

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,00 (alt: 6,00)

Kurs EUR 5,00
Bloomberg MUM GR
Reuters MUMG
Branche Software/IT

Softwarevertriebsunternehmen für CAD/CAM Software mit umfangreichem Angebot eigener Produkte.



Aktien Daten: 21.10.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 72,7 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 68,4 Mio.
Buchwert: EUR 29,7 Mio.
Aktienanzahl: 14,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 90,6 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 48,5 %
 Adi Drotleff 41,0 %
 Management 9,7 %
 Eigene Anteile 0,8 %

Termine:
 Geschäftsbericht 26.03.12
 Zahlen Q1 23.04.12
 HV 22.05.12
 Zahlen Q2 23.07.12

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	180	0	125	0	138	0
EBIT	6,1	81,7	7,9	0	11,4	0
EPS	0,44	0	0,36	0	0,54	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 24.10.2011
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Gute Ergebnisse und attraktiver Teilverkauf

Am 24.10.11 gab die Mensch und Maschine Software SE die Geschäftszahlen für das dritte Quartal 2011 bekannt. Diese lagen **im Rahmen der Erwartungen**:

Mensch und Maschine - Q3 2011							
Angaben in Mio. EUR	Q3/11	Q3/11e	Q3/10	yoy	9M/11	9M/10	yoy
Umsatz	46,6	47,0	44,6	4,4%	154,7	142,1	8,9%
EBITDA	1,3	1,5	0,6	118,2%	6,2	3,5	76,6%
<i>Marge</i>	2,9%	3,2%	1,4%		4,0%	2,5%	
EBIT	0,5	0,6	-0,3	-	3,7	1,0	284,2%
<i>Marge</i>	1,0%	1,3%	-0,7%		2,4%	0,7%	
EPS in EUR	0,00	0,01	-0,03	-	0,09	0,02	350,0%

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

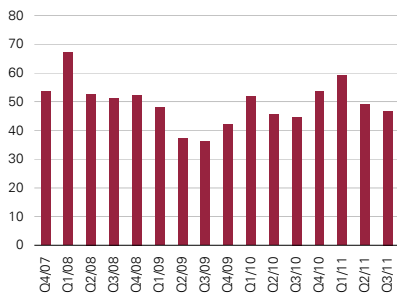
- **Marktoffensive II:** Besonders entscheidend am Berichtsquartal war jedoch die Meldung vom 12.09.11, wonach die Gesellschaft ihr Distributionsgeschäft veräußert und sich nun auf das Systemhausgeschäft und eigene Software-Produkte fokussiert (siehe hierzu auch Comment vom 13.09.11). Das Handelsgeschäft mit Autodesk-Software (Distribution) wird Ende Oktober für EUR 25 Mio. an die Tech Data Gruppe veräußert. Der Kaufpreis wird zu 2/3 fix in 2011/12 bezahlt und 1/3 wird in Abhängigkeit von der Gewinnentwicklung geleistet.
- **Weitere Zukäufe:** Die Mittel versetzen MuM in die Lage im Systemhausgeschäft weiter zu akquirieren (Fortführung „Marktoffensive I“). Bereits in den letzten Jahren hatte MuM in diesem Segment deutlich zugekauft. Nun wird vor allem das Systemhausgeschäft in Europa, dem ein neuer Geschäftsbereich gewidmet wird, ausgebaut. Im Zusammenhang mit der Trennung vom niedrigmargigen Handelsgeschäft sollte die Konzern-Rohtragsquote in 2012 schon rund 50% betragen (vgl. 2008: 25%). Die EBITDA-Rendite könnte 2013 erstmals zweistellig werden. Grundsätzlich beinhalten weitere Zukäufe jedoch auch strukturelle Risiken, welche im Konzern – ähnlich wie bei den bisherigen Zukäufen – durch hohe erfolgsabhängige Komponenten minimiert werden sollen.
- **Attraktive Dividendenpolitik:** Die gute operative Entwicklung und der attraktive Verkauf des Distributionsgeschäftes führen bei MuM zu einer exzellenten Bilanzqualität. Das Unternehmen wird in diesem Zusammenhang die Dividende für 2011 verdoppeln und voraussichtlich auch darüber hinaus deutlich höhere Dividenden zahlen.

