

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 0,35 (alt: 0,40)

Kurs EUR 0,17
Bloomberg XAE GR
Reuters AECO
Branche Software/IT

Anbieter von High-End-Services rund um die Entwicklung digitaler Inhalte u. a. für die Film- und Videospieleindustrie, e-Learning und Software.



Aktien Daten: 06.10.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 6,4 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 9,8 Mio.
Buchwert: EUR 12,4 Mio.
Aktienanzahl: 37,9 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 9,7 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 74,6 %
 Langfristige Investoren 25,4 %

Termine:

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	28,6	-2,1	31,5	-2,1	33,9	-
EBIT	1,9	-31,8	2,2	-9,0	2,2	-
EPS	0,04	-50,0	0,05	-20,0	0,04	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 07.10.2011
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Gutes erstes Halbjahr

Am 26.09.11 legte die Catalis SE die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2011 vor. Diese lagen im Rahmen der Erwartungen und unterlegen den guten Ergebnistrend der Gesellschaft. Während das Unternehmen im Vergleichszeitraum des Vorjahres noch deutliche Verluste ausweisen musste, gelang bei einem deutlichen Umsatzanstieg die Rückkehr in die Gewinnzone:

Catalis SE - Q2 2011								
Angaben in Mio. EUR	Q2/11	Q2/11e	Q2/10	yoy	6M/11	6M/11e	6M/10	yoy
Umsatz	7,5	7,6	5,6	33,7%	13,5	13,7	12,0	12,9%
EBIT	0,3	0,3	-1,4	-	0,5	0,5	-2,4	-
Marge	4,1%	3,9%	-25,8%		3,5%	3,4%	-20,4%	

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

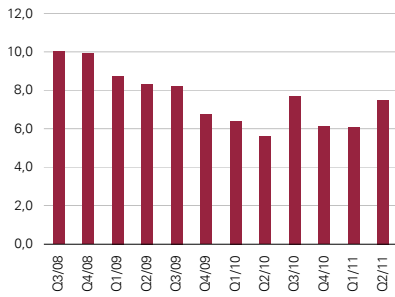
- Hauptverantwortlich für den Gewinn der Gesellschaft war der **Bereich der Spielentwicklung** für Dritte („Kuju“). Dieser Bereich erzielte im ersten Halbjahr ein Ergebnis (EBIT) von EUR 0,9 (-1,0) Mio. Der Umsatz konnte dabei um knapp 60% auf EUR 4,7 Mio. erhöht werden. Zu den erfolgreichsten Titeln der Kuju gehört „Art Academy“. Der für Nintendo DS entwickelte Titel konnte jüngst das Erreichen von 2 Mio. verkauften Einheiten vermelden.
- DDP produziert **Online-Spiele** (insbes. für Konsolen) auf eigene Rechnung und erzielte im ersten Halbjahr noch einen EBIT Verlust von EUR 0,3 Mio. (0,2), da noch keine Spieleveröffentlichungen im ersten Halbjahr geplant waren. DDP sollte, aufgrund der ersten Veröffentlichungen, im zweiten Halbjahr einen deutlich positiven Ergebnisbeitrag zeigen können. Besonders hervorzuheben ist hier auch die Lizenzvereinbarung über „Who Wants To Be A Millionaire Special Editions“ für XBLA, PSN, Steam und Iphone.
- Auch bei der Unternehmenstochter Testronic, einem führenden **Qualitätsdienstleister** für digitale Medien, liegt der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit im zweiten Halbjahr. Hier werden besonders viele neue Titel getestet und durch die Auftraggeber vermarktet (insbesondere DVD's und Blue Ray Discs). Der Umsatz legte hier um gut 5% auf EUR 2,8 Mio. zu. Das Ergebnis war noch leicht negativ (EBIT: -0,1 Mio.) für das zweite Halbjahr wird auch hier ein deutlich positives Ergebnis erwartet.

Die Prognosen werden aufgrund etwas höherer Unsicherheiten der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der Möglichkeiten der Spielfinanzierung reduziert.

Die Einschätzung für die Aktie lautet weiter „Kaufen“. Das Kursziel wird mit EUR 0,35 angesetzt.

