

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 24,50 (alt: 28,00)

Kurs EUR 11,60
Bloomberg V3S GR
Reuters V3SG
Branche Kassensysteme

Führender Anbieter von überlegenen Kassensystemen mit einem Fokus auf die Gastronomie- und Bäckereibranche.



Aktien Daten: 09.03.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 17,4 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 16,6 Mio.
Buchwert: EUR 7,2 Mio.
Aktienanzahl: 1,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 11,1 Tsd.

Aktionäre:
Jens Reckendorf 32,9 %
Thomas Stümmler 32,9 %
Streubesitz 29,1 %
Jochen Fischer 6,0 %

Termine:
Zahlen 2009 31.03.10
Zahlen Q1 29.04.10
HV 27.05.10
Zahlen Q2 31.07.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	20,0	2,5	24,0	-10,4	26,5	-5,7
EBIT	0,5	73,8	2,6	-51,9	3,8	-24,0
EPS	0,05	100,0	1,00	-71,0	1,54	-31,8

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 10.03.2010
Analyst: Malte Schaumann
+49 (0)40-309537-170
schaumann@ses.de

2009 in line - Rückkehr zu zweistelligen EBIT-Margen bis 2011 erwartet

Vectron berichtete vorläufige Geschäftszahlen für das Jahr 2009. Wie erwartet, konnte das Unternehmen bei einer **EBITDA-Marge von knapp 11%** ein noch **leicht positives Nettoergebnis** erreichen.

Vectron - Q4 2009		Q4/09		Q4/08		yoy		2009		2009e		2008		yoy	
Angaben in Mio. EUR															
Umsatz		5,2	4,7	5,4	-3,7%	20,5	20,0	23,6	-13,1%						
EBITDA		0,5	0,1	1,0	-48,8%	2,2	1,8	5,2	-58,0%						
Marge		9,8%	2,1%	18,4%		10,7%	9,0%	22,0%							
Jahresüberschuss		0,0	0,0	0,4	-95,4%	0,1	0,1	2,6	-94,2%						
Marge		0,4%	0,0%	8,0%		0,7%	0,5%	10,9%							

Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Der **Free Cash Flow dürfte positiv** ausgefallen sein. Regelmäßige Abschreibungen auf immaterielles Vermögen führen zu signifikanten liquiditätsneutralen Aufwendungen in Höhe von ca. EUR 1,2 Mio. p.a. und laufen noch bis 2012. Die liquiden Mittel beliefen sich auf EUR 6 Mio. per Ende 2009, womit sich eine Nettoverschuldung nahe Null ergibt (stille Beteiligung + Genussrechte summieren sich auf ca. EUR 6,5 Mio.).

Die **Prognosen für 2010 und 2011 werden angepasst**. Ursprünglich wurde mit dem Gewinn eines Großauftrags gerechnet, der bereits in 2010 eine signifikante Erlössteigerung induziert hätte. Da hierzu bislang keine Veröffentlichung vorliegt, wird dieser derzeit nicht mehr antizipiert. Mit einem weiterhin starken Fokus auf den Vertrieb und die Einführung eines Finanzierungsmodells für einige Kunden sollte Vectron in 2010 ein leichtes organisches Wachstum von ca. 5% erreichen. Eine breite Einführung neuer Produkte in 2011 und ein besseres wirtschaftliches Umfeld sollten die Basis für ein deutlicheres Umsatzwachstum in 2011 sein. Aufgrund eines hohen operativen Leverages, infolge von Rohmargen von ca. 60%, ergibt sich ein überproportionaler Einfluss auf die Ergebnisprognosen. Dennoch dürfte Vectron **bis 2011 wieder zu zweistelligen EBIT-Margen zurückkehren** können.

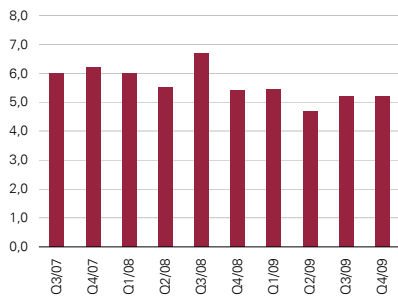
Positiver News-Flow könnte weiterhin durch eine durch die Bundesregierung geforderte fiskalische Manipulationssicherheit von Kassensystemen kommen. Aufgrund der damit verbundenen zwangsläufigen Aktualisierung von Kassensystemen (Neuanschaffungen oder Updates) würden sich für Vectron erhebliche und margenstarke zusätzliche Erlöse ergeben.

