co.don

(CDAX, Health Care)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 4,40	
Kurs	EUR 3,15
Upside	39,7 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	4,58

Aktien Daten:	
Bloomberg:	CNWK GR
Reuters:	CNWKk
ISIN:	DE000A1K0227

Beschreibung:
co.don entwickelt, produziert und vertreibt biopharmazeutischen Gelenkknorpelersatz.

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	43,2
Aktienanzahl (Mio.):	13,7
EV:	41,6
Freefloat MC:	19,0
Ø Trad. Vol. (30T; EUR):	117,95

Aktionäre:	
Freefloat	44,0 %
Dr. Bernd Wegener	19,3 %
Osemifaro Investments	14,6 %
Transnova Investments	14,6 %
Klaus Stuffer	3,6 %

Risikoprofil (WRe):	2014e
Beta:	1,8
KBV:	7,9 x
EK-Quote:	70 %

Endgültige Zahlen untermauern den Investment Case

in EUR m	2014	2014e	2013	yoy
Sales	**4.5**	4,5	3.6	23.6%
EBITDA	**-2.3**	-2,4	-2.5	-8.6%
margin	*-50.6%*	-	*-68.4%*	
EBIT	**-2.5**	-2,6	-2.7	-7.0%
margin	*-55.3%*	-	*-73.5%*	
EPS in EUR	**-0.18**	-0,19	-0.24	-25.0%

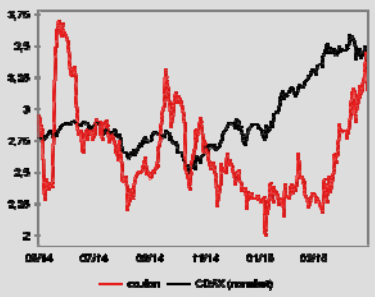
- Verkauf von 1.223 (+13% gegenüber Vorjahr) Zellkultivierungen führte zu Umsatz von EUR 4,5 Mio. (+23% gegenüber Vorjahr)
- Neben den höheren Verkaufsvolumina hat co.don in der zweiten Jahreshälfte 2014 erfolgreich eine Preiserhöhung durchgeführt
- Während das EBITDA näher and den Breakeven rückt (Verlust von EUR 0,6 Mio.), haben die höheren strategischen Aufwendungen (ca. EUR 2,0 Mio. in 2014) für die EMA-Zulassung und die klinische Phase-III-Studie zu einem negativen EBITDA von EUR -2,6 Mio. geführt.
- Insgesamt war das Ergebnis etwas besser als angenommen, da die operativen Aufwendungen niedriger als erwartet ausfielen. Diese Aufwendungen hängen in erster Linie mit der EMA-Zulassung zusammen.

Die co.don AG ist eine schnell wachsende biopharmazeutische Manufaktur für Gewebetransplantate mit Fokus auf Tissue Engineering. Das Tätigkeitsfeld des Unternehmens umfasst das individuelle Züchten von Gewebe im Labor. Dabei dienen köpereigene Zellen des Patienten als Ausgangsbasis. co.don ist spezialisiert auf die Herstellung von Gelenkknorpeln und Bandscheibenknorpeln, die zur Regeneration von Gelenken verwendet werden. co.don kann Patienten eine Alternative zum klassischen Gelenkersatz (z.B. metallische Implantate) bieten, deren Anwendung mit erheblichen Risiken (z.B. Infektionen, Allergien) verbunden sein kann.

Vielversprechende Aussichten für Knie-Indikation: Die klinische Phase III-Studie zur Wirksamkeit und Sicherheit von co.dons Produkt co.don chondrosphere ist für die Zulassung einer EU-weiten Zulassung erforderlich. Die Zulassung durch die EMA (European Medicines Agency) könnte 2017 erfolgen. Seit Ende 2013 ist das Produkt vom Paul-Ehrlich-Institut (PEI) für den deutschlandweiten Vertrieb zugelassen. Dies ermöglichte 1.223 Anwendungen in 2014 (WRe 1.200). Folglich hat co.don die Zellkultivierung in den letzten zehn Jahren über 7.500 Mal durchgeführt. Diese nationale Zulassung dürfte das Risiko für Investoren mindern, da das Unternehmen mit Produktverkäufen einen Umsatz von EUR 4,5 Mio. (+23% gegenüber Vorjahr) generiert. Aufgrund der intensiven Investitionen in das Zulassungsverfahren wurde das EBITDA mit EUR -2,5 Mio. negativ berichtet. Das Unternehmen dürfte 2015e jedoch ein positives EBITDA vor strategischen Kosten erreichen.

