

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 5,00** (alt: 5,00)

**Kurs** EUR 4,78  
**Bloomberg** TEG GR  
**Reuters** TEGG  
**Branche** Immobilien

**Immobilienunternehmen mit Buy, Build and Hold Strategie**



Aktien Daten: 04.01.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 167 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 763 Mio.  
**Buchwert:** EUR 173 Mio.  
**Aktienanzahl:** 34,9 Mio.

**Aktionäre:**  
Freefloat 64,0 %  
Taube Hodson Stonex LLP 13,0 %  
Investorengruppe um Dr. Ristow 7,0 %  
Asset Value Investors Ltd. 6,0 %  
IP Concept Fund Management 5,0 %  
Skagen Funds 5,0 %

**Termine:**  
Zahlen 2009 ab 01.04.2010  
Zahlen Q1 12.05.2010  
HV 25.06.2010  
Zahlen Q2 10.08.2010

	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	127	0	74,7	0	80,2	0
<b>EBIT</b>	-2,7	0	31,6	0	32,6	0
<b>EPS</b>	-0,96	0	0,09	22,2	0,10	20,0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 05.01.2010  
Analyst:  
Torsten Klingner +49 (0)40-309537-260  
klingner@ses.de  
Frank Laser +49 (0)40-309537-235  
Laser@ses.de

## Anteilerhöhung am Bau-Verein richtiger Schritt

**Thema:** TAG Immobilien hat ihren Anteil an der börsennotierten Bau-Verein zu Hamburg AG von 71% auf 91% erhöht.

Die Anteile wurden zum Großteil von zwei institutionellen Investoren und zu einem kleinen Teil über die Börse erworben.

Da der Börsenkurs des Bau-Vereins in den letzten Wochen unter EUR 3 lag, hat TAG mit Blick auf den Buchwert des Bau-Vereins i.H.v. EUR 4,04 je Aktie, der aufgrund der hohen Portfolioqualität (Wohnimmobilien insbesondere in Berlin und Hamburg) als werthaltig eingeschätzt wird, wertschaffend investiert.

**Finanzierung:** Unter der Annahme eines durchschnittlichen Erwerbspreises von ca. EUR 3 je Bau-Verein-Aktie liegt das Investitionsvolumen bei ca. EUR 14 Mio. Die Finanzierung der Anteilerhöhung dürfte TAG aufgrund...

- ...der Restrukturierung des Kreditportfolios (bessere Nutzung der Beleihungswerte),
- ...der Verkäufe von Entwicklungsgrundstücken,
- ...der Verbesserung der Cash Flows durch den Leerstandsabbau und...
- ...der Platzierung der Wandelanleihe im Dezember 2009..

...deutlich leichter als noch vor einem halben Jahr gefallen sein.

**Strategisch sinnvoller Schritt:** Durch die Anteilerhöhung ist TAG der Lösung der verbesserungswürdigen Konzernstruktur mit zwei börsennotierten Unternehmen einen Schritt näher gekommen. Das Kostensenkungspotenzial von jährlich bis zu EUR 1 Mio. (SESe, Kosten der Börsennotierung, Berichterstattung) kann aber nur bei einer vollständigen Übernahme realisiert werden.

Dagegen spricht aber die dann anfallende Grunderwerbssteuer (bei Anteil >95%), die TAG für den gesamten Immobilienbestand des Bau-Vereins bei einer vollständigen Übernahme zahlen müsste (ca. EUR 13 Mio.).

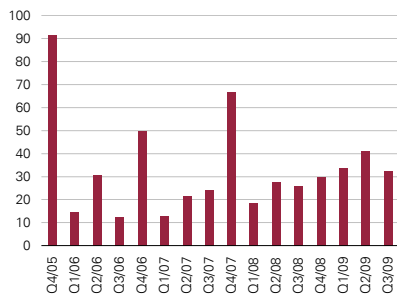
**Modellanpassung:** Die Prognosen werden etwas angehoben, da die geringeren Minorities beim Bau-Verein die Finanzierungskosten des Erwerbs überkompensieren.

