

Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 4,40 (alt: 4,40)

Kurs EUR 3,86
Bloomberg HWS GR
Reuters HWSG
Branche Technologie

Lösungen für mobile Datenerfassung, Ticketing-Systeme und Parkautomaten



Aktien Daten: 01.04.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 32,8 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 46,7 Mio.
Buchwert: EUR 24,8 Mio.
Aktienanzahl: 8,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 14,2 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 47,9 %
 H & W Holding GmbH 40,6 %
 Zollner Elektronik 10,5 %
 Aufsichtsrat 1,0 %

Termine:
 Zahlen Q1 05.05.11
 HV 15.06.11
 Zahlen Q2 04.08.11
 Zahlen Q3 03.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	103	-2,2	110	-3,4	112	-
EBIT	4,8	-28,4	6,8	-42,9	6,0	-
EPS	0,34	-17,6	0,51	-43,1	0,44	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 04.04.2011
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Endgültige Zahlen / Wachstum in 2011 durch Skeye

Höft und Wessel hat endgültige Zahlen für das Jahr 2010 veröffentlicht, die aufgrund von latenten Steuereffekten die EPS-Schätzung übertroffen haben. Zudem hat das Management den Ausblick für 2011 bekannt gegeben (Umsatz: > EUR 96 Mio.; EBIT: > EUR 3 Mio.).

Höft & Wessel - Q4 2010							
Angaben in Mio. EUR	Q4/10	Q4/10e	Q4/09	yoy	2010	2009	yoy
Umsatz	35,5	35,6	23,1	54,0%	95,6	94,1	1,6%
EBITDA	5,3	5,7	1,9	174,3%	8,0	7,6	6,3%
<i>Marge</i>	14,9%	16,0%	8,4%		8,4%	8,0%	
EBIT	3,7	3,6	0,8	394,9%	2,9	3,1	-5,1%
<i>Marge</i>	10,5%	10,1%	3,3%		3,1%	3,3%	
EPS in EUR	0,57	0,34	0,09	533,3%	0,40	0,22	81,8%

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Das **Segment Skeye** zeigte einen starken Schlussspurt (+74% yoy auf EUR 9,3 Mio.). Dies war u.a. auf die wieder anziehende Nachfrage der Kunden aus dem deutschen Einzelhandel zurückzuführen. Höft & Wessel profitierte zudem von der Markteinführung neuer mobiler Geräte wie z.B. skeye.allegro. Im Jahr 2011 sollte sich das Wachstum fortsetzen und dieses Segment der wesentliche Träger des Konzernumsatzwachstums sein. Unsere Schätzungen antizipieren ein Wachstum um 22% auf EUR 27 Mio. (2010: EUR 22 Mio.). Neben der wieder anziehenden Nachfrage der Kunden sollte sich der Ausbau des indirekten Vertriebs in diesem Segment positiv auswirken. Da der indirekte Vertrieb weniger stark von wettbewerbsintensiveren Großprojekten geprägt ist, sollte sich diese Vertriebsstrategie auch positiv auf die Ergebnisentwicklung in diesem (noch nicht wieder profitablen) Segment auswirken. Zudem forciert Höft & Wessel die Verlagerung der Produktion nach Asien – dies ermöglicht Preise, die mit jenen deutlich größerer Hersteller konkurrenzfähig sind.

Das **Segment Almex** (Ticketinglösungen) wies durch die Realisierung eines Auftrags im öffentlichen Personennahverkehr ebenfalls ein Q4-Umsatzwachstum von 74% yoy auf (EUR 22 Mio.). In 2011 sollten Aufträge von Unternehmen des öffentlichen Personenverkehrs aus der Schweiz dazu führen, dass das hohe 2010-Umsatzniveau von ca. EUR 50 Mio. sowie die zweistellige EBIT-Marge gehalten werden. **Metric** sollte in 2011 durch die in UK wieder anziehende Nachfrage der öffentlichen Hand nach Parkautomaten das Umsatzniveau von EUR 24 Mio. halten können. Damit sollte das in 2010 realisierte umfangreiche Projekt in Philadelphia/USA kompensiert werden können.

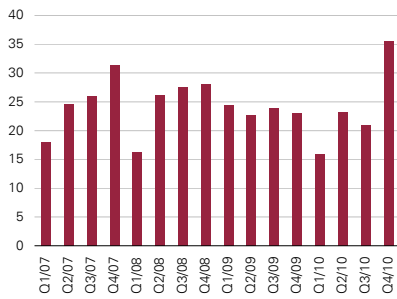
Die Profitabilität war in 2010 durch Effekte von Währungssicherungsgeschäften belastet (ca. EUR 900 Tsd.). Die Realisierung der entsprechenden Umsätze sollte sich insbesondere in den Folgejahren positiv auf das EBIT auswirken (Effekt 2011: EUR 600 Tsd.).

