

Buy EUR 4,70 (EUR 4,40) Kurs EUR 3,14 Upside 49,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 4,70	Aktien Daten: Bloomberg: CNWK GR Reuters: CNWKK ISIN: DE000A1K0227	Beschreibung: co.don entwickelt, produziert und vertreibt biopharmazeutischen Gelenkknorpelersatz.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 51,0 Aktienanzahl (Mio.): 16,2 EV: 48,8 Freefloat MC: 25,0 Ø Trad. Vol. (30T): 77,09	Aktionäre: Freefloat 49,0 % Osemifaro Investments 14,6 % Transnova Investments 14,6 % Dr. Bernd Wegener 14,5 % Klaus Stuffer 3,6 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,9 KBV: 14,9 x EK-Quote: 64 %

Feedback Unternehmensbesuch: Equity Story und Wachstumspotenzial bestätigt

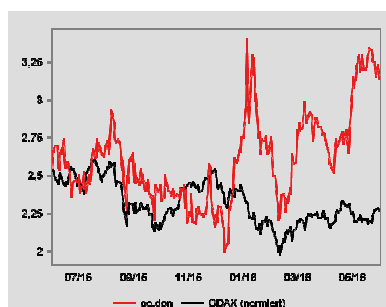
Die **co.don AG** ist ein schnell wachsender biopharmazeutischer Hersteller von Gewebetransplantaten mit Fokus auf Gewebezüchtung. Die Arbeit des Unternehmens umfasst die individuelle Kultivierung von Gewebe im Labor. Die Gewebeerstellung beginnt mit den eigenen Körperzellen des Patienten. co.don ist auf die Herstellung von Gelenkknorpeln und Bandscheibenknorpel spezialisiert, die für die Gelenksregeneration verwendet werden können. co.don bietet Patienten eine Alternative zum traditionellen Gelenkersatz (z.B. Metallimplantate), der mit erheblichen Risiken (z.B. Infektionen, Allergien) verbunden sein kann. co.dons chondrosphere wurde bereits über 10.000 Mal kultiviert und wird hauptsächlich (ca. 95%) bei Schäden des Kniegelenks angewendet.

Vielpersprechende Aussichten für Knie-Indikation: Für die EU-weite Zulassung ist die klinische Phase-III-Studie zur Wirksamkeit und Sicherheit von co.dons Kernprodukt co.don chondrosphere nötig. Eine erfolgreiche Genehmigung durch die Europäische Arzneimittelagentur (EMA) wird für Ende 2017 erwartet. Dies würde den kompletten europäischen Markt für chondrosphere öffnen und co.don die Möglichkeit bieten, sein Kernprodukt in ganz Europa zu vermarkten und zu vertreiben. co.dons chondrosphere wurde bereits Ende 2013 vom Paul-Ehrlich-Institut (PEI) für den bundesweiten Vertrieb zugelassen.

Aktiv in Oligopol: Neben co.don haben noch zwei andere Hersteller die Vertriebszulassung für den deutschen Markt erhalten. Ein Wettbewerber ist jedoch aufgrund eines überholten und überteuerten Produkts nicht in Deutschland aktiv. Einzig co.don vertreibt ein Produkt aus der dritten Generation und bietet daher klinische und wirtschaftliche Vorteile gegenüber direkten Wettbewerbern. Aus diesem Grund hält co.don in Deutschland einen Marktanteil von 45%.

Bewertung: Dank der für Deutschland erteilten Zulassung konnte co.don im Jahr 2015 über 1.300 Behandlungen durchführen (WRe). Mit dieser Genehmigung ist das Unternehmen bereits in der Position, einen Umsatz von etwa EUR 5,1 Mio. zu erzielen. Für Investoren stellt dies eindeutig eine Risikoreduktion dar. Nach der Bereinigung um außerordentliche Ausgaben dürfte sich das Unternehmen bereits nahe am operativen Breakeven bewegen. In Anbetracht der strategischen Kosten (z.B. Zulassungsverfahren, klinische Studien, Pre-Marketing, Kapazitätserweiterung) werden auf Jahresbasis bis 2018e negative Ergebnisse erwartet, während der Breakeven auf Konzernniveau 2019e erreicht werden dürfte. Der wachsende Absatz von co.don chondrosphere bestätigt das langfristige Potenzial und die Fähigkeit des Unternehmens, erhebliche Anteile des europäischen Markts zu gewinnen. In einem gut geschützten und oligopolistischen Markt mit hohen Eintrittsbarrieren dürfte sich die Anzahl an co.dons Behandlungen bis 2020e vervierfachen. Dies führt zu einem erwarteten Umsatz von über EUR 31 Mio. und einer EBIT-Marge von 12%. Nach dem Vorwärtsrollen des Modells und der Einführung der 2018er Schätzungen wird mittels DCF-Bewertung ein neues Kursziel von EUR 4,70 abgeleitet. Daher wird die Kaufempfehlung bestätigt.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
Umsatz	6,0	0,0 %	8,7	0,0 %	n.a.	n.m.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Schätzungen für 2018e eingeführt. ■ Vorwärtsrollen des Modells führt zu leichtem Anheben des Kursziels.
EBITDA	-0,7	n.m.	0,9	n.m.	n.a.	n.m.	
EBIT	-1,0	n.m.	0,4	n.m.	n.a.	n.m.	



