

Buy EUR 3,30 Kurs EUR 2,11 Upside 56,1 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 3,42 FCF-Value Potential 16: 3,67	Aktien Daten: Bloomberg: M4N GR Reuters: M4NG ISIN: DE000A0KD0F7	Beschreibung: Dienstleister für Korrosionsschutz bei Schiffen sowie Offshore- und Industrieanlagen
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 41 Aktienanzahl (Mio.): 20 EV: 60 Freefloat MC: 11 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 37,53	Aktionäre: Freefloat: 27,3 % GIVE: 23,9 % Syntegra: 21,1 % GMIS: 13,9 % GIVE Capital: 2,7 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,2 KBV: 0,6 x EK-Quote: 52 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,6 x Net Debt / EBITDA: 1,6 x

Q2 leicht über den Erwartungen – Gesamtjahresguidance bekräftigt

Berichtete Kennzahlen Q2/2015:										Kommentar zu den Kennzahlen:										
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 15	Q2 15e	Q2 14	yoy	6M 15	6M 15e	6M 14	yoy												
Umsatz	63	62	56	13 %	118	117	107	11 %	▪ Der Umsatz ist in Q2 im Segment Schiff um ca. 17% auf EUR 26 Mio. gewachsen											
EBIT	3,1	2,6	2,7	13 %	3,0	2,5	3,0	-1 %	▪ Der Umsatz im Segment Öl & Gas hat sich nach EUR 10,3 Mio. in Q2 2014 um ca. 18% auf EUR 12,2 Mio. verbessert, unterstützt durch die Konsolidierung von MSI											
Marge	4,8 %	4,2 %	4,8 %		2,5 %	2,1 %	2,8 %		▪ Der Umsatz im Segment Windenergie ist erneut zweistellig (+14%) auf EUR 5 Mio. gestiegen (Q2: EUR 4,4 Mio.)											
Nettoergebnis	1	1	1	11 %	1	1	1	-6 %	▪ Der Umsatz im Bereich Industrie und Infrastruktur verzeichnete einen erfreulichen Turnaround und ist nach einem 15%-igen Rückgang in Q1 2015 um >6% auf EUR 20 Mio. gestiegen											
Marge	2,3 %	2,0 %	2,3 %		0,8 %	0,7 %	1,0 %													
EPS	0,08	0,07	0,07	14 %	0,05	0,04	0,06	-17 %												

Muehlhan hat heute Morgen seine Q2 2015 Zahlen veröffentlicht. Die Zahlen verbesserten sich wie erwartet, nach einem eher verhaltenen Beginn in Q1 2015. Der Umsatz ist in H1 GJ 2015 um ca. 11% auf EUR 118 Mio. gestiegen, was einen 13%-igen Umsatzanstieg in Q2 impliziert.

Das organische Wachstum von nahezu 7% (bereinigt um den Erstkonsolidierungseffekt der jüngsten Akquisition Marie Service International (MSI), die auf H1 Basis einen Umsatz von EUR 4,8 Mio. beigetragen hat) ist beeindruckend, angesichts des anhaltenden gedämpften Marktumfelds.

Der höhere Umsatz, aber auch eine bessere Kontrolle der Kostenbasis führten zu einem EBIT von EUR 3,1 Mio. in Q2, das entspricht einem deutlichen Anstieg von 13%. Folglich konnte das Unternehmen den leichten Verlust in Q1 2015 mehr als ausgleichen.

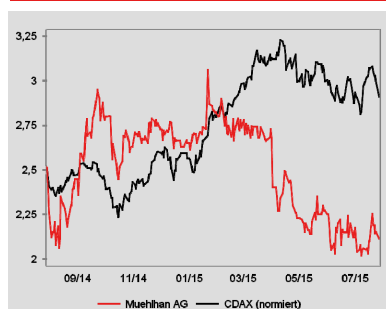
Das Wachstum wurde durch eine weitere solide Performance in **Europa** unterstützt (Q2 Umsatz: +ca. 6%), das mit einem EBIT von EUR 3,5 Mio. in Q2 (Anstieg von über 6%) erneut den wichtigsten Ergebnisbeitrag leistete.