Das **Kursziel** wird auf **EUR 24,50** (vorher EUR 28,00) reduziert, womit dennoch eine deutliche Unterbewertung besteht. Ein EV/EBITDA-Multiplikator von 3,5 für 2011 unterstreicht diese. Das **Rating Kaufen** wird bestätigt.

Geschäftsjahresende:	2005		2006		2007		2008		2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
31.12.														
in EUR Mio														
Umsatz	17,1		20,9		25,4		23,6		20,5		21,5		25,0	
Veränderung Umsatz yoy	n.a.		22,3%		21,8%		-7,2%		-13,1%		4,9%		16,3%	
Rohhertrag	9,2		12,9		16,3		14,9		12,5		12,9		15,0	
Rohhertragsmarge	54,1%		61,6%		64,0%		63,2%		61,0%		60,0%		60,0%	
EBITDA	1,5		4,8		6,9		5,2		2,2		2,6		4,3	
EBITDA-Marge	8,9%		22,9%		27,3%		22,0%		10,7%		12,2%		17,2%	
EBIT	1,1		3,2		5,6		3,8		0,8		1,3		2,9	
EBIT-Marge	6,5%		15,3%		22,0%		16,2%		3,9%		5,9%		11,6%	
Jahresüberschuss	0,7		1,6		3,0		2,6		0,1		0,4		1,6	
EPS	1,64		1,04		2,00		1,71		0,10		0,29		1,05	
Free Cash Flow je Aktie	2,65		3,07		2,42		0,76		0,37		0,86		1,18	
Dividende	0,00		1,60		1,60		1,40		0,00		0,00		0,75	
Dividendenrendite	n.a.		13,8%		13,8%		12,1%		n.a.		n.a.		6,5%	
EV/Umsatz	1,0		0,8		0,6		0,7		0,9		0,8		0,6	
EV/EBITDA	10,7		3,4		2,4		3,1		8,2		6,3		3,5	
EV/EBIT	14,6		5,1		2,9		4,3		22,3		13,2		5,1	
KGV	7,1		11,2		5,8		6,8		116,0		40,0		11,0	
ROCE	n.a.		32,6%		41,8%		22,1%		5,0%		8,5%		18,4%	
Adj. Free Cash Flow Yield	8,2%		27,5%		36,8%		28,4%		8,1%		11,0%		22,9%	

Entwicklung Umsatz

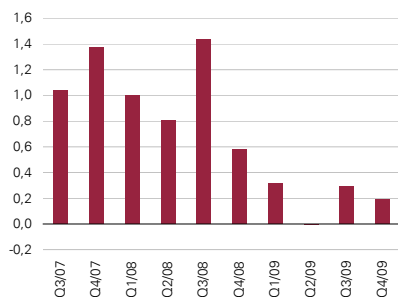
in EUR Mio.



Quelle: Vectron

Entwicklung EBIT

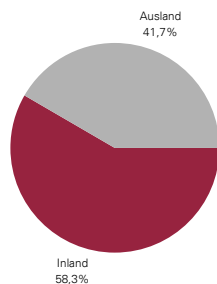
in EUR Mio.



Quelle: Vectron

Umsatz nach Regionen

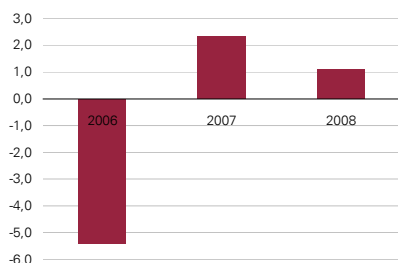
2008



Quelle: Vectron

Nettoliquidität

in EUR Mio.



Quelle: Vectron

Unternehmenshintergrund

Vectron ist ein seit 1990 tätiger führender europäischer Anbieter von intelligenten Kassensystemen. Vectron positioniert die Produkte vom mittleren bis zum Premium-Segment. Mit einem hohen Grad an Funktionalität zählt Vectron zu den Technologieführern und Innovationstreibern in der Branche.

Vectron ist fokussiert auf den Markt für proprietäre Kassensysteme, auf die ca. 30% des Gesamtmarktes entfällt. PC-basierte Systeme stellen den Großteil des Marktes dar. Diese sind in der Regel wartungsintensiver und werden vor allem von Großfilialisten (z. B. Supermarktketten) eingesetzt.

Einen hohen Marktanteil erreicht Vectron insbesondere in den Branchen Gastronomie und Bäckereien. Hier ist Vectron in der deutschsprachigen Region bei proprietären Systemen mit einem Marktanteil von ca. 20% Marktführer.

