,19	2,86	3,54	4,21	4,89
1,28	7,7 %	2,81	2,87	2,94	3,01	3,10	3,19	3,28	1,28	7,7 %	0,91	1,61	2,31	3,01	3,72	4,42	5,12
1,20	7,4 %	2,94	3,02	3,09	3,18	3,27	3,37	3,48	1,20	7,4 %	0,97	1,71	2,44	3,18	3,91	4,65	5,38
1,12	7,2 %	3,09	3,17	3,26	3,35	3,46	3,57	3,70	1,12	7,2 %	1,05	1,82	2,58	3,35	4,12	4,89	5,66
1,05	6,9 %	3,26	3,35	3,44	3,55	3,67	3,80	3,95	1,05	6,9 %	1,13	1,93	2,74	3,55	4,36	5,17	5,97
0,90	6,4 %	3,63	3,74	3,87	4,01	4,16	4,34	4,54	0,90	6,4 %	1,31	2,21	3,11	4,01	4,90	5,80	6,70

- Hohes Beta aufgrund der geringen Visibilität und hohen Konjunkturabhängigkeit
- Langfristiges Wachstum auf Marktniveau

### Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4	-4	0	2	3	4	5	
+ Abschreibung + Amortisation	9	8	6	8	8	8	8	
- Zinsergebnis (netto)	-1	-2	-2	-2	-2	-1	-1	
- Erhaltungsinvestitionen	5	5	5	6	6	6	6	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	8,8 %	10,6 %	11,9 %	
WACC	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>61</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>46</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	12	12	12	12	10	7	4	
- Pensionsverbindlichkeiten	1	1	1	1	1	1	1	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>92</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	20	20	20	20	20	20	20	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>0,60</b>	<b>0,07</b>	<b>1,74</b>	<b>3,44</b>	<b>3,46</b>	<b>4,20</b>	<b>4,69</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					18,7 %	43,8 %	60,8 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	10,42 %	0,24	n.a.	1,05	2,26	2,30	2,87	3,27
	9,42 %	0,34	n.a.	1,23	2,57	2,61	3,22	3,64
	8,42 %	0,45	n.a.	1,46	2,95	2,98	3,65	4,11
WACC	<b>7,42 %</b>	<b>0,60</b>	<b>0,07</b>	<b>1,74</b>	<b>3,44</b>	<b>3,46</b>	<b>4,20</b>	<b>4,69</b>
	6,42 %	0,79	0,18	2,11	4,07	4,09	4,91	5,47
	5,42 %	1,05	0,34	2,62	4,94	4,95	5,89	6,52
	4,42 %	1,44	0,56	3,35	6,20	6,20	7,32	8,06

- Cash Flows sollten sich stabilisieren durch Restrukturierung und neuen Fokus
- Langfristiges Potenzial des Unternehmens deutlich über dem aktuellen Kursniveau

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	0,8 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,9 x	0,8 x	0,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,01	1,87	1,90	2,04	2,16	2,48	2,79
EV / Umsatz	0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x
EV / EBITDA	8,7 x	6,9 x	3,6 x	3,0 x	4,8 x	4,0 x	3,6 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	10,9 x	8,0 x	6,7 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	10,9 x	8,0 x	6,7 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	13,4 x	42,3 x	16,5 x	14,4 x
KGV	n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	18,2 x	12,7 x	10,4 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	18,2 x	12,7 x	10,4 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,7 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	8,8 %	10,6 %	11,9 %
*Adjustiert um:	-						