### Das Rating bleibt bei Kaufen mit unverändertem Kursziel von EUR 5.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>31.12.</b> in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	154	107	125	102	127	74,7	80,2
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	26,6 %	-30,1 %	16,7 %	-18,9 %	25,0 %	-41,2 %	7,4 %
<b>Rohertrag</b>	20,8	21,6	42,5	39,7	34,5	42,9	43,8
<i>Rohertragsmarge</i>	13,6 %	20,1 %	33,9 %	39,0 %	27,2 %	57,4 %	54,6 %
<b>EBITDA</b>	-0,8	6,2	21,7	13,4	13,3	29,6	30,4
<i>EBITDA-Marge</i>	-0,5 %	5,7 %	17,4 %	13,2 %	10,5 %	39,6 %	37,9 %
<b>EBIT</b>	-13,8	17,1	49,0	-5,7	-2,7	31,6	32,6
<i>EBIT-Marge</i>	-9,0 %	15,9 %	39,1 %	-5,6 %	-2,1 %	42,3 %	40,7 %
<b>Jahresüberschuss</b>	-35,5	2,8	16,5	-30,6	-31,2	4,0	4,3
<b>EPS</b>	-4,65	0,14	0,51	-0,94	-0,96	0,11	0,12
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	2,43	-0,99	-9,78	-0,89	0,00	0,30	0,68
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	2,1 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	4,7	6,8	5,8	7,2	5,7	10,2	9,3
<b>EV/EBITDA</b>	-960,4	118,0	33,4	54,3	54,7	25,8	24,5
<b>EV/EBIT</b>	-52,8	42,5	14,8	-127,4	-270,8	24,2	22,9
<b>KGV</b>	-1,0	34,1	9,4	-5,1	-5,0	43,5	39,8
<b>ROCE</b>	-3,1 %	3,3 %	6,7 %	-0,7 %	-0,3 %	4,0 %	4,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	-0,5 %	0,1 %	1,9 %	1,4 %	1,5 %	3,0 %	3,2 %

## Entwicklung Umsatz

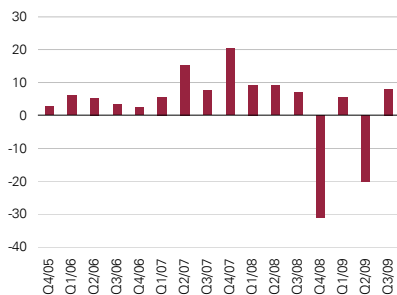
in EUR Mio.



Quelle: TAG Immobilien AG

## Entwicklung EBIT

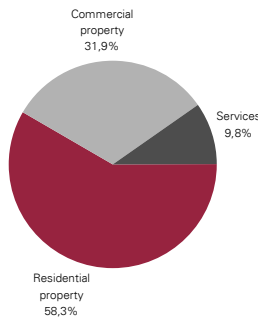
in EUR Mio.



Quelle: TAG Immobilien AG

## Umsatz nach Segmenten

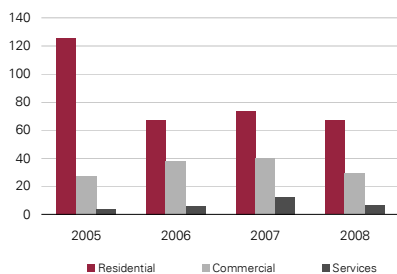
2008



Quelle: TAG Immobilien AG

## Umsatz nach Segmenten

EUR Mio.



Quelle: TAG Immobilien AG

## Unternehmenshintergrund

TAG Immobilien AG (TAG) ist ein auf den deutschen Immobilienmarkt fokussiertes und diversifiziertes Immobilienunternehmen mit einem klaren Schwerpunkt auf Metropolregionen wie z.B. Hamburg, Berlin, Leipzig und München. Als Holding hält TAG 90% an der TAG Gewerbe und 71% an dem börsennotierten „Bauverein zu Hamburg“.