Vectron beschäftigt rund 100 Mitarbeiter. Ca. ein Drittel hiervon entfällt auf den Bereich Entwicklung & Produktmanagement, um die Technologieführerschaft auch zukünftig aufrecht erhalten zu können.

Aus einer starken Stellung im deutschsprachigen Raum heraus, baut Vectron den Vertrieb insbesondere in der südeuropäischen Region weiter aus. Der Vertrieb läuft in der Regel über Fachhändler, die die Produkte lokal an die Kunden vertreiben und vor-Ort-Support leisten.

Wettbewerbsqualität

In den Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei, geprägt durch eine atomistische Kundenstruktur, werden Faktoren wie eine hohe Zuverlässigkeit, einfache Bedienung und geringe Folgekosten (Wartung/Support) nachgefragt. Dies erklärt die hohe Penetrationsrate durch proprietäre Kassensysteme. Da große Kassenhersteller vor allem im Bereich der PC-basierten Systeme tätig sind, sieht sich Vectron in einem fragmentierten Markt vor allem kleinen Wettbewerbern gegenüber.

Gegenüber den vorwiegend kleineren Wettbewerbern differenziert sich Vectron durch die konsequente Weiterentwicklung der Kassensysteme und einen hohen Zusatznutzen, den die hohe Funktionalität erlaubt. Die einheitliche Softwareplattform erlaubt dabei einerseits eine schnelle Implementierung von Innovationen über alle Produktsegmente und bietet andererseits den Fachhändlern den Vorteil eines geringen Schulungsaufwands.

Mit dem Fokus auf das Premiumsegment vermeidet Vectron die typische Problematik im unteren Segment, die alleinige Differenzierung über den Preis. Rohmargen von gut 60% und ROCEs deutlich über 10% (mit Ausnahme von 2009) verdeutlichen die erfolgreiche Umsetzung der Strategie. Vectron dürfte den Marktanteil in den kommenden Jahren sukzessive ausbauen, da kleinere Wettbewerber mangels fehlender Finanzierungsmöglichkeiten für Innovationen und die Umsetzung regulatorischer Anforderungen (Manipulationssicherheit) den Markt verlassen dürften.

Die gute Positionierung wird durch eine solide Bilanz mit signifikanter Nettoliquidität unterstützt.

Gewinn- und Verlustrechnung Vectron Systems AG

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	17,1	20,9	25,4	23,6	20,5	21,5	25,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	17,0	20,9	25,3	23,6	20,5	21,5	25,0
Materialaufwand	7,8	8,0	9,1	8,7	8,0	8,6	10,0
Rohertrag	9,2	12,9	16,3	14,9	12,5	12,9	15,0
Personalaufwendungen	3,8	4,1	4,7	4,6	5,0	5,0	5,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,5	4,3	4,9	5,4	5,4	5,4	5,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	1,5	4,8	6,9	5,2	2,2	2,6	4,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITA	1,3	4,6	6,8	5,0	2,0	2,4	4,1
Abschreibungen auf iAV	0,2	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,1	3,2	5,6	3,8	0,8	1,3	2,9
Zinserträge	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Zinsaufwendungen	0,5	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,5	-0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,7	2,7	5,7	4,0	0,9	1,4	3,1
AO-Beitrag	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,7	2,6	5,5	4,0	0,9	1,4	3,1
Steuern gesamt	0,0	1,0	2,0	1,2	0,3	0,4	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,7	1,6	3,5	2,8	0,6	0,9	2,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,7	1,6	3,5	2,8	0,6	0,9	2,1
Minority interest	0,0	0,0	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5
Jahresüberschuss	0,7	1,6	3,0	2,6	0,1	0,4	1,6

