

<b>Buy</b>  <b>EUR 4,40</b>  Kurs <b>EUR 2,75</b> <b>Upside 60,0 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 4,64	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: CNWK GR Reuters: CNWKK ISIN: DE000A1K0227	<b>Beschreibung:</b> co.don entwickelt, produziert und vertreibt biopharmazeutischen Gelenkknorpelersatz.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 44,6 Aktienanzahl (Mio.): 16,2 EV: 38,9 Freefloat MC: 21,9 Ø Trad. Vol. (30T): 28,02	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 49,0 % Osemifaro Investments 14,6 % Transnova Investments 14,6 % Dr. Bernd Wegener 14,5 % Klaus Stuffer 3,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e Beta: 1,9 KBV: 5,8 x EK-Quote: 79 %

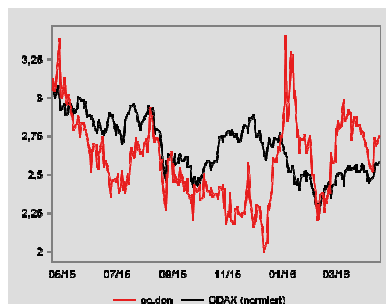
## Performance nimmt Fahrt auf: Q1 Umsatzanstieg von 23% gegenüber Vorjahr

Das Unternehmen hat vorläufige Umsatzzahlen für Q1 2016 veröffentlicht, die eindeutig über den Erwartungen lagen. Der Umsatz ist von EUR 1,326 Mio. im Vorjahr auf EUR 1,635 Mio. gestiegen. Das entspricht einer Wachstumsrate von 23% yoy (WRe +16%), die deutlich über den Erwartungen des Unternehmens und WRe liegt.

co.don konnte den Umsatz steigern, indem in H2 2015 verschiedene Marketinginitiativen eingeführt und der eigene Vertrieb gestärkt wurden. Eine höhere Präsenz bei bestehenden Anwendern führte zu einem Anstieg der Auftragsvolumina sowie der abgeschlossenen Transplantationen. Das Unternehmen verfügt derzeit über einen Zugang zu 200 Kliniken in Deutschland, die zugelassen und in co.dons Datenbank erfasst sind. Über 100 von ihnen sind aktive Kunden. Die restlichen zugelassenen Kliniken nutzen die Produkte des Unternehmens noch nicht. Der verbesserte Vertrieb sollte in den kommenden Monaten und Jahren potenzielle Kliniken in aktive Nutzer umwandeln.

Das EBITDA für Q1 wurde noch nicht berichtet. Jedoch hat das GJ EBITDA vor Aufwendungen für den Genehmigungsprozess für co.don chondrosphere in 2015 bereits den Break-Even erreicht, was im letzten Geschäftsjahr einen bedeutenden Meilenstein dargestellt hat. Die aktuelle Entwicklung in Q1 2016 hat eindeutig den positiven Trend bei co.don bestätigt. Es wird ebenfalls davon ausgegangen, dass höhere Umsatzvolumen Skaleneffekte antreiben werden und zu einer weiteren Verbesserung der operativen Profitabilität führen sollten. Die Q1 Wachstumsrate kann jedoch aufgrund der Saisonalität des Auftragsverhaltens nicht auf Gesamtjahresbasis angewandt werden. Folglich bleiben unsere Annahmen für den Moment unverändert.

Nichtsdestotrotz bekräftigen wir angesichts der allgemeinen positiven Entwicklung unsere Annahmen. Aufgrund der Verbesserung der Zahlen wird der Investment Case als vollkommen intakt angesehen. Angesichts der möglichen europäischen Verlängerung des Kernproduktes chondrosphere (EMA-Zulassung in H2 2017 erwartet), bleibt das abgeleitete Kursziel bei EUR 4,40 (DCF-basiert). Kaufen.

