

Buy EUR 12,30 (EUR 11,20) Kurs EUR 11,00 Upside 11,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 12,30 FCF-Value Potential 15e: 14,00	Aktien Daten: Bloomberg: I3M GR Reuters: I3MG ISIN: DE000A0BLCV5	Beschreibung: Beschichtung von Oberflächen mit eigenen Verfahren für industrielle Kunden
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 90,0 Aktienanzahl (Mio.): 8,2 EV: 129,7 Freefloat MC: 48,2 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 51,92	Aktionäre: Freefloat: 53,6 % Claassen Holding: 23,4 % Müller & Sohn AG: 23,0 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,4 KBV: 1,6 x EK-Quote: 42 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,6 x Net Debt / EBITDA: 2,8 x

Starkes EBITDA in Q1

Berichtete Kennzahlen Q1/2014:								Kommentar zu den Kennzahlen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q1 14	Q1 14e	Q1 13	yoy	14e	13	yoy	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzanstieg um 17% im Vergleich zu Q1 2013 getrieben durch organisches Wachstum von rund 6% (WRe) und der Konsolidierung von Akquisitionen (WRe rund EUR 3 Mio.) Höhere Auslastung führt zu starker EBITDA-Marge von knapp 18% Nur leichtes Übertreffen der EBIT-Prognosen aufgrund deutlich gestiegener Abschreibungen 		
Umsatz	33,6	32,8	28,8	17 %	136,0	n.a.	n.a.			
EBITDA	6,0	5,1	3,2	86 %	22,1	n.a.	n.a.			
Marge	17,7 %	15,5 %	11,1 %		16,2 %	n.a.	n.a.			
EBIT	2,9	2,7	1,0	187 %	10,2	n.a.	n.a.			
Marge	8,7 %	8,2 %	3,5 %		7,5 %	n.a.	n.a.			
EPS	0,20	0,18	0,04	400 %	0,65	n.a.	n.a.			

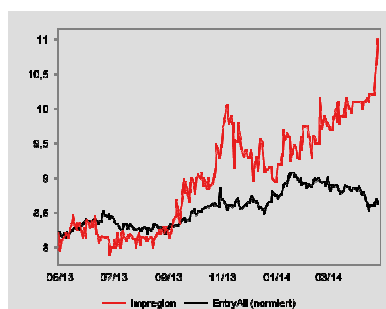
Impreglon veröffentlichte **starke Q1-Ergebnisse**. Der Umsatzanstieg resultierte in einer beeindruckenden EBITDA-Marge von knapp 18%, womit die Prognose um rund 2 Pp oder EUR 1 Mio. überschritten wurde, was in erster Linie auf die bessere Kapazitätsauslastung zurückzuführen ist. Auf EBIT-Ebene wurden die Erwartungen mit EUR 0,2 Mio. nur leicht übertroffen. Dies ist auf einen Anstieg der Abschreibungen von EUR 2,3 Mio. in Q4 auf rund EUR 3 Mio. in Q1 zurückzuführen. Dies reflektiert im Wesentlichen eine erhöhte Investitionstätigkeit, so werden bspw. an den Standorten in Houston und in Australien Werkerweiterungen mit neuen Produktionsgebäuden vorgenommen. Dennoch kommt der Anstieg in dieser Größenordnung unerwartet. PPA-Effekte aus den Akquisitionen in 2013 können auch eine kleinere Rolle gespielt haben.

Impreglon hat die **Guidance für 2014 unverändert belassen** (Umsatz EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio.). Zwar dürfte die Umsatzguidance bereits die Realisierung einiger Akquisitionen beinhalten, diese tragen typischerweise in den ersten Quartalen nach Konsolidierung jedoch kaum zum Ergebnis bei, was die Ergebnisqualität etwas verwässert. Das starke erste Quartal unterstützt unsere **Erwartung, dass Impreglon die EBITDA-Guidance im Gesamtjahr übertreffen wird**.

Die starke operative Entwicklung führt zu einer Anhebung der EBITDA-Prognosen. Allerdings wird die EBIT-Erwartung aufgrund der erhöhten Abschreibungen reduziert. Wir gehen derzeit davon aus, dass Abschreibungen in Höhe von nun EUR 12 Mio. p.a. (nach ca. EUR 9 Mio. in 2013) um rund EUR 3-4 Mio. über den Erhaltungsinvestitionen liegen womit unterhalb des EBITDA noch nicht das Ergebnispotenzial zum Vorschein kommt.