Bewertung: co.don beeindruckt durch den bewiesenen Erfolg seiner Produkte. Die bereits vorliegende Auswertung einer Phase II-Studie und der bereits wachsende Umsatz von co.don chondrosphere belegen die langfristigen Potenziale des Unternehmens. Hinzu kommt die nationale Vertriebszulassung, die eine EU-weite Genehmigung zunehmend als Formalie erscheinen lässt. In den nächsten Jahren sollte jeder weitere Meilenstein auf dem Weg zur EMA-Zulassung als positiver Treiber für den Aktienkurs gesehen werden.

Die Empfehlung wird bestätigt: Kaufen – Kursziel von EUR 4,40. Für weitere Einzelheiten siehe Aufnahmestudie vom 28. April 2015.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	14,3 %
6 Monate:	-6,9 %
Jahresverlauf:	21,5 %
Letzte 12 Monate:	-6,3 %

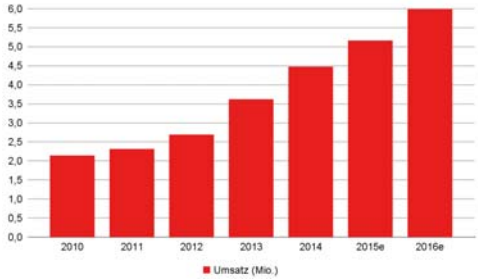
Unternehmenstermine:	
14.07.15	HV
05.08.15	Q2
16.10.15	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-16e)	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	15,7 %	2,1	2,3	2,7	3,6	4,5	5,2	6,0
Veränd. Umsatz yoy		n.a.	8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %
Rohertragsmarge		*68,8 %*	*41,2 %*	*49,2 %*	*62,7 %*	*85,4 %*	*67,0 %*	*70,0 %*
EBITDA	-	-1,3	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-1,7	-0,7
Marge		*-61,1 %*	*-37,1 %*	*-83,1 %*	*-68,4 %*	*-50,6 %*	*-33,0 %*	*-12,0 %*
EBIT	-	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0
Marge		*-66,9 %*	*-43,9 %*	*-88,4 %*	*-73,5 %*	*-55,3 %*	*-38,0 %*	*-17,0 %*
Nettoergebnis	-	-1,4	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0
EPS	-	-0,11	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,14	-0,07
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCFPS		-0,14	-0,21	-0,23	-0,19	-0,14	-0,19	-0,07
EV / Umsatz		n.a.	3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,6 x	8,1 x	7,1 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield Potential		n.a.	-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,7 %	-4,1 %	-1,7 %
Nettoverschuldung		-1,7	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7

Guidance: Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.

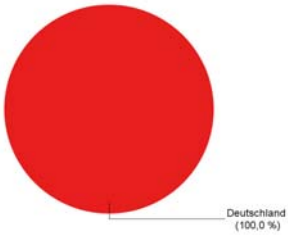
Analyst/-in
Harald Hof
hhof@warburg-research.com
+49 40 309537-125

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



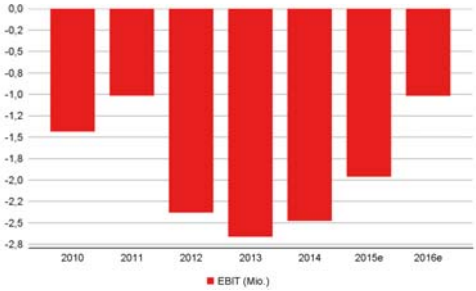
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