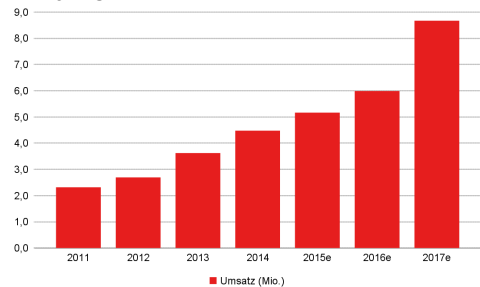


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-0,7 %
6 Monate:	16,3 %
Jahresverlauf:	n/a
Letzte 12 Monate:	8,3 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
29.04.16	FY 15
14.07.16	HV
31.08.16	Q2

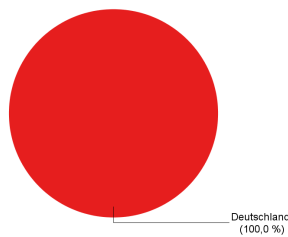
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	24,7 %	2,3	2,7	3,6	4,5	5,2	6,0	8,7
Veränd. Umsatz yoy		8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %	44,8 %
<b>Rohertragsmarge</b>		41,2 %	49,2 %	62,7 %	85,4 %	67,0 %	70,0 %	85,0 %
<b>EBITDA</b>	-	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-1,7	-0,7	0,9
<b>Marge</b>		-37,1 %	-83,1 %	-68,4 %	-50,6 %	-33,0 %	-12,0 %	10,0 %
<b>EBIT</b>	-	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0	0,4
<b>Marge</b>		-43,9 %	-88,4 %	-73,5 %	-55,3 %	-38,0 %	-17,0 %	5,0 %
<b>Nettoergebnis</b>	-	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0	0,4
<b>EPS</b>	-	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,12	-0,06	0,02
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>FCFPS</b>		-0,21	-0,23	-0,19	-0,14	-0,16	-0,06	0,03
<b>FCF / Marktkap.</b>		-15,3 %	-22,3 %	-20,5 %	-6,0 %	-5,9 %	-2,1 %	1,2 %
<b>EV / Umsatz</b>		3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,5 x	7,4 x	6,5 x	4,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44,3 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,5 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
<b>FCF Yield Potential</b>		-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,9 %	-4,5 %	-1,9 %	2,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-6,6	-5,7	-6,2
<b>Guidance:</b>	Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



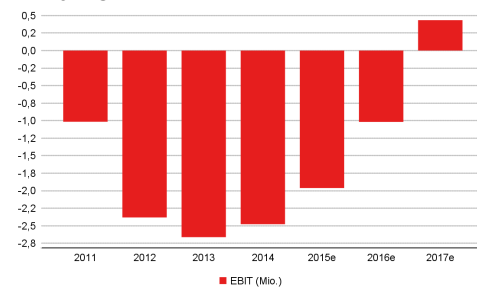
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

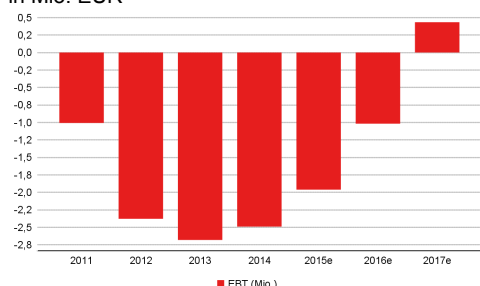
## Unternehmenshintergrund

- 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 über 8.500 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

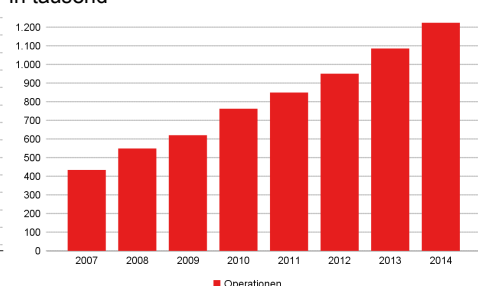
- co.don befindet sich im Wettbewerb mit Herstellern von chirurgischen Knieimplantaten (z.B. aus Metall), die in der Regel ein wesentlich höheres Risiko für den Patienten beinhalten können.
- Zudem ist der Aufwand einer Knieersatzoperation wesentlich komplexer, während der Knorpelersatz von co.don minimalinvasiv 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 mehr als 8.500 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