Die operativen Prognosen werden vor dem Hintergrund der berichteten Zahlen nicht angepasst. Lediglich der EBITDA-Effekt aus dem Distributionsverkauf (ca. EUR 5 Mio.) wird in den aktuellen Prognosen berücksichtigt. Insgesamt ergibt sich somit eine EBITDA-Prognose von EUR 14 Mio. für 2011. Das Unternehmen erwartet EUR 14 – EUR 16 Mio. **Die Aktie der Mensch und Maschine wird bei einem Kursziel von EUR 6,00 weiter mit „Kaufen“ eingestuft.**

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
31.12.							
<i>in EUR Mio</i>							
Umsatz	213	223	163	196	180	125	138
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	25,0 %	4,8 %	-26,8 %	19,7 %	-8,0 %	-30,6 %	10,0 %
Rohertrag	53,6	55,9	51,0	66,2	73,8	67,5	72,9
<i>Rohertragsmarge</i>	25,2 %	25,1 %	31,2 %	33,8 %	41,0 %	54,0 %	53,0 %
EBITDA	10,7	13,0	1,4	6,1	14,0	10,0	13,8
<i>EBITDA-Marge</i>	5,0 %	5,8 %	0,8 %	3,1 %	7,8 %	8,0 %	10,0 %
EBIT	9,8	10,3	-2,5	2,8	11,1	7,9	11,4
<i>EBIT-Marge</i>	4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,4 %	6,2 %	6,3 %	8,3 %
Jahresüberschuss	6,0	5,8	-4,8	-0,5	6,6	5,4	8,1
EPS	0,47	0,42	-0,34	-0,03	0,44	0,36	0,54
Free Cash Flow je Aktie	0,22	0,62	0,33	0,15	1,43	0,51	0,65
Dividende	0,20	0,20	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40
<i>Dividendenrendite</i>	4,0 %	4,0 %	n.a.	2,0 %	4,0 %	6,0 %	8,0 %
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA	8,3	6,8	64,1	14,6	4,9	6,4	4,2
EV/EBIT	9,0	8,6	n.m.	32,1	6,1	8,1	5,1
KGV	10,6	11,9	n.m.	n.m.	11,4	13,9	9,3
ROCE	24,0 %	24,2 %	-6,0 %	5,9 %	26,6 %	21,8 %	29,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	12,0 %	15,0 %	1,5 %	6,7 %	20,2 %	15,4 %	23,2 %

Entwicklung Umsatz

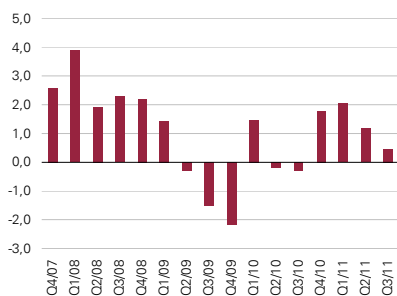
in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

Entwicklung EBIT

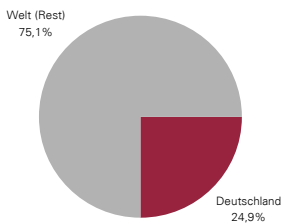
in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

Umsatz nach Regionen

2010



Quelle: Mensch und Maschine

Umsatzaufteilung nach Bereichen

in EUR Mio.



Quelle: Mensch und Maschine

Unternehmenshintergrund

Die 1984 gegründete Mensch und Maschine ist Anbieter und Vertriebsunternehmen von Computer Aided Design / Manufacturing (CAD/CAM) Software. Nach der Gründung konzentrierte sich das Unternehmen primär auf den „veredelnden Großhandel“ von CAD-Basissoftware des US-Anbieters Autodesk.

Wettbewerbsqualität

Im sehr fragmentierten Markt für CAD/CAM-Lösungen ist MuM eines der größten Unternehmen und positioniert sich mit einigen klaren Wettbewerbsvorteilen:

- Enorme Vertriebsstärke: MuM verfügt über einen exzellenten Marktzugang. Das Unternehmen betreibt mehrere Standorte in verschiedenen europäischen Ländern. Darüber hinaus gibt es Vertriebsniederlassungen in den USA, in der APAC-Region und in Japan.
- Hohe installierte Basis: Die Anzahl installierter Arbeitsplätze ist sehr hoch. Aus dieser installierten Basis entstehen jährlich erhebliche neue Installationen, hinzu kommen Wartungseinnahmen.
- Als größter Autodesk-Partner in Europa ist Mensch und Maschine exzellent positioniert: Autodesk gilt als technologischer Marktführer für CAD-Anwendungen in Bereichen wie Bau und Architektur, Geodateninformationssysteme und Tiefbau, Mechanik und Maschinenbau, Media und Entertainment sowie mobile Daten-dienste. Autodesk hat ein diversifiziertes Software-Portfolio, das Lösungen für die Erstellung, Verwaltung und gemeinsame Nutzung digitaler Datenbestände anbietet (PDM). Von weltweit 2.500 Entwicklern von Zusatzanwendungen ist Mensch und Maschine einer der größten.
- Eigenprodukte als wichtiges Stellsymbol: Einen beträchtlichen Teil des Umsatzes erwirtschaftet Mensch und Maschine mit Eigenprodukten. Diese Eigenprodukte sind in ihren Nischen führend und grenzen MuM in bestimmten Gebieten als Branchenspezialist vom Wettbewerb ab.