Rel. Performance vs CDAX:

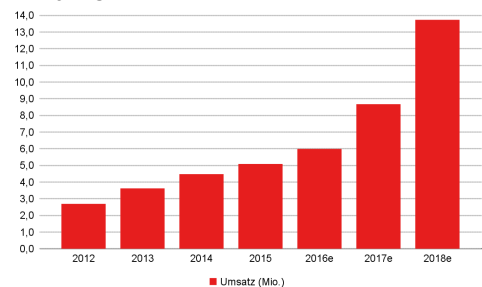
1 Monat:	7,6 %
6 Monate:	53,3 %
Jahresverlauf:	20,3 %
Letzte 12 Monate:	30,3 %

Unternehmenstermine:

14.07.16	HV
31.08.16	Q2

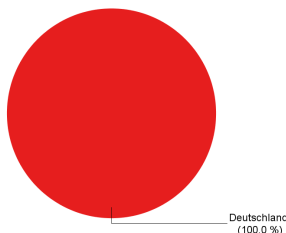
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	39,2 %	2,7	3,6	4,5	5,1	6,0	8,7	13,7
Veränd. Umsatz yoy		16,3 %	34,5 %	23,6 %	13,6 %	17,7 %	44,8 %	58,4 %
Rohertragsmarge		49,2 %	62,7 %	85,4 %	87,6 %	70,0 %	85,0 %	85,0 %
EBITDA	-	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-2,7	-1,6	-0,4
Marge		-83,1 %	-68,4 %	-50,6 %	-51,3 %	-45,0 %	-18,0 %	-3,0 %
EBIT	-	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Marge		-88,4 %	-73,5 %	-55,3 %	-56,2 %	-50,0 %	-23,0 %	-8,0 %
Nettoergebnis	-	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
EPS	-	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,18	-0,12	-0,07
DPS	-	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.
FCFPS		-0,23	-0,19	-0,47	-0,26	-0,22	-0,13	-0,07
FCF / Marktkap.		-22,3 %	-20,5 %	-19,5 %	-10,5 %	-7,0 %	-4,2 %	-2,2 %
EV / Umsatz		3,0 x	2,5 x	6,5 x	6,9 x	8,2 x	5,3 x	3,4 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		-28,2 %	-27,0 %	-23,4 %	-7,5 %	-5,5 %	-3,4 %	-0,9 %
Nettoverschuldung		-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-2,2	-5,0	-3,9
Guidance:	Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



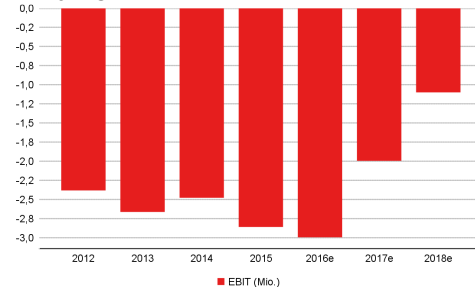
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2015; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

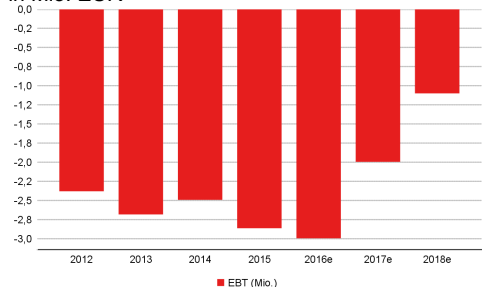
Unternehmenshintergrund

- 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 10.000 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

