

Buy EUR 20,00 (EUR 22,00) Kurs EUR 13,20 Upside 51,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 20,00 FCF-Value Potential: 9,10	Aktien Daten: Bloomberg: 4DS GR Reuters: 4DSG ISIN: DE0007830572	Beschreibung: Die Daldrup & Söhne AG ist der führende Anbieter von Geothermiebohrungen.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 71,9 Aktienanzahl (Mio.): 5,5 EV: 90,3 Freefloat MC (St.): 24,3 Ø Trad. Vol. (St./30T): 25,95	Aktionäre: Freefloat: 33,8 % Josef Daldrup: 34,4 % Karl Daldrup: 10,6 % Bernd Daldrup: 10,6 % Thomas Daldrup: 10,6 %	Risikoprofil (WRe): 2012e Beta: 1,3 KBV: 0,9 Net Gearing: 24 % Verschuldungsgrad: 71 % Nettoversch. / EBITDA: 2,0 x

Anschaffung neuer Bohranlage ermöglicht weiteres Wachstum

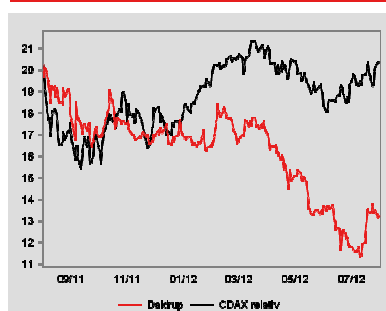
Schätzungsänderungen:							Kommentar zu Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anschaffung einer Bohranlage war ab 2014 bereits in den Schätzungen berücksichtigt (Annahme: 100% Daldrup). ▪ Da die Bohranlage nun über ein 50/50 JV angeschafft wird und die Ergebnisse at equity konsolidiert werden, werden die ab 2014 erwarteten Umsätze und Ergebnisse entsprechend korrigiert. 	
Umsatz	44,3	0,0 %	46,7	0,0 %	59,3	-19,0 %		
EBIT	3,3	0,0 %	4,8	-4,6 %	9,7	-31,8 %		
EPS	0,34	0,0 %	0,34	29,4 %	0,71	-29,6 %		

Daldrup gründet JV: Daldrup hat gemeinsam mit dem führenden tschechischen Bohrunternehmen MND Group ein 50/50-Joint Venture („MD Drilling GmbH, Grünwald“) gegründet. Beide Parteien bringen EUR 3,5 Mio. Eigenkapital ein, die Gesellschaft wird at equity konsolidiert. Der Geschäftsführer der MD Drilling GmbH wird von Daldrup gestellt. Die MND Group, ein potenzieller Mitbewerber, bringt Branchen-Know-how im Öl- und Gasgeschäft, sowie Verbindungen in osteuropäischen Märkten (Polen, Ukraine, Tschechische Republik, etc) mit.

Anschaffung einer vierten Tiefbohranlage: Die MD Drilling GmbH erwirbt zunächst eine Tiefbohranlage (Bentec 450 AC) zum Kaufpreis von rund EUR 20 Mio. Der Erwerb wird zu rund zwei Dritteln aus Fremdkapital über ein langfristiges Bankdarlehen finanziert. Die Bohranlage erweitert das aus drei Tiefbohranlagen bestehende Portfolio und ermöglicht Daldrup nun durch die Hakenlast von 450 Tonnen auch Bohrungen bis zu 7000 Meter durchzuführen. Sie soll Ende des vierten Quartals 2012 zum ersten Mal beim Projekt Geretsried eingesetzt werden.

Engpass an Bohrkapazität und Bohrpersonele entschärft: Daldrup erhöht mit der Tiefbohranlage sowohl seine Bohrkapazitäten auf ca. EUR 70-80 Mio. p.a. (von zuvor EUR 50-60 Mio.) und entschärft durch die Kooperation auch den Engpass an Bohrpersonele. Zusätzliche Möglichkeiten ergeben sich auch durch die höhere technische Reichweite in Tiefen bis zu 7.000 Meter, was zusätzliche Projekte und neue Regionen erschließbar macht bzw. die Effizienz der Projekte steigert. Durch die Kooperation eröffnen sich für Daldrup Wachstumsperspektiven in neuen Märkten in Osteuropa und die Option, bei Verzögerungen im Geothermiebereich zwischenzeitlich die Bohranlagen im europäischen Öl- und Gasgeschäft einzusetzen.