Der Umsatz ist in **Nordamerika** um 15% auf EUR 5,3 Mio. überproportional gestiegen, wenn auch weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau. Nichtsdestotrotz konnte Muehlhan das EBIT nach EUR 0,1 Mio. in Q2 2014 und einem Verlust von EUR 0,2 Mio. in Q1 2015 auf EUR 0,3 Mio. verbessern.

Das Geschäft in der Region **Asien-Pazifik** hat sich in Q2 2015 nahezu verdoppelt, was jedoch durch die Erstkonsolidierung von MSI angetrieben wurde.

Insgesamt glauben wir, dass Muehlhan angesichts der schwierigen Endmärkte, insbesondere in Bezug auf das Öl & Gas-Geschäft in der Nordsee, eine solide Performance in Q2 verzeichnete. Dementsprechend **bekräftigte das Unternehmen seine GJ 2015 Guidance und erwartet folglich ein EBIT im Bereich von EUR 3,5-6,5 Mio.**

Obwohl wir davon ausgehen, dass 2015 ein Übergangsjahr für Muehlhan sein wird (Fortschritt bei der Neufokussierung noch nicht abgeschlossen, schwierige Öl & Gas-Märkte), **betrachten wir die jüngste unterdurchschnittliche Performance als interessante Kaufgelegenheit.**

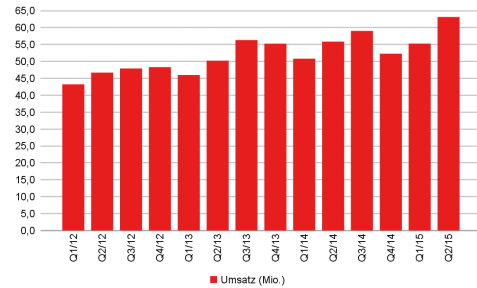


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-0,6 %
6 Monate:	-29,2 %
Jahresverlauf:	-33,7 %
Letzte 12 Monate:	-29,6 %

Unternehmenstermine:
10.11.15 Q3

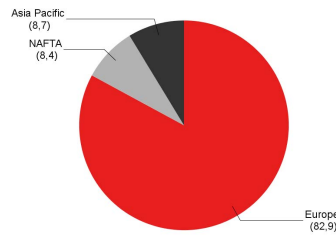
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	3,0 %	172	186	208	218	223	233	238
Veränd. Umsatz yoy		4,4 %	8,1 %	11,6 %	4,9 %	2,4 %	4,3 %	2,1 %
Rohermargemarge		58,1 %	56,9 %	55,5 %	61,4 %	61,5 %	61,6 %	61,8 %
EBITDA	11,4 %	6	11	13	12	12	15	16
Marge		3,7 %	5,8 %	6,5 %	5,4 %	5,2 %	6,3 %	6,9 %
EBIT	15,0 %	-1	5	5	6	5	8	9
Marge		-0,8 %	2,4 %	2,5 %	2,8 %	2,4 %	3,4 %	3,8 %
Nettoergebnis	47,2 %	-4	0	2	2	2	4	5
EPS	48,1 %	-0,21	0,01	0,10	0,08	0,12	0,22	0,26
EPS adj.	48,1 %	-0,21	0,01	0,10	0,08	0,12	0,22	0,26
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 %	2,4 %	3,8 %
FCFPS		-0,14	-0,32	0,11	-0,22	-0,01	0,09	0,18
FCF / MarktKap.		-8,7 %	-26,7 %	7,5 %	-9,2 %	-0,6 %	4,2 %	8,3 %
EV / Umsatz		0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x
EV / EBITDA		6,9 x	3,6 x	3,0 x	5,1 x	5,1 x	3,9 x	3,3 x
EV / EBIT		n.a.	8,5 x	7,8 x	10,0 x	10,9 x	7,1 x	6,0 x
KGV		n.a.	120,6 x	14,8 x	29,3 x	17,6 x	9,6 x	8,1 x
KGV ber.		n.a.	120,6 x	14,8 x	29,3 x	17,6 x	9,6 x	8,1 x
FCF Yield Potential		2,3 %	9,0 %	14,6 %	7,3 %	7,3 %	10,6 %	13,0 %
Nettoverschuldung		13	16	12	16	19	17	15
ROCE (NOPAT)		-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,1 %	4,3 %	6,0 %	6,6 %
Guidance:		2015: EBIT 3,5-6,5 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