Gewinn- und Verlustrechnung Mensch und Maschine

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	213	223	163	196	180	125	138
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
Gesamtleistung	213	223	163	196	180	125	138
Materialaufwand	159	167	112	129	106	57,5	64,6
Rohertrag	53,6	55,9	51,0	66,2	73,8	67,5	72,9
Personalaufwendungen	23,6	26,8	32,9	40,8	45,0	45,0	45,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,9	5,4	3,9	4,2	6,8	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,2	21,4	20,6	23,6	21,6	13,8	15,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,7	13,0	1,4	6,1	14,0	10,0	13,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	0,7	1,0	1,1	1,1	0,8	0,8
EBITA	9,9	12,3	0,4	5,0	12,9	9,3	12,9
Abschreibungen auf iAV	0,1	2,0	2,2	2,2	1,8	1,4	1,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	9,8	10,3	-2,5	2,8	11,1	7,9	11,4
Zinserträge	0,1	0,2	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,8	1,9	1,1	1,1	1,0	0,4	0,4
Finanzergebnis	-2,1	-2,0	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	-0,4
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,7	8,3	-4,1	2,0	10,1	7,5	11,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	7,7	8,3	-4,1	2,0	10,1	7,5	11,0
Steuern gesamt	1,6	2,7	0,7	2,3	3,3	1,9	2,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1	5,6	-4,8	-0,3	6,8	5,6	8,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1	5,6	-4,8	-0,3	6,8	5,6	8,3
Minority interest	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Jahresüberschuss	6,0	5,8	-4,8	-0,5	6,6	5,4	8,1

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Mensch und Maschine

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
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 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	74,8 %	75,0 %	68,8 %	66,2 %	59,0 %	46,0 %	47,0 %
Rohertrag	25,2 %	25,1 %	31,2 %	33,9 %	41,0 %	54,0 %	53,0 %
Personalaufwendungen	11,1 %	12,0 %	20,1 %	20,9 %	25,0 %	36,0 %	33,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,9 %	2,4 %	2,4 %	2,2 %	3,8 %	1,0 %	1,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,9 %	9,6 %	12,6 %	12,1 %	12,0 %	11,0 %	11,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	5,0 %	5,8 %	0,8 %	3,1 %	7,8 %	8,0 %	10,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
EBITA	4,7 %	5,5 %	0,3 %	2,5 %	7,2 %	7,4 %	9,4 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,9 %	1,4 %	1,1 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,4 %	6,2 %	6,3 %	8,3 %
Zinserträge	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,9 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	-1,0 %	-0,9 %	-1,0 %	-0,4 %	-0,6 %	-0,3 %	-0,3 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,6 %	3,7 %	-2,5 %	1,0 %	5,6 %	6,0 %	8,0 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,6 %	3,7 %	-2,5 %	1,0 %	5,6 %	6,0 %	8,0 %
Steuern gesamt	0,7 %	1,2 %	0,4 %	1,2 %	1,9 %	1,5 %	2,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,9 %	2,5 %	-2,9 %	-0,2 %	3,8 %	4,5 %	6,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,9 %	2,5 %	-2,9 %	-0,2 %	3,8 %	4,5 %	6,0 %
Minority interest	0,1 %	-0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %
Jahresüberschuss	2,8 %	2,6 %	-2,9 %	-0,3 %	3,7 %	4,3 %	5,9 %