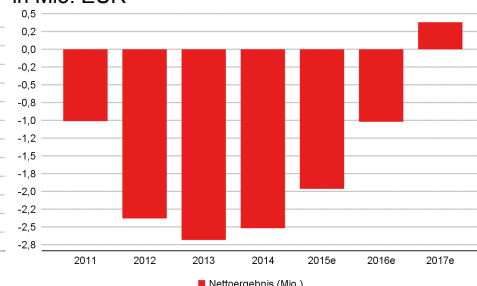
Quelle: Warburg Research

**Anzahl der Operationen**  
in tausend



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	5,2	6,0	8,7	12,6	19,9	28,9	36,7	46,4	55,8	64,5	73,3	82,4	88,6	
Umsatzwachstum	15,3 %	16,0 %	44,8 %	44,8 %	58,4 %	45,3 %	27,2 %	26,4 %	20,1 %	15,7 %	13,6 %	12,4 %	7,5 %	2,0 %
EBIT	-2,0	-1,0	0,4	0,5	1,8	4,2	5,9	9,1	13,8	16,1	18,3	20,6	22,2	
EBIT-Marge	-38,0 %	-17,0 %	5,0 %	3,9 %	9,0 %	14,7 %	16,2 %	19,6 %	24,7 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
Steuerquote (EBT)	-0,1 %	-0,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	15,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
NOPAT	-2,0	-1,0	0,4	0,4	1,6	3,7	5,2	8,0	12,1	13,7	13,2	14,8	16,0	
Abschreibungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,9	1,1	1,4	1,7	1,9	2,2	2,5	2,7	
Abschreibungsquote	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,5 %	3,0 %	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	0,5	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3	
- Investitionen	0,7	0,2	0,2	1,3	2,0	1,2	1,5	1,9	2,2	2,6	2,9	3,3	2,7	
Investitionsquote	13,6 %	3,3 %	2,3 %	10,0 %	10,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	
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)	-2,9	-0,9	0,5	-0,6	-0,2	3,0	4,5	7,1	11,1	12,6	12,0	13,6	15,6	16
Barwert FCF	-2,9	-0,8	0,4	-0,4	-0,1	1,7	2,3	3,3	4,6	4,7	4,0	4,0	4,1	44
Anteil der Barwerte	<b>-4,87 %</b>			<b>40,86 %</b>										<b>64,01 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,90
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	2,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>11,73 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,86</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	25		
Terminal Value	44		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	7	Aktienzahl (Mio.)	16,2
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>75</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,64</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>2,04</b>	12,7 %	3,86	3,91	3,96	4,01	4,06	4,11	4,17	<b>2,04</b>	12,7 %	3,72	3,81	3,91	4,01	4,10	4,20	4,29
<b>1,95</b>	12,2 %	4,14	4,19	4,25	4,31	4,37	4,43	4,50	<b>1,95</b>	12,2 %	4,00	4,10	4,20	4,31	4,41	4,51	4,61
<b>1,91</b>	12,0 %	4,29	4,35	4,41	4,47	4,54	4,61	4,68	<b>1,91</b>	12,0 %	4,15	4,26	4,36	4,47	4,58	4,68	4,79
<b>1,86</b>	11,7 %	4,45	4,51	4,57	<b>4,64</b>	4,71	4,79	4,87	<b>1,86</b>	11,7 %	4,31	4,42	4,53	<b>4,64</b>	4,75	4,86	4,97
<b>1,81</b>	11,5 %	4,62	4,68	4,75	4,83	4,90	4,98	5,07	<b>1,81</b>	11,5 %	4,49	4,60	4,71	4,83	4,94	5,05	5,16
<b>1,77</b>	11,2 %	4,79	4,86	4,94	5,02	5,10	5,19	5,29	<b>1,77</b>	11,2 %	4,67	4,78	4,90	5,02	5,14	5,25	5,37
<b>1,68</b>	10,7 %	5,18	5,26	5,35	5,44	5,54	5,65	5,76	<b>1,68</b>	10,7 %	5,07	5,19	5,32	5,44	5,57	5,70	5,82