**GuV**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>165</b>	<b>172</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>218</b>	<b>227</b>	<b>230</b>
Veränd. Umsatz yoy	-13,5 %	4,4 %	8,1 %	11,6 %	4,7 %	4,4 %	1,3 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>165</b>	<b>172</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>218</b>	<b>227</b>	<b>230</b>
Materialaufwand	71	72	80	92	98	104	105
<b>Rohrertrag</b>	<b>94</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>123</b>	<b>126</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>56,7 %</i>	<i>58,1 %</i>	<i>56,9 %</i>	<i>55,5 %</i>	<i>54,9 %</i>	<i>54,1 %</i>	<i>54,6 %</i>
Personalaufwendungen	62	66	70	76	77	78	80
Sonstige betriebliche Erträge	5	4	5	5	5	5	4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	29	31	30	32	33	34	33
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
<i>Marge</i>	<i>4,2 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>7,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	6	8	6	8	7	8	8
<b>EBITA</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
<i>Marge</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>-0,8 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>3,9 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	2	2	2	2	2	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<i>Marge</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>3,4 %</i>
Steuern gesamt	1	1	2	2	2	3	3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	1
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<i>Marge</i>	<i>-2,6 %</i>	<i>-2,3 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	19	19	19	19	19	19	19
<b>EPS</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,23</b>	<b>0,28</b>
EPS adj.	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,16	0,23	0,28

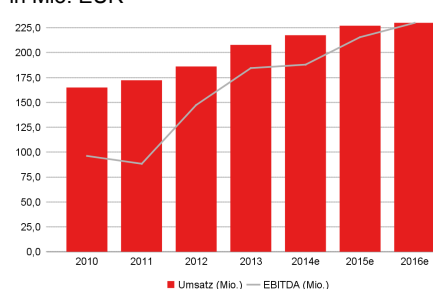
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2014: EBIT 3,5-6,5 Mio.****Kennzahlen**

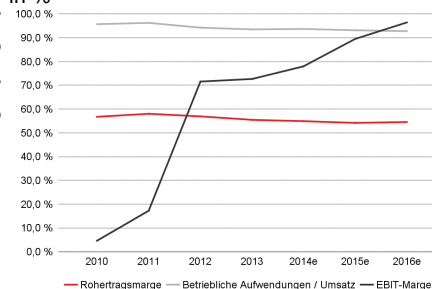
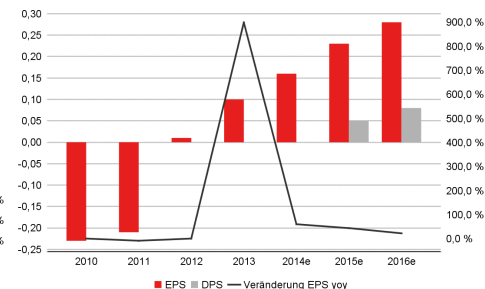
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,8 %	96,3 %	94,2 %	93,5 %	93,7 %	93,1 %	92,7 %
Operating Leverage	n.a.	-10,7 x	n.a.	1,2 x	3,9 x	6,7 x	10,4 x
EBITDA / Interest expenses	4,1 x	3,0 x	4,6 x	6,9 x	7,6 x	12,1 x	14,0 x
Steuerquote (EBT)	-15,3 %	-17,0 %	93,3 %	53,4 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	23,4 %	32,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	72.338	80.843	82.151	86.953	88.785	90.442	89.363

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

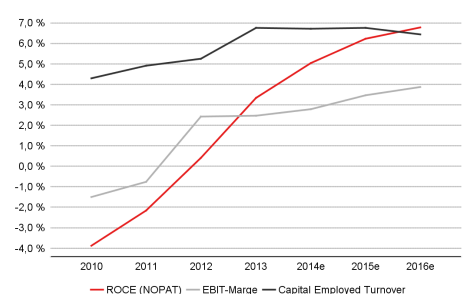
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