Der Immobilienbestand des Unternehmens hat einen Buchwert von ca. EUR 750 Mio., der sich gleichmäßig auf Gewerbe- und Wohnimmobilien verteilt. Das Kerngeschäft des Unternehmens ist die Immobilienverwaltung.

## Wettbewerbsqualität

Mit der Fokussierung auf Wohnimmobilien in deutschen Metropolen ist TAG in einem äußerst attraktiven Markt aktiv und wird von der zu erwartenden nachhaltigen positiven Entwicklung bei den Preisen für Wohnimmobilien profitieren, die den Wert des Portfolios erhöhen sollten.

Ferner sind mehr als 70% der Gewerbeimmobilien des Unternehmens an zahlungskräftige Mieter (z.B. Siemens) mit langfristigen Verträgen vermietet, wodurch die Risiken von signifikanten Abschreibungen bei zyklischen Abwärtstrends begrenzt sind.

TAG differenziert sich von Wettbewerbern insbesondere durch...

- ...das attraktive, regional diversifizierte Immobilienportfolio
- ...ein erfahrenes Management und ein hervorragendes Netzwerk an Kontakten sowie der langjährige Track Record im deutschen Immobilienmarkt

**Gewinn- und Verlustrechnung TAG Immobilien**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>154</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>102</b>	<b>127</b>	<b>74,7</b>	<b>80,2</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>156</b>	<b>107</b>	<b>125</b>	<b>102</b>	<b>127</b>	<b>74,7</b>	<b>80,2</b>
Materialaufwand	135	85,8	82,7	61,9	92,5	31,8	36,4
<b>Rohertrag</b>	<b>20,8</b>	<b>21,6</b>	<b>42,5</b>	<b>39,7</b>	<b>34,5</b>	<b>42,9</b>	<b>43,8</b>
Personalaufwendungen	9,2	10,1	12,4	9,6	8,2	7,5	7,6
Sonstige betriebliche Erträge	6,4	6,3	8,1	5,4	5,0	4,5	4,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,9	11,5	16,5	22,1	18,0	10,3	9,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>7,5</b>	<b>11,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-18,7</b>	<b>-15,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-0,8</b>	<b>6,2</b>	<b>21,7</b>	<b>13,4</b>	<b>13,3</b>	<b>29,6</b>	<b>30,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,6	3,0	0,4	0,5	0,6	0,5
<b>EBITA</b>	<b>6,0</b>	<b>17,1</b>	<b>49,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>31,6</b>	<b>32,6</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-13,8</b>	<b>17,1</b>	<b>49,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>31,6</b>	<b>32,6</b>
Zinserträge	1,0	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	18,4	13,1	19,1	27,9	25,0	25,5	26,6
Finanzergebnis	-18,5	-10,7	-20,0	-36,4	-25,0	-25,3	-26,1
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-32,3</b>	<b>6,4</b>	<b>29,0</b>	<b>-42,1</b>	<b>-27,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-32,3</b>	<b>6,4</b>	<b>29,0</b>	<b>-42,1</b>	<b>-27,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>
Steuern gesamt	3,1	1,5	10,3	-10,1	5,5	1,6	1,6
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-35,4</b>	<b>4,9</b>	<b>18,7</b>	<b>-32,0</b>	<b>-33,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,6	-4,4	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-35,4</b>	<b>4,9</b>	<b>19,3</b>	<b>-36,4</b>	<b>-33,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Minority interest	0,1	2,1	2,8	-5,8	-2,0	0,7	0,5
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-35,5</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>-30,6</b>	<b>-31,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>

Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung TAG Immobilien**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierte Eigenleistungen	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>101,4 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	87,8 %	79,9 %	66,1 %	61,0 %	72,8 %	42,6 %	45,4 %
<b>Rohertrag</b>	<b>13,6 %</b>	<b>20,1 %</b>	<b>33,9 %</b>	<b>39,0 %</b>	<b>27,2 %</b>	<b>57,4 %</b>	<b>54,6 %</b>
Personalaufwendungen	6,0 %	9,5 %	9,9 %	9,4 %	6,5 %	10,0 %	9,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,2 %	5,9 %	6,5 %	5,3 %	3,9 %	6,0 %	5,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12,3 %	10,8 %	13,2 %	21,8 %	14,2 %	13,8 %	12,2 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>4,9 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>24,2 %</b>	<b>-18,4 %</b>	<b>-12,2 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>3,4 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-0,5 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>13,2 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>39,6 %</b>	<b>37,9 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5 %	0,6 %	2,4 %	0,4 %	0,4 %	0,8 %	0,6 %
<b>EBITA</b>	<b>3,9 %</b>	<b>16,0 %</b>	<b>39,2 %</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-2,1 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>40,7 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	12,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>39,1 %</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-2,1 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>40,7 %</b>
Zinserträge	0,7 %	2,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	12,0 %	12,2 %	15,3 %	27,5 %	19,7 %	34,1 %	33,2 %
Finanzergebnis	-12,0 %	-9,9 %	-16,0 %	-35,8 %	-19,7 %	-33,9 %	-32,6 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-21,0 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>23,1 %</b>	<b>-41,4 %</b>	<b>-21,8 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>8,1 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>-21,0 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>23,1 %</b>	<b>-41,4 %</b>	<b>-21,8 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>8,1 %</b>
Steuern gesamt	2,0 %	1,4 %	8,2 %	-9,9 %	4,3 %	2,1 %	2,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-23,0 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>-31,5 %</b>	<b>-26,1 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,0 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,4 %	-4,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-23,0 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>15,4 %</b>	<b>-35,8 %</b>	<b>-26,1 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,0 %</b>
Minority interest	0,1 %	1,9 %	2,3 %	-5,7 %	-1,6 %	0,9 %	0,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-23,1 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>13,1 %</b>	<b>-30,1 %</b>	<b>-24,6 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,4 %</b>

Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz TAG Immobilien**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	124	177	559	621	605	672	673
Finanzanlagen	6,2	6,0	5,4	10,0	0,8	0,8	0,8
<b>Anlagevermögen</b>	<b>130</b>	<b>183</b>	<b>564</b>	<b>631</b>	<b>606</b>	<b>673</b>	<b>674</b>
Vorräte	256	344	216	177	165	155	145
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	67,9	37,3	65,7	5,4	5,4	5,4	5,4
Sonstige Vermögensgegenstände	12,9	15,2	26,9	19,8	14,0	14,0	14,0
Liquide Mittel	15,7	113	14,1	5,9	5,7	4,8	4,9
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>352</b>	<b>510</b>	<b>322</b>	<b>208</b>	<b>190</b>	<b>179</b>	<b>169</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>483</b>	<b>693</b>	<b>887</b>	<b>839</b>	<b>796</b>	<b>852</b>	<b>844</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	10,0	32,6	32,6	32,6	32,6	35,0	35,0
Kapitalrücklage	76,7	220	220	220	220	230	230
Gewinnrücklagen	6,7	0,4	-0,2	-10,3	-66,1	-64,0	-55,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-11,2	3,6	20,0	-13,8	-13,0	4,0	4,3
Buchwert	82,2	256	272	228	173	205	215
Anteile Dritter	8,0	31,7	34,5	26,1	23,6	23,6	23,6
<b>Eigenkapital</b>	<b>90,2</b>	<b>288</b>	<b>307</b>	<b>254</b>	<b>197</b>	<b>229</b>	<b>238</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,3	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Rückstellungen gesamt	18,2	14,5	24,1	14,9	21,3	12,3	12,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	326	309	513	538	542	576	558
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,0	72,4	20,2	8,6	8,0	7,0	7,0
Sonstige Verbindlichkeiten	30,7	8,7	22,9	23,5	28,0	28,0	28,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>392</b>	<b>405</b>	<b>580</b>	<b>585</b>	<b>599</b>	<b>623</b>	<b>605</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>483</b>	<b>693</b>	<b>887</b>	<b>839</b>	<b>796</b>	<b>852</b>	<b>844</b>

Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz TAG Immobilien**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	25,7 %	25,5 %	63,0 %	74,0 %	76,0 %	78,9 %	79,8 %
Finanzanlagen	1,3 %	0,9 %	0,6 %	1,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>27,0 %</b>	<b>26,4 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>75,2 %</b>	<b>76,1 %</b>	<b>79,0 %</b>	<b>79,9 %</b>
Vorräte	53,0 %	49,7 %	24,3 %	21,1 %	20,7 %	18,2 %	17,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1 %	5,4 %	7,4 %	0,6 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	2,7 %	2,2 %	3,0 %	2,4 %	1,8 %	1,6 %	1,7 %
Liquide Mittel	3,3 %	16,3 %	1,6 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>73,0 %</b>	<b>73,6 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>23,9 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>20,1 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,1 %	4,7 %	3,7 %	3,9 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %
Kapitalrücklage	15,9 %	31,7 %	24,8 %	26,2 %	27,6 %	27,0 %	27,3 %
Gewinnrücklagen	1,4 %	0,1 %	0,0 %	-1,2 %	-8,3 %	-7,5 %	-6,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-2,3 %	0,5 %	2,3 %	-1,6 %	-1,6 %	0,5 %	0,5 %
Buchwert	17,0 %	37,0 %	30,7 %	27,2 %	21,7 %	24,1 %	25,5 %
Anteile Dritter	1,7 %	4,6 %	3,9 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,8 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>18,7 %</b>	<b>41,6 %</b>	<b>34,6 %</b>	<b>30,3 %</b>	<b>24,7 %</b>	<b>26,9 %</b>	<b>28,2 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	3,8 %	2,1 %	2,7 %	1,8 %	2,7 %	1,4 %	1,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	67,6 %	44,6 %	57,9 %	64,1 %	68,1 %	67,6 %	66,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,5 %	10,5 %	2,3 %	1,0 %	1,0 %	0,8 %	0,8 %
Sonstige Verbindlichkeiten	6,4 %	1,3 %	2,6 %	2,8 %	3,5 %	3,3 %	3,3 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>81,3 %</b>	<b>58,4 %</b>	<b>65,4 %</b>	<b>69,7 %</b>	<b>75,3 %</b>	<b>73,1 %</b>	<b>71,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung TAG Immobilien**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-35,5	2,8	16,5	-36,4	-33,2	4,7	4,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,6	3,0	17,9	15,0	3,2	3,2
Amortisation Goodwill	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	4,1	-3,7	9,6	-10,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,4	-10,9	-25,6	-3,2	5,5	5,0	5,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-8,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-32,2</b>	<b>-12,7</b>	<b>12,9</b>	<b>13,0</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	11,0	12,2	10,0	10,0
Veränderung Forderungen aus L+L	47,9	-83,1	-27,1	72,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-19,2	78,5	-45,4	-14,0	-0,6	-1,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	-1,1	2,0	3,0	2,0
Veränderung Working Capital	28,7	-4,6	-72,5	68,2	13,6	12,0	12,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>20,2</b>	<b>-15,7</b>	<b>-69,1</b>	<b>36,0</b>	<b>0,9</b>	<b>24,9</b>	<b>25,0</b>
CAPEX	-1,7	-4,0	-249	-64,9	-1,0	-14,6	-1,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-17,3	-0,4	0,0	-4,0	-58,4	-5,6
Finanzanlageninvestitionen	-3,4	-6,7	-0,3	-1,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	5,1	8,1	13,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>-19,8</b>	<b>-236</b>	<b>-66,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-73,0</b>	<b>-7,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-29,2	-34,9	193	25,1	3,9	34,0	-18,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	26,8	172	0,1	0,0	0,0	13,2	0,0
Sonstiges	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,0</b>	<b>137</b>	<b>193</b>	<b>21,8</b>	<b>3,9</b>	<b>47,2</b>	<b>-18,0</b>
Veränderung liquide Mittel	19,2	102	-113	-8,1	-0,2	-0,9	0,0
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>24,0</b>	<b>125</b>	<b>12,0</b>	<b>3,8</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>

Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen TAG Immobilien

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	101,9 %	94,3 %	82,6 %	86,8 %	89,5 %	60,4 %	62,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	1.096.779	670.838	851.973	875.862	1.209.276	711.429	763.810
EBITDA je Mitarbeiter	-5.407	38.513	147.912	115.474	126.752	281.581	289.638
EBIT-Marge	-9,0 %	15,9 %	39,1 %	-5,6 %	-2,1 %	42,3 %	40,7 %
EBITDA / Operating Assets	-0,2 %	1,3 %	2,7 %	1,7 %	1,7 %	3,6 %	3,7 %
ROA	-27,2 %	1,6 %	2,9 %	-4,8 %	-5,1 %	0,6 %	0,6 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	1,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Operating Assets Turnover	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Capital Employed Turnover	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	-3,1 %	3,3 %	6,7 %	-0,7 %	-0,3 %	4,0 %	4,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-0,2 %	1,2 %	3,0 %	1,6 %	1,7 %	3,7 %	3,7 %
ROE	-39,3 %	1,0 %	5,4 %	-12,0 %	-15,9 %	1,8 %	1,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-37,1 %	1,5 %	5,5 %	-10,9 %	-13,8 %	1,9 %	1,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-37,0 %	2,6 %	6,3 %	-11,4 %	-14,7 %	2,2 %	2,1 %
ROIC	-8,1 %	0,8 %	2,2 %	-4,0 %	-4,4 %	0,6 %	0,6 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	311	196	499	532	536	571	553
Net Gearing	344,1 %	68,0 %	162,7 %	209,4 %	272,7 %	249,4 %	232,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	27,7 %	93,3 %	59,8 %	47,2 %	36,3 %	39,8 %	42,7 %
Current ratio	1,2	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
Acid Test Ratio	0,3	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITDA / Zinsaufwand	0,0	0,5	1,1	0,5	0,5	1,2	1,1
Netto Zinsdeckung	n.a.	1,6	2,6	n.a.	n.a.	1,2	1,2
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	18,5	-19,7	-318	-28,9	-0,1	10,3	23,6
Free Cash Flow / Umsatz	12,1 %	-18,4 %	-254,2 %	-28,4 %	-0,1 %	13,8 %	29,5 %
Adj. Free Cash Flow	-3,5	0,4	14,1	10,0	10,7	23,1	24,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-14,7 %	-10,4 %	-10,3 %	-9,0 %	-17,2 %	-4,4 %	-4,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-52,2 %	-693,2 %	-1935,1 %	94,3 %	0,3 %	257,2 %	544,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	9,8 %	4,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,4 %	4,1 %	4,6 %	5,3 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	17,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	3,3 %	9,9 %	199,3 %	65,0 %	0,8 %	19,5 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	1,7 %	3,4 %	4,3 %	4,7 %	3,6 %	7,8 %	7,1 %
CAPEX / Abschreibungen	24,8 %	1717,9 %	8293,4 %	368,7 %	6,7 %	455,3 %	43,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	217,2 %	286,7 %	227,6 %	214,1 %	132,5 %	211,4 %	185,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	400,4 %	51,5 %	325,7 %	62,8 %	67,5 %	77,1 %	77,1 %
Inventory processing period (Tage)	608	1.170	628	637	374	321	262
Receivables collection period (Tage)	161	127	191	19,4	110	105	100
Payables payment period (Tage)	40,3	246	58,8	30,9	23,0	34,2	31,9
Cash conversion cycle (Tage)	729	1.050	761	625	461	392	330
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	2,1 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,8	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7
EV/sales	4,7	6,8	5,8	7,2	5,7	10,2	9,3
EV/EBITDA	-960,4	118,0	33,4	54,3	54,7	25,8	24,5
EV/EBIT	-52,8	42,5	14,8	-127,4	-270,8	24,2	22,9
EV/FCF	39,3	-36,9	-2,3	-25,2	-8006,7	74,0	31,5
P/E	-1,0	34,1	9,4	-5,1	-5,0	43,5	39,8
P/CF	neg.	neg.	48,2	neg.	neg.	12,9	12,8
Adj. Free Cash Flow Yield	-1,2 %	-1,5 %	0,5 %	-4,4 %	-1,7 %	1,7 %	1,8 %