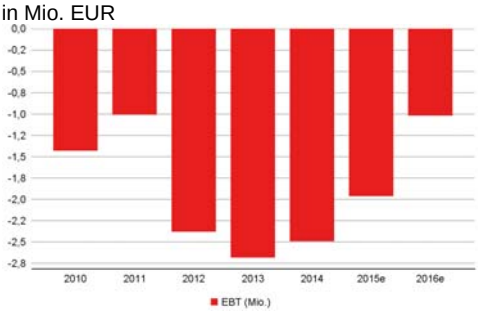
Unternehmenshintergrund

- Die co.don AG ist ein Hersteller von biopharmazeutischen Transplantaten aus Teltow. Das Unternehmen hat sich auf die Behandlung von geschädigtem Gelenkknorpel sowie defekten Bandscheiben spezialisiert.
- Im Labor wird aus patienteneigenem Knorpel sowie Blut ein Transplantat gezüchtet, das in Form selbsthaftender Sphäroide in einen Knorpeldefekt eingesetzt wird. Der körpereigene zellbasierte Ersatz füllt den Defekt auf.
- Nach einer Neuregelung der Europäischen Zulassung von Arzneimitteln durch die zentrale Zulassungsbehörde (EMA) wurde in 2012 die Beantragung des Zulassungsverfahrens für das Produkt co.don chondrosphere nötig.
- Jedoch wird co.don chondrosphere seit 2004 vertrieben und kam seither bei rund 6.500 Patienten bereits zum Einsatz. co.don chondrosphere ist derzeit das bedeutendste Produkt der co.don.
- Mit Erreichen der EMA-Zulassung kann das Produkt auch innerhalb der EU vertrieben werden. Mit dieser Zulassung wird nicht vor 2017 gerechnet.

Wettbewerbsqualität

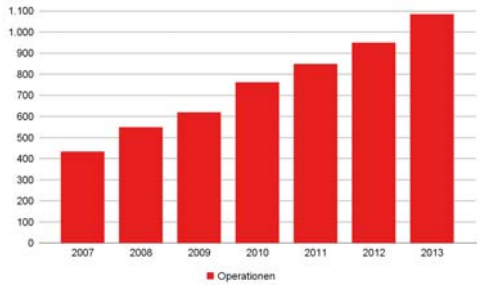
- co.don befindet sich im Wettbewerb mit Herstellern von chirurgischen Knieimplantaten (z.B. aus Metall), die in der Regel ein wesentlich höheres Risiko für den Patienten beinhalten können.
- Zudem ist der Aufwand einer Knieersatzoperation wesentlich komplexer, während der Knorpelersatz von co.don minimalinvasiv eingesetzt werden kann. Die Kosten für beide Verfahren sind in etwa vergleichbar.
- In Deutschland werden beide Operationsverfahren von der Krankenkasse erstattet. Das Verfahren der co.don wird bereits an über 120 Kliniken (u.a. Asklepios) eingesetzt.
- Da co.don chondrosphere bereits vertrieben wird, hat die co.don einen klaren Wettbewerbsvorteil gegenüber neuen Wettbewerbern.
- Mit den bereits 6.500 vorliegenden Behandlungen und der nun bestätigten Wirksamkeit und Sicherheit des Verfahrens wird eine erfolgreiche Zulassung des Produktes mit einer höheren Wahrscheinlichkeit angenommen.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



