

Buy EUR 3,30	Wertindikatoren: EUR	Aktien Daten:	Beschreibung:
	DCF: 3,22 FCF-Value Potential 14e: 3,50	Bloomberg: M4N GR Reuters: M4NG ISIN: DE000A0KD0F7	Dienstleister für Korrosionsschutz bei Schiffen sowie Offshore- und Industrieanlagen
Kurs EUR 2,69 Upside 22,7 %	Markt Snapshot: EUR Mio.	Aktionäre:	Risikoprofil (WRe): 2014e
	Marktkapitalisierung: 52 Aktienanzahl (Mio.): 20 EV: 64 Freefloat MC: 18 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 23,84	Freefloat: 34,2 % GIVE: 23,9 % Syntegra: 21,1 % GMIS: 13,2 %	Beta: 1,2 KBV: 0,8 x EK-Quote: 56 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,8 x Net Debt / EBITDA: 0,8 x

Q3 leicht gestiegen – Gesamtjahresguidance bekräftigt

Berichtete Kennzahlen Q3/2014:										Kommentar zu den Kennzahlen:									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3	Q3	Q3		9M	9M	9M			<ul style="list-style-type: none"> 5%-iger Umsatzanstieg durch das Segment Energy angetrieben (Q3 Umsatz: EUR 18,5 Mio.; +39%), angesichts einer sehr guten Performance des Teilssegments Offshore Öl und Gas. Industrie konnte sein hohes Umsatzniveau halten (Q3: EUR 13,9 Mio.; +0,7%) angesichts der Tatsache, dass das Brandschutz-Geschäft den reduzierten Umsatz im US-Brückenbeschichtungsgeschäft mehr als ausgeglichen hat. Gleiches gilt für Sonstige Dienstleistungen (Q3: EUR 10,5 Mio.; -0,9%) angesichts einer anhaltenden soliden Nachfrage nach dem Gerüst- und Stahlbaugeschäft von Muehlhan. Schiffsneubau und Schiffsreparatur sind aufgrund von Basiseffekten um 11% gesunken 									
	14	14e	13	yoy	14	14e	13	yoy											
Umsatz	59,0	57,1	56,3	5 %	165,7	163,8	152,5	9 %											
EBIT	2,8	2,4	2,7	5 %	5,9	5,4	5,0	18 %											
Nettoergebnis	0,6	0,5	1,3	-56 %	1,6	1,6	2,3	-31 %											
EPS	0,03	0,03	0,07	-57 %	0,08	0,09	0,12	-33 %											

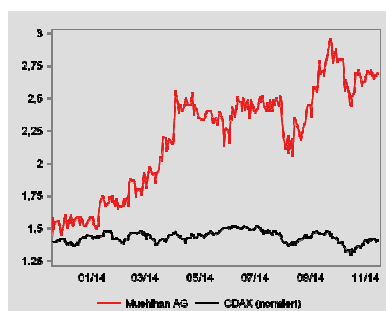
Muehlhan veröffentlichte am vergangenen Freitag Q3/9M Ergebnisse, die leicht über unseren Erwartungen lagen und die positive Fortführung der Neufokussierung und Erholung des Unternehmens zeigten. Der Q3 Umsatz im Kernmarkt Europa hat sich in Bezug auf den regionalen Split um nahezu 7% auf EUR 48 Mio. verbessert, was sogar im Vergleich zum außergewöhnlichen Q2/14 Niveau einem weiteren Anstieg entspricht. Demzufolge hat sich das Q3 EBIT in dieser Region auf EUR 5,7 Mio. (Q3 2013: EUR 3,6 Mio.) verbessert, was einem beachtlichen Anstieg von fast 60% entspricht und eine Q3 EBIT-Marge von ca. 11% impliziert (Q2 2014: 7,1%; Q3 2013: 6,4%).

Das Unternehmen konnte nach dem Rückgang in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres angesichts der Fertigstellung verschiedener Großprojekte sein Geschäft in Nordamerika mit einem Q3 Umsatz von EUR 5,6 Mio. steigern (+3,7%). Nichtsdestotrotz ist das Q3 EBIT nach einem kleinen Gewinn von EUR 0,3 Mio. in Q3/13 mit EUR -0,2 Mio. leicht negativ ausgefallen.