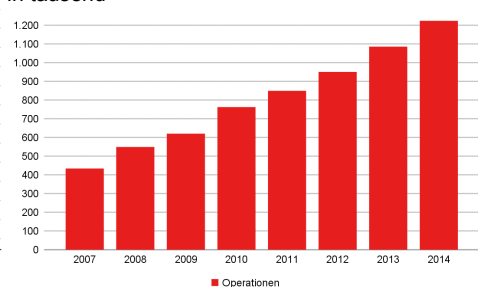
- co.don befindet sich im Wettbewerb mit Herstellern von chirurgischen Knieimplantaten (z.B. aus Metall), die in der Regel ein wesentlich höheres Risiko für den Patienten beinhalten können.
- Zudem ist der Aufwand einer Knieersatzoperation wesentlich komplexer, während der Knorpelersatz von co.don minimalinvasiv 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 10.000 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



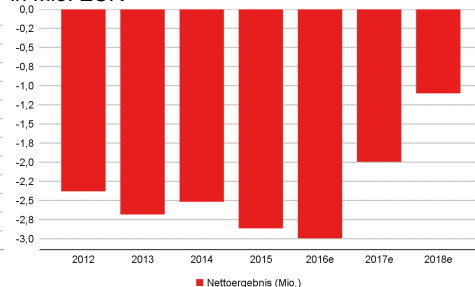
Quelle: Warburg Research

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
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	6,0	8,7	13,7	19,9	31,5	45,8	58,2	73,5	88,3	102,2	116,1	130,5	140,3	
Umsatzwachstum	17,7 %	44,8 %	58,4 %	44,8 %	58,4 %	45,3 %	27,2 %	26,4 %	20,1 %	15,7 %	13,6 %	12,4 %	7,5 %	2,0 %
EBIT	-3,0	-2,0	-1,1	0,3	2,1	5,6	8,1	12,8	17,9	21,0	23,8	26,8	28,8	
EBIT-Marge	-50,0 %	-23,0 %	-8,0 %	1,4 %	6,6 %	12,3 %	13,9 %	17,4 %	20,3 %	20,5 %	20,5 %	20,5 %	20,5 %	
Steuerquote (EBT)	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	15,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
NOPAT	-3,0	-2,0	-1,1	0,2	1,8	5,0	7,1	11,2	15,8	17,8	17,2	19,3	20,7	
Abschreibungen	0,3	0,4	0,7	0,7	0,9	1,4	1,7	2,2	2,7	3,1	3,5	3,9	4,2	
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	0,3	0,0	0,1	0,9	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	2,0	3,1	2,7	3,5	4,4	5,3	6,1	7,0	3,9	4,2	
Investitionsquote	10,0 %	6,9 %	4,4 %	10,0 %	10,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	3,0 %	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)	-3,6	-2,2	-1,1	-1,9	-1,0	2,9	4,7	8,3	12,4	14,1	13,0	18,6	20,3	21
Barwert FCF	-3,2	-1,7	-0,8	-1,3	-0,6	1,5	2,2	3,4	4,6	4,7	3,9	5,0	4,8	52
Anteil der Barwerte	-7,79 %			38,18 %										69,61 %

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
WACC	11,73 %	Beta	1,86

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	23		
Terminal Value	52		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	16,2
Eigenkapitalwert	76	Wert je Aktie (EUR)	4,70

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
2,04	12,7 %	3,77	3,83	3,88	3,94	4,00	4,07	4,13	2,04	12,7 %	3,53	3,67	3,81	3,94	4,08	4,21	4,35
1,95	12,2 %	4,10	4,17	4,23	4,30	4,37	4,44	4,52	1,95	12,2 %	3,86	4,01	4,15	4,30	4,44	4,59	4,73
1,91	12,0 %	4,28	4,35	4,42	4,49	4,57	4,65	4,74	1,91	12,0 %	4,04	4,19	4,34	4,49	4,64	4,79	4,94
1,86	11,7 %	4,47	4,54	4,62	4,70	4,78	4,87	4,97	1,86	11,7 %	4,23	4,39	4,54	4,70	4,86	5,01	5,17
1,81	11,5 %	4,67	4,75	4,83	4,92	5,01	5,11	5,21	1,81	11,5 %	4,43	4,60	4,76	4,92	5,08	5,24	5,41
1,77	11,2 %	4,89	4,97	5,06	5,15	5,25	5,36	5,47	1,77	11,2 %	4,65	4,82	4,99	5,15	5,32	5,49	5,66
1,68	10,7 %	5,35	5,45	5,56	5,67	5,78	5,91	6,04	1,68	10,7 %	5,12	5,30	5,49	5,67	5,85	6,03	6,21