Das Rating Halten wird bestätigt. Bei einem Kursziel von EUR 4,40 bietet die Aktie noch Aufwärtspotenzial.

Geschäftsjahresende:	31.12.						
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
Umsatz	99,7	98,1	94,1	95,6	101	106	112
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	34,8 %	-1,6 %	-4,1 %	1,6 %	5,4 %	5,3 %	5,4 %
Rohertrag	49,0	45,7	42,8	45,8	46,8	47,6	50,0
<i>Rohertragsmarge</i>	49,1 %	46,6 %	45,5 %	47,9 %	46,5 %	44,9 %	44,7 %
EBITDA	11,3	9,6	7,6	8,0	8,9	9,4	11,7
<i>EBITDA-Marge</i>	11,3 %	9,8 %	8,0 %	8,4 %	8,8 %	8,9 %	10,4 %
EBIT	6,2	-3,5	3,1	2,9	3,5	3,9	6,0
<i>EBIT-Marge</i>	6,3 %	-3,6 %	3,3 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %	5,3 %
Jahresüberschuss	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8
EPS	0,52	-0,79	0,22	0,40	0,28	0,29	0,44
Free Cash Flow je Aktie	0,65	-0,63	0,10	0,31	0,44	0,36	0,65
Dividende	0,00	0,00	0,08	0,10	0,12	0,12	0,12
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	2,1 %	2,6 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,4	5,2	6,5	6,2	5,3	4,8	3,4
EV/EBIT	7,9	n.m.	16,1	17,0	13,5	11,5	6,7
KGV	7,4	n.m.	17,5	9,6	13,8	13,3	8,8
ROCE	13,1 %	-8,4 %	7,6 %	6,3 %	7,6 %	9,0 %	12,8 %
Adj. Free Cash Flow Yield	10,3 %	7,2 %	5,6 %	6,8 %	8,5 %	8,7 %	15,1 %

Entwicklung Umsatz

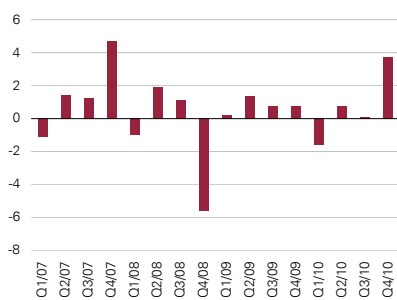
in EUR Mio.



Quelle: Höft & Wessel

Entwicklung EBIT

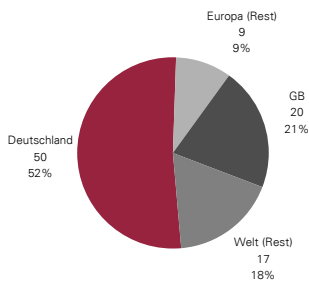
in EUR Mio.



Quelle: Höft & Wessel

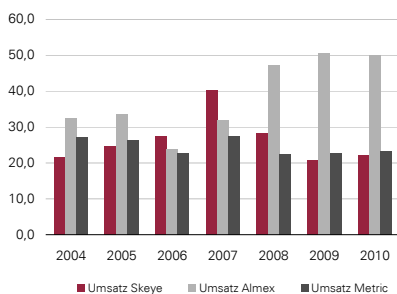
Umsatz nach Regionen

2010



Quelle: Höft & Wessel

Umsatzentwicklung nach Segmenten



Quelle: Höft & Wessel

Unternehmenshintergrund

Höft & Wessel ist Anbieter von Hard- und Softwarelösungen, mit denen das Unternehmen in drei Segmenten aktiv ist. Dazu zählen...

...**Skeye**. In diesem Geschäftsbereich bietet das Unternehmen Auto-ID-Lösungen an. Zu diesen zählen z.B. Barcode Scanner oder Point of Sale-Lösungen.

...**Metric**. Die gleichnamige britische Tochtergesellschaft ist Anbieter von Parkautomaten, Systemen zur Parkraumbewirtschaftung sowie komplementären Servicedienstleistungen. Metric ist überwiegend im angelsächsischen Raum aktiv.

...**Almex**. In diesem Segment bietet Höft & Wessel Ticketing- und Telematik-Lösungen für den öffentlichen Personenverkehr sowie Check-in-Automaten für Flughäfen und Fluglinien an.