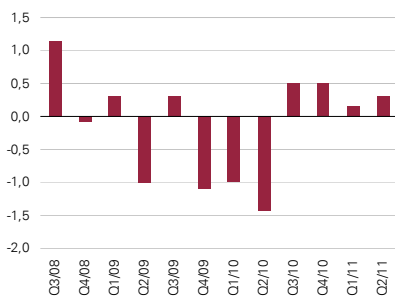
Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
31.12.							
in EUR Mio							
Umsatz	11,0	34,6	37,9	32,0	25,8	28,0	30,8
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	39,0 %	215,1 %	9,5 %	-15,5 %	-19,4 %	8,6 %	10,0 %
Bruttoergebnis	3,9	7,8	10,4	6,1	5,2	8,3	9,5
<i>Bruttomarge</i>	35,4 %	22,6 %	27,5 %	19,0 %	20,2 %	29,7 %	30,7 %
EBITDA	2,9	3,7	4,2	0,2	-0,3	2,5	3,4
<i>EBITDA-Marge</i>	26,2 %	10,7 %	11,1 %	0,6 %	-1,3 %	8,9 %	10,9 %
EBIT	2,7	2,7	2,9	-1,5	-1,7	1,3	2,0
<i>EBIT-Marge</i>	24,2 %	7,7 %	7,7 %	-4,7 %	-6,6 %	4,6 %	6,6 %
Jahresüberschuss	2,2	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6
EPS	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	0,02	0,04
Free Cash Flow je Aktie	0,10	0,03	-0,05	-0,01	-0,02	0,06	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	1,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,6	3,6	3,2	64,1	n.m.	3,9	2,4
EV/EBIT	5,0	5,0	4,6	n.m.	n.m.	7,6	3,9
KGV	1,7	2,4	2,1	n.m.	n.m.	8,4	4,2
ROCE	18,0 %	13,1 %	13,9 %	-7,0 %	-8,1 %	6,0 %	8,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	22,3 %	21,8 %	n.a.	n.a.	14,7 %	29,1 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



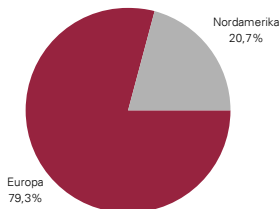
Quelle: Catalis SE

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



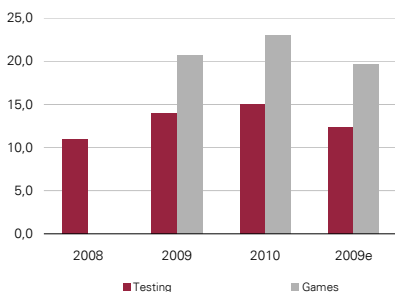
Quelle: Catalis SE

Umsatz nach Regionen
2010



Quelle: Catalis SE

Umsatzaufteilung nach Bereichen
in EUR Mio.



Quelle: Catalis SE

Unternehmenshintergrund

Die Catalis SE ist auf drei Bereiche fokussiert: Qualitätssicherung digitaler Medien (Test-Dienstleistungen für DVD, Spiele und Software) und Entwicklungs- und Produktionsdienstleistungen für die Spielebranche und Videospieldentwicklung downloadbarer, selbst veröffentlichter Videospiele (DSP-Spiele).

Wettbewerbsqualität

Im Segment Qualitätssicherung ist die Gesellschaft stark fokussiert, denn Qualitätssicherungsdienstleistungen digitaler Medien sind ein Nischenmarkt, der von den großen Content-Eigentümern „gesteuert“ wird. Hier verfügt Catalis/Testronic über eine einzigartige Positionierung:

- Bei DVDs und Blu-rays ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von 75% Marktführer. Catalis hat durch Akquisitionen diesen Markt konsolidiert und pflegt sehr langfristige Beziehungen zu den wichtigsten Kunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal, auf die rund die Hälfte des Testronic Umsatzes entfällt.
- Catalis verfügt zudem über 10 Jahre Erfahrung im Markt für Qualitätssicherung und zeichnet sich durch eine hohe Anpassungsfähigkeit an Kundenwünsche aus. Besonders entscheidend sind bei der Prüfung die Turn-Around-Zeiten, die oft nur 24-48 Stunden betragen. Wettbewerber aus dem asiatischen Raum und Unternehmen mit geringeren Kapazitäten können dies zeitlich nicht erreichen.
- Ebenfalls von zentraler Bedeutung sind die Sicherheitsaspekte (insbesondere Kopiervermeidung). Grundsätzlich sind die Qualitätssicherungskosten bei einer Produktion - relativ zur Produktion selbst - ausgesprochen gering. Insofern ist für einen Content-Eigentümer das Risiko illegale Duplikationen der Master-Datenträger zu erleiden ungleich höher, als der Kostenvorteil bei der Prüfung.
- Die umfangreiche Referenzliste der Testronic unterstreicht den Erfolg dieser strategischen Ausrichtung.