Die höheren EBITDA-Prognosen führen zu einem **Kursziel von EUR 12,30**. Der **FCF Value 2015 indiziert weiteres Aufwärtspotenzial (EUR 14)**.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:		
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzerwartung nach gutem Q1 leicht erhöht EBITDA-Prognosen nach starker Ergebnisentwicklung in Q1 angehoben EBIT-Prognosen aufgrund signifikant erhöhter Abschreibungen reduziert Der Geschäftsbericht 2013 wird im Mai veröffentlicht 		
Umsatz	119,0	0,0 %	135,2	0,6 %	141,3	1,5 %			
EBITDA	15,3	0,0 %	20,7	6,4 %	22,8	7,1 %			
EBIT	6,5	0,0 %	11,1	-8,0 %	13,1	-6,8 %			
EPS	0,32	0,0 %	0,73	-11,0 %	0,90	-8,9 %			

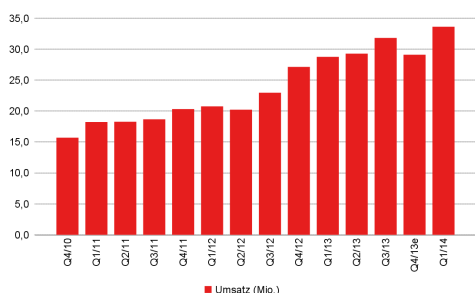


Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	11,4 %
6 Monate:	17,7 %
Jahresverlauf:	24,2 %
Letzte 12 Monate:	29,5 %

Unternehmenstermine:	
30.04.14	Q1
15.05.14	FY 2013
23.06.14	HV
10.08.14	Q2

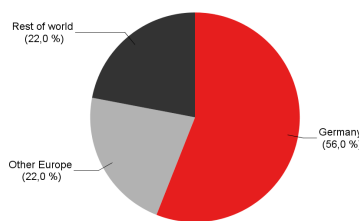
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	16,3 %	37,2	55,2	75,5	91,1	119,0	136,0	143,4
Veränd. Umsatz yoy		-19,7 %	48,3 %	36,8 %	20,7 %	30,6 %	14,3 %	5,5 %
Rohertragsmarge		74,8 %	74,0 %	74,6 %	70,5 %	70,6 %	71,5 %	71,8 %
EBITDA	25,2 %	3,9	9,8	12,4	12,4	15,3	22,1	24,4
Marge		10,4 %	17,7 %	16,5 %	13,6 %	12,9 %	16,2 %	17,0 %
EBIT	29,9 %	-1,0	4,6	6,0	5,6	6,5	10,2	12,3
Marge		-2,6 %	8,3 %	8,0 %	6,1 %	5,4 %	7,5 %	8,5 %
Nettoergebnis	111,1 %	-3,0	2,0	3,3	0,7	2,6	5,3	6,7
EPS	108,9 %	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,32	0,65	0,82
EPS adj.	108,9 %	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,32	0,65	0,82
DPS		0,00	0,12	0,20	0,00	0,13	0,15	0,15
Dividendenrendite		0,0 %	1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %
FCFPS		-0,03	-0,11	-0,50	-0,66	0,25	0,67	1,08
EV / Umsatz		1,7 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
EV / EBITDA		16,2 x	6,5 x	7,2 x	8,5 x	8,7 x	5,9 x	5,0 x
EV / EBIT		n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	20,5 x	12,7 x	10,0 x
KGV		n.a.	24,0 x	21,1 x	96,0 x	34,4 x	16,9 x	13,4 x
KGV ber.		n.a.	24,0 x	21,1 x	96,0 x	34,4 x	16,9 x	13,4 x
FCF Yield Potential		-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	6,2 %	9,1 %	10,6 %
Nettoverschuldung		18,3	15,6	20,5	36,2	42,5	39,7	32,0
ROE		-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	4,8 %	9,2 %	10,7 %
ROCE (NOPAT)		-2,4 %	5,3 %	6,7 %	2,9 %	4,8 %	7,2 %	8,7 %
Guidance:		2014: Umsatz ca. EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