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Mensch und Maschine

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	21,7	23,1	41,2	42,7	35,9	34,5	33,0
davon übrige imm. VG	2,5	2,9	11,1	11,0	4,2	2,9	1,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	19,2	20,2	30,1	31,7	31,7	31,7	31,7
Sachanlagen	2,8	2,5	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Finanzanlagen	3,5	3,4	2,9	3,2	3,2	3,2	3,2
Anlagevermögen	28,0	29,1	47,3	48,9	42,0	40,5	38,8
Vorräte	7,3	9,9	8,2	6,0	4,5	3,1	3,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	34,5	33,4	30,5	34,1	19,7	13,7	15,1
Sonstige Vermögensgegenstände	8,9	8,6	8,2	7,1	7,1	7,1	7,1
Liquide Mittel	1,7	4,0	6,9	9,1	9,4	14,1	19,4
Umlaufvermögen	52,3	55,9	53,9	56,2	40,7	38,0	45,0
Bilanzsumme (Aktiva)	80,3	85,0	101	105	82,7	78,5	83,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	13,6	13,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Kapitalrücklage	9,6	9,8	14,1	14,5	14,5	14,5	14,5
Gewinnrücklagen	-0,3	2,7	-4,8	-4,7	0,4	2,8	6,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	-0,8	-0,7	-0,1	0,1	0,3	0,5
Buchwert	22,9	25,3	23,2	24,4	29,7	32,3	36,0
Anteile Dritter	1,5	1,1	1,1	3,4	3,4	3,4	3,4
Eigenkapital	24,4	26,4	24,2	27,8	33,1	35,7	39,5
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Rückstellungen gesamt	4,4	4,4	6,4	7,1	7,1	7,1	7,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	18,7	15,2	19,3	20,9	1,4	1,4	1,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	27,0	30,1	31,2	30,4	22,2	15,4	17,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,8	8,9	20,1	18,9	18,9	18,9	18,9
Verbindlichkeiten	56,0	58,6	76,9	77,3	49,6	42,8	44,4
Bilanzsumme (Passiva)	80,3	85,0	101	105	82,7	78,5	83,8

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Mensch und Maschine

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,0 %	27,2 %	40,7 %	40,6 %	43,4 %	44,0 %	39,4 %
davon übrige imm. VG	3,1 %	3,4 %	11,0 %	10,5 %	5,1 %	3,7 %	1,6 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	23,9 %	23,8 %	29,8 %	30,1 %	38,3 %	40,3 %	37,8 %
Sachanlagen	3,5 %	3,0 %	3,1 %	2,9 %	3,5 %	3,5 %	3,1 %
Finanzanlagen	4,3 %	4,0 %	2,9 %	3,0 %	3,9 %	4,1 %	3,8 %
Anlagevermögen	34,9 %	34,2 %	46,7 %	46,6 %	50,8 %	51,6 %	46,3 %
Vorräte	9,1 %	11,6 %	8,1 %	5,7 %	5,4 %	4,0 %	4,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42,9 %	39,3 %	30,2 %	32,4 %	23,8 %	17,5 %	18,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	11,0 %	10,1 %	8,1 %	6,7 %	8,5 %	9,0 %	8,4 %
Liquide Mittel	2,1 %	4,7 %	6,8 %	8,6 %	11,4 %	18,0 %	23,2 %
Umlaufvermögen	65,2 %	65,8 %	53,2 %	53,4 %	49,2 %	48,4 %	53,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	16,9 %	16,0 %	14,4 %	13,9 %	17,7 %	18,7 %	17,5 %
Kapitalrücklage	11,9 %	11,6 %	13,9 %	13,8 %	17,6 %	18,5 %	17,3 %
Gewinnrücklagen	-0,4 %	3,2 %	-4,7 %	-4,5 %	0,5 %	3,6 %	7,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1 %	-1,0 %	-0,7 %	-0,1 %	0,1 %	0,4 %	0,6 %
Buchwert	28,5 %	29,8 %	22,9 %	23,2 %	35,9 %	41,1 %	43,0 %
Anteile Dritter	1,9 %	1,3 %	1,0 %	3,3 %	4,1 %	4,4 %	4,1 %
Eigenkapital	30,4 %	31,1 %	23,9 %	26,4 %	40,0 %	45,5 %	47,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Rückstellungen gesamt	5,5 %	5,2 %	6,3 %	6,8 %	8,6 %	9,1 %	8,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	23,3 %	17,9 %	19,1 %	19,9 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	33,6 %	35,4 %	30,8 %	28,9 %	26,8 %	19,6 %	20,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	7,2 %	10,4 %	19,8 %	18,0 %	22,8 %	24,1 %	22,5 %
Verbindlichkeiten	69,7 %	68,9 %	76,0 %	73,6 %	59,9 %	54,5 %	52,9 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Mensch und Maschine