Richtiger Schritt: Durch die Anschaffung der neuen Bohranlage wird ein gravierender Engpass behoben und Daldrups führende Marktposition noch gestärkt, da man mit der MND Group einen potenziellen Wettbewerber nun auf seiner Seite hat. Dieser Schritt sollte auch in Daldrups Kerngeschäft weiteres Wachstum ermöglichen. Wir hatten eine Investition in eine weitere Bohranlage bereits zuvor in unserem Modell für das Jahr 2014 berücksichtigt. Da der Kauf jedoch über ein JV (50/50) erfolgt und at-equity konsolidiert wird, ergeben sich Änderungen an unserem Modell, die den fairen Wert etwas reduzieren. Das Sentiment scheint sich etwas aufzuhellen seitdem Daldrup beim eigenen Geothermieprojekt in Taufkirchen Fündigkeit und besser als erwartete Ergebnisse vermeiden konnte. Dies sollte auf Investoreseite wieder zu etwas mehr Vertrauen in das Geschäftsmodell des Unternehmens (Transformation zum unabhängigen Stromproduzenten) führen. Weitere Trigger für die Aktie dürften das Erreichen einer Finanzierungslösung für den weiteren Ausbau des Taufkirchenprojektes sowie der Beginn der eigenen Stromproduktion in 2013 darstellen. Auch die Ergebnisse des ersten Halbjahres 2012 (Reporting Ende September) sollten den positiven Trend unterstützen. Unsere Kaufen-Empfehlung wird bestätigt, Kursziel EUR 20.



Rel. Performance vs CDAX:

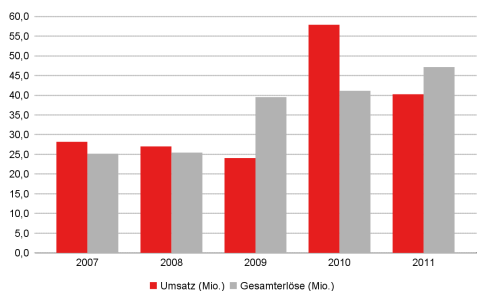
1 Monat:	6,5 %
6 Monate:	-22,4 %
Jahresverlauf:	-37,9 %
Letzte 12 Monate:	-34,7 %

Unternehmensevents:

Sep.12	Q2
--------	----

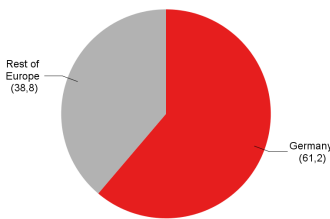
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	6,1 %	27,0	24,1	57,9	40,3	44,3	46,7	48,1
Veränd. Umsatz yoy		-4,2 %	-10,9 %	140,6 %	-30,5 %	9,9 %	5,4 %	3,0 %
Gesamterlöse		25,4	39,5	41,1	47,2	56,3	60,7	64,9
EBITDA	117,3 %	6,7	7,3	7,8	1,7	9,0	13,5	17,2
Rohertagsmarge		49,7 %	64,0 %	26,2 %	29,8 %	38,1 %	46,9 %	54,9 %
Marge		24,6 %	30,3 %	13,5 %	4,2 %	20,3 %	28,9 %	35,8 %
EBIT	-	5,4	4,6	3,8	-2,4	3,3	4,6	6,6
Marge		19,8 %	19,3 %	6,6 %	-6,1 %	7,6 %	9,9 %	13,7 %
Jahresüberschuss	-	4,0	3,8	2,6	-3,5	1,9	2,4	2,7
EPS	-	0,74	0,70	0,49	-0,67	0,34	0,44	0,50
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCFPS		0,90	-0,75	0,63	-3,17	-1,89	-2,65	-1,96
EV / Umsatz		5,3 x	4,8 x	2,1 x	2,8 x	2,0 x	2,2 x	2,4 x
EV / EBITDA		21,5 x	15,9 x	15,9 x	66,1 x	10,0 x	7,8 x	6,7 x
EV / EBIT		26,8 x	25,0 x	32,5 x	-45,5 x	27,0 x	22,7 x	17,5 x
KGV		38,5 x	32,2 x	47,8 x	-29,1 x	38,8 x	30,0 x	26,4 x
P / E adj.		38,5 x	32,2 x	47,8 x	-29,1 x	38,8 x	30,0 x	n.a.
FCF Yield Potential		2,9 %	4,7 %	4,9 %	0,6 %	6,4 %	9,2 %	11,1 %
Nettoverschuldung		-11,9	-6,9	-3,2	4,7	18,4	32,9	43,5
ROE		12,2 %	7,8 %	4,4 %	-5,7 %	3,0 %	3,8 %	4,1 %
ROCE		10,7 %	6,7 %	4,1 %	-3,8 %	2,5 %	2,9 %	3,5 %
Guidance:	Gesamtleistung EUR 58 Mio., EBIT-Marge 10%							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