Im Bereich der Spieleentwicklung für Dritte ist Catalis ebenfalls führend positioniert.

- Die Gesellschaft tritt nicht in Konkurrenz zu anderen Spieleherstellern und die Projekte werden in der Regel von großen Konsolenherstellern/Labels unterstützt. Dabei werden Produktionen für eine Vielzahl verschiedener Plattformen und Genres durchgeführt, diese breite Aufstellung verringert die Abhängigkeit gegenüber spezifischen Entwicklungen und „Modeerscheinungen“ in der schnelllebigen Games-Branche.
- Mit drei Entwicklungsstudios in U.K., USA und Tschechien hat Kuju bereits in der Vergangenheit ausgesprochen bekannte und erfolgreiche Spiele für die weltweit führenden Softwarehäuser der Unterhaltungsindustrie hervorgebracht (darunter bekannte Titel wie Herr der Ringe oder SingStar). Das Unternehmen verfügt über 20 Jahre Erfahrung und hat in seiner Unternehmensgeschichte rund 50 Titel entwickelt, die zu Einzelhandelsumsätzen von USD 550 Mio. führten.
- Die zentrale Markteintrittsbarriere bildet jedoch die etablierte Beziehung der Kuju zu ihren Kunden. Ein hochwertiges Kundenportfolio, darunter die größten Verlage weltweit, zeichnen sich zudem durch eine hohe Bonität aus.

Im Segment eigener Videospieldentwicklung downloadbarer Videospiele (DSP-Spiele) besitzt DDP umfangreiche Erfahrungen in einer engen Zusammenarbeit mit den Plattformanbietern sowie in der Positionierung und direkten Vermarktung solcher Videospieldangebote an die Endkunden über den gesamten Lebenszyklus

Gewinn- und Verlustrechnung Catalis

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	11,0	34,6	37,9	32,0	25,8	28,0	30,8
Herstellungskosten	7,1	26,8	27,5	25,9	20,6	19,7	21,3
Bruttoergebnis	3,9	7,8	10,4	6,1	5,2	8,3	9,5
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
Verwaltungskosten	1,7	5,3	7,7	7,3	6,8	6,7	7,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,9	3,7	4,2	0,2	-0,3	2,5	3,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,9	1,2	1,4	1,2	1,2	1,3
EBITA	2,7	2,8	3,0	-1,2	-1,5	1,3	2,0
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
EBIT	2,7	2,7	2,9	-1,5	-1,7	1,3	2,0
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Finanzergebnis	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,2	1,7	2,1	-2,0	-2,6	1,0	1,7
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,2	1,7	2,1	-2,0	-2,6	1,0	1,7
Steuern gesamt	0,0	-0,2	-0,1	-1,7	-0,2	0,0	0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,2	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,2	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,2	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Catalis

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	64,6 %	77,4 %	72,5 %	81,0 %	79,8 %	70,3 %	69,3 %
Bruttoergebnis	35,4 %	22,6 %	27,5 %	19,0 %	20,2 %	29,7 %	30,7 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %
Verwaltungskosten	15,5 %	15,2 %	20,2 %	23,0 %	26,4 %	24,0 %	23,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,6 %	0,3 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	26,2 %	10,7 %	11,1 %	0,7 %	-1,3 %	8,9 %	10,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	2,6 %	3,1 %	4,4 %	4,7 %	4,3 %	4,3 %
EBITA	24,3 %	8,1 %	8,0 %	-3,7 %	-6,0 %	4,6 %	6,6 %
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	24,2 %	7,7 %	7,7 %	-4,7 %	-6,6 %	4,6 %	6,6 %
Zinserträge	0,4 %	0,1 %	0,0 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	2,5 %	2,3 %	1,4 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %	1,0 %
Finanzergebnis	-4,0 %	-2,9 %	-2,2 %	-1,5 %	-3,4 %	-1,1 %	-1,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,2 %	4,8 %	5,5 %	-6,2 %	-10,0 %	3,5 %	5,6 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	20,2 %	4,8 %	5,5 %	-6,2 %	-10,0 %	3,5 %	5,6 %
Steuern gesamt	0,2 %	-0,5 %	-0,1 %	-5,3 %	-0,8 %	0,2 %	0,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,0 %	5,3 %	5,6 %	-0,9 %	-9,2 %	3,4 %	5,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,0 %	5,3 %	5,6 %	-0,9 %	-9,2 %	3,4 %	5,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	20,0 %	5,3 %	5,6 %	-0,9 %	-9,2 %	3,4 %	5,3 %