- 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

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	2,7 x	5,7 x	7,8 x	6,3 x	14,9 x	7,9 x	9,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,36	0,14	0,30	0,39	0,20	0,38	0,30
EV / Umsatz	3,0 x	2,5 x	6,5 x	6,9 x	8,2 x	5,3 x	3,4 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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Yield Potential	-28,2 %	-27,0 %	-23,4 %	-7,5 %	-5,5 %	-3,4 %	-0,9 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operationen	950	1.085	1.223	1.291	1.497	2.000	636

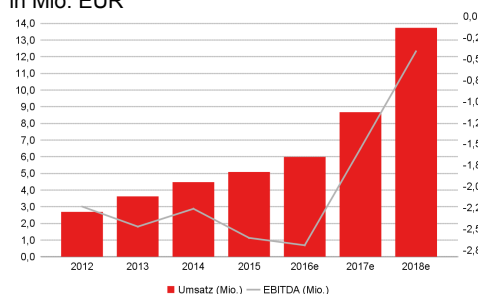
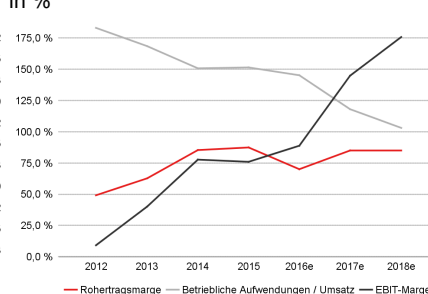
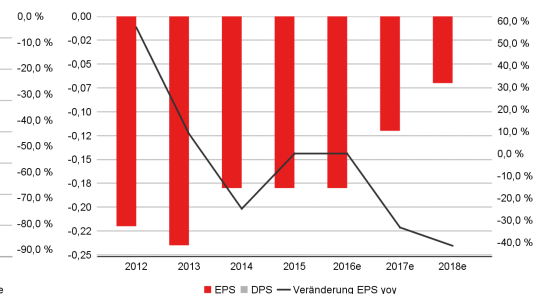
GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	2,7	3,6	4,5	5,1	6,0	8,7	13,7
Veränd. Umsatz yoy	16,3 %	34,5 %	23,6 %	13,6 %	17,7 %	44,8 %	58,4 %
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
Gesamterlöse	2,7	3,6	4,5	5,1	6,0	8,7	13,7
Materialaufwand	1,4	1,4	0,7	0,6	1,8	1,3	2,1
Rohertrag	1,3	2,3	3,8	4,5	4,2	7,4	11,7
Rohertragsmarge	49,2 %	62,7 %	85,4 %	87,6 %	70,0 %	85,0 %	85,0 %
Personalaufwendungen	2,1	2,8	3,6	3,7	4,2	5,6	8,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,5	0,5	0,2	0,6	0,4	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,5	2,4	2,9	3,6	3,3	3,7	4,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-2,2	-2,5	-2,3	-2,6	-2,7	-1,6	-0,4
Marge	-83,1 %	-68,4 %	-50,6 %	-51,3 %	-45,0 %	-18,0 %	-3,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7
EBITA	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
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	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Marge	-88,4 %	-73,5 %	-55,3 %	-56,2 %	-50,0 %	-23,0 %	-8,0 %
EBIT adj.	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
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	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Marge	-88,3 %	-74,0 %	-55,6 %	-56,3 %	-50,0 %	-23,0 %	-8,0 %
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-2,4	-2,7	-2,5	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Marge	-88,4 %	-74,1 %	-56,3 %	-56,3 %	-50,0 %	-23,0 %	-8,0 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	16,2	16,2
EPS	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,18	-0,12	-0,07
EPS adj.	-0,22	-0,24	-0,18	-0,18	-0,18	-0,12	-0,07

*Adjustiert um:

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

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	183,1 %	168,4 %	150,6 %	151,3 %	145,0 %	118,0 %	103,0 %
Operating Leverage	8,3 x	0,3 x	-0,3 x	1,1 x	0,3 x	-0,7 x	-0,8 x
Steuerquote (EBT)	-0,1 %	-0,1 %	-1,1 %	-0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	62.628	72.443	75.864	86.207	101.483	144.500	228.888