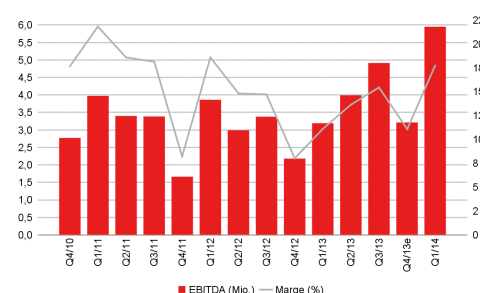
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

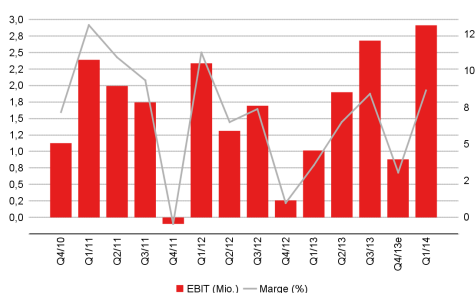
Unternehmenshintergrund

- Impreglon fokussiert sich auf die Beschichtung von Oberflächen. Dabei werden meist metallische Bauteile mit unterschiedlichen Verfahren und Materialien wie Hartmetall, Keramik, Teflon oder Zink beschichtet.
- Das Ziel der Beschichtung ist immer, das entsprechende Teil mit einer gewünschten Eigenschaft wie z.B. Traktion, Gleifähigkeit oder Korrosionsschutz zu versehen.
- Der für Impreglon relevante Markt für Oberflächenbeschichtungen konnte in den vergangenen Jahren ein durchschnittliches Marktwachstum von ca. 6-7% jährlich aufweisen.
- Dies resultiert daraus, dass beschichtete Bauteile häufig schwerere, teurere und von den Eigenschaften unterlegene Bauteile ersetzen bzw. umweltbelastende Verfahren ersetzen und so weiter an Bedeutung gewinnen werden.
- Um die Wettbewerbsposition und die überregionale Aufstellung zu stärken, hat Impreglon in den letzten Jahren mehrere Akquisitionen getätigt. Mehrfach konnte Impreglon diese wertschaffend realisieren und gut integrieren.

Wettbewerbsqualität

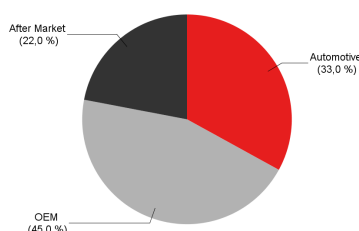
- 90% der Umsätze des Unternehmens fokussieren sich auf kundenspezifische Beschichtungslösungen und liegen somit außerhalb des preissensitiven Volumengeschäfts.
- Aufgrund des ohnehin stark fragmentierten Marktes der Beschichtungsdienstleistungen ist die Wettbewerbsstruktur daher überwiegend von kleineren Unternehmen geprägt.
- Die resultierende moderate Wettbewerbsintensität ist vor allem ein Ergebnis von Impreglon's Fokus auf eigene Beschichtungssysteme abseits des preissensitiven Volumengeschäfts und lokal geprägten Wettbewerbsstrukturen.
- Von den meist kleineren Wettbewerbern differenziert sich Impreglon durch die überlegene Kompetenz auf Basis einer Vielzahl von Beschichtungsverfahren und die Finanzkraft für die technologische und regionale Expansion
- Eine wesentliche Markteintrittsbarriere stellen die etablierten Kundenbeziehungen dar. Die Beschichtungsqualität determiniert die Funktionsfähigkeit und Zuverlässigkeit bei den Endkunden.