Wettbewerbsqualität

Höft & Wessels Qualität im Wettbewerb beruht auf dem...

...**technologischen Know-how** in wesentlichen Datenübertragsstandards wie z.B. RFID, WLAN, GPRS, Bluetooth etc. Unterstrichen wird die technologische Kompetenz durch den Anteil von Mitarbeiter in der Entwicklung von ca. einem Drittel.

...ausgeprägten **Kundenfokus**, der sich nicht nur in den kundenspezifischen Anpassungen widerspiegelt, sondern auch in der langfristigen Produktverfügbarkeit von acht Jahren und ggf. darüber hinaus. Dies gewährleistet den **Investitionssicherheit** für die Kunden von Höft & Wessel. Zudem stellt Höft & Wessel durch eigene Servicekräfte und mithilfe von Kooperationspartnern vor Ort ein hohes Servicelevel mit kurzen Reaktionszeiten von bis zu einer Stunde sicher.

Daher ist Höft & Wessel heute...

...**der führende deutsche Anbieter von mobilen Terminals für den Einzelhandel.**

...in dem oligopolistischen Markt für Parkautomaten die unangefochtene **Nummer Eins in Großbritannien** und einer der größten Anbieter weltweit.

...in Deutschland und der Schweiz **führender Anbieter von Ticketautomaten für den öffentlichen Personenverkehr.**

...weltweit einer der führenden in der Nische der Check-in-Automaten an Flughäfen. Dies wird unterstrichen durch die Belieferung der Fluggesellschaften der Star Alliance oder Emirates.

Die etablierte Position von Höft & Wessel in diesen Märkten ist für bestehende und potenzielle Wettbewerber die wesentliche **Markteintrittsbarriere.**

Gewinn- und Verlustrechnung Höft & Wessel

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	99,7	98,1	94,1	95,6	101	106	112
Bestandsveränderungen	3,4	3,8	-2,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	4,8	4,5	3,5	3,4	3,5	4,0	4,0
Gesamtleistung	108	106	94,9	99,2	104	110	116
Materialaufwand	58,9	60,7	52,1	53,4	57,4	62,5	65,9
Rohertrag	49,0	45,7	42,8	45,8	46,8	47,6	50,0
Personalaufwendungen	25,8	24,8	24,0	25,1	25,7	26,2	26,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	2,1	1,9	1,1	1,2	1,5	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,4	13,4	13,1	13,7	13,4	13,5	13,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	11,3	9,6	7,6	8,0	8,9	9,4	11,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9
EBITA	9,6	8,1	6,2	6,5	7,2	7,6	9,8
Abschreibungen auf iAV	3,3	3,8	3,1	3,6	3,7	3,7	3,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,2	-3,5	3,1	2,9	3,5	3,9	6,0
Zinserträge	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,5	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Finanzergebnis	-1,5	-1,5	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7	-5,0	2,1	2,0	2,7	3,2	5,4
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,7	-5,0	2,1	2,0	2,7	3,2	5,4
Steuern gesamt	0,3	1,7	0,2	-1,4	0,3	0,7	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Höft & Wessel

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	3,4 %	3,9 %	-2,9 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	4,8 %	4,6 %	3,7 %	3,6 %	3,5 %	3,8 %	3,6 %
Gesamtleistung	108,2 %	108,4 %	100,9 %	103,8 %	103,5 %	103,8 %	103,6 %
Materialaufwand	59,0 %	61,9 %	55,4 %	55,9 %	57,0 %	58,9 %	58,9 %
Rohertrag	49,1 %	46,6 %	45,5 %	47,9 %	46,5 %	44,9 %	44,7 %
Personalaufwendungen	25,9 %	25,2 %	25,5 %	26,3 %	25,6 %	24,7 %	23,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,5 %	2,1 %	2,0 %	1,2 %	1,2 %	1,4 %	1,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,4 %	13,7 %	13,9 %	14,4 %	13,3 %	12,7 %	12,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	11,3 %	9,8 %	8,0 %	8,4 %	8,8 %	8,9 %	10,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
EBITA	9,6 %	8,2 %	6,6 %	6,8 %	7,1 %	7,2 %	8,7 %
Abschreibungen auf iAV	3,3 %	3,9 %	3,3 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	3,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	7,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	6,3 %	-3,6 %	3,3 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %	5,3 %
Zinserträge	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	1,5 %	1,6 %	1,1 %	1,0 %	0,8 %	0,7 %	0,5 %
Finanzergebnis	-1,5 %	-1,5 %	-1,1 %	-1,0 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,5 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,7 %	-5,1 %	2,2 %	2,1 %	2,7 %	3,0 %	4,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	4,7 %	-5,1 %	2,2 %	2,1 %	2,7 %	3,0 %	4,8 %
Steuern gesamt	0,3 %	1,8 %	0,2 %	-1,5 %	0,3 %	0,7 %	1,4 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,4 %	-6,9 %	2,0 %	3,5 %	2,3 %	2,4 %	3,4 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,4 %	-6,9 %	2,0 %	3,5 %	2,3 %	2,4 %	3,4 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	4,4 %	-6,9 %	2,0 %	3,5 %	2,3 %	2,4 %	3,4 %