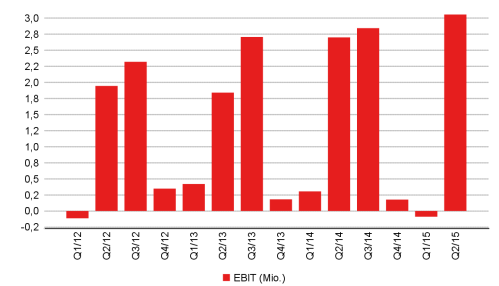
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

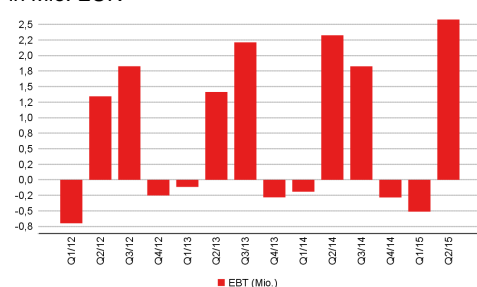
Unternehmenshintergrund

- 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

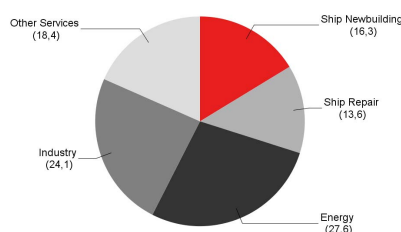
- Die Wettbewerbsqualität gegenüber der Vielzahl vor allem kleiner Konkurrenten ist ein Ergebnis...
- ...der vergleichsweise starken Finanzkraft, der langjährigen Kundenbeziehungen sowie des qualitäts- und traditionsbedingten Markennamens
- Die Kapitalintensität größerer und komplexerer Aufträge limitiert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



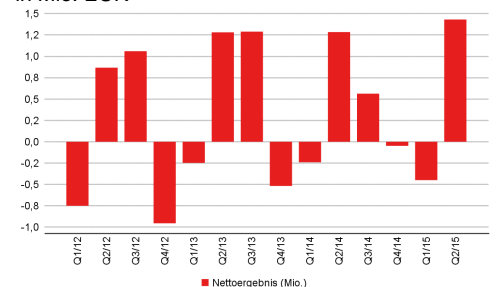
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	223	233	238	243	248	253	258	263	268	273	279	284	290	
Umsatzwachstum	2,4 %	4,3 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	5	8	9	10	11	11	12	13	12	11	11	10	9	
EBIT-Marge	2,4 %	3,4 %	3,8 %	4,0 %	4,3 %	4,5 %	4,5 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	
Steuerquote (EBT)	37,0 %	37,0 %	37,0 %	36,0 %	35,0 %	34,0 %	34,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	32,0 %	32,0 %	32,0 %	
NOPAT	3	5	6	6	7	8	8	9	8	7	8	7	6	
Abschreibungen	6	7	7	10	10	10	10	11	11	11	11	11	12	
Abschreibungsquote	2,8 %	2,9 %	3,0 %	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	1	3	1	3	1	1	1	2	1	1	1	1	1	
- Investitionen	9	8	7	10	10	10	10	11	11	11	11	11	12	
Investitionsquote	4,1 %	3,5 %	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)	-1	1	5	3	6	7	7	7	7	6	7	6	5	5
Barwert FCF	-1	0	4	2	4	5	4	4	4	3	3	3	2	46
Anteil der Barwerte	4,44 %			41,89 %										53,67 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	40,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
FK-Zins (nach Steuern)	4,9 %	Liquidität (Aktie)	1,20
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,20
		Sonstiges	1,20
WACC	6,82 %	Beta	1,20