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,1	5,6	-4,8	-0,3	6,8	5,6	8,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	0,7	1,0	1,1	1,1	0,8	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	2,0	2,2	2,2	1,8	1,4	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,4	0,0	2,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,5	-0,7	-0,8	1,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	6,9	7,6	0,4	5,0	9,7	7,7	10,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,4	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	14,4	6,0	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,2	-6,8	1,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-3,2	1,7	5,3	-1,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-3,2	1,7	5,3	-1,2	7,6	0,6	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,6	9,3	5,7	3,9	17,3	8,3	10,5
CAPEX	-0,8	-0,9	-1,1	-1,7	4,1	-0,6	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	-2,1	0,2	-2,7	-1,1	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	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,8	-0,2	-3,7	-2,6	4,1	-0,6	-0,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,8	-3,6	3,9	1,6	-19,6	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,9	-2,7	-2,7	0,0	-1,5	-3,0	-4,5
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	4,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,8	-6,7	0,7	0,9	-21,0	-3,0	-4,5
Veränderung liquide Mittel	-1,0	2,3	2,7	2,2	0,4	4,7	5,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	1,7	4,0	6,7	9,1	9,4	14,1	19,4

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Mensch und Maschine

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	95,0 %	94,2 %	99,2 %	96,9 %	92,2 %	92,0 %	90,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	651.177	574.997	314.089	322.178	339.623	235.849	259.434
EBITDA je Mitarbeiter	32.700	33.608	2.650	9.984	26.415	18.868	25.943
EBIT-Marge	4,6 %	4,6 %	-1,6 %	1,4 %	6,2 %	6,3 %	8,3 %
EBITDA / Operating Assets	60,7 %	82,9 %	12,8 %	47,8 %	286,9 %	240,7 %	334,0 %
ROA	21,5 %	19,8 %	-10,1 %	-1,0 %	15,7 %	13,4 %	20,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	75,7	87,5	52,3	63,9	62,5	45,4	52,6
Operating Assets Turnover	12,1	14,2	15,2	15,4	36,9	30,1	33,4
Capital Employed Turnover	4,9	5,4	3,7	4,0	5,2	3,3	3,3
Kapitalverzinsung							
ROCE	24,0 %	24,2 %	-6,0 %	5,9 %	26,6 %	21,8 %	29,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	26,1 %	30,7 %	3,2 %	13,1 %	33,4 %	27,7 %	35,0 %
ROE	24,7 %	21,8 %	-19,7 %	-1,8 %	19,9 %	15,1 %	20,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	30,7 %	22,7 %	-18,9 %	-1,9 %	21,6 %	15,7 %	21,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	31,3 %	21,9 %	-18,8 %	-1,2 %	22,3 %	16,3 %	22,0 %
ROIC	12,8 %	11,8 %	-9,0 %	-0,5 %	15,0 %	11,8 %	16,1 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	17,0	11,2	12,4	11,9	-8,1	-12,8	-18,1
Net Gearing	69,9 %	42,3 %	51,2 %	42,7 %	-24,4 %	-35,8 %	-45,8 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	130,0 %	173,9 %	125,6 %	132,7 %	2433,2 %	2624,8 %	2901,2 %
Current ratio	1,1	1,1	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3
Acid Test Ratio	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0
EBITDA / Zinsaufwand	5,8	6,9	1,3	5,3	14,0	25,0	34,4
Netto Zinsdeckung	5,6	6,0	n.a.	7,4	11,1	19,7	28,5
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,9	8,4	4,6	2,1	21,4	7,7	9,8
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	3,8 %	2,8 %	1,1 %	11,9 %	6,2 %	7,1 %
Adj. Free Cash Flow	10,6	13,2	1,4	5,9	13,8	9,8	13,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,9 %	3,7 %	-1,2 %	0,7 %	4,8 %	5,6 %	7,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	47,7 %	146,1 %	-96,4 %	-428,4 %	325,0 %	142,5 %	121,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,7 %	6,4 %	3,3 %	9,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,7 %	11,2 %	6,2 %	5,7 %	9,0 %	29,4 %	29,4 %
Ausschüttungsquote	41,6 %	48,7 %	0,0 %	100,0 %	44,2 %	80,3 %	72,6 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,9 %	-2,3 %	0,5 %	0,5 %
Maint. Capex / Umsatz	0,4 %	0,3 %	1,0 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	89,1 %	32,6 %	26,8 %	52,5 %	-142,4 %	29,4 %	29,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	6,5 %	6,3 %	6,4 %	4,4 %	3,2 %	1,4 %	1,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	127,8 %	111,0 %	98,0 %	112,1 %	88,7 %	89,0 %	88,8 %
Inventory processing period (Tage)	12,5	16,1	18,4	11,1	9,1	9,1	9,1
Receivables collection period (Tage)	59,1	54,7	68,3	63,6	40,0	40,0	40,0
Payables payment period (Tage)	46,2	49,3	69,6	56,8	45,0	45,0	45,0
Cash conversion cycle (Tage)	25,4	21,6	17,0	18,0	4,1	4,1	4,1
Bewertung							
Dividendenrendite	4,0 %	4,0 %	n.a.	2,0 %	4,0 %	6,0 %	8,0 %
P/B	3,0	2,8	3,0	2,6	2,2	2,0	1,8
EV/sales	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA	8,3	6,8	64,1	14,6	4,9	6,4	4,2
EV/EBIT	9,0	8,6	n.m.	32,1	6,1	8,1	5,1
EV/FCF	30,7	10,5	19,2	41,2	3,2	8,3	5,9
P/E	10,6	11,9	n.m.	n.m.	11,4	13,9	9,3
P/CF	10,6	9,6	183,6	14,4	7,5	9,4	6,9
Adj. Free Cash Flow Yield	12,0 %	15,0 %	1,5 %	6,7 %	20,2 %	15,4 %	23,2 %