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Höft & Wessel

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	19,6	10,1	11,0	11,2	11,4	11,6	11,7
davon übrige imm. VG	9,5	10,1	11,0	11,2	11,4	11,6	11,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	4,0	3,5	3,5	3,5	3,2	2,9	2,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	23,6	13,6	14,5	14,7	14,6	14,5	14,3
Vorräte	23,7	26,9	26,1	26,8	26,5	26,5	26,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,9	12,3	17,2	19,5	16,6	18,0	19,0
Sonstige Vermögensgegenstände	8,9	8,7	9,8	7,4	7,4	7,4	7,4
Liquide Mittel	1,4	0,7	2,7	4,5	3,4	4,5	9,0
Umlaufvermögen	50,9	48,7	55,7	58,1	53,9	56,4	62,0
Bilanzsumme (Aktiva)	74,5	62,3	70,3	72,8	68,5	70,9	76,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Kapitalrücklage	19,8	20,0	20,1	20,2	20,2	20,2	20,2
Gewinnrücklagen	7,7	0,9	2,8	5,5	7,0	8,4	11,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,3	-6,6	-5,9	-5,8	-10,8	-9,3	-7,2
Buchwert	34,6	22,8	25,5	28,3	24,8	27,8	32,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	34,6	22,8	25,5	28,3	24,8	27,8	32,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,6	0,4	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Rückstellungen gesamt	3,7	3,3	3,4	4,7	4,7	4,7	4,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	10,5	15,2	16,2	20,3	16,4	15,4	15,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,0	9,0	8,4	12,7	9,7	10,2	10,7
Sonstige Verbindlichkeiten	11,7	12,1	16,8	6,7	12,8	12,8	12,8
Verbindlichkeiten	39,9	39,5	44,7	44,4	43,6	43,1	43,6
Bilanzsumme (Passiva)	74,5	62,3	70,3	72,8	68,5	70,9	76,3

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Höft & Wessel

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,4 %	16,2 %	15,6 %	15,4 %	16,6 %	16,4 %	15,3 %
davon übrige imm. VG	12,8 %	16,2 %	15,6 %	15,4 %	16,6 %	16,4 %	15,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	5,3 %	5,7 %	5,1 %	4,8 %	4,7 %	4,1 %	3,4 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	31,7 %	21,9 %	20,7 %	20,2 %	21,3 %	20,5 %	18,8 %
Vorräte	31,8 %	43,2 %	37,1 %	36,8 %	38,7 %	37,4 %	34,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,6 %	19,8 %	24,5 %	26,7 %	24,2 %	25,4 %	24,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	12,0 %	13,9 %	13,9 %	10,2 %	10,8 %	10,4 %	9,7 %
Liquide Mittel	1,9 %	1,2 %	3,8 %	6,2 %	5,0 %	6,3 %	11,8 %
Umlaufvermögen	68,3 %	78,2 %	79,3 %	79,8 %	78,7 %	79,5 %	81,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	11,4 %	13,6 %	12,1 %	11,7 %	12,4 %	12,0 %	11,1 %
Kapitalrücklage	26,6 %	32,1 %	28,6 %	27,7 %	29,4 %	28,4 %	26,4 %
Gewinnrücklagen	10,3 %	1,5 %	3,9 %	7,5 %	10,2 %	11,9 %	14,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,8 %	-10,6 %	-8,4 %	-8,0 %	-15,8 %	-13,2 %	-9,5 %
Buchwert	46,5 %	36,6 %	36,3 %	38,9 %	36,2 %	39,2 %	42,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	46,5 %	36,6 %	36,3 %	38,9 %	36,2 %	39,2 %	42,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8 %	0,7 %	1,0 %	1,3 %	1,4 %	1,3 %	1,2 %
Rückstellungen gesamt	5,0 %	5,3 %	4,9 %	6,5 %	6,9 %	6,7 %	6,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,1 %	24,3 %	23,0 %	28,0 %	24,0 %	21,7 %	20,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	18,7 %	14,4 %	11,9 %	17,4 %	14,2 %	14,4 %	14,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	15,7 %	19,4 %	23,9 %	9,2 %	18,7 %	18,1 %	16,8 %
Verbindlichkeiten	53,5 %	63,4 %	63,7 %	61,1 %	63,7 %	60,9 %	57,2 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Höft & Wessel