- 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**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	3,9 x	2,7 x	5,7 x	7,8 x	5,8 x	6,8 x	6,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,32	0,36	0,14	0,30	0,46	0,38	0,40
EV / Umsatz	3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,5 x	7,4 x	6,5 x	4,4 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44,3 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,5 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,5 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	86,6 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	137,5 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Yield Potential	-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,9 %	-4,5 %	-1,9 %	2,1 %
*Adjustiert um:	-						

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Operationen	849	950	1.085	1.223	1.291	1.497	2.000

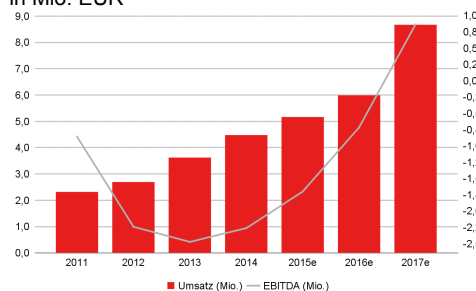
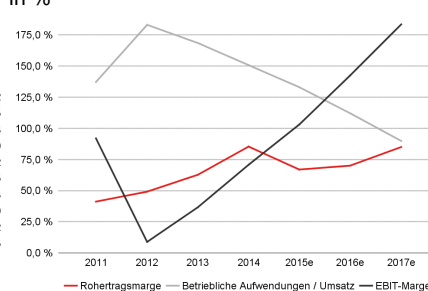
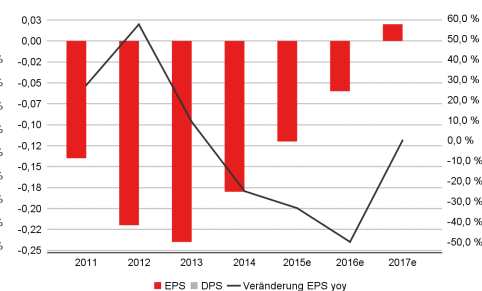
**GuV**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %	44,8 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>
Materialaufwand	1,4	1,4	1,4	0,7	1,7	1,8	1,3
<b>Rohertrag</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>41,2 %</b>	<b>49,2 %</b>	<b>62,7 %</b>	<b>85,4 %</b>	<b>67,0 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>85,0 %</b>
Personalaufwendungen	1,8	2,1	2,8	3,6	3,0	3,4	4,7
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,0	0,5	0,5	0,8	0,9	0,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,4	2,5	2,4	2,9	2,9	2,5	2,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Marge</b>	<b>-37,1 %</b>	<b>-83,1 %</b>	<b>-68,4 %</b>	<b>-50,6 %</b>	<b>-33,0 %</b>	<b>-12,0 %</b>	<b>10,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
<b>EBITA</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<b>Marge</b>	<b>-43,9 %</b>	<b>-88,4 %</b>	<b>-73,5 %</b>	<b>-55,3 %</b>	<b>-38,0 %</b>	<b>-17,0 %</b>	<b>5,0 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
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
<b>EBT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<b>Marge</b>	<b>-43,5 %</b>	<b>-88,3 %</b>	<b>-74,0 %</b>	<b>-55,6 %</b>	<b>-38,0 %</b>	<b>-17,0 %</b>	<b>5,0 %</b>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<b>Marge</b>	<b>-43,7 %</b>	<b>-88,4 %</b>	<b>-74,1 %</b>	<b>-56,3 %</b>	<b>-38,0 %</b>	<b>-17,0 %</b>	<b>4,4 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,1	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	16,2
<b>EPS</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,02</b>
EPS adj.	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,12	-0,06	0,02

\*Adjustiert um:

**Guidance: Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.****Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	137,1 %	183,1 %	168,4 %	150,6 %	133,0 %	112,0 %	90,0 %
Operating Leverage	-3,7 x	8,3 x	0,3 x	-0,3 x	-1,4 x	-3,0 x	n.a.
Steuerquote (EBT)	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-1,1 %	-0,1 %	-0,2 %	12,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	59.385	62.628	72.443	75.864	87.506	101.483	144.500

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

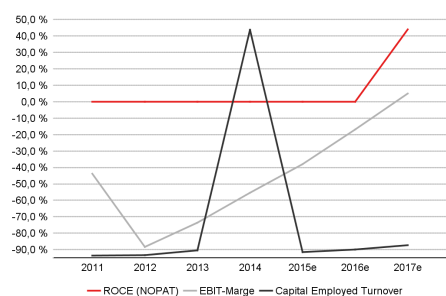
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

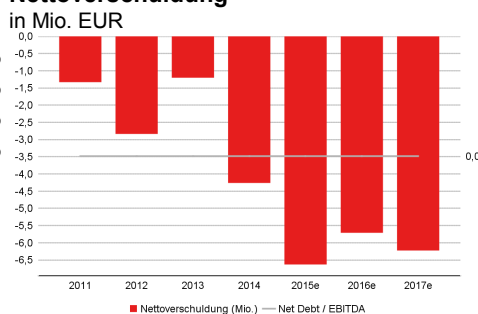
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
davon übrige imm. VG	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,7	0,6	0,9	0,9	1,2	1,0	0,7
Finanzanlagen	0,0	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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,6	0,5	0,0	0,7	0,8	1,2
Liquide Mittel	1,3	2,8	1,2	4,3	6,6	5,7	6,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,5	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	7,1	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	16,2
Kapitalrücklage	0,0	0,4	0,4	2,8	5,2	5,2	5,2
Gewinnrücklagen	-4,6	-7,0	-9,7	-12,2	-14,2	-15,2	-14,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,4
Buchwert	2,5	4,0	1,8	4,3	7,7	6,6	7,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>
Rückstellungen gesamt	0,3	0,7	1,0	1,2	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	0,4	0,4	0,3	0,6	0,7	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,6</b>

**Kennzahlen**

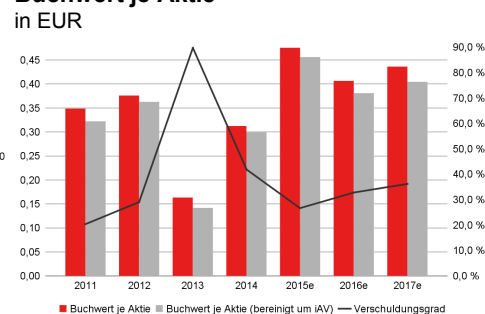
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,8 x	2,7 x	3,5 x	6,9 x	3,4 x	4,5 x	8,0 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	2,3 x	5,9 x	184,4 x	4,8 x	6,8 x	10,2 x
ROA	-119,5 %	-307,2 %	-233,7 %	-237,9 %	-127,9 %	-71,0 %	31,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	44,1 %
ROE	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-32,7 %	-14,3 %	5,6 %
Adj. ROE	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-32,7 %	-14,3 %	5,6 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-6,6	-5,7	-6,2
Nettofinanzverschuldung	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-6,6	-5,7	-6,2
Net Gearing	-53,7 %	-70,8 %	-66,3 %	-99,4 %	-86,0 %	-86,6 %	-88,0 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	0,3	0,4	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,3	0,4	0,1	0,3	0,5	0,4	0,4

**Entwicklung ROCE**

Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung**

Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie**

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

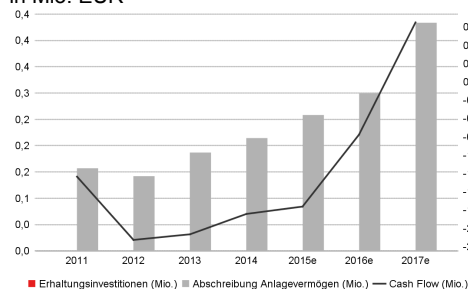
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0	0,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>
Veränderung Vorräte	-0,1	-0,4	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,2	0,3	0,0	0,3	0,1	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,1	-0,2	0,5	0,0	-0,2	0,0	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
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	5,0	5,0	0,0	0,0
Sonstiges	1,1	3,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>3,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,4	1,5	-1,6	3,0	2,4	-0,9	0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>