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Mensch und Maschine

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	6,0	5,8	-4,8	-0,5	6,6	5,4	8,1	
+ Abschreibung + Amortisation	0,9	2,8	3,9	3,3	2,9	2,1	2,3	
- Zinsergebnis (netto)	-2,1	-2,0	-1,6	-0,7	-1,0	-0,4	-0,4	
+ Steuern	1,6	2,7	0,7	2,3	3,3	1,9	2,8	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	10,6	13,2	1,4	5,9	13,8	9,8	13,6	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	12,0%	15,0%	1,5%	6,7%	20,2%	15,4%	23,2%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	88,3	88,3	88,3	88,3	68,4	63,6	58,3	
= Fairer Enterprise Value	105,7	132,3	13,6	58,8	138,0	98,0	135,5	
- Nettoverschuldung (Cash)	11,9	11,9	11,9	11,9	-8,1	-12,8	-18,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Sonstige	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	
= Faire Marktkapitalisierung	90,2	116,7	-	43,2	142,4	107,1	149,9	
Aktienanzahl (Mio.)	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	6,20	8,03	-	2,97	9,79	7,36	10,31	
Premium (-) / Discount (+) in %	24,0%	60,5%	-	-40,6%	95,8%	47,2%	106,1%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	4,52	5,93	-	2,04	7,60	5,81	8,16
	12,0%	4,99	6,51	-	2,30	8,21	6,24	8,75
Fairer	11,0%	5,54	7,20	-	2,60	8,93	6,75	9,46
Free Cash Flow	10,0%	6,20	8,03	-	2,97	9,79	7,36	10,31
Yield	9,0%	7,01	9,04	-	3,42	10,84	8,11	11,34
	8,0%	8,02	10,30	0,10	3,98	12,16	9,05	12,64
	7,0%	9,32	11,93	0,26	4,70	13,86	10,25	14,30

Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Mensch und Maschine

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	180,0	125,0	137,5	144,4	151,6	159,2	163,9	168,9	173,9	179,2	184,5	190,1	195,8	201,6
Veränderung	-8,0%	-30,6%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	11,1	7,9	11,4	13,0	13,6	14,3	14,8	15,2	15,7	16,1	16,6	17,1	17,6	18,1
EBIT-Marge	6,2%	6,3%	8,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	33,0%	25,0%	25,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	7,5	5,9	8,6	8,4	8,9	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5	11,8
Abschreibungen	2,9	2,1	2,3	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6
in % vom Umsatz	1,6%	1,7%	1,7%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	7,6	0,6	-0,1	-9,5	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
- Investitionen	4,1	-0,6	-0,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
Investitionsquote	-2,3%	0,5%	0,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Übriges	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	21,9	7,8	9,9	-1,3	8,1	8,5	9,0	9,3	9,6	9,8	10,1	10,4	10,8	11,1

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,94%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	3,45%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	65,1	Sondereffekte	-10,0
Terminal Value	27,3		
Verbindlichkeiten	-21,2		
Liquide Mittel	9,1	Aktienzahl (Mio.)	15,00
Eigenkapitalwert	90,2	Wert je Aktie (EUR)	6,01