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

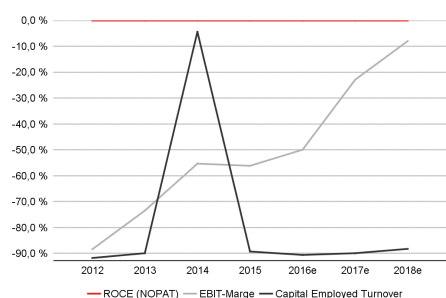
Quelle: Warburg Research

Bilanz

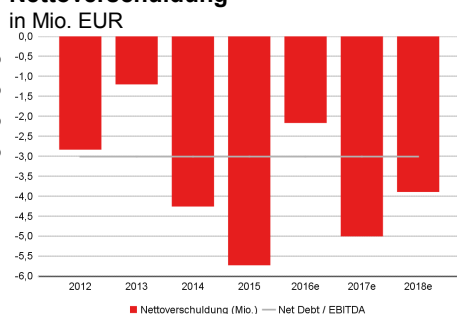
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
davon übrige imm. VG	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,6	0,9	0,9	1,4	1,6	1,7	1,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	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	0,8	1,1	1,1	1,5	1,8	2,0	1,9
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,6	0,5	0,4	0,4	0,8	1,2	1,9
Liquide Mittel	2,8	1,2	4,3	5,7	2,2	5,0	3,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Umlaufvermögen	4,4	2,3	5,0	6,6	3,4	6,7	6,5
Bilanzsumme (Aktiva)	5,2	3,4	6,1	8,1	5,3	8,8	8,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,7	11,1	13,7	16,2	16,2	16,2	16,2
Kapitalrücklage	0,4	0,4	2,8	5,2	5,2	5,2	5,2
Gewinnrücklagen	-7,0	-9,7	-12,2	-15,1	-18,0	-20,0	-21,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0
Buchwert	4,0	1,8	4,3	6,4	3,4	6,4	5,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	4,0	1,8	4,3	6,4	3,4	6,4	5,3
Rückstellungen gesamt	0,7	1,0	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6
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	0,4	0,4	0,3	0,9	1,0	1,5	2,3
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten	1,2	1,6	1,8	1,7	1,8	2,3	3,1
Bilanzsumme (Passiva)	5,2	3,4	6,1	8,1	5,3	8,8	8,5

Kennzahlen

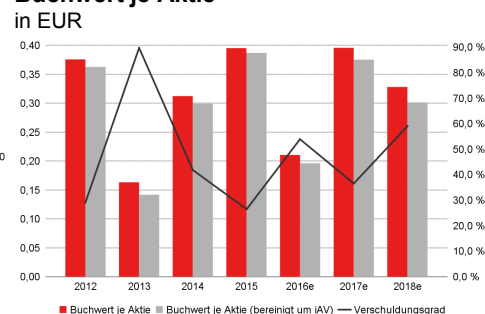
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,7 x	3,5 x	4,2 x	4,4 x	3,7 x	5,2 x	8,6 x
Capital Employed Turnover	2,3 x	5,9 x	184,4 x	7,5 x	4,8 x	6,1 x	9,6 x
ROA	-307,2 %	-233,7 %	-237,9 %	-185,2 %	-162,1 %	-99,0 %	-57,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-53,6 %	-61,0 %	-40,5 %	-18,7 %
Adj. ROE	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-53,6 %	-61,0 %	-40,5 %	-18,7 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-2,2	-5,0	-3,9
Nettofinanzverschuldung	-2,8	-1,2	-4,3	-5,7	-2,2	-5,0	-3,9
Net Gearing	-70,8 %	-66,3 %	-99,4 %	-89,4 %	-63,5 %	-78,0 %	-73,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	0,4	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,4	0,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,3

Entwicklung ROCE


Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung


Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie


Quelle: Warburg Research

Cash flow

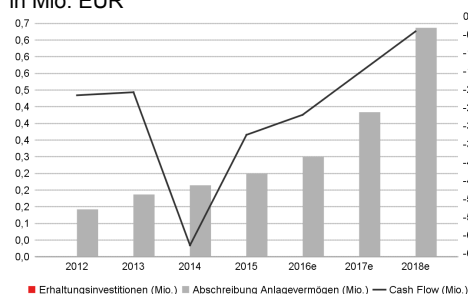
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-2,4	-2,7	-7,0	-2,9	-3,0	-2,0	-1,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	0,1	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-2,2	-2,1	-6,3	-3,2	-2,7	-1,6	-0,4
Veränderung Vorräte	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	0,3	0,0	0,5	0,1	0,5	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,2	0,5	0,0	0,3	-0,3	0,0	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-2,3	-1,6	-6,3	-3,0	-3,0	-1,6	-0,5
Investitionen in iAV	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagen	0,0	-0,3	-0,1	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5
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	-0,1	-0,6	-0,1	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6
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	5,0	5,0	0,0	5,0	0,0
Sonstiges	3,9	0,5	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,9	0,5	5,0	5,8	0,0	5,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	1,5	-1,6	-1,4	1,5	-3,6	2,8	-1,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,8	1,2	-0,2	5,7	2,2	5,0	3,9