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



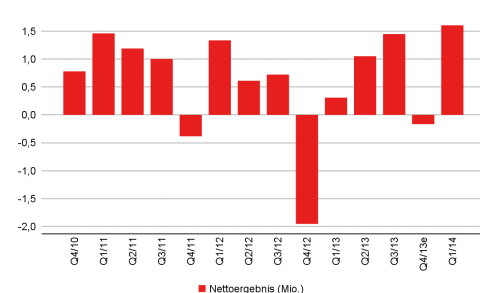
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	119,0	136,0	143,4	149,9	156,6	163,7	171,1	178,8	185,9	191,5	195,3	199,2	203,2	
Umsatzwachstum	30,6 %	14,3 %	5,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	6,5	10,2	12,3	14,2	14,9	15,6	16,3	17,0	17,7	18,2	18,6	18,9	19,3	
EBIT-Marge	5,4 %	7,5 %	8,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	
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	4,5	7,2	8,6	10,0	10,4	10,9	11,4	11,9	12,4	12,7	13,0	13,2	13,5	
Abschreibungen	8,8	11,8	12,1	10,8	11,0	11,1	11,1	11,6	12,1	12,4	12,7	12,9	13,2	
Abschreibungsquote	7,4 %	8,7 %	8,5 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
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	1,8	2,1	0,9	1,3	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	
- Investitionen	7,7	9,7	9,2	12,1	12,3	12,5	12,5	13,0	13,4	13,4	13,3	13,6	13,9	
Investitionsquote	6,5 %	7,1 %	6,4 %	8,1 %	7,8 %	7,6 %	7,3 %	7,3 %	7,2 %	7,0 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	3,9	7,2	10,6	7,4	8,3	8,7	9,1	9,6	10,2	11,1	11,9	12,1	12,4	13
Barwert FCF	4,1	6,9	9,3	6,0	6,2	6,0	5,8	5,6	5,5	5,5	5,4	5,1	4,8	74
Anteil der Barwerte	13,50 %			37,10 %										49,40 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,35
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,55
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,75
		Sonstiges	1,00
WACC	8,58 %	Beta	1,37

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	76		
Terminal Value	74		
Zinstr. Verbindlichkeiten	39		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	9,6
Eigenkapitalwert	118	Wert je Aktie (EUR)	12,33

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,61	9,6 %	9,72	9,89	10,07	10,27	10,47	10,69	10,93	1,61	9,6 %	7,78	8,61	9,44	10,27	11,09	11,92	12,75
1,49	9,1 %	10,57	10,77	10,99	11,22	11,47	11,74	12,03	1,49	9,1 %	8,57	9,45	10,34	11,22	12,11	12,99	13,87
1,43	8,8 %	11,04	11,26	11,50	11,75	12,03	12,33	12,65	1,43	8,8 %	9,01	9,92	10,84	11,75	12,67	13,58	14,50
1,37	8,6 %	11,54	11,78	12,04	12,33	12,63	12,96	13,32	1,37	8,6 %	9,48	10,43	11,38	12,33	13,27	14,22	15,17
1,31	8,3 %	12,07	12,34	12,63	12,94	13,28	13,65	14,05	1,31	8,3 %	9,99	10,98	11,96	12,94	13,93	14,91	15,90
1,25	8,1 %	12,65	12,95	13,27	13,61	13,99	14,40	14,85	1,25	8,1 %	10,55	11,57	12,59	13,61	14,64	15,66	16,68
1,13	7,6 %	13,94	14,30	14,70	15,14	15,61	16,13	16,71	1,13	7,6 %	11,80	12,92	14,03	15,14	16,25	17,36	18,47

- Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt, Verwässerungseffekt ca. EUR 0,60 je Aktie
- Nachhaltige EBITDA-Marge von gut 15% unterstellt

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.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,0	1,9	3,3	0,8	2,6	5,4	6,8	
+ Abschreibung + Amortisation	4,8	5,2	6,4	6,8	8,8	11,8	12,1	
- Zinsergebnis (netto)	-1,5	-1,4	-1,5	-3,8	-2,7	-2,5	-2,5	
- Erhaltungsinvestitionen	3,5	3,5	4,0	4,8	6,0	8,0	8,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	-0,2	5,1	7,2	6,6	8,2	11,8	13,0	
Free Cash Flow Yield Potential	-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	6,2 %	9,1 %	10,6 %	
WACC	8,58 %	8,58 %	8,58 %	8,58 %	8,58 %	8,58 %	8,58 %	
= Enterprise Value (EV)	62,5	63,6	89,8	105,7	132,5	129,7	122,0	
= Fair Enterprise Value	n.a.	59,3	83,4	77,2	95,4	137,0	151,0	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	32,8	32,8	32,8	32,8	39,1	21,3	13,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	
- 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	n.a.	23,1	47,2	41,0	52,8	112,4	134,0	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	2,83	5,77	5,01	6,46	13,73	16,38	
Premium (-) / Discount (+) in %					-41,3 %	24,9 %	48,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	11,58 %	n.a.	0,95	3,13	2,57	3,44	8,01	9,88
	10,58 %	n.a.	1,46	3,84	3,23	4,25	9,01	10,98
	9,58 %	n.a.	2,07	4,71	4,03	5,24	10,21	12,32
WACC	8,58 %	n.a.	2,83	5,77	5,01	6,46	11,71	13,96
	7,58 %	n.a.	3,79	7,11	6,26	8,00	13,59	16,04
	6,58 %	n.a.	5,03	8,87	7,88	10,00	16,05	18,74
	5,58 %	n.a.	6,73	11,25	10,09	12,73	19,38	22,42