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

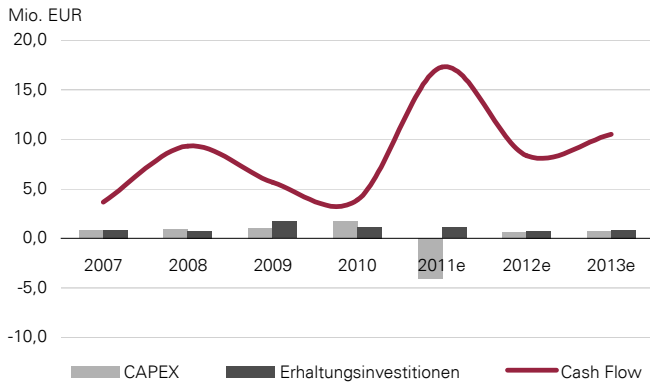
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,94%	5,30	5,33	5,37	5,40	5,44	5,48	5,52
11,44%	5,57	5,61	5,65	5,69	5,73	5,78	5,83
11,19%	5,72	5,76	5,80	5,85	5,89	5,94	6,00
10,94%	5,87	5,91	5,96	6,01	6,06	6,12	6,18
10,69%	6,03	6,08	6,13	6,18	6,24	6,30	6,37
10,44%	6,20	6,25	6,31	6,37	6,43	6,50	6,57
9,94%	6,57	6,64	6,70	6,78	6,85	6,93	7,02

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,94%	4,47	4,78	5,09	5,40	5,71	6,02	6,33
11,44%	4,71	5,04	5,36	5,69	6,02	6,34	6,67
11,19%	4,84	5,17	5,51	5,85	6,18	6,52	6,85
10,94%	4,97	5,32	5,66	6,01	6,36	6,70	7,05
10,69%	5,12	5,47	5,83	6,18	6,54	6,90	7,25
10,44%	5,27	5,64	6,00	6,37	6,74	7,10	7,47
9,94%	5,60	5,99	6,38	6,78	7,17	7,56	7,95

Quelle: Warburg Research

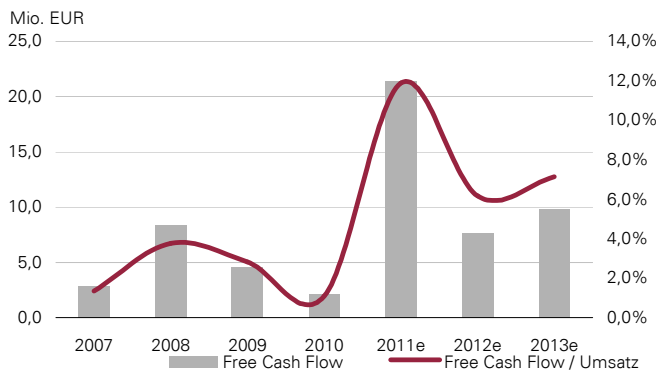
Investitionen und Cash Flow - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Investitionen und CAPEX seit 2006 sehr niedrig
- Cash-Flow stieg tendenziell deutlich an
- 2009 leichter Rückgang erwartet

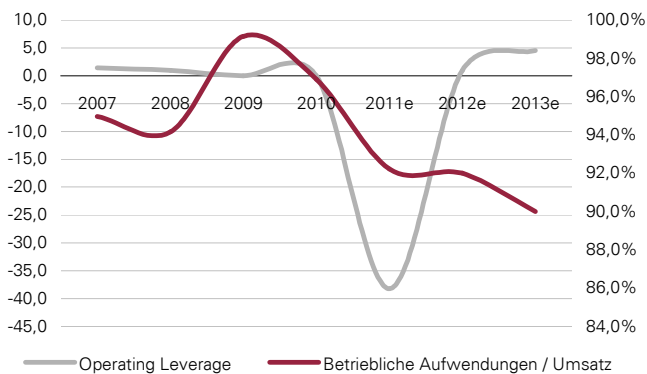
Free Cash Flow Generation - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- FCF in 2006 durch Sonderfaktoren negativ
- Auch die FCF-Rentabilität sank entsprechend
- Grund war eine deutliche Zunahme des Nettoumlaufvermögens

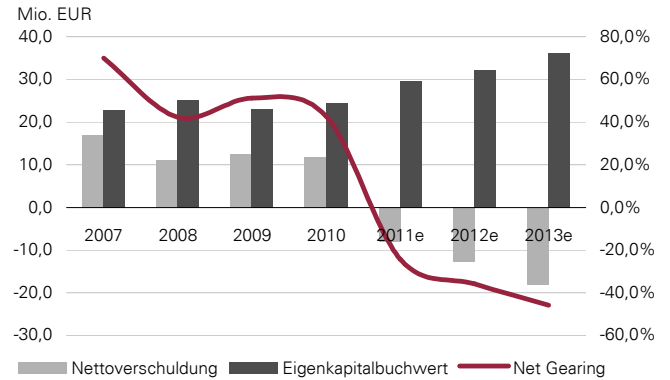
Operating Leverage - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Betriebliche Aufwendungen bei 20% kaum weiter zu optimieren
- Keine Verringerung der Quote in den kommenden Jahren erwartet
- Operating Leverage in schwachem 2009 voraussichtlich nahe Null