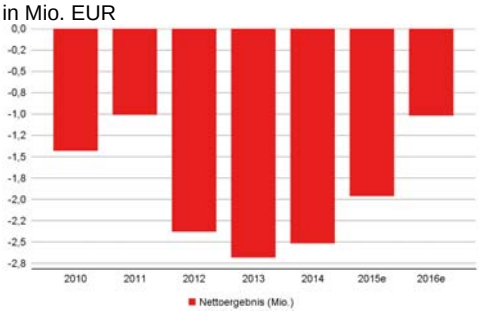
Quelle: Warburg Research

Anzahl der Operationen
in tausend



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2014**	**2015e**	**2016e**	**2017e**	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	
Umsatz	4,5	5,2	6,0	8,7	12,6	19,9	28,9	36,7	46,4	55,8	64,5	73,3	82,4	
Umsatzwachstum	*23,6 %*	*15,3 %*	*16,0 %*	*44,8 %*	*44,8 %*	*58,4 %*	*45,3 %*	*27,2 %*	*26,4 %*	*20,1 %*	*15,7 %*	*13,6 %*	*12,4 %*	*2,0 %*
EBIT	-2,5	-2,0	-1,0	0,4	0,5	1,8	4,2	5,9	9,1	13,8	16,1	18,3	20,6	
EBIT-Marge	*-55,3 %*	*-38,0 %*	*-17,0 %*	*5,0 %*	*3,9 %*	*9,0 %*	*14,7 %*	*16,2 %*	*19,6 %*	*24,7 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*-1,1 %*	*-0,1 %*	*-0,2 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*12,0 %*	*15,0 %*	*28,0 %*	*28,0 %*	
NOPAT	-2,5	-2,0	-1,0	0,4	0,4	1,6	3,7	5,2	8,0	12,1	13,7	13,2	14,8	
Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,9	1,1	1,4	1,7	1,9	2,2	2,5	
Abschreibungsquote	*4,8 %*	*5,0 %*	*5,0 %*	*5,0 %*	*3,5 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	*3,0 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,4	0,5	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	
- Investitionen	0,1	0,7	0,2	0,2	1,3	2,0	1,2	1,5	1,9	2,2	2,6	2,9	3,3	
Investitionsquote	*2,8 %*	*13,6 %*	*3,3 %*	*2,3 %*	*10,0 %*	*10,0 %*	*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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,1	-2,9	-0,9	0,5	-0,6	-0,2	3,0	4,5	7,1	11,1	12,6	12,0	13,6	16
Barwert FCF	0,0	-2,5	-0,7	0,3	-0,4	-0,1	1,5	2,0	2,8	4,0	4,0	3,4	3,5	40
Anteil der Barwerte	**-4,60 %**			**39,69 %**										**64,91 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,90
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,70
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	2,00
WACC	**11,40 %**	**Beta**	**1,80**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	21		
Terminal Value	40		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	13,7
Eigenkapitalwert	**63**	**Wert je Aktie (EUR)**	**4,58**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,98	12,4 %	3,69	3,74	3,79	3,84	3,90	3,96	4,02
1,89	11,9 %	4,01	4,06	4,13	4,19	4,26	4,33	4,40
1,85	11,7 %	4,18	4,24	4,31	4,38	4,45	4,53	4,61
1,80	11,4 %	4,36	4,43	4,50	**4,58**	4,66	4,74	4,83
1,75	11,2 %	4,56	4,63	4,71	4,79	4,88	4,97	5,07
1,71	10,9 %	4,77	4,85	4,93	5,02	5,11	5,21	5,32
1,62	10,4 %	5,22	5,32	5,42	5,52	5,63	5,75	5,88

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,98	12,4 %	3,55	3,65	3,74	3,84	3,94	4,04	4,14
1,89	11,9 %	3,87	3,98	4,08	4,19	4,29	4,40	4,51
1,85	11,7 %	4,05	4,16	4,27	4,38	4,49	4,60	4,71
1,80	11,4 %	4,24	4,35	4,46	**4,58**	4,69	4,81	4,92
1,75	11,2 %	4,44	4,55	4,67	4,79	4,91	5,03	5,15
1,71	10,9 %	4,65	4,77	4,90	5,02	5,14	5,27	5,39
1,62	10,4 %	5,12	5,25	5,39	5,52	5,66	5,79	5,92

- Frühestens in 2017 wird mit einer europaweiten Zulassung gerechnet.
- Vorgelagerte Vertriebsaktivitäten in 2016 führen in 2017 zu einem deutlichen Umsatzanstieg.
- Operativ wird auf EBITDA-Linie der Break-Even in 2015 erwartet. Strategische Aufwendungen belasten jedoch weiterhin.
- Mit den reduzierten Zulassungsaufwendungen ab 2017 wird der Break-Even für die co.don erwartet.