- Deutliches Ergebniswachstum in den kommenden Jahren führt zu höheren Wertindikationen des FCF-Value-Modells
- Vollständige Wandlung der Wandelanleihe unterstellt

Wertermittlung

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	1,5 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,36	5,30	4,88	4,53	4,83	5,32	6,16
EV / Umsatz	1,7 x	1,2 x	1,2 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
EV / EBITDA	16,2 x	6,5 x	7,2 x	8,5 x	8,7 x	5,9 x	5,0 x
EV / EBIT	n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	20,5 x	12,7 x	10,0 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	13,9 x	14,9 x	18,9 x	20,5 x	12,7 x	10,0 x
Kurs / FCF	35,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	51,9 x	19,4 x	11,9 x
KGV	n.a.	24,0 x	21,1 x	96,0 x	34,4 x	16,9 x	13,4 x
KGV ber.*	n.a.	24,0 x	21,1 x	96,0 x	34,4 x	16,9 x	13,4 x
Dividendenrendite	0,0 %	1,5 %	2,2 %	0,0 %	1,2 %	1,4 %	1,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	-0,3 %	8,0 %	8,0 %	6,3 %	6,2 %	9,1 %	10,6 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	37,2	55,2	75,5	91,1	119,0	136,0	143,4
Veränd. Umsatz yoy	-19,7 %	48,3 %	36,8 %	20,7 %	30,6 %	14,3 %	5,5 %
Bestandsveränderungen	-0,3	0,0	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	36,9	55,2	75,9	90,6	119,0	136,0	143,4
Materialaufwand	9,1	14,4	19,6	26,3	35,0	38,8	40,5
Bruttoergebnis	37,2	55,2	75,5	91,1	119,0	136,0	143,4
Rohtragsmarge	74,8 %	74,0 %	74,6 %	70,5 %	70,6 %	71,5 %	71,8 %
Personalaufwendungen	14,4	20,1	28,9	35,2	45,3	49,1	51,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	1,2	1,0	2,2	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,0	12,1	16,0	18,7	24,4	27,1	28,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	3,9	9,8	12,4	12,4	15,3	22,1	24,4
Marge	10,4 %	17,7 %	16,5 %	13,6 %	12,9 %	16,2 %	17,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,7	4,0	5,1	5,8	8,2	10,5	10,7
EBITA	0,2	5,8	7,3	6,6	7,1	11,6	13,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,3	1,0	0,6	1,4	1,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,0	4,6	6,0	5,6	6,5	10,2	12,3
Marge	-2,6 %	8,3 %	8,0 %	6,1 %	5,4 %	7,5 %	8,5 %
EBIT adj.	-1,0	4,6	6,0	5,6	6,5	10,2	12,3
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,6	1,6	1,6	2,4	2,5	2,5	2,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	-1,5	-0,2	0,0	0,0
EBT	-2,5	3,1	4,5	1,8	3,8	7,7	9,8
Marge	-6,7 %	5,7 %	6,0 %	2,0 %	3,2 %	5,7 %	6,8 %
Steuern gesamt	0,5	1,2	1,3	1,0	1,1	2,3	2,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,0	1,9	3,3	0,8	2,6	5,4	6,8
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,0	1,9	3,3	0,8	2,6	5,4	6,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Nettoergebnis	-3,0	2,0	3,3	0,7	2,6	5,3	6,7
Marge	-8,2 %	3,6 %	4,3 %	0,8 %	2,2 %	3,9 %	4,7 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	6,1	7,7	8,1	8,2	8,2	8,2
EPS	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,32	0,65	0,82
EPS adj.	-0,57	0,33	0,43	0,09	0,32	0,65	0,82

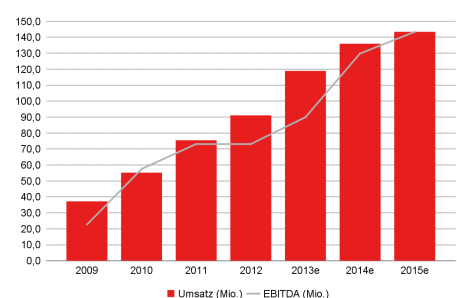
*Adjustiert um:

Guidance: 2014: Umsatz ca. EUR 140 Mio.; EBITDA EUR 20 Mio.