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9
Amortisation Goodwill	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,3	3,8	3,1	3,6	3,7	3,7	3,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,6	-0,1	0,2	1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,7	-3,4	-1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	9,0	6,1	6,7	9,7	8,9	9,4	11,7
Veränderung Vorräte	-2,5	-4,0	0,8	-0,5	0,3	0,0	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,7	5,6	-4,3	-1,5	2,9	-1,4	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,6	-5,0	3,1	-0,8	-3,0	0,5	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	2,4	-1,3	-0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,1	-4,7	-0,8	-1,9	0,1	-0,9	-0,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	12,2	1,5	5,9	7,8	9,0	8,5	11,1
CAPEX	-6,7	-6,8	-5,0	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5
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	0,0	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	-6,7	-6,8	-5,0	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-6,4	4,7	1,0	-0,1	-3,9	-1,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,0	-1,0
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	-6,4	4,7	1,0	-0,8	-4,8	-2,0	-1,0
Veränderung liquide Mittel	-0,9	-0,6	1,9	1,9	-1,1	1,1	4,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	1,6	0,7	2,7	4,5	3,4	4,5	9,0

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Höft & Wessel

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	96,9 %	98,6 %	92,8 %	95,4 %	94,7 %	94,9 %	93,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	194.355	195.363	187.074	191.134	200.598	209.583	220.955
EBITDA je Mitarbeiter	22.016	19.106	15.048	16.090	17.663	18.553	23.043
EBIT-Marge	6,3 %	-3,6 %	3,3 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %	5,3 %
EBITDA / Operating Assets	42,8 %	33,6 %	25,7 %	25,3 %	28,2 %	29,3 %	36,1 %
ROA	18,6 %	-49,6 %	12,8 %	23,0 %	16,1 %	17,2 %	26,2 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	25,1	27,7	26,5	27,1	31,3	36,3	42,7
Operating Assets Turnover	3,8	3,4	3,2	3,0	3,2	3,3	3,5
Capital Employed Turnover	2,2	2,6	2,2	1,9	2,4	2,4	2,3
Kapitalverzinsung							
ROCE	13,1 %	-8,4 %	7,6 %	6,3 %	7,6 %	9,0 %	12,8 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	23,7 %	22,8 %	18,7 %	17,5 %	19,3 %	21,8 %	25,0 %
ROE	12,7 %	-29,6 %	7,3 %	12,0 %	9,5 %	9,0 %	11,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	13,2 %	-23,5 %	7,7 %	12,6 %	8,9 %	9,5 %	12,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	13,2 %	-23,5 %	7,7 %	12,6 %	8,9 %	9,5 %	12,4 %
ROIC	8,5 %	-15,2 %	3,9 %	6,3 %	4,8 %	4,9 %	6,7 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	9,1	14,4	13,5	15,9	13,0	10,9	6,4
Net Gearing	26,2 %	63,2 %	53,0 %	56,0 %	52,4 %	39,3 %	19,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	330,9 %	150,5 %	157,8 %	139,1 %	151,3 %	180,4 %	211,9 %
Current ratio	1,4	1,3	1,5	1,6	1,5	1,6	1,8
Acid Test Ratio	0,7	0,6	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9
EBITDA / Zinsaufwand	7,4	6,3	7,5	8,8	11,1	13,4	19,4
Netto Zinsdeckung	4,1	n.a.	3,1	3,2	4,4	5,6	10,1
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	5,5	-5,3	0,9	2,6	3,7	3,1	5,6
Free Cash Flow / Umsatz	5,5 %	-5,4 %	0,9 %	2,8 %	3,7 %	2,9 %	5,0 %
Adj. Free Cash Flow	5,1	3,6	2,8	3,4	4,0	3,9	6,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	8,1 %	6,6 %	5,3 %	7,6 %	6,3 %	6,1 %	7,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	124,7 %	78,6 %	47,8 %	78,0 %	157,3 %	123,8 %	147,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,7 %	4,7 %	0,8 %	0,1 %	0,3 %	0,3 %	0,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	11,3 %	11,9 %	6,4 %	5,0 %	4,4 %	4,4 %	3,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	36,7 %	25,1 %	43,3 %	40,9 %	27,1 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	6,7 %	6,9 %	5,4 %	5,4 %	5,3 %	5,1 %	4,9 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,6 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	132,7 %	51,5 %	112,3 %	101,1 %	98,1 %	98,2 %	96,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,3 %	24,2 %	27,0 %	28,4 %	28,0 %	27,0 %	26,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	120,8 %	137,7 %	205,7 %	153,5 %	171,1 %	176,5 %	177,6 %
Inventory processing period (Tage)	86,8	100	101	102	96,1	91,3	86,9
Receivables collection period (Tage)	61,7	45,9	66,7	74,3	60,0	62,0	62,0
Payables payment period (Tage)	51,1	33,4	32,4	48,4	35,0	35,0	35,0
Cash conversion cycle (Tage)	82,1	92,9	101	108	102	100	96,8
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	2,1 %	2,6 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
P/B	0,9	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0
EV/sales	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,4	5,2	6,5	6,2	5,3	4,8	3,4
EV/EBIT	7,9	n.m.	16,1	17,0	13,5	11,5	6,7
EV/FCF	9,0	n.m.	55,9	18,7	12,6	14,5	7,2
P/E	7,4	n.m.	17,5	9,6	13,8	13,3	8,8
P/CF	3,6	5,3	4,9	3,4	3,7	3,5	2,8
Adj. Free Cash Flow Yield	18,3 %	12,4 %	13,5 %	19,6 %	19,0 %	21,0 %	29,1 %