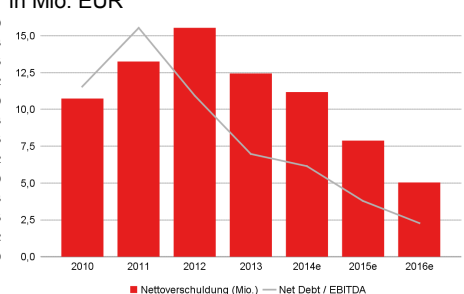
Bilanz							
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	23	21	22	20	20	20	20
davon übrige imm. VG	1	1	1	1	1	1	1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	22	21	21	19	19	19	19
Sachanlagen	23	23	21	20	20	19	19
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
Vorräte	4	4	4	4	5	5	5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	37	43	48	51	54	57	59
Liquide Mittel	12	11	10	9	6	5	5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9	10	9	9	9	10	10
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>79</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>118</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	20	20	20	20	20	20	20
Kapitalrücklage	28	28	28	28	28	28	28
Gewinnrücklagen	10	9	10	9	10	15	20
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4	0	0	2	3	4	5
Buchwert	61	57	57	58	61	67	73
Anteile Dritter	0	0	0	0	3	3	3
<b>Eigenkapital</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>75</b>
Rückstellungen gesamt	2	2	1	1	1	1	1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	1	1	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	22	23	25	20	16	12	9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1	1	6	7	6	7	7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	12	17	16	18	18	18	16
Sonstige Verbindlichkeiten	12	14	14	15	15	16	16
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>47</b>	<b>43</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>118</b>

Kennzahlen							
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,1 x	3,2 x	3,3 x	3,6 x	3,6 x	3,6 x	3,5 x
Capital Employed Turnover	2,3 x	2,5 x	2,5 x	2,9 x	2,9 x	2,9 x	2,9 x
ROA	-9,5 %	-8,7 %	0,5 %	4,5 %	7,7 %	11,3 %	13,4 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-3,9 %	-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,0 %	6,2 %	6,8 %
ROE	-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,1 %	6,9 %	7,5 %
Adj. ROE	-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,1 %	6,9 %	7,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	11	13	16	12	11	8	5
Nettofinanzverschuldung	10	12	15	12	10	7	4
Net Gearing	17,5 %	23,2 %	26,9 %	21,3 %	17,7 %	11,4 %	6,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	143,0 %	193,3 %	136,7 %	86,8 %	75,6 %	44,7 %	24,7 %
Buchwert je Aktie	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	3,5	3,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,0	1,9	1,9	2,0	2,2	2,5	2,8

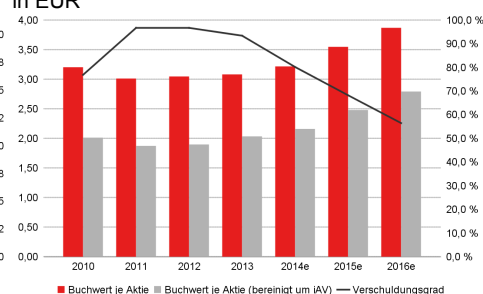
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

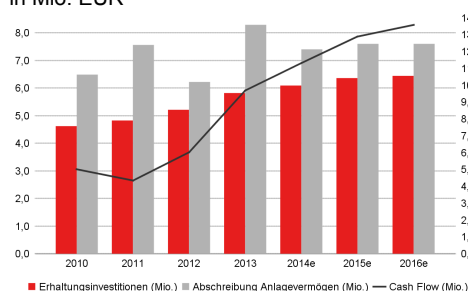
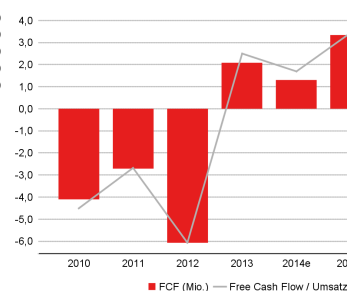
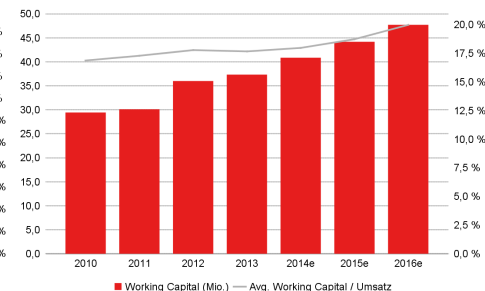
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4	-4	0	2	3	4	5
Abschreibung Anlagevermögen	6	8	6	8	7	8	8
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	1	1	1
<b>Cash Flow</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Veränderung Vorräte	0	-1	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	-2	-5	-5	-3	-3	-3	-1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-2	5	-1	2	0	0	-2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-1	1	-1	1	1	1	1
Veränderung Working Capital (gesamt)	-4	0	-6	-1	-3	-2	-3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-5	-7	-5	-7	-7	-7	-7
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	-1	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	5	1	4	1	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1	1	1	-4	-4	-4	-3
Dividende Vorjahr	-1	0	0	0	0	0	-1
Erwerb eigener Aktien	-1	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	-1	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
Veränderung liquide Mittel	-1	-1	-1	-1	-3	0	0
Effekte aus Wechselkursänderungen	1	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>