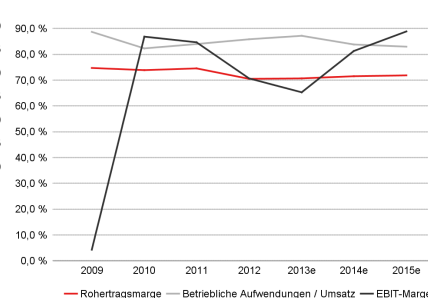
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,7 %	82,3 %	84,1 %	85,8 %	87,1 %	83,8 %	83,0 %
Operating Leverage	n.a.	n.a.	0,9 x	-0,3 x	0,5 x	4,1 x	3,6 x
EBITDA / Interest expenses	2,3 x	6,2 x	7,6 x	5,1 x	6,1 x	8,8 x	9,8 x
Steuerquote (EBT)	-20,6 %	38,1 %	27,9 %	58,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	37,4 %	46,8 %	0,0 %	40,2 %	22,6 %	18,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	64.506	76.130	85.778	77.913	90.458	99.247	103.199

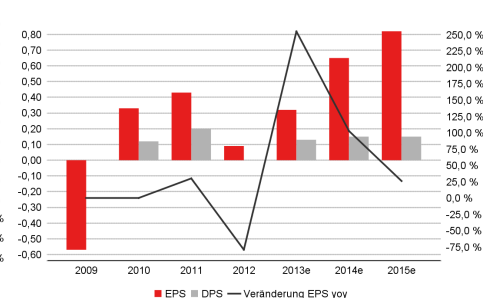
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

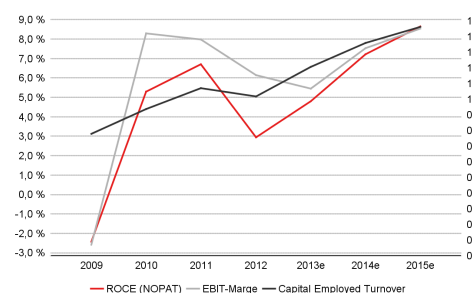
Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,5	11,3	12,8	16,8	16,4	16,7	15,5
davon übrige imm. VG	2,8	2,6	2,1	2,3	1,9	0,8	-0,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	8,7	8,7	10,7	14,4	14,4	15,9	15,9
Sachanlagen	35,5	43,0	56,2	67,6	75,3	74,3	72,6
Finanzanlagen	0,1	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	47,1	54,5	69,7	85,1	92,3	91,7	88,8
Vorräte	3,3	3,7	5,1	6,7	7,9	9,1	9,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	6,4	8,3	11,3	13,0	14,9	15,7
Liquide Mittel	9,5	14,7	13,1	20,8	14,5	17,4	25,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,2	3,9	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5
Umlaufvermögen	20,7	28,7	30,1	43,3	39,8	45,8	54,7
Bilanzsumme (Aktiva)	67,8	83,2	99,8	128,4	132,1	137,5	143,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,1	6,1	7,8	8,2	8,2	8,2	8,2
Kapitalrücklage	27,9	26,3	37,6	41,3	41,3	41,3	41,3
Gewinnrücklagen	0,8	2,9	5,4	4,6	7,2	11,5	17,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-5,3	8,1	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6
Buchwert	29,5	43,4	50,1	53,2	55,9	60,2	65,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Eigenkapital	29,5	43,4	50,2	53,5	56,1	60,5	66,1
Rückstellungen gesamt	0,5	0,5	0,6	4,4	4,4	4,4	4,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,4	0,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	27,5	29,9	33,1	53,6	53,6	53,6	53,6
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	2,1	3,0	3,6	4,1	4,1	4,1	4,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,3	3,1	4,8	6,1	7,2	8,2	8,6
Sonstige Verbindlichkeiten	5,0	6,4	11,2	10,8	10,8	10,8	10,8
Verbindlichkeiten	38,3	39,9	49,7	74,9	76,0	77,0	77,4
Bilanzsumme (Passiva)	67,8	83,2	99,8	128,4	132,1	137,5	143,5