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Höft & Wessel

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	4,4	-6,8	1,9	3,4	2,4	2,5	3,8	
+ Abschreibung + Amortisation	5,0	13,1	4,5	5,1	5,4	5,5	5,7	
- Zinsergebnis (netto)	-1,5	-1,5	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	
+ Steuern	0,3	1,7	0,2	-1,4	0,3	0,7	1,6	
- Erhaltungsinvestitionen	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	
+ Sonstiges	-4,8	-4,5	-3,5	-3,4	-3,5	-4,0	-4,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	5,1	3,6	2,8	3,4	4,0	3,9	6,1	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,3%	7,2%	5,6%	6,8%	8,5%	8,7%	15,1%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	49,5	49,5	49,5	49,5	46,7	44,6	40,1	
= Fairer Enterprise Value	51,2	35,6	27,6	33,5	39,7	38,9	60,6	
- Nettoverschuldung (Cash)	15,9	15,9	15,9	15,9	13,0	10,9	6,4	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	34,4	18,8	10,8	16,7	25,7	27,0	53,3	
Aktienanzahl (Mio.)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	4,05	2,21	1,27	1,97	3,03	3,18	6,27	
Premium (-) / Discount (+) in %	5,1%	-42,6%	-67,0%	-48,9%	-21,4%	-17,6%	62,6%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	2,66	1,25	0,52	1,06	1,95	2,12	4,62
	12,0%	3,05	1,51	0,73	1,31	2,25	2,42	5,08
Fairer	11,0%	3,50	1,83	0,98	1,61	2,60	2,76	5,62
Free Cash Flow	10,0%	4,05	2,21	1,27	1,97	3,03	3,18	6,27
Yield	9,0%	4,72	2,68	1,63	2,41	3,55	3,69	7,06
	8,0%	5,56	3,26	2,09	2,96	4,20	4,32	8,05
	7,0%	6,63	4,01	2,67	3,66	5,03	5,14	9,33

Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Höft & Wessel

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,7	106,0	111,8	117,4	122,7	127,6	132,3	136,6	140,7	144,4	147,9	151,0	154,1	157,1
Veränderung	5,4%	5,3%	5,4%	5,0%	4,5%	4,1%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%
EBIT	3,5	3,9	6,0	6,8	7,1	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	8,0	8,2
EBIT-Marge	3,4%	3,7%	5,3%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
Steuerquote	12,0%	22,0%	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	3,1	3,0	4,2	4,8	5,0	5,2	5,3	5,3	5,4	5,5	5,5	5,5	5,6	5,7
Abschreibungen in % vom Umsatz	5,4%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,1	-0,9	-0,6	-0,8	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
- Investitionen	-5,3	-5,4	-5,5	-5,9	-6,1	-6,4	-6,6	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6	-7,7	-7,7
Investitionsquote	5,3%	5,1%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,9	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)	3,3	2,2	3,8	3,0	3,6	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	5,0%	WACC	8,38%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	32,4		
Terminal Value	26,6		
Verbindlichkeiten	-21,3		
Liquide Mittel	0,0	Aktienzahl (Mio.)	8,50
Eigenkapitalwert	37,7	Wert je Aktie (EUR)	4,43