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Catalis

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,0	15,3	13,4	13,6	15,0	15,0	15,0
davon übrige imm. VG	0,1	0,4	0,2	0,1	0,9	0,9	0,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,9	15,0	13,2	13,5	14,1	14,1	14,1
Sachanlagen	1,0	1,9	2,5	2,2	1,6	1,9	2,1
Finanzanlagen	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	8,8	17,2	16,0	15,8	16,6	16,9	17,1
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,6	4,6	5,5	2,8	3,6	2,5	2,7
Sonstige Vermögensgegenstände	2,6	4,7	4,9	8,0	6,0	6,0	6,0
Liquide Mittel	8,5	2,7	1,1	1,1	1,0	4,5	6,4
Umlaufvermögen	14,7	12,0	11,6	11,9	10,6	13,0	15,1
Bilanzsumme (Aktiva)	23,5	29,2	27,5	27,7	27,2	29,9	32,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,3	2,7	2,7	3,8	3,8	4,3	4,3
Kapitalrücklage	15,7	18,5	18,5	18,8	18,8	19,6	19,6
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-8,7	-8,4	-8,7	-8,5	-10,2	-10,2	-10,2
Buchwert	9,3	12,9	12,5	14,1	12,4	14,6	16,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	9,3	12,9	12,5	14,1	12,4	14,6	16,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	3,0	2,5	1,8	0,7	0,7	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	10,6	8,2	8,5	7,8	7,9	7,9	7,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,9	5,1	3,7	3,8	6,0	6,5	7,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten	14,2	16,3	15,1	13,6	14,8	15,4	16,0
Bilanzsumme (Passiva)	23,5	29,2	27,5	27,7	27,2	29,9	32,2

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Catalis

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,6 %	52,5 %	48,9 %	49,1 %	55,2 %	50,2 %	46,6 %
davon übrige imm. VG	0,3 %	1,3 %	0,7 %	0,5 %	3,3 %	3,0 %	2,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	29,4 %	51,2 %	48,1 %	48,6 %	51,9 %	47,2 %	43,8 %
Sachanlagen	4,1 %	6,4 %	9,3 %	8,1 %	5,9 %	6,3 %	6,4 %
Finanzanlagen	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	37,4 %	58,8 %	58,1 %	57,2 %	61,1 %	56,5 %	53,1 %
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,3 %	15,7 %	20,0 %	10,2 %	13,3 %	8,4 %	8,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	11,0 %	16,0 %	18,0 %	28,7 %	22,2 %	20,2 %	18,8 %
Liquide Mittel	36,4 %	9,3 %	4,1 %	4,0 %	3,6 %	15,0 %	19,8 %
Umlaufvermögen	62,6 %	41,0 %	42,0 %	42,9 %	39,0 %	43,6 %	46,9 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	9,8 %	9,2 %	9,8 %	13,7 %	13,9 %	14,3 %	13,3 %
Kapitalrücklage	67,0 %	63,5 %	67,4 %	67,9 %	69,2 %	65,5 %	60,8 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,1 %	8,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-37,2 %	-28,7 %	-31,8 %	-30,6 %	-37,5 %	-34,1 %	-31,7 %
Buchwert	39,6 %	44,0 %	45,4 %	51,0 %	45,6 %	48,8 %	50,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	39,6 %	44,0 %	45,4 %	51,0 %	45,6 %	48,8 %	50,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	1,0 %	10,2 %	9,3 %	6,6 %	2,7 %	2,5 %	2,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	45,1 %	28,0 %	30,9 %	28,1 %	29,2 %	26,5 %	24,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	12,2 %	17,4 %	13,6 %	13,6 %	21,9 %	21,7 %	22,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,2 %	0,2 %	1,0 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Verbindlichkeiten	60,4 %	55,8 %	54,7 %	49,1 %	54,5 %	51,3 %	49,5 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Catalis