Wertermittlung

	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
KBV	10,3 x	3,9 x	2,7 x	5,7 x	7,9 x	15,9 x	27,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,17	0,32	0,36	0,14	0,30	0,18	0,09
EV / Umsatz	n.a.	3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,6 x	8,1 x	7,1 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,7 %	-4,1 %	-1,7 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Operationen	762	849	950	1.085	1.223	1.291	1.497

GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	**2,1**	**2,3**	**2,7**	**3,6**	**4,5**	**5,2**	**6,0**
Veränd. Umsatz yoy	n.a.	8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	**2,1**	**2,3**	**2,7**	**3,6**	**4,5**	**5,2**	**6,0**
Materialaufwand	0,7	1,4	1,4	1,4	0,7	1,7	1,8
Rohertrag	**1,5**	**1,0**	**1,3**	**2,3**	**3,8**	**3,5**	**4,2**
Rohertragsmarge	*68,8 %*	*41,2 %*	*49,2 %*	*62,7 %*	*85,4 %*	*67,0 %*	*70,0 %*
Personalaufwendungen	1,7	1,8	2,1	2,8	3,6	3,0	3,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	1,4	1,0	0,5	0,5	0,8	0,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,3	1,4	2,5	2,4	2,9	2,9	2,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-1,3**	**-0,9**	**-2,2**	**-2,5**	**-2,3**	**-1,7**	**-0,7**
Marge	*-61,1 %*	*-37,1 %*	*-83,1 %*	*-68,4 %*	*-50,6 %*	*-33,0 %*	*-12,0 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
EBITA	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Marge	*-66,9 %*	*-43,9 %*	*-88,4 %*	*-73,5 %*	*-55,3 %*	*-38,0 %*	*-17,0 %*
EBIT adj.	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Marge	*-66,7 %*	*-43,5 %*	*-88,3 %*	*-74,0 %*	*-55,6 %*	*-38,0 %*	*-17,0 %*
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**-1,4**	**-1,0**	**-2,4**	**-2,7**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,0**
Marge	*-66,8 %*	*-43,7 %*	*-88,4 %*	*-74,1 %*	*-56,3 %*	*-38,0 %*	*-17,0 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	13,1	7,1	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7
EPS	**-0,11**	**-0,14**	**-0,22**	**-0,24**	**-0,18**	**-0,14**	**-0,07**
EPS adj.	-0,11	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,14	-0,07

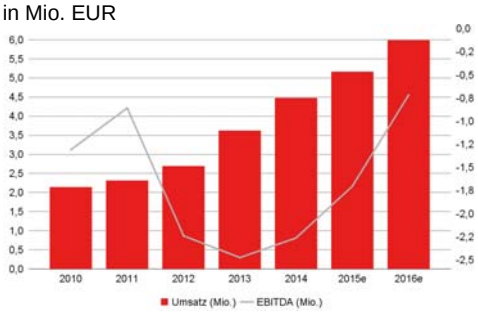
*Adjustiert um:

Guidance: Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.

Kennzahlen

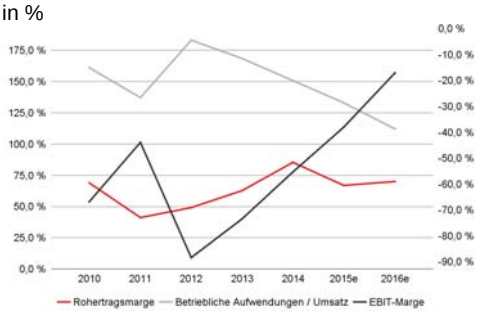
	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	161,1 %	137,1 %	183,1 %	168,4 %	150,6 %	133,0 %	112,0 %
Operating Leverage	n.a.	-3,7 x	8,3 x	0,3 x	-0,3 x	-1,4 x	-3,0 x
Steuerquote (EBT)	-0,2 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-1,1 %	-0,1 %	-0,2 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	61.286	59.385	62.628	72.443	75.864	87.506	101.483

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



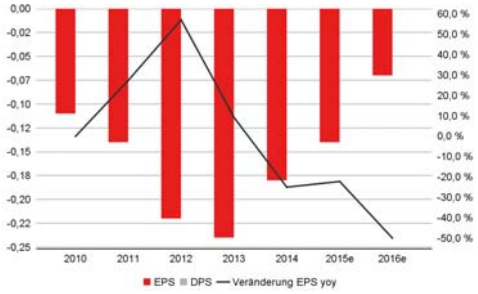
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