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

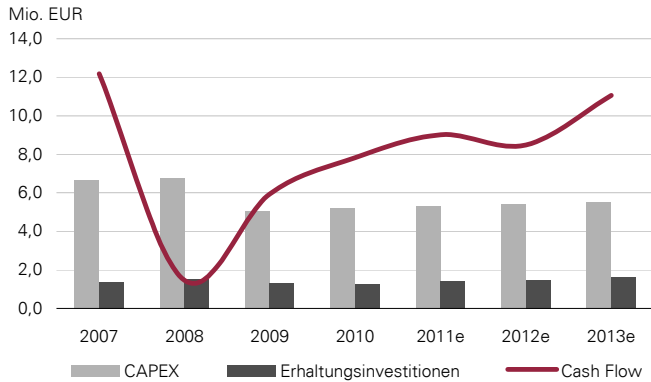
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
9,38%	3,27	3,34	3,41	3,49	3,58	3,67	3,76
8,88%	3,66	3,74	3,83	3,93	4,03	4,14	4,26
8,63%	3,88	3,97	4,07	4,17	4,29	4,41	4,54
8,38%	4,10	4,21	4,32	4,43	4,56	4,70	4,85
8,13%	4,35	4,46	4,59	4,72	4,86	5,02	5,19
7,88%	4,62	4,74	4,88	5,03	5,19	5,36	5,55
7,38%	5,21	5,37	5,54	5,73	5,93	6,16	6,41

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
9,38%	1,38	2,08	2,79	3,49	4,20	4,90	5,61
8,88%	1,67	2,42	3,17	3,93	4,68	5,44	6,19
8,63%	1,83	2,61	3,39	4,17	4,95	5,74	6,52
8,38%	2,00	2,81	3,62	4,43	5,25	6,06	6,87
8,13%	2,19	3,03	3,87	4,72	5,56	6,40	7,25
7,88%	2,39	3,27	4,15	5,03	5,90	6,78	7,66
7,38%	2,86	3,81	4,77	5,73	6,68	7,64	8,60

Quelle: Warburg Research

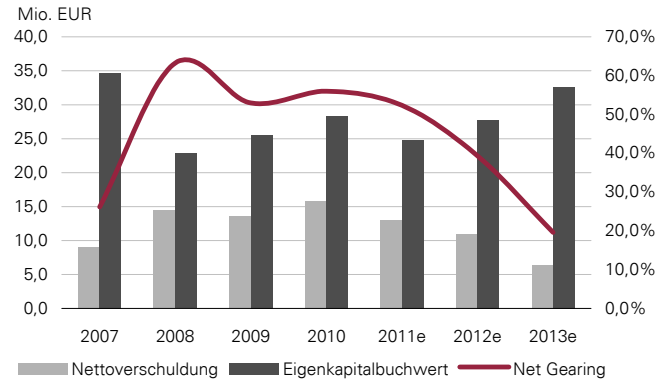
Investitionen und Cash Flow - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Durch die Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen...
...übersteigen die CAPEX das notwendige Niveau an Erhaltungsinvestitionen.

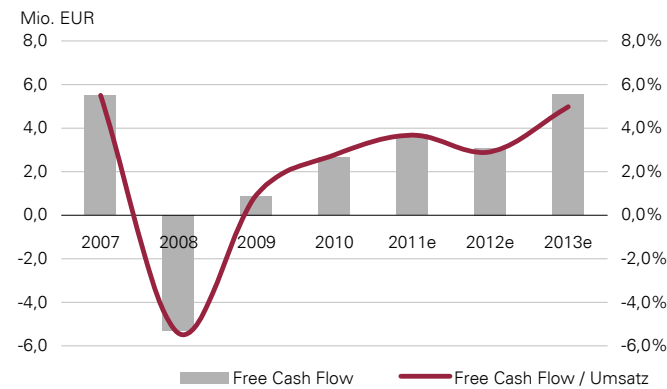
Bilanzqualität - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Finanzverbindlichkeiten dienen im Wesentlichen...
...der Finanzierung des Working Capital