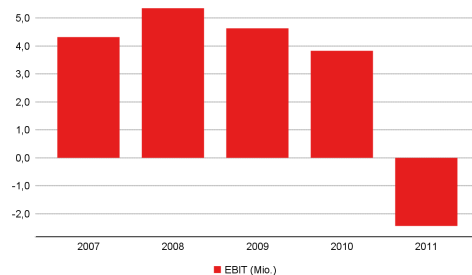
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

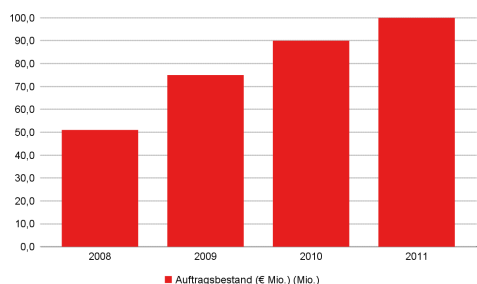
Unternehmenshintergrund

- Die Daldrup & Söhne AG ist ein Spezialist für Bohrungen und umwelttechnische Dienstleistungen.
- Die Tätigkeit gliedert sich in die Geschäftsbereiche Geothermie, Rohstoffe & Exploration, Wassergewinnung sowie Environment, Development & Services. In Zukunft ist auch der Betrieb eigener Geothermiekraftwerke geplant.
- Im Geschäftsbereich Geothermie werden vor allem auch Bohrdienstleistungen für die Tiefengeothermie von bis zu 6.000 m erbracht, um die Erdwärme für die Strom- und Wärmegewinnung zu nutzen.
- Mit der Mehrheitsbeteiligung an der Geysir Europe GmbH verfügt die Daldrup-Gruppe zusätzlich über eigene Erlaubnisfelder zur Aufsuchung von Erdwärme im bayerischen Molassebecken und im Oberrheingraben.

Wettbewerbsqualität

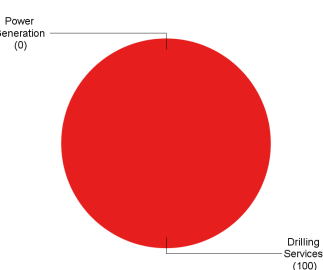
- Daldrup ist Technologie- und Qualitätsführer bei Tiefengeothermiebohrungen und verfügt über einen einzigartigen Track Record von rund 30 Tiefengeothermiebohrungen.
- Daldrups neue Stromerzeugungsaktivitäten führen nicht nur zu einem besser vorhersehbaren Geschäftsmodell, sondern auch zu einer deutlichen Steigerung der Margen sowie einer wesentlichen Verbesserung des Risikoprofils.
- Geothermie vereint die attraktivsten Vorteile der erneuerbaren Energien: Die Geothermie ist die einzige regenerative Energiequelle, die sowohl grundlastfähig als auch unabhängig von Rohstoffkosten ist.
- Regulatorische Verbesserungen sollten einen Boom bei Geothermie-Projekten auslösen. Bohranlagen sind eindeutig der Engpass der Industrie, sodass steigende Preise für Bohrdienstleistungen äußerst wahrscheinlich sind.
- Während es zahlreiche Möglichkeiten für den Aufbau eines Exposures im Bereich PV, Windenergie oder Biomasse gibt, ist Daldrup die einzige Option für eine Investition in diese vielversprechende Industrie.