Muehlhan berichtete in der Region Asien trotz ein leicht niedrigeren Umsatzes von EUR 4,8 Mio. (Q3/13: EUR 5,2 Mio.) ein weiteres profitables Quartal (Q3/14: EUR +0,4, vs. EUR 0,1 Mio. in Q3/13). Der Grund für diesen Ergebnis-Swing ist auf die Schließung des defizitären Geschäfts in Katar und China, sowie den Aufschwung im Brandschutzgeschäft im Nahen Osten zurückzuführen.

Eine Bekräftigung der Unternehmensguidance für das Gesamtjahr ist nach dem befriedigenden dritten Quartal der konsequente Schritt. Mit einer Visibilität von 3 Quartalen bekräftigte das Unternehmen seine Gesamtjahresguidance mit einem EBIT zwischen EUR 5 Mio. und EUR 7 Mio. Da Muehlhan bereits nach 9M ein EBIT von EUR 5,9 Mio. generiert hat, sind wir zuversichtlich, dass das Unternehmen die obere Hälfte seines Guidance-Korridors erreichen könnte, den das Unternehmen bereits Ende September angehoben hat. **Die Kaufempfehlung wird bekräftigt.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Wir haben unsere GJ 2014 Umsatzschätzungen angesichts der besser als erwarteten Umsatzperformance nach den ersten 9M im GJ 2014 angehoben Dementsprechend haben wir auch unsere EBIT-Erwartungen für GJ 2014 erhöht Die Steigerung des GJ14 Nettoergebnisses ist angesichts höherer Annahmen für die Steuerquote niedriger als auf EBIT-Niveau Die Annahmen für GJ 2015 und 2016 bleiben in der Zwischenzeit angesichts der aktuell eher negativen makroökonomischen Parameter unverändert 						
Umsatz	218	1,1 %	227	0,0 %	230	0,0 %							
EBIT	6	9,8 %	8	0,0 %	9	0,0 %							
EBT	4	13,5 %	7	0,0 %	8	0,0 %							
Nettoergebnis	3	5,2 %	4	0,0 %	5	0,0 %							
DPS	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %							

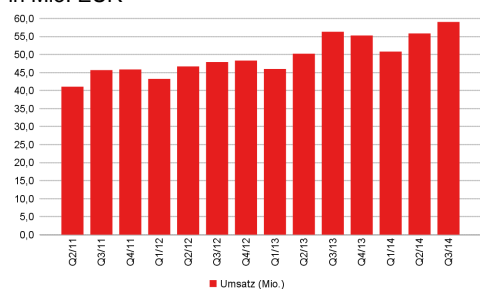


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	2,1 %
6 Monate:	19,9 %
Jahresverlauf:	72,3 %
Letzte 12 Monate:	91,0 %

Unternehmenstermine:	

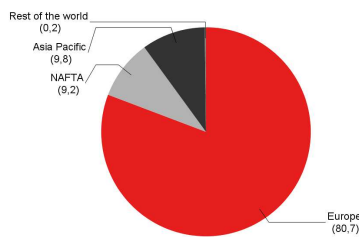
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	3,4 %	165	172	186	208	220	227	230
Veränd. Umsatz yoy		-13,5 %	4,4 %	8,1 %	11,6 %	5,9 %	3,2 %	1,3 %
Rohertagsmarge		56,7 %	58,1 %	56,9 %	55,5 %	54,9 %	54,1 %	54,6 %
EBITDA	7,6 %	7	6	11	13	14	16	17
Marge		4,2 %	3,7 %	5,8 %	6,5 %	6,5 %	6,9 %	7,3 %
EBIT	20,1 %	-2	-1	5	5	7	8	9
Marge		-1,5 %	-0,8 %	2,4 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	3,9 %
Nettoergebnis	42,5 %	-4	-4	0	2	3	4	5
EPS	40,9 %	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,17	0,23	0,28
EPS adj.	40,9 %	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,17	0,23	0,28
DPS	-	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 %	1,9 %	3,0 %
FCFPS		-0,22	-0,14	-0,32	0,11	0,04	0,21	0,20
EV / Umsatz		0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,2 x
EV / EBITDA		8,7 x	6,9 x	3,6 x	3,0 x	4,4 x	3,7 x	3,3 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	9,4 x	7,4 x	6,2 x
KGV		n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	15,8 x	11,7 x	9,6 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	15,8 x	11,7 x	9,6 x
FCF Yield Potential		2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	9,5 %	11,4 %	12,9 %
Nettoverschuldung		11	13	16	12	12	8	5
ROE		-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,4 %	6,9 %	7,4 %
ROCE (NOPAT)		-3,9 %	-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,1 %	6,2 %	6,8 %
Guidance:		2014: EBIT 3,5-6,5 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