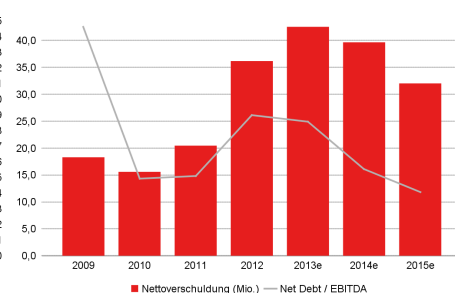
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,1 x	1,3 x	1,5 x	1,6 x
Capital Employed Turnover	0,8 x	0,9 x	1,1 x	1,0 x	1,2 x	1,4 x	1,5 x
ROA	-6,5 %	3,6 %	4,7 %	0,8 %	2,9 %	5,8 %	7,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-2,4 %	5,3 %	6,7 %	2,9 %	4,8 %	7,2 %	8,7 %
ROE	-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	4,8 %	9,2 %	10,7 %
Adj. ROE	-10,5 %	5,4 %	7,0 %	1,4 %	4,8 %	9,2 %	10,7 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	18,3	15,6	20,5	36,2	42,5	39,7	32,0
Nettofinanzverschuldung	18,0	15,2	20,0	32,8	39,1	36,3	28,6
Net Gearing	62,0 %	35,9 %	40,8 %	67,6 %	75,8 %	65,5 %	48,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	465,5 %	155,2 %	161,3 %	264,2 %	255,7 %	164,3 %	117,4 %
Buchwert je Aktie	5,5	7,2	6,6	6,6	6,8	7,4	8,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,4	5,3	4,9	4,5	4,8	5,3	6,2

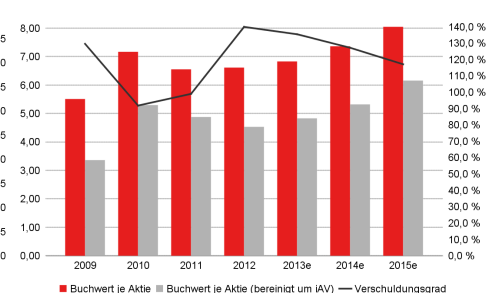
ROCE Development



Netto Verschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

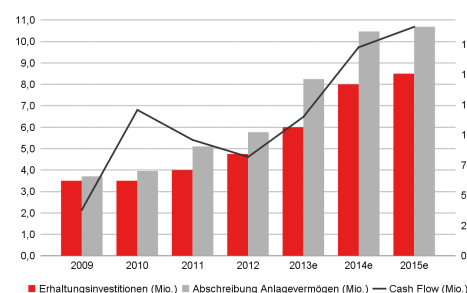
Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

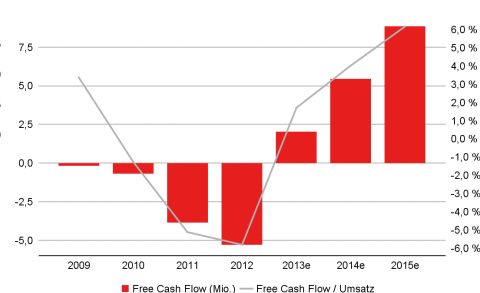
Cash flow							
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,0	1,9	3,1	0,4	2,6	5,4	6,8
Abschreibung Anlagevermögen	3,7	4,0	5,1	5,8	8,2	10,5	10,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,3	1,0	0,6	1,4	1,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,1	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	4,8	0,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	3,8	12,1	9,6	8,2	11,5	17,3	19,0
Veränderung Vorräte	0,1	-0,4	-1,4	-1,7	-1,2	-1,2	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-1,7	-1,9	-3,0	-1,7	-1,9	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,0	-2,2	1,8	1,3	1,1	1,0	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	2,7	0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,3	-4,3	1,1	-2,5	-1,8	-2,1	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,5	7,7	10,7	5,7	9,7	15,2	18,1
Investitionen in iAV	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-1,3	-7,9	-14,5	-10,5	-7,5	-9,5	-9,0
Zugänge aus Akquisitionen	-2,1	-4,3	-6,8	-9,5	-8,4	-1,5	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,4	0,8	0,4	1,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,4	-11,9	-21,0	-20,7	-16,1	-11,2	-9,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,8	1,3	4,5	21,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,7	-1,6	0,0	-1,1	-1,2
Erwerb eigener Aktien	1,4	2,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	2,3	8,4	4,8	3,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	5,5	11,7	8,2	23,3	0,0	-1,1	-1,2
Veränderung liquide Mittel	3,6	7,6	-2,0	8,3	-6,4	2,9	7,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	7,0	14,7	11,7	19,7	13,4	16,3	23,9