Auftragsbestand
in Mio. EUR



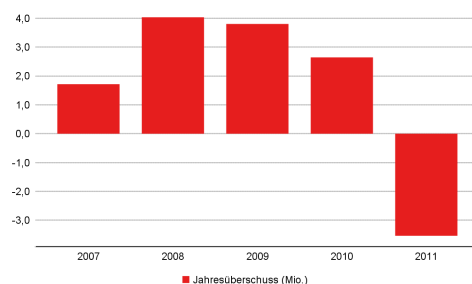
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	44,3	46,7	48,1	51,8	55,0	61,4	68,9	77,1	85,8	91,8	98,3	104,2	109,4	
Umsatzwachstum	9,9 %	5,4 %	3,0 %	7,8 %	6,2 %	11,6 %	12,2 %	12,0 %	11,3 %	7,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	1,5 %
EBIT	3,3	4,6	6,6	7,9	9,5	11,4	13,8	17,0	20,4	22,5	24,2	25,8	27,2	
EBIT-Marge	7,6 %	9,9 %	13,7 %	15,3 %	17,2 %	18,6 %	20,1 %	22,0 %	23,7 %	24,5 %	24,6 %	24,7 %	24,9 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	2,3	3,2	4,6	5,5	6,6	8,0	9,7	11,9	14,3	15,8	16,9	18,0	19,0	
Abschreibungen	5,7	8,9	10,6	11,7	13,6	15,5	17,6	19,7	21,8	23,0	22,6	22,9	23,0	
Abschreibungsquote	12,8 %	19,0 %	22,1 %	22,5 %	24,7 %	25,2 %	25,5 %	25,5 %	25,4 %	25,0 %	23,0 %	22,0 %	21,0 %	
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	-7,2	1,2	3,1	1,5	-0,4	1,8	2,3	-0,3	2,3	1,0	0,6	1,8	1,6	
- Investitionen	23,8	24,5	20,9	13,7	21,0	22,0	23,7	25,6	18,2	18,2	16,7	16,7	16,4	
Investitionsquote	53,9 %	52,6 %	43,6 %	26,3 %	38,1 %	35,8 %	34,5 %	33,2 %	21,2 %	19,8 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	
Sonst	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)	-8,6	-13,6	-8,8	2,1	-0,4	-0,3	1,2	6,3	15,6	19,5	22,3	22,5	24,0	19
Barwert FCF	-8,4	-12,2	-7,3	1,6	-0,3	-0,2	0,7	3,5	7,9	9,1	9,6	8,9	8,8	99
Anteil der Barwerte	-23,02 %			40,94 %										82,09 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	35,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	4,9 %	Liquidität	1,30
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,30
		Sonst	1,30
WACC	8,53 %	Beta	1,30

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	22		
Terminal Value	99		
Zinstr. Verbindlichkeiten	8		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	15		
Marktwert v. Beteiligungen	8		
Liquide Mittel	3	Aktienzahl (Mio.)	5,5
Eigenkapitalwert	110	Wert je Aktie (EUR)	20,07

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge						
	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,61 (9,5 %)	14,16	14,54	14,95	15,37	15,83	16,32	16,84	13,52	14,14	14,76	15,37	15,99	16,61	17,23
1,45 (9,0 %)	16,10	16,55	17,04	17,55	18,11	18,70	19,33	15,55	16,22	16,89	17,55	18,22	18,89	19,56
1,38 (8,8 %)	17,17	17,67	18,20	18,77	19,37	20,03	20,73	16,69	17,38	18,07	18,77	19,46	20,15	20,85
1,30 (8,5 %)	18,32	18,87	19,45	20,07	20,74	21,47	22,25	17,91	18,63	19,35	20,07	20,79	21,52	22,24
1,22 (8,3 %)	19,55	20,15	20,79	21,48	22,23	23,03	23,90	19,23	19,98	20,73	21,48	22,24	22,99	23,74
1,15 (8,0 %)	20,87	21,54	22,25	23,01	23,84	24,73	25,70	20,66	21,44	22,23	23,01	23,79	24,58	25,36
0,99 (7,5 %)	23,84	24,65	25,52	26,47	27,50	28,62	29,85	23,90	24,75	25,61	26,47	27,33	28,19	29,05