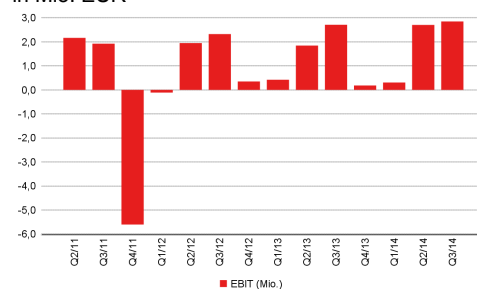
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

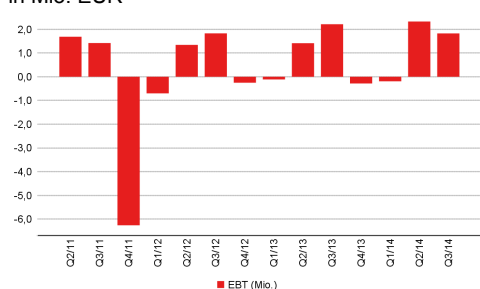
Unternehmenshintergrund

- Muehlhan ist einer der führenden Anbieter spezialisierter Dienstleistungen für den Korrosionsschutz von Oberflächen, insbesondere an Schiffen, Infrastrukturobjekten wie Brücken, Bohrseln 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

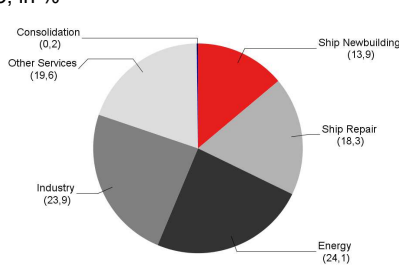
- Die Wettbewerbsqualität gegenüber der Vielzahl vor allem kleiner Konkurrenten ist ein Ergebnis...
- ...der vergleichsweise starken Finanzkraft, der langjährigen Kundenbeziehungen sowie des qualitäts- und traditionsbedingten Markennamens
- Die Kapitalintensität größerer und komplexerer Aufträge limitiert 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



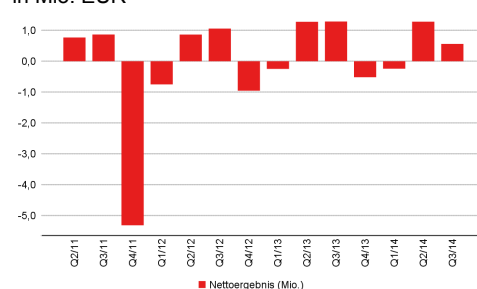
Quelle: Warburg Research

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	220	227	230	235	239	244	249	254	259	264	269	275	280	
Umsatzwachstum	5,9 %	3,2 %	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	7	8	9	8	8	9	9	9	9	9	8	8	8	
EBIT-Marge	3,0 %	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)	44,0 %	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	8	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	3	2	7	6	7	5	5	5	5	5	5	5	5
Barwert FCF	0	3	2	6	4	5	3	3	3	3	2	2	2	38
Anteil der Barwerte	5,65 %			44,49 %										49,86 %

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
WACC	7,42 %	Beta	1,20

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	38		
Terminal Value	38		
Zinstr. Verbindlichkeiten	20		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	19,5
Eigenkapitalwert	63	Wert je Aktie (EUR)	3,22

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 %	2,49	2,54	2,59	2,64	2,70	2,77	2,84	1,50	8,4 %	0,76	1,38	2,01	2,64	3,27	3,90	4,53
1,35	7,9 %	2,72	2,78	2,84	2,91	2,98	3,06	3,15	1,35	7,9 %	0,87	1,55	2,23	2,91	3,59	4,27	4,95
1,28	7,7 %	2,85	2,91	2,98	3,06	3,14	3,23	3,33	1,28	7,7 %	0,93	1,64	2,35	3,06	3,77	4,48	5,19
1,20	7,4 %	2,99	3,06	3,14	3,22	3,31	3,42	3,53	1,20	7,4 %	1,00	1,74	2,48	3,22	3,96	4,70	5,45
1,12	7,2 %	3,14	3,22	3,30	3,40	3,50	3,62	3,75	1,12	7,2 %	1,07	1,85	2,62	3,40	4,18	4,95	5,73
1,05	6,9 %	3,30	3,39	3,49	3,60	3,72	3,85	4,00	1,05	6,9 %	1,15	1,97	2,78	3,60	4,41	5,23	6,04
0,90	6,4 %	3,67	3,78	3,91	4,05	4,21	4,39	4,60	0,90	6,4 %	1,34	2,24	3,15	4,05	4,96	5,86	6,77