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	39		
Terminal Value	46		
Zinstr. Verbindlichkeiten	24		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	2		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	19,5
Eigenkapitalwert	67	Wert je Aktie (EUR)	3,42

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	7,8 %	2,48	2,54	2,61	2,68	2,76	2,84	2,94	1,50	7,8 %	0,58	1,28	1,98	2,68	3,38	4,08	4,78
1,35	7,3 %	2,77	2,85	2,93	3,02	3,12	3,23	3,35	1,35	7,3 %	0,72	1,49	2,25	3,02	3,78	4,55	5,32
1,28	7,1 %	2,93	3,02	3,11	3,21	3,32	3,45	3,59	1,28	7,1 %	0,80	1,60	2,41	3,21	4,01	4,82	5,62
1,20	6,8 %	3,11	3,20	3,31	3,42	3,55	3,69	3,85	1,20	6,8 %	0,89	1,73	2,58	3,42	4,27	5,11	5,96
1,12	6,6 %	3,30	3,41	3,53	3,66	3,80	3,97	4,16	1,12	6,6 %	0,99	1,88	2,77	3,66	4,55	5,44	6,33
1,05	6,3 %	3,51	3,63	3,77	3,92	4,09	4,28	4,50	1,05	6,3 %	1,09	2,04	2,98	3,92	4,86	5,80	6,74
0,90	5,8 %	4,00	4,16	4,34	4,54	4,77	5,04	5,35	0,90	5,8 %	1,35	2,41	3,48	4,54	5,60	6,67	7,73

- 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 ewige Verrentung 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.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4	0	2	2	2	4	4	
+ Abschreibung + Amortisation	8	6	8	6	6	7	7	
- Zinsergebnis (netto)	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	
- Erhaltungsinvestitionen	5	5	6	6	6	7	7	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	1	3	6	4	4	6	7	
Free Cash Flow Yield Potential	2,3 %	9,0 %	14,6 %	7,3 %	7,3 %	10,6 %	13,0 %	
WACC	6,82 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %	6,82 %	
= Enterprise Value (EV)	44	38	40	60	59	57	55	
= Fair Enterprise Value	15	50	86	65	63	89	104	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	15	15	15	15	18	16	14	
- 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	n.a.	34	70	49	44	72	89	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	20	20	20	20	20	20	20	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	1,76	3,61	2,49	2,24	3,67	4,58	
Premium (-) / Discount (+) in %					6,0 %	73,7 %	116,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,82 %	n.a.	0,97	2,25	1,48	1,26	2,28	2,95
	8,82 %	n.a.	1,17	2,60	1,74	1,51	2,64	3,37
	7,82 %	n.a.	1,43	3,04	2,07	1,83	3,09	3,90
WACC	6,82 %	n.a.	1,76	3,61	2,49	2,24	3,67	4,58
	5,82 %	0,08	2,20	4,37	3,06	2,79	4,45	5,50
	4,82 %	0,27	2,83	5,45	3,87	3,57	5,56	6,80
	3,82 %	0,56	3,79	7,09	5,10	4,76	7,25	8,78

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

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,87	1,90	1,97	2,15	2,19	2,53	2,72
EV / Umsatz	0,3 x	0,2 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	0,2 x	0,2 x
EV / EBITDA	6,9 x	3,6 x	3,0 x	5,1 x	5,1 x	3,9 x	3,3 x
EV / EBIT	n.a.	8,5 x	7,8 x	10,0 x	10,9 x	7,1 x	6,0 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	8,5 x	7,8 x	10,0 x	10,9 x	7,1 x	6,0 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	13,4 x	n.a.	n.a.	23,8 x	12,0 x
KGV	n.a.	120,6 x	14,8 x	29,3 x	17,6 x	9,6 x	8,1 x
KGV ber.*	n.a.	120,6 x	14,8 x	29,3 x	17,6 x	9,6 x	8,1 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	3,8 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,3 %	9,0 %	14,6 %	7,3 %	7,3 %	10,6 %	13,0 %
*Adjustiert um:	-						