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,2	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,9	1,2	1,4	1,2	1,2	1,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	1,6	-1,6	1,2	-1,2	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,5	-0,2	-1,8	-0,5	0,0	0,0
Cash Flow	2,5	4,9	1,6	0,7	-2,8	2,1	3,0
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	-3,0	-1,2	-0,3	3,6	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,3	-3,0	-1,2	-0,3	3,6	1,6	0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,8	1,9	0,5	0,4	0,8	3,8	3,4
CAPEX	-0,4	-1,1	-1,9	-0,9	-1,4	-1,5	-1,5
Zugänge aus Akquisitionen	-4,4	-7,0	-0,2	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	-0,7	0,9	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,5	-7,2	-2,0	-0,9	-1,4	-1,5	-1,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	8,2	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	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	1,4	0,0	1,3	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	8,2	0,0	-0,6	0,5	-0,9	1,3	0,0
Veränderung liquide Mittel	5,5	-5,3	-2,1	-0,1	-1,4	3,5	1,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	-0,5	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	8,5	2,7	0,2	1,0	-0,2	4,5	6,4

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Catalis

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	13,9 %	14,9 %	19,8 %	22,9 %	26,4 %	25,1 %	24,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	63.515	82.821	73.008	73.744	70.473	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	16.619	8.892	8.089	479	-932	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	24,2 %	7,7 %	7,7 %	-4,7 %	-6,6 %	4,6 %	6,6 %
EBITDA / Operating Assets	169,6 %	270,9 %	97,7 %	16,2 %	44,6 %	-118,3 %	-144,1 %
ROA	25,0 %	10,7 %	13,3 %	-1,8 %	-14,3 %	5,6 %	9,6 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	11,4	18,6	14,9	14,2	16,1	14,8	14,9
Operating Assets Turnover	6,5	25,2	8,8	24,9	-33,8	-13,3	-13,2
Capital Employed Turnover	0,6	1,6	1,8	1,5	1,3	1,2	1,3
Kapitalverzinsung							
ROCE	18,0 %	13,1 %	13,9 %	-7,0 %	-8,1 %	6,0 %	8,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	19,5 %	18,2 %	20,0 %	1,0 %	-1,6 %	11,6 %	14,4 %
ROE	23,6 %	14,2 %	17,0 %	-2,0 %	-19,1 %	6,4 %	10,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	27,6 %	16,5 %	16,7 %	-2,1 %	-17,9 %	7,0 %	10,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	27,6 %	16,5 %	16,7 %	-2,1 %	-17,9 %	7,0 %	10,7 %
ROIC	10,8 %	7,6 %	9,0 %	-1,2 %	-11,2 %	4,0 %	6,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	2,1	5,5	7,4	6,7	7,0	3,4	1,6
Net Gearing	22,0 %	42,5 %	59,1 %	47,3 %	56,2 %	23,6 %	9,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	87,8 %	157,0 %	146,9 %	181,4 %	156,4 %	183,9 %	204,7 %
Current ratio	4,4	2,0	1,9	1,0	0,8	0,9	1,0
Acid Test Ratio	4,1	1,3	1,3	0,9	0,7	0,8	0,9
EBITDA / Zinsaufwand	10,3	4,7	7,7	0,7	0,0	8,3	11,2
Netto Zinsdeckung	11,5	3,5	5,5	n.a.	n.a.	4,3	6,8
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,4	0,9	-1,4	-0,5	-0,6	2,3	1,9
Free Cash Flow / Umsatz	21,5 %	2,5 %	-3,6 %	-1,7 %	-2,4 %	8,1 %	6,1 %
Adj. Free Cash Flow	n.a.	3,0	2,9	-0,5	-1,4	1,4	2,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	19,8 %	6,8 %	5,3 %	-1,9 %	-6,9 %	3,9 %	6,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	107,2 %	47,8 %	-64,4 %	193,5 %	26,1 %	243,0 %	113,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,8 %	0,5 %	0,7 %	4,4 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,1 %	8,4 %	6,5 %	3,8 %	3,4 %	3,8 %	3,8 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	3,7 %	3,1 %	4,9 %	3,0 %	5,6 %	5,4 %	4,9 %
Maint. Capex / Umsatz	3,7 %	2,2 %	3,4 %	2,1 %	3,9 %	3,8 %	3,4 %
CAPEX / Abschreibungen	187,9 %	102,7 %	144,6 %	55,8 %	105,8 %	124,6 %	113,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	11,6 %	0,3 %	1,7 %	1,2 %	-6,4 %	-11,4 %	-13,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	125,5 %	90,4 %	146,8 %	74,5 %	60,4 %	38,5 %	38,0 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0	0,0
Receivables collection period (Tage)	119	48,3	52,9	32,1	51,0	32,0	32,0
Payables payment period (Tage)	94,8	53,5	36,0	43,1	84,4	84,4	84,4
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-52,4	-52,4
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/sales	1,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,6	3,6	3,2	64,1	n.m.	3,9	2,4
EV/EBIT	5,0	5,0	4,6	n.m.	n.m.	7,6	3,9
EV/FCF	5,7	15,3	n.m.	n.m.	n.m.	4,3	4,2
P/E	1,7	2,4	2,1	n.m.	n.m.	8,4	4,2
P/CF	2,6	1,3	3,9	8,7	neg.	3,0	2,1
Adj. Free Cash Flow Yield	18,7 %	36,9 %	12,3 %	5,5 %	n.a.	21,9 %	37,5 %