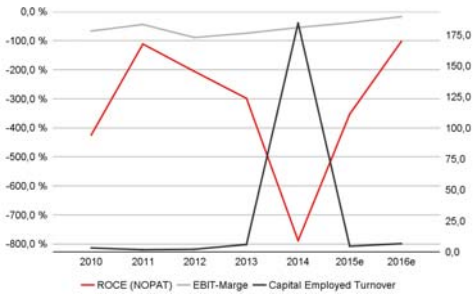
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
davon übrige imm. VG	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,7	0,7	0,6	0,9	0,9	1,2	1,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**1,1**	**1,1**	**1,5**	**1,4**
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,2	0,6	0,5	0,0	0,7	0,8
Liquide Mittel	1,7	1,3	2,8	1,2	4,3	1,6	0,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	**2,1**	**2,1**	**4,4**	**2,3**	**5,1**	**3,2**	**2,4**
Bilanzsumme (Aktiva)	**3,1**	**3,0**	**5,2**	**3,4**	**6,1**	**4,8**	**3,8**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	13,1	7,1	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7
Kapitalrücklage	22,0	0,0	0,4	0,4	2,8	2,8	2,8
Gewinnrücklagen	-32,7	-4,6	-7,0	-9,7	-12,2	-14,2	-15,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3
Buchwert	2,4	2,5	4,0	1,8	4,3	2,7	1,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**2,4**	**2,5**	**4,0**	**1,8**	**4,3**	**2,7**	**1,6**
Rückstellungen gesamt	0,4	0,3	0,7	1,0	1,2	1,2	1,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,6	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten	**0,6**	**0,5**	**1,2**	**1,6**	**1,8**	**2,1**	**2,2**
Bilanzsumme (Passiva)	**3,1**	**3,0**	**5,2**	**3,4**	**6,1**	**4,8**	**3,8**

Kennzahlen

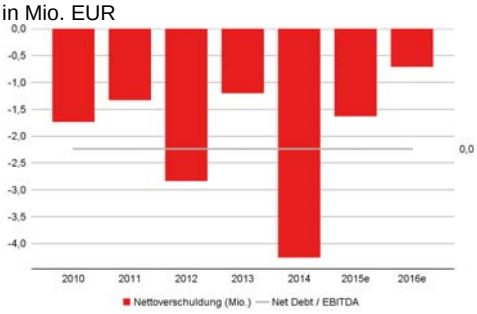
	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,8 x	2,8 x	2,7 x	3,5 x	6,9 x	3,4 x	4,5 x
Capital Employed Turnover	3,2 x	2,0 x	2,3 x	5,9 x	184,4 x	4,7 x	6,7 x
ROA	-155,8 %	-119,5 %	-307,2 %	-233,7 %	-237,9 %	-127,9 %	-71,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-424,8 %	-111,6 %	-205,7 %	-299,3 %	-788,6 %	-352,2 %	-102,9 %
ROE	-118,7 %	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-56,0 %	-47,2 %
Adj. ROE	-118,7 %	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-56,0 %	-47,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-1,7	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7
Nettofinanzverschuldung	-1,7	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7
Net Gearing	-72,0 %	-53,7 %	-70,8 %	-66,3 %	-99,4 %	-59,9 %	-44,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,2	0,3	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1

Entwicklung ROCE



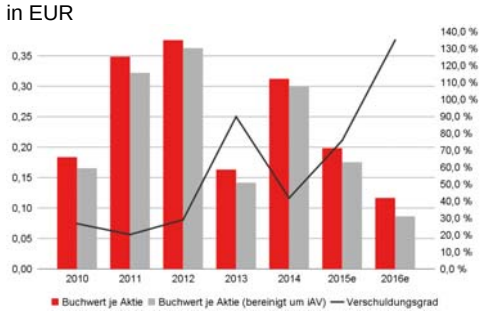
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