- Starkes Umsatzwachstum in den Jahren 2017-2020 aufgrund der Inbetriebnahme eigener Geothermiekraftwerke.
- Ergebnisbeitrag des Joint Ventures wird unter Marktwert von Investitionen berücksichtigt.
- Das Beta von 1,3 reflektiert die Volatilität des Bohrgeschäfts, das Fehlen eines Track Records in der Stromerzeugung ...
- ... sowie das äußerst attraktive Risikoprofil des Stromerzeugungsgeschäfts.
- Als FK-Kosten setzen wir einen Wert von 7,5% an, der den jüngsten Anleihen von vergleichbaren Unternehmen entspricht.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,0	3,8	2,4	-3,6	1,9	2,3	3,0	
+ Abschreibung + Amortisation	1,3	2,7	4,0	4,7	5,7	8,9	10,6	
- Zinsergebnis (netto)	0,8	0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-1,3	-2,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,4	0,7	0,7	0,9	2,4	2,9	3,2	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	4,2	5,5	6,1	0,6	5,8	9,6	12,8	
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	4,7 %	4,9 %	0,6 %	6,4 %	9,2 %	11,1 %	
WACC	8,53 %	8,53 %	8,53 %	8,53 %	8,53 %	8,53 %	8,53 %	
= Enterprise Value (EV)	143,3	116,0	124,4	111,0	90,3	104,7	115,4	
= Fair Enterprise Value	48,8	64,3	71,2	7,5	68,2	112,8	149,8	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	4,7	4,7	4,7	4,7	18,4	32,9	43,5	
- 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	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	44,1	59,6	66,5	2,8	49,7	80,0	106,3	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	8,09	10,93	12,19	0,51	9,12	14,66	19,48	
Premium (-) / Discount (+) in %					-30,9 %	11,0 %	47,6 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,53 %	5,76	7,86	8,80	0,16	5,86	9,28	12,34
	10,53 %	6,39	8,69	9,72	0,25	6,74	10,73	14,27
	9,53 %	7,15	9,69	10,83	0,37	7,80	12,49	16,60
WACC	8,53 %	8,09	10,93	12,19	0,51	9,12	14,66	19,48
	7,53 %	9,27	12,49	13,93	0,69	10,77	17,40	23,13
	6,53 %	10,82	14,54	16,19	0,93	12,94	20,99	27,89
	5,53 %	12,93	17,32	19,27	1,25	15,89	25,88	34,38

- In den Ergebnissen werden die zukünftigen Cashflows aus den Stromerzeugungsaktivitäten überhaupt nicht reflektiert ...
- ... während die Belastungen durch den Aufbau dieser Aktivitäten bereits berücksichtigt werden (Anstieg der Verschuldung).
- Daher bevorzugen wir das DCF-Modell, da ...
- ... nur eine dynamische Bewertung ein faires Bild über den gesamten Investitionszyklus reflektiert.

Wertermittlung

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	3,7 x	1,9 x	1,8 x	1,4 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	7,74	8,89	10,06	9,84	9,97	10,41	10,91
EV / Umsatz	5,3 x	4,8 x	2,1 x	2,8 x	2,0 x	2,2 x	2,4 x
EV / EBITDA	21,5 x	15,9 x	15,9 x	66,1 x	10,0 x	7,8 x	6,7 x
EV / EBIT	26,8 x	25,0 x	32,5 x	-45,5 x	27,0 x	22,7 x	17,5 x
EV / EBIT adj.*	26,8 x	25,0 x	32,5 x	-45,5 x	27,0 x	22,7 x	n.a.
Kurs / FCF	31,6 x	-30,1 x	37,2 x	-7,9 x	-7,0 x	-5,0 x	-6,7 x
KGV	38,5 x	32,2 x	47,8 x	-29,1 x	38,8 x	30,0 x	26,4 x
P / E adj.*	38,5 x	32,2 x	47,8 x	-29,1 x	38,8 x	30,0 x	n.a.
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,9 %	4,7 %	4,9 %	0,6 %	6,4 %	9,2 %	11,1 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Auftragsbestand (€ Mio.)	51,0	75,0	90,0	100,0	120,0	120,0	120,0