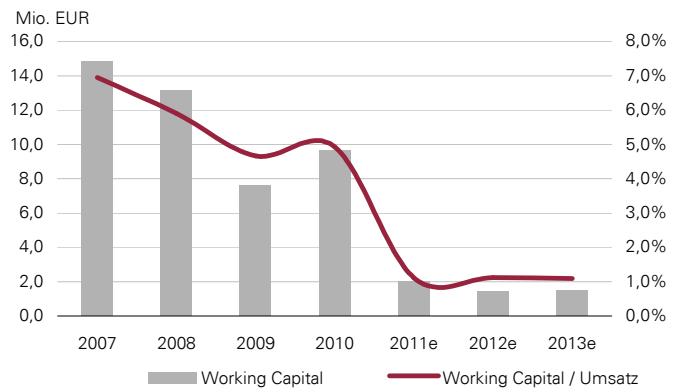
Bilanzqualität - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Nettoverschuldung deutlich reduziert
- Auch das Net Gearing profitierte von guter Unternehmensentwicklung
- 2012 positive Nettoliquidität erwartet

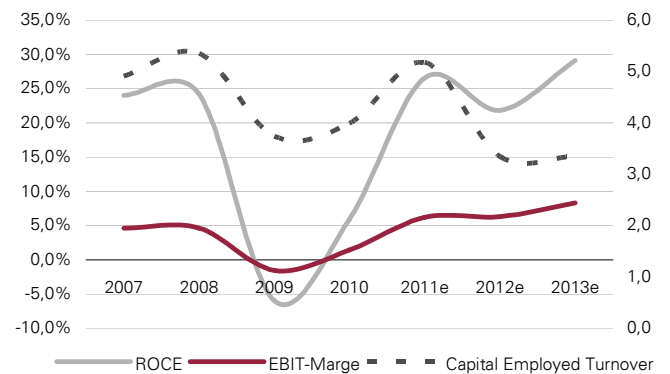
Working Capital - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Working Capital in 2006 deutlich erhöht
- Steigerungen normalerweise moderater
- Für 2008ff kein deutlicher Zuwachs erwartet

ROCE Entwicklung - Mensch und Maschine



Quellen: Mensch und Maschine (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- EBIT-Marge vermutlich langfristig bei 5% stabil
- Optimierungen zeigen sich vor allem beim ROCE
- Dieser konnte deutlich gesteigert werden

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & 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 KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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

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

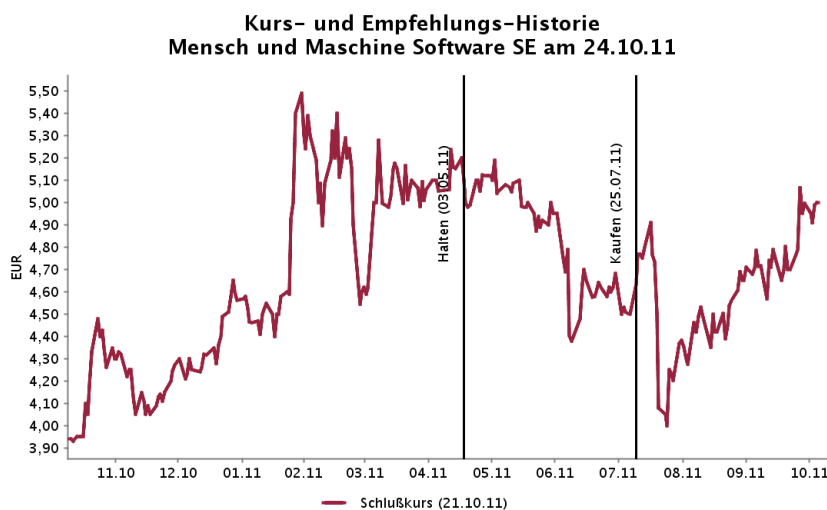
- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass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

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	178	

M.M.Warburg & CO KGaA und 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	107	76%
Halten	32	23%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	141	



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com