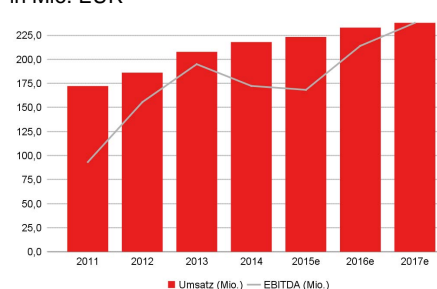
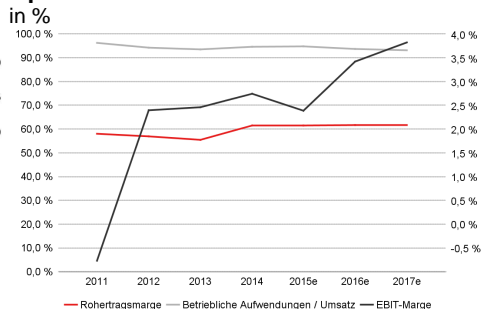
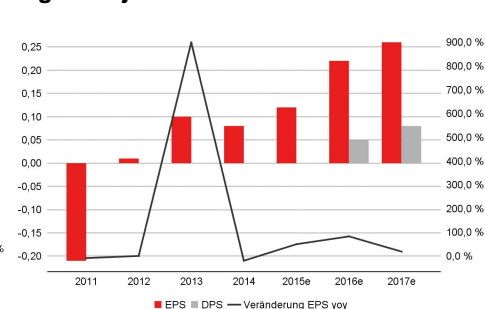
GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	172	186	208	218	223	233	238
Veränd. Umsatz yoy	4,4 %	8,1 %	11,6 %	4,9 %	2,4 %	4,3 %	2,1 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	0	0	0	0	0	0	0
Gesamterlöse	172	186	208	218	223	233	238
Materialaufwand	72	80	92	84	86	90	91
Rohrertrag	100	106	115	134	137	144	147
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>58,1 %</i>	<i>56,9 %</i>	<i>55,5 %</i>	<i>61,4 %</i>	<i>61,5 %</i>	<i>61,6 %</i>	<i>61,8 %</i>
Personalaufwendungen	66	70	76	91	96	98	99
Sonstige betriebliche Erträge	4	5	5	3	4	4	4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	31	30	32	33	34	35	36
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	6	11	13	12	12	15	16
<i>Marge</i>	<i>3,7 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>5,2 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>6,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	8	6	8	6	6	7	7
EBITA	-1	5	5	6	6	8	9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-1	5	5	6	5	8	9
<i>Marge</i>	<i>-0,8 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>3,8 %</i>
EBIT adj.	-1	5	5	6	5	8	9
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	2	2	2	2	3	2	2
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-3	2	3	4	3	6	7
<i>Marge</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>1,7 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>3,0 %</i>
Steuern gesamt	1	2	2	1	1	2	3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-4	0	2	2	2	4	4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-4	0	2	2	2	4	4
Minderheitenanteile	0	0	0	-1	0	1	1
Nettoergebnis	-4	0	2	2	2	4	5
<i>Marge</i>	<i>-2,3 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>2,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	19	19	19	19	19	19	19
EPS	-0,21	0,01	0,10	0,08	0,12	0,22	0,26
EPS adj.	-0,21	0,01	0,10	0,08	0,12	0,22	0,26

*Adjustiert um:

Guidance: 2015: EBIT 3,5-6,5 Mio.**Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	96,3 %	94,2 %	93,5 %	94,6 %	94,8 %	93,7 %	93,1 %
Operating Leverage	-10,7 x	n.a.	1,2 x	3,5 x	-4,4 x	11,3 x	6,7 x
EBITDA / Interest expenses	3,0 x	4,6 x	6,9 x	5,0 x	4,5 x	6,4 x	7,5 x
Steuerquote (EBT)	-17,0 %	93,3 %	53,4 %	36,8 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	25,5 %	33,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	80.843	82.151	86.953	88.989	88.929	90.529	90.216

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

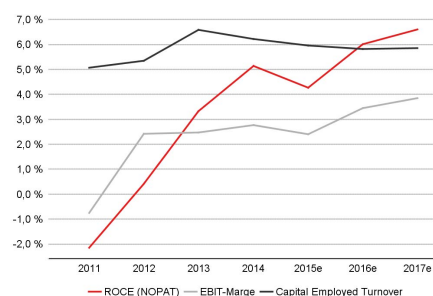
Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	21	22	20	19	19	19	19
davon übrige imm. VG	1	1	1	1	1	1	1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21	21	19	18	18	18	19
Sachanlagen	23	21	20	29	32	33	34
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	45	42	40	48	51	53	53
Vorräte	4	4	4	5	5	5	5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	43	48	51	46	48	50	52
Liquide Mittel	11	10	9	9	6	7	8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	10	9	9	11	12	12	12
Umlaufvermögen	67	71	73	71	70	74	78
Bilanzsumme (Aktiva)	112	114	113	119	121	127	131
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	20	20	20	20	20	20	20
Kapitalrücklage	28	28	28	14	14	14	14
Gewinnrücklagen	9	10	7	8	24	29	32
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0	0	2	17	2	4	5
Buchwert	57	57	57	59	60	67	71
Anteile Dritter	0	0	2	2	3	3	3
Eigenkapital	57	58	58	61	63	69	73
Rückstellungen gesamt	2	1	1	1	1	1	1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1	1	1	1	1	1	1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	23	25	20	24	24	23	22
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1	6	7	8	9	9	9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17	16	18	15	16	16	17
Sonstige Verbindlichkeiten	14	14	15	16	17	17	17
Verbindlichkeiten	55	56	54	57	58	58	58
Bilanzsumme (Passiva)	112	114	113	119	121	127	131

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,2 x	3,3 x	3,6 x	3,4 x	3,3 x	3,2 x	3,2 x
Capital Employed Turnover	2,5 x	2,5 x	2,9 x	2,8 x	2,7 x	2,7 x	2,7 x
ROA	-8,7 %	0,5 %	4,5 %	3,3 %	4,4 %	8,0 %	9,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-2,1 %	0,4 %	3,3 %	5,1 %	4,3 %	6,0 %	6,6 %
ROE	-6,7 %	0,4 %	3,2 %	2,7 %	3,7 %	6,6 %	7,2 %
Adj. ROE	-6,7 %	0,4 %	3,2 %	2,7 %	3,7 %	6,6 %	7,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	13	16	12	16	19	17	15
Nettofinanzverschuldung	12	15	12	15	18	16	14
Net Gearing	23,2 %	26,9 %	21,3 %	26,3 %	30,1 %	24,9 %	20,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	193,3 %	136,7 %	86,8 %	129,0 %	155,5 %	110,9 %	85,3 %
Buchwert je Aktie	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,5	3,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	2,7

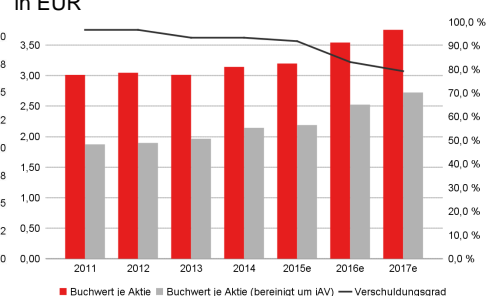
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