GuV

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	27,0	24,1	57,9	40,3	44,3	46,7	48,1
Veränd. Umsatz yoy	-4,2 %	-10,9 %	140,6 %	-30,5 %	9,9 %	5,4 %	3,0 %
Gesamterlöse	25,4	39,5	41,1	47,2	56,3	60,7	64,9
Bestandsveränderungen	-1,6	15,5	-16,8	-5,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	12,2	12,0	14,0	16,8
Gesamterlöse	25,4	39,5	41,1	47,2	56,3	60,7	64,9
Materialaufwand	12,0	24,1	26,0	35,2	39,4	38,8	38,5
Rohhertrag	13,4	15,4	15,1	12,0	16,9	21,9	26,4
<i>Rohhertragsmarge</i>	<i>49,7 %</i>	<i>64,0 %</i>	<i>26,2 %</i>	<i>29,8 %</i>	<i>38,1 %</i>	<i>46,9 %</i>	<i>54,9 %</i>
Personalaufwendungen	3,1	3,8	5,6	6,4	7,9	7,8	8,1
Sonstige betriebliche Erträge	3,9	2,3	7,5	9,7	8,4	7,9	7,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,6	6,6	9,3	13,7	8,4	8,4	8,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,7	7,3	7,8	1,7	9,0	13,5	17,2
<i>Marge</i>	<i>24,6 %</i>	<i>30,3 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>20,3 %</i>	<i>28,9 %</i>	<i>35,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,3	2,7	3,0	4,1	5,7	8,9	10,6
EBITA	5,4	4,6	4,8	-2,4	3,3	4,6	6,6
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	1,0	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	5,4	4,6	3,8	-2,4	3,3	4,6	6,6
<i>Marge</i>	<i>19,8 %</i>	<i>19,3 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>-6,1 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>13,7 %</i>
EBIT adj.	5,4	4,6	3,8	-2,4	3,3	4,6	0,0
Zinserträge	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,4	0,8	1,0	2,1	3,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,5	0,5
EBT	6,1	4,9	3,4	-2,9	2,7	3,3	4,3
<i>Marge</i>	<i>22,7 %</i>	<i>20,4 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>-7,3 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>8,9 %</i>
Steuern gesamt	2,0	1,1	1,0	0,6	0,8	1,0	1,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,1	3,8	2,5	-3,5	1,9	2,3	3,0
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,0	3,8	2,4	-3,5	1,9	2,3	3,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,3
Jahresüberschuss	4,0	3,8	2,6	-3,5	1,9	2,4	2,7
<i>Marge</i>	<i>14,9 %</i>	<i>15,8 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>-8,8 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
EPS	0,74	0,70	0,49	-0,67	0,34	0,44	0,50
EPS adj.	0,74	0,70	0,49	-0,67	0,34	0,44	0,00

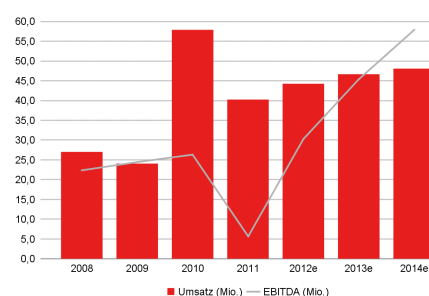
*Adjustiert um:

Guidance: Gesamtleistung EUR 58 Mio., EBIT-Marge 10%

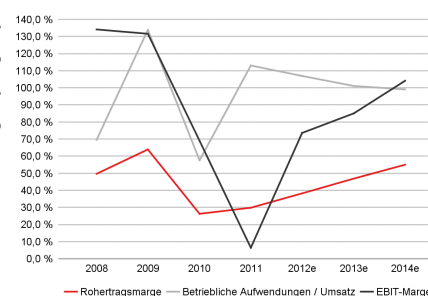
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	69,6 %	133,9 %	57,5 %	113,0 %	106,8 %	101,1 %	99,1 %
Operating Leverage	-5,7 x	1,2 x	-0,1 x	n.a.	n.a.	6,9 x	14,3 x
EBITDA / Interest expenses	158,5 x	780,7 x	17,9 x	2,1 x	9,2 x	6,5 x	5,6 x
Steuerquote (EBT)	33,1 %	22,5 %	27,8 %	-20,4 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

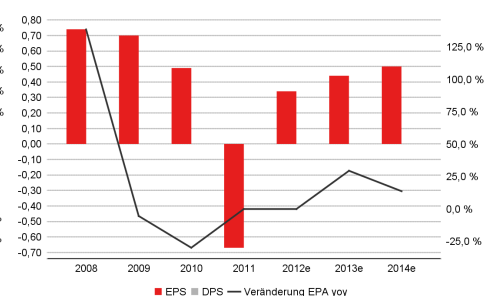
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