- 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	
= Free Cash Flow Potential	2	1	3	6	6	7	7	
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	9,5 %	11,4 %	12,9 %	
WACC	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	7,42 %	
= Enterprise Value (EV)	61	44	38	40	62	59	56	
= Fair Enterprise Value	24	14	46	79	80	90	97	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	12	12	12	12	11	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	
= Faire Marktkapitalisierung	12	1	34	67	68	82	92	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	20	20	20	20	20	20	20	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	0,60	0,07	1,74	3,44	3,50	4,20	4,70	
Premium (-) / Discount (+) in %					30,0 %	56,1 %	74,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,42 %	0,24	n.a.	1,05	2,26	2,32	2,88	3,27
	9,42 %	0,34	n.a.	1,23	2,57	2,63	3,22	3,65
	8,42 %	0,45	n.a.	1,46	2,95	3,01	3,65	4,11
WACC	7,42 %	0,60	0,07	1,74	3,44	3,50	4,20	4,70
	6,42 %	0,79	0,18	2,11	4,07	4,13	4,92	5,47
	5,42 %	1,05	0,34	2,62	4,94	5,01	5,90	6,53
	4,42 %	1,44	0,56	3,35	6,20	6,28	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	0,8 x	0,7 x	0,7 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,01	1,87	1,90	2,04	2,17	2,49	2,80
EV / Umsatz	0,4 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,2 x
EV / EBITDA	8,7 x	6,9 x	3,6 x	3,0 x	4,4 x	3,7 x	3,3 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	9,4 x	7,4 x	6,2 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	8,5 x	7,8 x	9,4 x	7,4 x	6,2 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	13,4 x	71,8 x	12,6 x	13,3 x
KGV	n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	15,8 x	11,7 x	9,6 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	120,6 x	14,8 x	15,8 x	11,7 x	9,6 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %	3,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	2,3 %	9,0 %	14,6 %	9,5 %	11,4 %	12,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	165	172	186	208	220	227	230
Veränd. Umsatz yoy	-13,5 %	4,4 %	8,1 %	11,6 %	5,9 %	3,2 %	1,3 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0	0
Gesamterlöse	165	172	186	208	220	227	230
Materialaufwand	71	72	80	92	99	104	105
Rohrertrag	94	100	106	115	121	123	126
<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	78	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
EBITDA	7	6	11	13	14	16	17
<i>Marge</i>	<i>4,2 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>7,3 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	6	8	6	8	7	8	8
EBITA	1	-1	5	5	7	8	9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-2	-1	5	5	7	8	9
<i>Marge</i>	<i>-1,5 %</i>	<i>-0,8 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>3,5 %</i>	<i>3,9 %</i>
EBIT adj.	-2	-1	5	5	7	8	9
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
EBT	-4	-3	2	3	5	7	8
<i>Marge</i>	<i>-2,4 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>3,4 %</i>
Steuern gesamt	1	1	2	2	2	3	3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-4	-4	0	2	3	4	5
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4	-4	0	2	3	4	5
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	1
Nettoergebnis	-4	-4	0	2	3	4	5
<i>Marge</i>	<i>-2,6 %</i>	<i>-2,3 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,3 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	19	19	19	19	19	19	19
EPS	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,17	0,23	0,28
EPS adj.	-0,23	-0,21	0,01	0,10	0,17	0,23	0,28

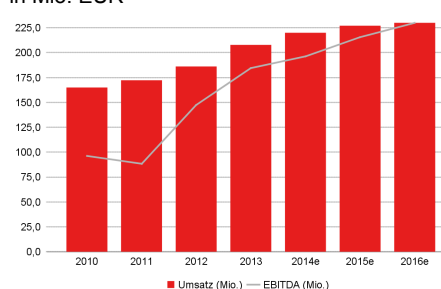
*Adjustiert um:

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

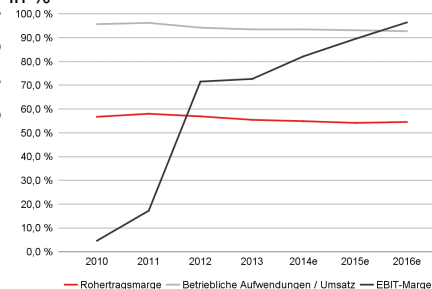
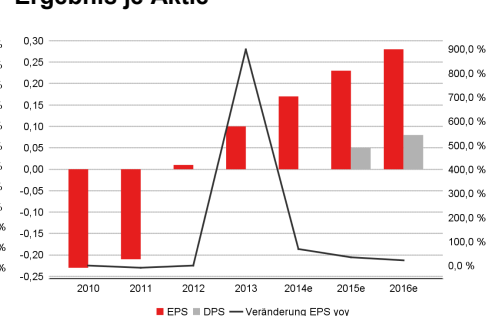
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,8 %	96,3 %	94,2 %	93,5 %	93,5 %	93,1 %	92,7 %
Operating Leverage	n.a.	-10,7 x	n.a.	1,2 x	5,1 x	5,5 x	10,4 x
EBITDA / Interest expenses	4,1 x	3,0 x	4,6 x	6,9 x	7,9 x	12,1 x	14,0 x
Steuerquote (EBT)	-15,3 %	-17,0 %	93,3 %	53,4 %	44,0 %	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	89.805	90.442	89.363

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

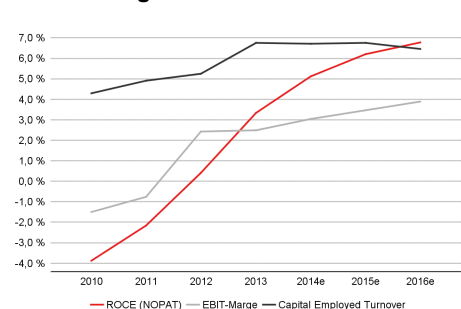
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
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
Anlagevermögen	46	45	42	40	40	39	39
Vorräte	4	4	4	4	5	5	5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	37	43	48	51	55	57	59
Liquide Mittel	12	11	10	9	5	5	5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	9	10	9	9	9	10	10
Umlaufvermögen	62	67	71	73	74	77	79
Bilanzsumme (Aktiva)	108	112	114	113	114	117	118
Passiva							
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
Eigenkapital	61	57	58	58	63	70	76
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
Verbindlichkeiten	47	55	56	54	51	47	43
Bilanzsumme (Passiva)	108	112	114	113	114	117	118

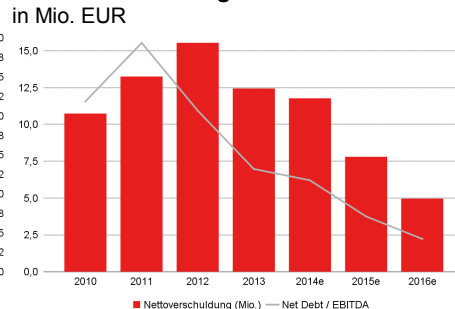
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
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 %	8,1 %	11,2 %	13,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-3,9 %	-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,1 %	6,2 %	6,8 %
ROE	-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,4 %	6,9 %	7,4 %
Adj. ROE	-7,0 %	-6,7 %	0,4 %	3,1 %	5,4 %	6,9 %	7,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	11	13	16	12	12	8	5
Nettofinanzverschuldung	10	12	15	12	11	7	4
Net Gearing	17,5 %	23,2 %	26,9 %	21,3 %	18,6 %	11,2 %	6,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	143,0 %	193,3 %	136,7 %	86,8 %	76,6 %	44,2 %	24,3 %
Buchwert je Aktie	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	3,6	3,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,0	1,9	1,9	2,0	2,2	2,5	2,8

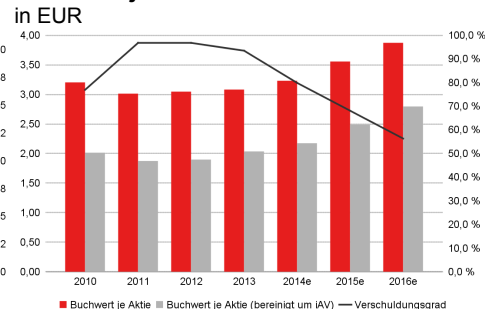
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