**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-4	-3	-6	2	1	3	4
Free Cash Flow / Umsatz	-2,5 %	-1,6 %	-3,3 %	1,0 %	0,6 %	1,5 %	1,7 %
Free Cash Flow Potential	2	1	3	6	6	7	7
Free Cash Flow / Umsatz	-2,5 %	-1,6 %	-3,3 %	1,0 %	0,6 %	1,5 %	1,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	93,9 %	69,0 %	-2734,2 %	115,4 %	42,6 %	75,3 %	73,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,5 %	0,6 %	0,6 %	0,3 %	1,9 %	2,5 %	2,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,0 %	9,3 %	9,8 %	8,7 %	9,9 %	9,1 %	11,1 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,0 %	4,0 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %	3,2 %	3,1 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
CAPEX / Abschreibungen	52,3 %	89,3 %	90,5 %	83,6 %	98,2 %	92,5 %	92,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	16,8 %	17,3 %	17,8 %	17,6 %	18,0 %	18,7 %	20,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	321,8 %	256,2 %	304,6 %	285,3 %	301,3 %	318,0 %	366,3 %
Vorratumschlag	19,5 x	17,2 x	20,7 x	21,2 x	21,2 x	21,1 x	20,4 x
Receivables collection period (Tage)	83	90	94	89	91	92	93
Payables payment period (Tage)	59	84	71	70	67	63	56
Cash conversion cycle (Tage)	-36	-58	-49	-49	-46	-41	-33

**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 (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 verbundene 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.

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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA.
- 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 oder ein Mitarbeiter der Warburg Gruppe **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Muehlhan AG	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KD0F7.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KD0F7.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**

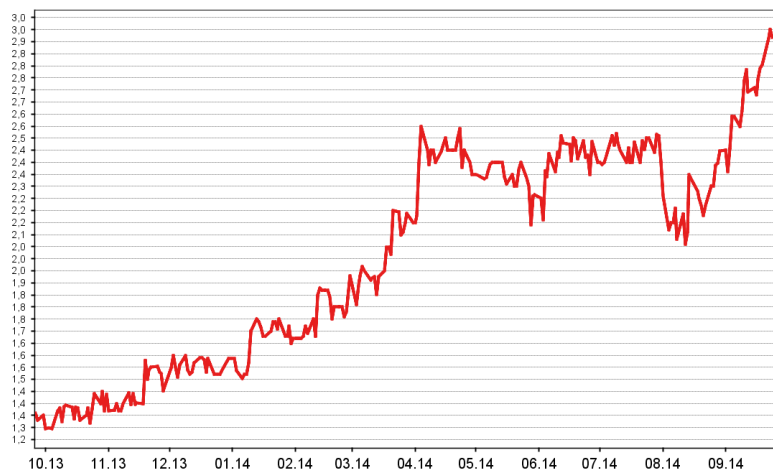
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	56
Halten	71	38
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>187</b>	<b>100</b>

**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	79	59
Halten	46	35
Verkaufen	5	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>133</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MUEHLHAN AG] AM [25.09.2014]**



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>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Harald Hof</b> Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com

<b>Malte Räther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@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>Ömer Güven</b> Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@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>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>Thekla Struve</b> Dep. Head of Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Michael Ilgenstein</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Jan Walter</b> Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
<b>Katharina Merckel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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
---	--	---	---