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Catalis SE

Angaben in Mio. EUR

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	1,8	2,1	-0,3	-2,4	0,9	1,6	1,8
+ Abschreibung + Amortisation	1,0	1,3	1,7	1,4	1,2	1,3	1,5
- Zinsergebnis (netto)	-1,0	-0,8	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3
+ Steuern	-0,2	-0,1	-1,7	-0,2	0,0	0,1	0,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	1,3	0,7	1,0	1,1	1,1	1,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	3,0	2,9	-0,5	-1,4	1,4	2,3	2,6
Adjustierter Free Cash Flow Yield	22,3%	21,8%	-3,4%	-10,1%	14,7%	29,1%	46,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	13,3	13,3	13,3	13,3	9,8	7,9	5,7
= Fairer Enterprise Value	29,7	29,0	-	-	14,4	23,1	26,4
- Nettoverschuldung (Cash)	7,0	7,0	7,0	7,0	3,4	1,6	-0,6
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	22,7	22,0	-	-	11,0	21,5	27,1
Aktienanzahl (Mio.)	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	0,60	0,58	-	-	0,29	0,57	0,71
Premium (-) / Discount (+) in %	257,0%	246,2%	-	-	72,6%	237,9%	325,2%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	0,42	0,40	-	-	0,20	0,43	0,55
	12,0%	0,47	0,45	-	-	0,23	0,47	0,60
Fairer	11,0%	0,53	0,51	-	-	0,26	0,51	0,65
Free Cash Flow	10,0%	0,60	0,58	-	-	0,29	0,57	0,71
Yield	9,0%	0,69	0,67	-	-	0,33	0,64	0,79
	8,0%	0,80	0,77	-	-	0,39	0,72	0,89
	7,0%	0,94	0,91	-	-	0,45	0,83	1,01

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Catalis SE

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	28,0	30,8	33,9	36,6	39,5	41,5	43,6	45,7	48,0	50,4	51,2	52,0	52,7	53,5
Veränderung	8,6%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT	1,3	2,0	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5
EBIT-Marge	4,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Steuerquote	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	1,2	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Abschreibungen	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
in % vom Umsatz	4,3%	4,3%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
- Investitionen	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
Investitionsquote	5,4%	4,9%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,6	2,2	2,5	2,7	2,9	2,9	2,2	2,3	2,4	2,5	2,3	2,3	2,4	2,4

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,68%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	15,0		
Terminal Value	5,4		
Verbindlichkeiten	-7,9		
Liquide Mittel	1,0	Aktienzahl (Mio.)	37,88
Eigenkapitalwert	13,4	Wert je Aktie (EUR)	0,35