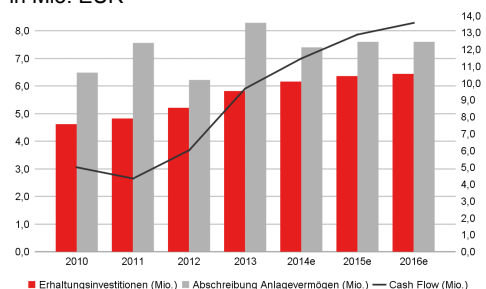
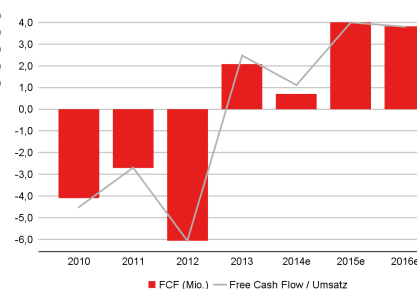
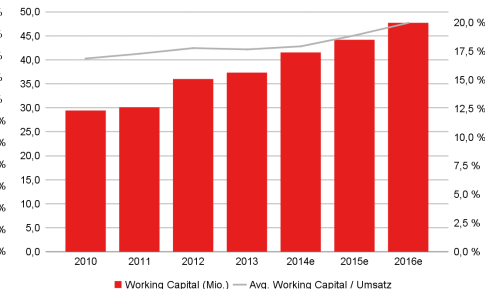
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4	-4	0	2	3	4	5
Abschreibung Anlagevermögen	6	8	6	8	7	8	8
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	1	1	1
Cash Flow	5	4	6	10	11	13	14
Veränderung Vorräte	0	-1	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	-2	-5	-5	-3	-4	-2	-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
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1	4	0	9	8	11	11
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	1	-6	-2	-6	-8	-7	-7
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2	1	1	-4	-4	-4	-4
Veränderung liquide Mittel	-1	-1	-1	-1	-4	0	0
Effekte aus Wechselkursänderungen	1	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	12	11	10	9	5	5	5

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	-4	-3	-6	2	1	4	4
Free Cash Flow / Umsatz	-2,5 %	-1,6 %	-3,3 %	1,0 %	0,3 %	1,8 %	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 %	0,3 %	1,8 %	1,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	93,9 %	69,0 %	-2734,2 %	115,4 %	22,0 %	90,6 %	73,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,5 %	0,6 %	0,6 %	0,3 %	2,0 %	2,6 %	2,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,0 %	9,3 %	9,8 %	8,7 %	9,9 %	9,1 %	11,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
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 %	99,2 %	92,5 %	92,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	16,8 %	17,3 %	17,8 %	17,6 %	17,9 %	18,9 %	20,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	321,8 %	256,2 %	304,6 %	285,3 %	304,7 %	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	66	63	56
Cash conversion cycle (Tage)	-36	-58	-49	-49	-45	-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.

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

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Muehlhan AG	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0KD0F7.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

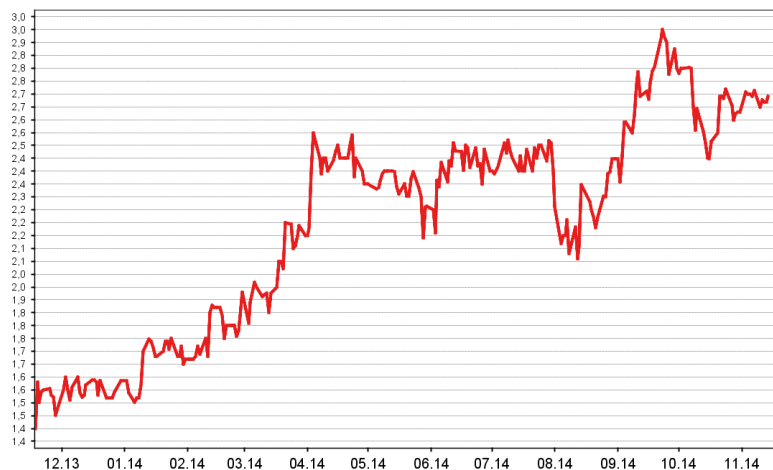
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	60
Halten	63	34
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

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	92	64
Halten	43	30
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	143	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MUEHLHAN AG] AM [17.11.2014]



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.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

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

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

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

Christopher Rodler +49 40 309537-290
Utilities crodler@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
Utilities swulf@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

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

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

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

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@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

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@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

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

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

Our research can be found under:

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

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

For access please contact:

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

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