Kennzahlen

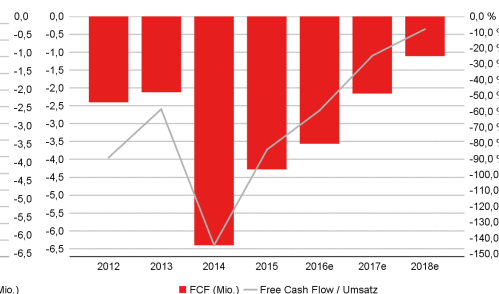
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	-2,4	-2,1	-6,4	-4,3	-3,6	-2,2	-1,1
Free Cash Flow / Umsatz	-89,3 %	-58,6 %	-144,7 %	-84,2 %	-59,5 %	-24,9 %	-8,1 %
Free Cash Flow Potential	-2,2	-2,5	-6,8	-2,6	-2,7	-1,6	-0,4
Free Cash Flow / Umsatz	-89,3 %	-58,6 %	-144,7 %	-84,2 %	-59,5 %	-24,9 %	-8,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	101,0 %	79,1 %	257,3 %	149,4 %	118,9 %	108,3 %	101,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	557,5 %	87,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	2,6 %	15,5 %	4,5 %	25,7 %	10,0 %	6,9 %	4,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	49,3 %	299,8 %	93,3 %	524,1 %	200,4 %	138,4 %	87,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,7 %	6,8 %	3,7 %	-0,7 %	-2,3 %	0,0 %	0,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	182,7 %	111,6 %	129,1 %	52,4 %	80,0 %	80,0 %	82,6 %
Vorratumschlag	18,0 x	15,4 x	6,2 x	4,5 x	9,0 x	4,3 x	4,1 x
Receivables collection period (Tage)	87	48	35	32	49	51	50
Payables payment period (Tage)	94	116	184	495	203	421	408
Cash conversion cycle (Tage)	-70	-91	-122	-407	-157	-326	-307

Investitionen und Cash Flow

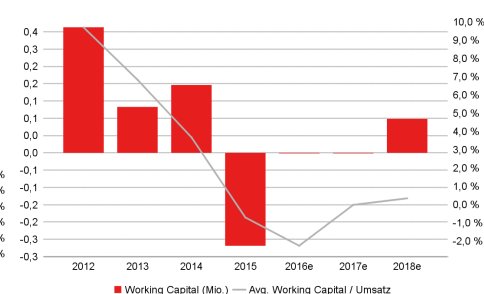
in Mio. EUR



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	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.

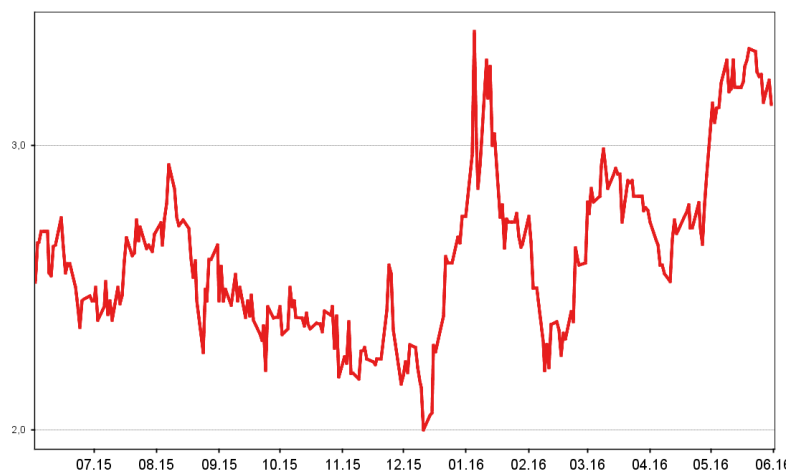
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	64
Halten	63	34
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	185	100

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	77
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	30	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CO.DON] AM [01.06.2016]


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