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

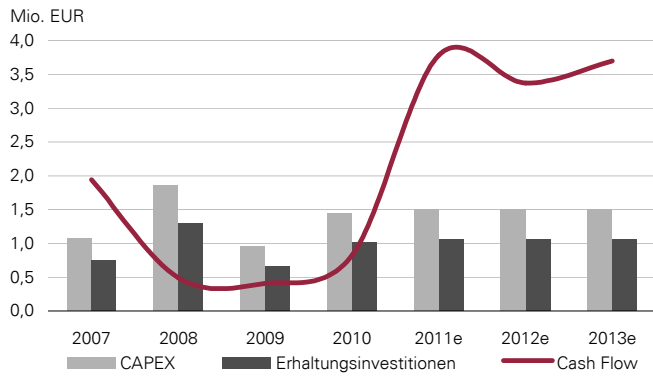
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
11,68%	0,29	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30	0,31
11,18%	0,32	0,32	0,32	0,32	0,33	0,33	0,34
10,93%	0,33	0,33	0,34	0,34	0,34	0,35	0,35
10,68%	0,34	0,35	0,35	0,35	0,36	0,36	0,37
10,43%	0,36	0,36	0,37	0,37	0,37	0,38	0,38
10,18%	0,37	0,38	0,38	0,39	0,39	0,40	0,40
9,68%	0,41	0,41	0,42	0,42	0,43	0,44	0,44

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,68%	0,20	0,23	0,27	0,30	0,33	0,36	0,39
11,18%	0,22	0,26	0,29	0,32	0,36	0,39	0,43
10,93%	0,23	0,27	0,30	0,34	0,37	0,41	0,44
10,68%	0,25	0,28	0,32	0,35	0,39	0,43	0,46
10,43%	0,26	0,30	0,33	0,37	0,41	0,44	0,48
10,18%	0,27	0,31	0,35	0,39	0,43	0,46	0,50
9,68%	0,30	0,34	0,38	0,42	0,46	0,51	0,55

Quelle: Warburg Research

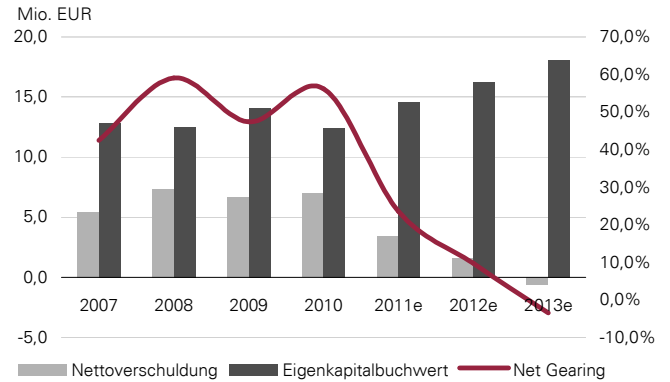
Investitionen und Cash Flow - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX und Erhaltungsinvestitionen sind bei Dienstleistern wie Catalis von untergeordneter Bedeutung

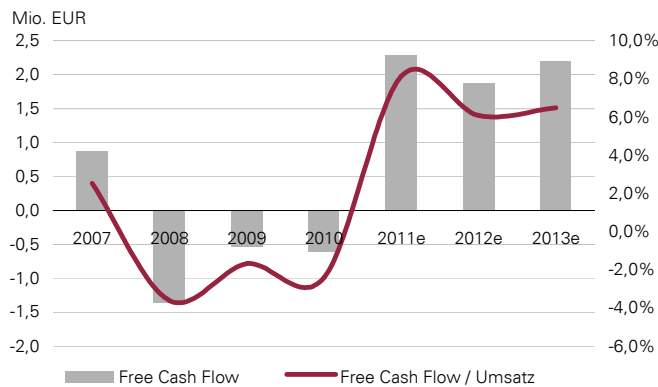
Bilanzqualität - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Starke Cash-Flows sollten zukünftig Verschuldung zurückfahren
- Kapitalerhöhung wirkte sich ebenfalls mindernd auf die Verschuldung aus