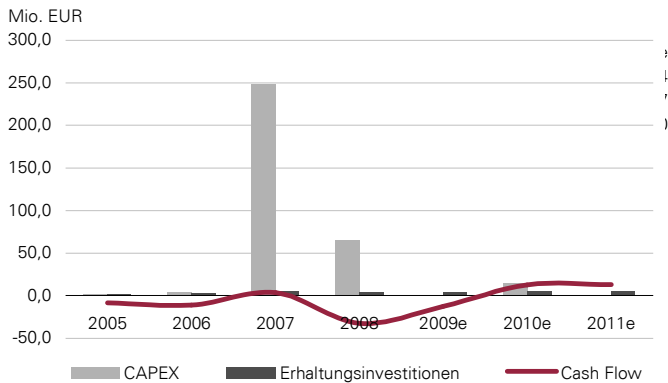
Quellen: TAG Immobilien (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Fairer Wert TAG

	Bewertung Renditeigenschaften zu Mietmultiplikator						
	13,0	14,0	15,0	<b>15,5</b>	16,0	17,0	18,0
Fairer Wert je Aktie (EUR)	2,04	3,52	4,55	<b>5,00</b>	5,55	17,94	7,32

Quelle: SES Research

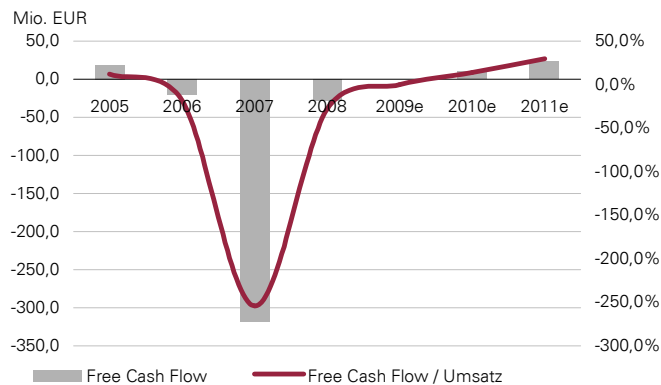
### Investitionen und Cash Flow - TAG Immobilien AG



Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Winterhudeverkauf treibt CF in 2007
- kostenintensive Holdingstruktur beeinträchtigt CF
- stetige Investitionen in den Immobilienbestand

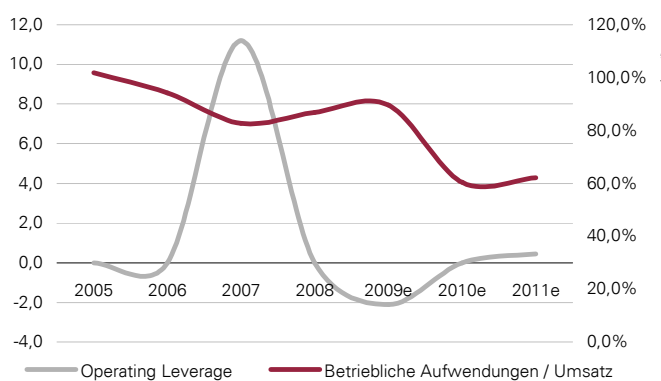
### Free Cash Flow Generation - TAG Immobilien AG



Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Immobilienkäufe/-verkäufe verzerrten FCF
- nach Kapitalerhöhung Bestandsaufbau 2006/07