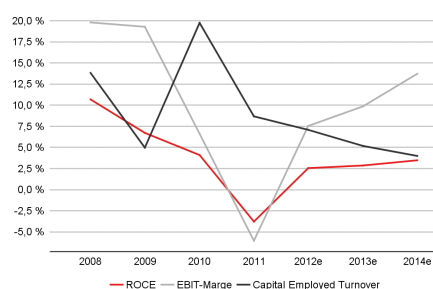
Bilanz

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	7,5	8,2	7,0	8,2	8,2	8,2
davon übrige imm. VG	0,0	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	26,8	47,2	49,2	61,3	79,5	95,2	105,5
Finanzanlagen	0,0	0,8	2,5	2,4	5,9	5,9	5,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	26,8	55,5	60,0	70,8	93,7	109,3	119,6
Vorräte	3,9	12,1	6,9	7,0	8,7	9,3	10,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,8	12,4	21,7	28,3	23,1	24,9	26,7
Liquide Mittel	12,2	6,9	4,2	3,3	6,2	11,5	15,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,0	0,7	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Umlaufvermögen	21,9	32,1	32,9	39,0	38,4	46,1	52,1
Bilanzsumme (Aktiva)	48,7	87,6	92,8	109,8	132,1	155,4	171,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	30,5	30,5	30,5	30,7	30,7	30,7	30,7
Gewinnrücklagen	6,0	19,8	26,8	24,5	26,4	28,8	31,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	42,1	55,9	63,0	60,6	62,5	64,9	67,6
Anteile Dritter	0,0	8,9	7,0	14,8	14,8	14,8	14,8
Eigenkapital	42,1	64,8	70,0	75,4	77,3	79,7	82,4
Rückstellungen gesamt	3,5	1,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,6	8,0	24,7	44,4	58,5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	3,0	3,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,9	7,4	8,1	11,7	15,4	16,6	16,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,2	13,7	11,5	12,0	12,0	12,0	12,0
Verbindlichkeiten	6,6	22,9	22,8	34,4	54,8	75,7	89,3
Bilanzsumme (Passiva)	48,7	87,6	92,8	109,8	132,1	155,4	171,7

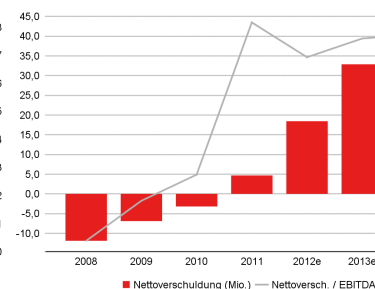
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	0,8 x	0,4 x	0,8 x	0,5 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x
Capital Employed Turnover	0,6 x	0,4 x	0,8 x	0,5 x	0,4 x	0,4 x	0,3 x
ROA	15,0 %	6,8 %	4,4 %	-5,0 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %
Kapitalverzinsung							
ROCE	10,7 %	6,7 %	4,1 %	-3,8 %	2,5 %	2,9 %	3,5 %
ROE	12,2 %	7,8 %	4,4 %	-5,7 %	3,0 %	3,8 %	4,1 %
Adj. ROE	12,2 %	7,8 %	4,4 %	-5,7 %	3,0 %	3,8 %	0,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-11,9	-6,9	-3,2	4,7	18,4	32,9	43,5
Nettofinanzverschuldung	-12,2	-6,9	-3,6	4,7	18,4	32,9	43,5
Net Gearing	-28,3 %	-10,7 %	-4,6 %	6,2 %	23,9 %	41,3 %	52,8 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-183,0 %	-95,2 %	-45,9 %	277,8 %	204,8 %	243,8 %	252,6 %
Buchwert je Aktie	7,7	10,3	11,6	11,1	11,5	11,9	12,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	7,7	8,9	10,1	9,8	10,0	10,4	10,9

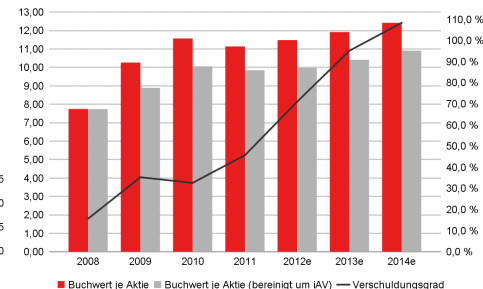
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