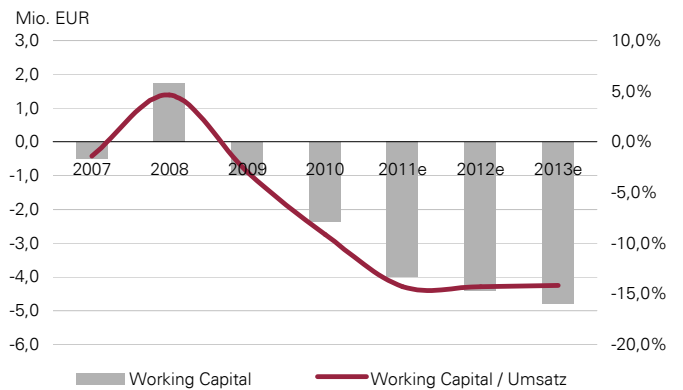
Free Cash Flow Generation - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow vom Umsatz sollte sich ab 2010 auf einem stabilen Niveau von ca. 5% bewegen

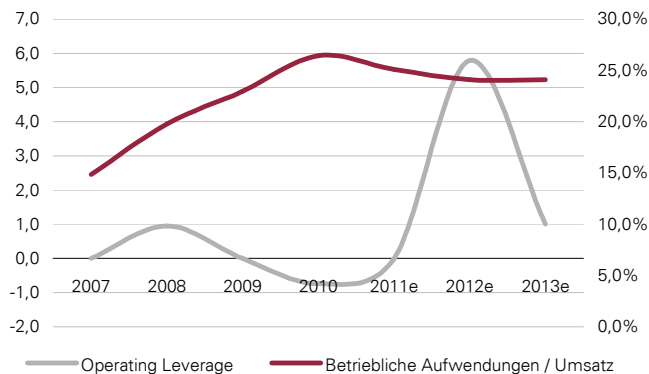
Working Capital - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Erwerb der Kuju führte zu einer Reduktion des Working Capital aufgrund von Vorauszahlungen
- Langfristig sollte das Working Capital bei etwa 18% liegen

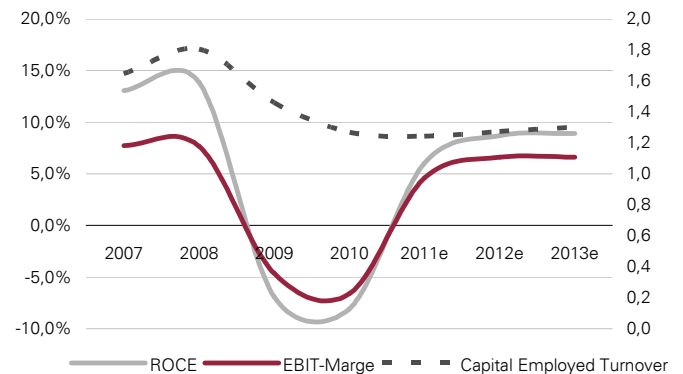
Operating Leverage - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die betrieblichen Aufwendungen vom Umsatz spiegeln die strukturellen Veränderungen bei Catalis wider
- Die vielen Akquisitionen machen die historische Quote unrepresentativ

ROCE Entwicklung - Catalis SE



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Engagement im Spiele Bereich (2007) erhöhte zwar das EBIT aber verringerte die Marge und den ROCE

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 Einspeicherung 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 betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

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.

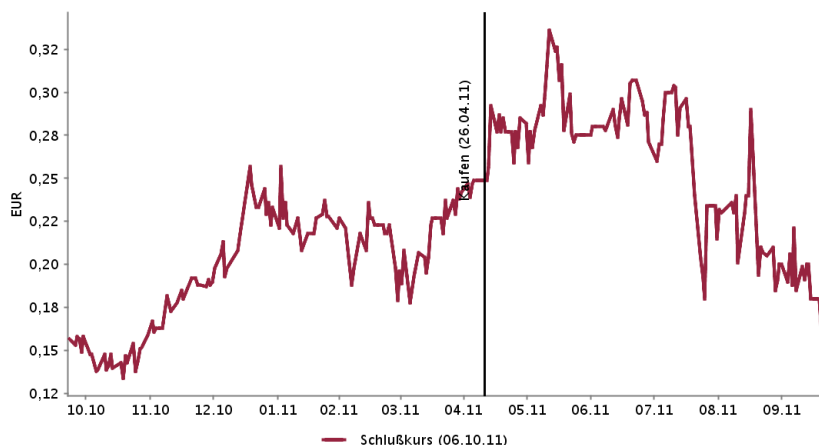
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	43	24%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	177	

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	106	77%
Halten	31	22%
Verkaufen	0	0%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	138	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
CATALIS SE am 07.10.11**



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
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@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

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

Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@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

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

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