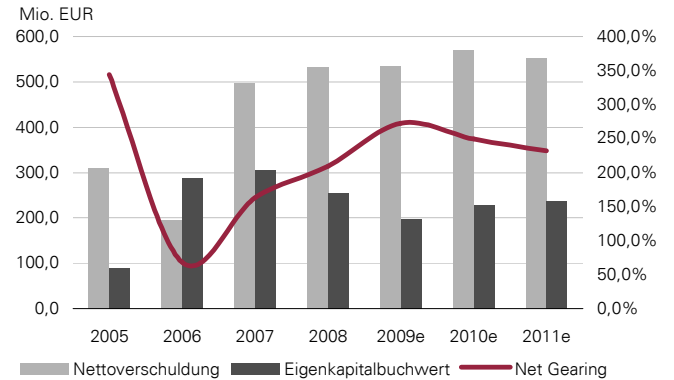
### Operating Leverage - TAG Immobilien AG



Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- OL durch Bestandsaufbau verzerrt
- OL wenig aussagekräftig da vor Zinsen

### Bilanzqualität - TAG Immobilien AG



Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Abbau der Verschuldung durch Immobilienverkäufe
- EK schwankt mit Immobilienwertentwicklung
- kein immaterielles Vermögen

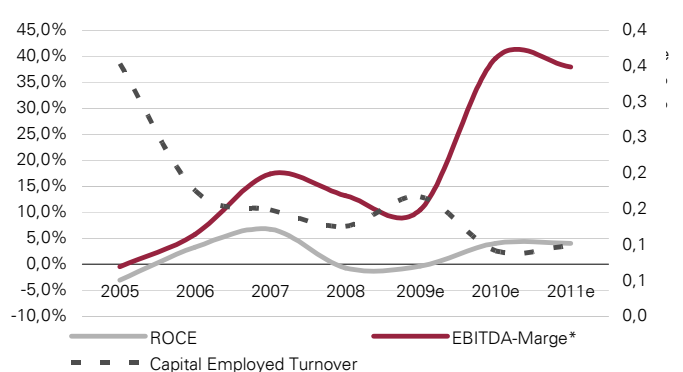
### Working Capital - TAG Immobilien AG



Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- zum Großteil Wohnimmobilien im WC
- ...diese werden kleinteilig abverkauft

### ROCE Entwicklung - TAG Immobilien AG



\* bereinigt um Erträge aus Immobilienbewertung

Quellen: TAG Immobilien AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- EBITDA-Marge verbesserungsbedürftig
- zu hohe Strukturkosten und unterdurchschnittliche Mietmarge beeinträchtigen Profitabilität

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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.

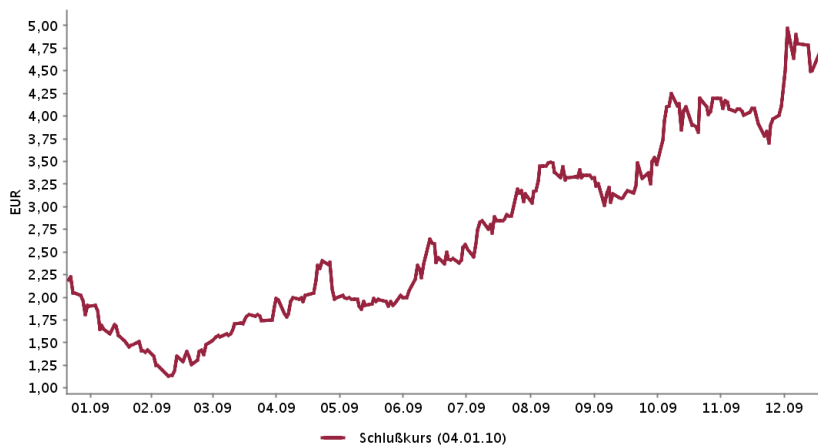
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	60	29%
Verkaufen	18	9%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>204</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	78	61%
Halten	34	27%
Verkaufen	5	4%
Empf. ausgesetzt	11	9%
<b>Gesamt</b>	<b>128</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
TAG Immobilien AG am 05.01.10**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
 Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

## Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de		

## M.M. Warburg &amp; CO KGaA

M.M. Warburg &amp; CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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


**M. M. WARBURG & CO**  
 1798

## Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Wibke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com		