Kennzahlen							
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,2	-0,7	-3,8	-5,3	2,0	5,5	8,9
Free Cash Flow / Umsatz	3,4 %	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	1,7 %	4,0 %	6,2 %
Free Cash Flow Potential	-0,2	5,1	7,2	6,6	8,2	11,8	13,0
Free Cash Flow / Umsatz	3,4 %	-1,2 %	-5,1 %	-5,8 %	1,7 %	4,0 %	6,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-41,2 %	-34,7 %	-117,7 %	-738,1 %	77,0 %	102,4 %	131,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,0 %	1,2 %	1,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,2 %	5,5 %	5,2 %	5,6 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	3,4 %	15,3 %	19,3 %	12,1 %	6,5 %	7,1 %	6,4 %
Maint. Capex / Umsatz	9,4 %	6,3 %	5,3 %	5,2 %	5,0 %	5,9 %	5,9 %
CAPEX / Abschreibungen	25,9 %	161,8 %	228,3 %	161,5 %	87,1 %	82,0 %	75,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,6 %	8,8 %	10,3 %	11,3 %	10,8 %	10,8 %	11,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	89,4 %	210,3 %	173,4 %	185,8 %	180,6 %	181,7 %	182,6 %
Vorratumschlag	2,8 x	3,9 x	3,9 x	3,9 x	4,4 x	4,3 x	4,2 x
Receivables collection period (Tage)	46	42	40	45	40	40	40
Payables payment period (Tage)	213	77	90	84	75	77	78
Cash conversion cycle (Tage)	-64	27	15	20	16	18	19

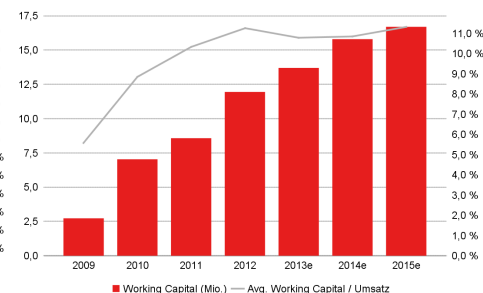
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO 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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Impreglon	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0BLCV5.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

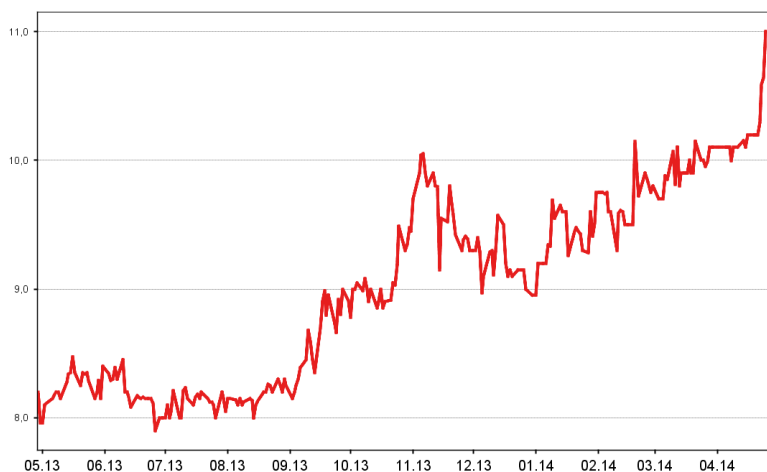
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	51
Halten	83	42
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	199	100

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	74	55
Halten	55	41
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	135	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [IMPREGLON] AM [28.04.2014]



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

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	Malte Rätber Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@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
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+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
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merkel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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 Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---