## Kennzahlen

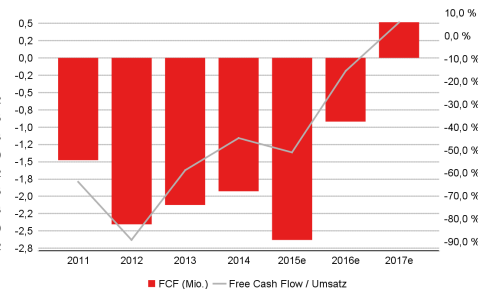
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-1,5	-2,4	-2,1	-1,9	-2,6	-0,9	0,5
Free Cash Flow / Umsatz	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %	5,9 %
Free Cash Flow Potential	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-1,7	-0,7	0,8
Free Cash Flow / Umsatz	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %	5,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	146,2 %	101,0 %	79,1 %	79,5 %	133,9 %	90,3 %	135,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	557,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,5 %	2,6 %	15,5 %	4,5 %	13,6 %	3,3 %	2,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	51,6 %	49,3 %	299,8 %	93,3 %	271,2 %	66,8 %	46,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,4 %	9,7 %	6,8 %	-1,1 %	0,6 %	4,9 %	4,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	155,6 %	182,7 %	111,6 %	0,0 %	116,7 %	114,3 %	109,1 %
Vorratumschlag	16,4 x	18,0 x	15,4 x	6,2 x	8,5 x	9,0 x	4,3 x
Receivables collection period (Tage)	39	87	48	0	49	49	51
Payables payment period (Tage)	43	94	116	184	129	142	309
Cash conversion cycle (Tage)	-21	-70	-91	-128	-81	-97	-214

## Investitionen und Cash Flow

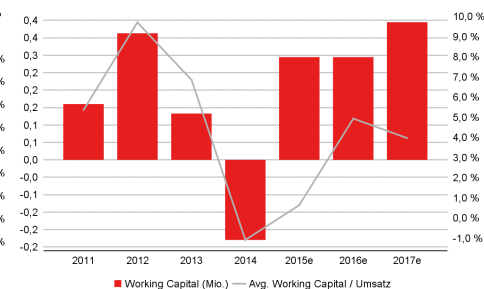
in Mio. EUR



## 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- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen 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	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0227.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0227.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

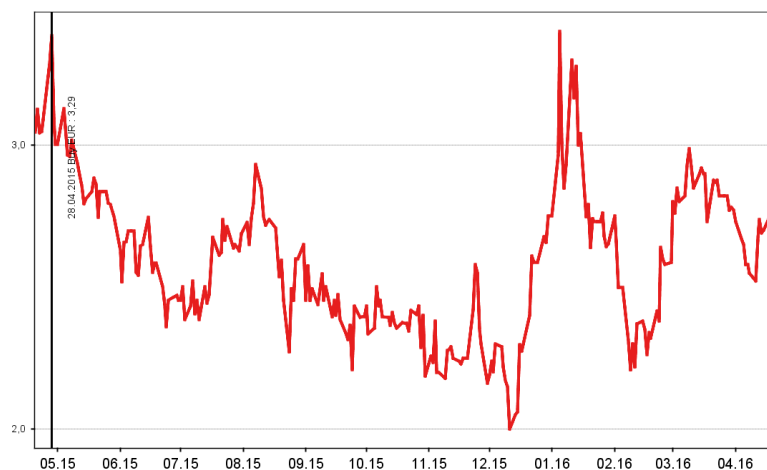
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	120	63
Halten	62	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>190</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	72
Halten	8	25
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>32</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CO.DON] AM [19.04.2016]**


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**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

**Lucas Boventer** +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

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

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

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

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables 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

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230  
Other awahl@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

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

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@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

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@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

**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

**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