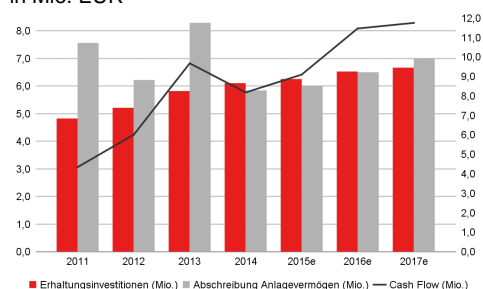
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-4	0	2	2	2	4	4
Abschreibung Anlagevermögen	8	6	8	6	6	7	7
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	1	1	0
Cash Flow	4	6	10	8	9	11	12
Veränderung Vorräte	-1	0	0	0	0	0	0
Veränderung Forderungen aus L+L	-5	-5	-3	5	-2	-3	-2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5	-1	2	-2	1	0	1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1	-1	1	0	1	2	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0	-6	-1	2	0	-2	-1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4	0	9	10	9	10	11
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-7	-5	-7	-14	-9	-8	-7
Zugänge aus Akquisitionen	0	-1	0	0	-3	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	1	4	1	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-6	-2	-6	-14	-12	-8	-7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1	1	-4	5	-1	-1	-1
Dividende Vorjahr	0	0	0	0	0	0	-1
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	-1	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1	1	-4	4	-1	-1	-2
Veränderung liquide Mittel	-1	-1	-1	0	-3	1	1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	11	10	9	9	6	7	8

Kennzahlen

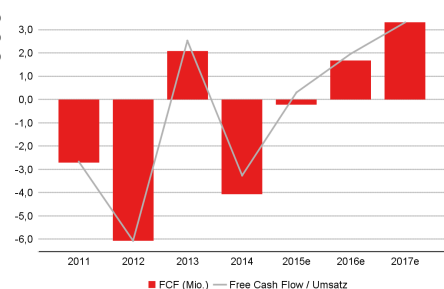
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	-3	-6	2	-4	0	2	3
Free Cash Flow / Umsatz	-1,6 %	-3,3 %	1,0 %	-1,9 %	-0,1 %	0,7 %	1,4 %
Free Cash Flow Potential	1	3	6	4	4	6	7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	69,0 %	-2734,2 %	115,4 %	-260,9 %	-10,0 %	40,0 %	66,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	0,6 %	0,3 %	0,2 %	1,9 %	2,2 %	1,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,3 %	9,8 %	8,7 %	10,6 %	10,8 %	9,8 %	9,7 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	4,0 %	3,0 %	3,3 %	6,3 %	4,1 %	3,5 %	3,1 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
CAPEX / Abschreibungen	89,3 %	90,5 %	83,6 %	235,9 %	146,7 %	122,6 %	103,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,3 %	17,8 %	17,6 %	16,7 %	16,1 %	16,3 %	16,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	256,2 %	304,6 %	285,3 %	300,2 %	298,3 %	315,2 %	306,8 %
Vorratsumschlag	17,2 x	20,7 x	21,2 x	17,9 x	17,7 x	17,3 x	16,8 x
Receivables collection period (Tage)	90	94	89	77	78	79	80
Payables payment period (Tage)	84	71	70	67	68	65	68
Cash conversion cycle (Tage)	-58	-49	-49	-42	-43	-40	-42

Investitionen und Cash Flow

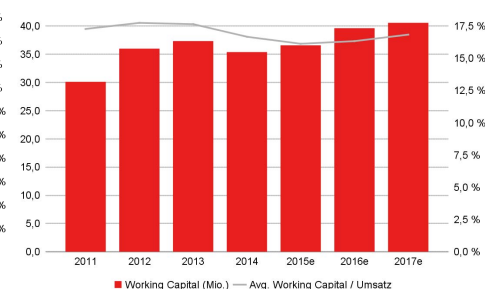
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

- 1- 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	107	58
Halten	67	37
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	183	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	90	63
Halten	47	33
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	143	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [MUEHLHAN AG] AM [28.07.2015]



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplasier@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

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

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

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, Switzerland 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 Merckel +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