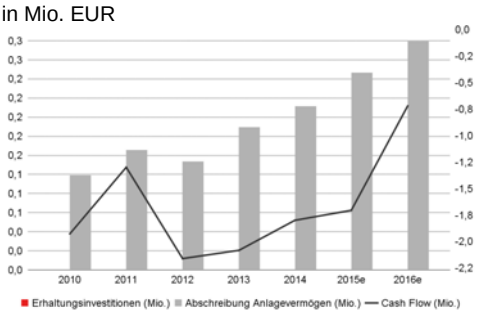
Cash flow

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

Kennzahlen

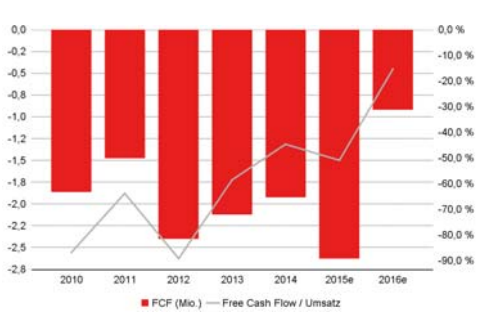
	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	-1,9	-1,5	-2,4	-2,1	-1,9	-2,6	-0,9
Free Cash Flow / Umsatz	-87,0 %	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %
Free Cash Flow Potential	n.a.	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-1,7	-0,7
Free Cash Flow / Umsatz	-87,0 %	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	130,2 %	146,2 %	101,0 %	79,1 %	79,5 %	133,9 %	90,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	0,5 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	557,5 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,2 %	3,5 %	2,6 %	15,5 %	4,5 %	13,6 %	3,3 %
Maint. Capex / Umsatz	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	21,0 %	51,6 %	49,3 %	299,8 %	93,3 %	271,2 %	66,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	2,1 %	5,4 %	9,7 %	6,8 %	-1,1 %	0,6 %	4,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	116,7 %	155,6 %	182,7 %	111,6 %	0,0 %	116,7 %	114,3 %
Vorratsumschlag	11,5 x	16,4 x	18,0 x	15,4 x	6,2 x	8,5 x	9,0 x
Receivables collection period (Tage)	37	39	87	48	0	49	49
Payables payment period (Tage)	101	43	94	116	184	129	142
Cash conversion cycle (Tage)	-67	-21	-70	-91	-128	-81	-97

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



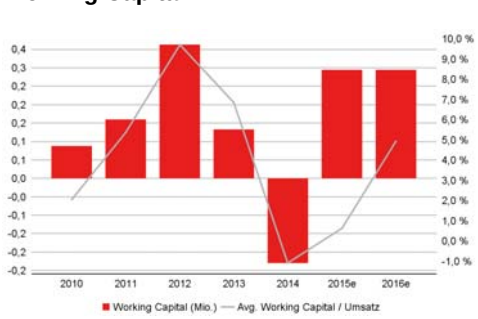
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



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 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 vorangegangen 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
co.don	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0227.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

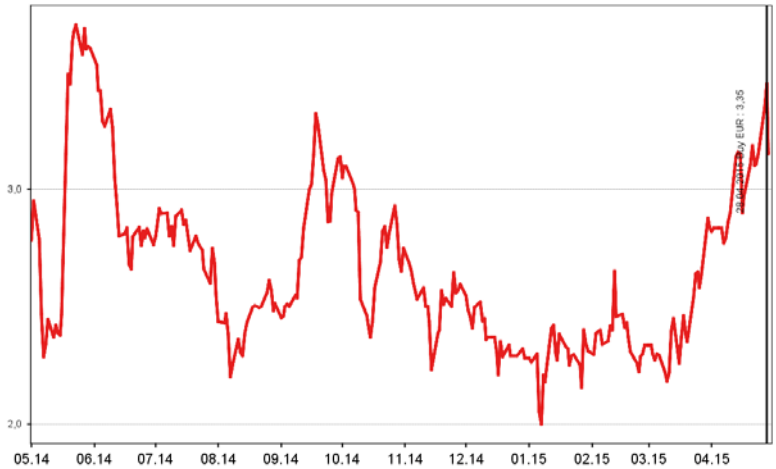
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	55
Halten	70	38
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	**183**	**100**

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	81	59
Halten	48	35
Verkaufen	5	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	**137**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CO.DON] AM [30.04.2015]



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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Others 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 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

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

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, 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	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:

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

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