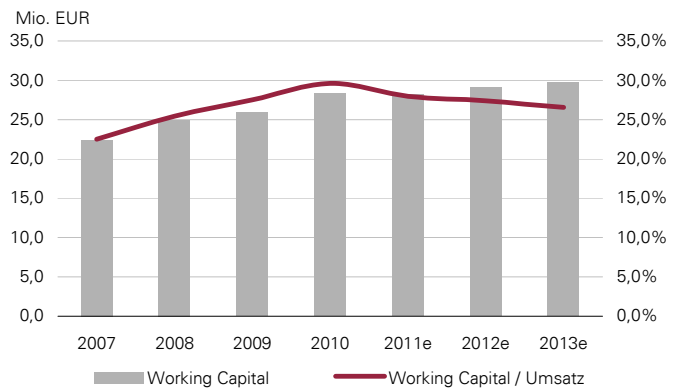
Free Cash Flow Generation - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Working Capital-Schwankungen haben einen wesentlichen Einfluss auf...
...die Entwicklung des FCF.

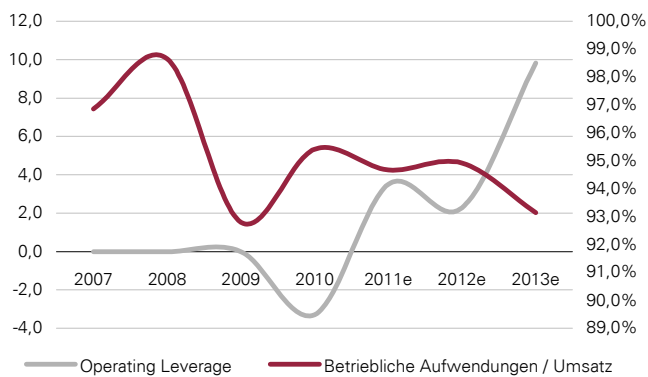
Working Capital - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Hohe Kapitalbindung im Working Capital...
...bietet noch Potenzial für die Bewertung
- 2009: Anstieg durch Installation von 1.000 Parkautomaten in Philadelphia

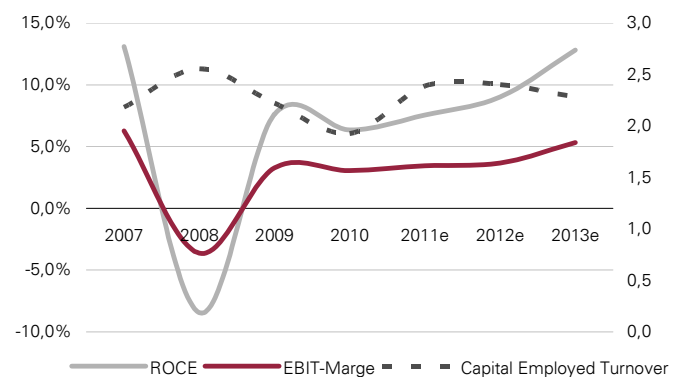
Operating Leverage - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Skalierbarkeit des Geschäftsmodells...
...hat sich in den Zahlen noch nicht widerspiegelt.

ROCE Entwicklung - Höft & Wessel



Quellen: Höft & Wessel (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2008: Abschreibung des Metric-Goodwill in Höhe von rund EUR 8 Mio.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

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

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

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

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

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

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

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

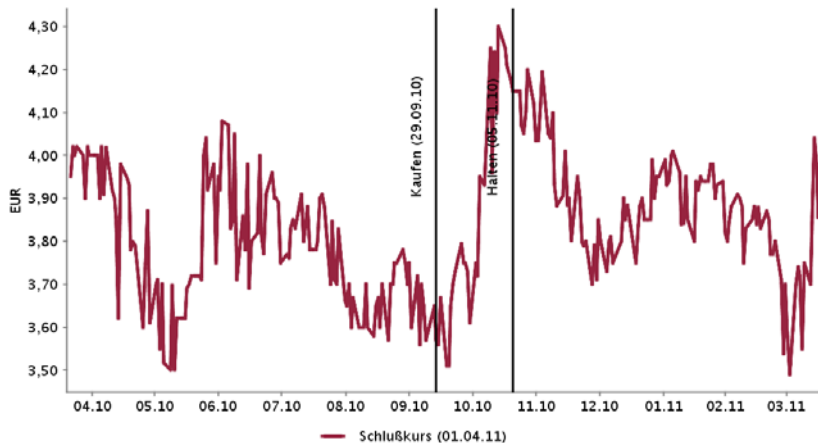
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	106	66%
Halten	48	30%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	161	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	69	70%
Halten	27	28%
Verkaufen	2	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	98	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Höft & Wessel AG am 04.04.11**



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com
 Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com
 Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Barbara C. Launer-Effler Head of Equities	+49 40 3282-2636 blauner-effler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Gudrun Bölsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com