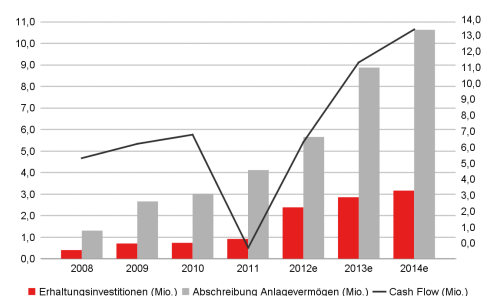
Cash flow

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,0	3,8	2,4	-3,5	1,9	2,3	3,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,3	2,7	3,0	4,1	5,7	8,9	10,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,2	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,2	0,1	-0,3
Cash Flow	5,3	6,2	6,8	-0,3	6,3	11,3	13,4
Veränderung Vorräte	-0,4	-8,2	5,3	-0,2	-1,7	-0,6	-0,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-6,6	-9,3	-6,6	5,2	-1,8	-1,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,4	4,5	0,7	3,6	3,7	1,2	-0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,4	-10,3	-3,3	-3,2	7,2	-1,2	-3,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,9	-4,1	3,4	-3,5	13,6	10,1	10,3
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	10,0	23,8	24,5	20,9
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	-3,5	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0,0	0,0	0,0	-13,8	-27,3	-24,5	-20,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,6	16,5	16,7	19,7	14,2
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	0,6	16,5	16,7	19,7	14,2
Veränderung liquide Mittel	4,9	-4,1	4,0	-0,8	2,9	5,2	3,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	24,7	8,0	11,0	3,3	6,2	11,5	15,0

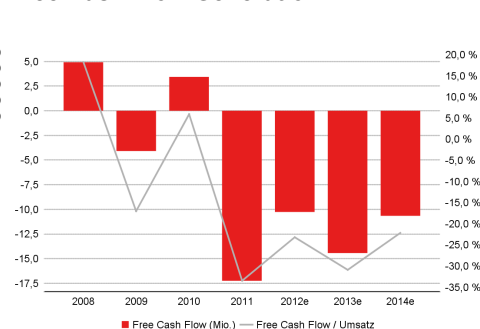
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	4,9	-4,1	3,4	-17,2	-10,3	-14,4	-10,7
Free Cash Flow / Umsatz	18,2 %	-17,0 %	5,9 %	-33,5 %	-23,2 %	-30,9 %	-22,2 %
Free Cash Flow Potential	4,2	5,5	6,1	0,6	5,8	9,6	12,8
Free Cash Flow / Umsatz	18,2 %	-17,0 %	5,9 %	-33,5 %	-23,2 %	-30,9 %	-22,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	121,9 %	-107,5 %	129,9 %	381,1 %	-550,5 %	-603,9 %	-390,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,1 %	2,6 %	3,5 %	8,0 %	6,3 %	3,4 %	2,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4723,4 %	1032,8 %	154,9 %	18,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-24,9 %	-53,9 %	-52,6 %	-43,6 %
Maint. Capex / Umsatz	1,5 %	2,9 %	1,3 %	2,3 %	5,4 %	6,1 %	6,6 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-243,6 %	-421,4 %	-276,4 %	-197,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,4 %	49,7 %	32,5 %	54,8 %	45,2 %	36,4 %	39,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	201,8 %	167,6 %	268,2 %	242,4 %	150,0 %	150,0 %	166,9 %
Vorratumschlag	3,1 x	2,0 x	3,8 x	5,0 x	4,5 x	4,2 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	78	188	137	257	191	195	203
Payables payment period (Tage)	87	112	114	121	143	156	152
Cash conversion cycle (Tage)	56	166	19	3	-20	-22	-4

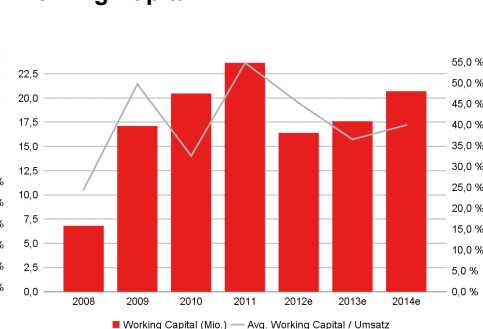
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



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 Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & 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 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, 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 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, 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 das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Daldrup & Söhne	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007830572.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	115	61
Halten	60	32
Verkaufen	9	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	65
Halten	44	29
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	154	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DALDRUP & SÖHNE] AM [01.08.2012]



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.

RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss Car Suppliers, Steel	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Räther Technology	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Deputy Head of Equity Sales	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@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
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Support	
Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---