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Vectron Systems AG

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-0,1 %	0,0 %	-0,3 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	99,9 %	100,0 %	99,7 %	100,1 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	45,8 %	38,4 %	35,7 %	36,9 %	39,0 %	40,0 %	40,0 %
Rohertrag	54,1 %	61,6 %	64,0 %	63,2 %	61,0 %	60,0 %	60,0 %
Personalaufwendungen	22,4 %	19,7 %	18,4 %	19,3 %	24,4 %	23,3 %	21,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,7 %	1,5 %	0,9 %	0,9 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,5 %	20,4 %	19,2 %	22,7 %	26,6 %	25,0 %	22,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	8,9 %	23,0 %	27,3 %	22,0 %	10,7 %	12,2 %	17,2 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2 %	0,8 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
EBITA	7,7 %	22,2 %	26,8 %	21,3 %	9,8 %	11,4 %	16,4 %
Abschreibungen auf iAV	1,2 %	6,9 %	4,9 %	5,1 %	5,9 %	5,5 %	4,8 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	6,6 %	15,3 %	22,0 %	16,2 %	3,9 %	5,9 %	11,6 %
Zinserträge	0,2 %	0,1 %	0,6 %	0,8 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %
Zinsaufwendungen	2,9 %	2,7 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-2,7 %	-2,6 %	0,4 %	0,8 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,8 %	12,7 %	22,4 %	17,0 %	4,3 %	6,4 %	12,3 %
AO-Beitrag	0,1 %	-0,3 %	-0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,9 %	12,4 %	21,8 %	17,0 %	4,3 %	6,4 %	12,3 %
Steuern gesamt	0,1 %	5,0 %	8,1 %	4,9 %	1,5 %	2,1 %	4,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,9 %	7,5 %	13,8 %	12,0 %	2,9 %	4,3 %	8,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,9 %	7,5 %	13,8 %	12,0 %	2,9 %	4,3 %	8,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	2,0 %	1,1 %	2,1 %	2,3 %	2,0 %
Jahresüberschuss	3,9 %	7,5 %	11,8 %	10,9 %	0,7 %	2,0 %	6,3 %

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Vectron Systems AG

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	6,0	5,1	4,2	3,2	2,3	1,3
davon übrige imm. VG	0,0	6,0	5,1	4,2	3,2	2,3	1,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,3	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,0	6,4	5,7	5,0	4,1	3,2	2,4
Vorräte	0,0	1,2	1,6	2,4	2,3	2,2	2,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,0	2,5	3,9	3,2	2,8	2,9	3,4
Sonstige Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Liquide Mittel	0,0	1,1	6,9	7,6	6,1	7,4	9,2
Umlaufvermögen	0,0	4,9	12,6	13,5	11,4	12,7	15,2
Bilanzsumme (Aktiva)	0,0	11,3	18,3	18,4	15,5	15,9	17,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,0	0,4	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kapitalrücklage	0,0	0,0	5,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	2,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,8	3,0	3,2	1,1	1,1	1,1
Buchwert	0,0	1,2	9,0	9,2	7,2	7,7	9,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	0,0	1,2	9,0	9,2	7,2	7,7	9,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,0	2,0	3,4	1,9	0,7	0,7	0,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	6,6	4,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,0	0,8	0,6	0,5	0,7	0,7	0,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,0	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindlichkeiten	0,0	10,0	9,2	9,2	8,3	8,3	8,4
Bilanzsumme (Passiva)	0,0	11,3	18,3	18,4	15,5	15,9	17,6

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Vectron Systems AG

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	n.a.	53,4 %	28,1 %	22,7 %	20,7 %	14,3 %	7,6 %
davon übrige imm. VG	n.a.	53,4 %	28,1 %	22,7 %	20,7 %	14,3 %	7,6 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	n.a.	2,7 %	2,7 %	4,2 %	5,6 %	6,0 %	5,7 %
Finanzanlagen	n.a.	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Anlagevermögen	n.a.	56,3 %	30,9 %	26,9 %	26,5 %	20,4 %	13,4 %
Vorräte	n.a.	11,1 %	8,6 %	12,9 %	14,8 %	13,8 %	14,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	n.a.	21,8 %	21,3 %	17,5 %	18,1 %	18,2 %	19,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	n.a.	0,7 %	1,7 %	1,2 %	1,0 %	1,0 %	0,9 %
Liquide Mittel	n.a.	10,0 %	37,5 %	41,5 %	39,4 %	46,5 %	52,0 %
Umlaufvermögen	n.a.	43,6 %	69,0 %	73,2 %	73,3 %	79,6 %	86,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	n.a.	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	n.a.	3,5 %	2,7 %	8,2 %	9,7 %	9,4 %	8,5 %
Kapitalrücklage	n.a.	0,0 %	30,1 %	24,5 %	29,0 %	28,3 %	25,6 %
Gewinnrücklagen	n.a.	0,4 %	0,2 %	0,0 %	1,0 %	3,7 %	12,3 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	n.a.	7,1 %	16,4 %	17,2 %	6,9 %	6,7 %	6,1 %
Buchwert	n.a.	11,0 %	49,5 %	49,9 %	46,6 %	48,1 %	52,5 %
Anteile Dritter	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	n.a.	11,0 %	49,5 %	49,9 %	46,6 %	48,1 %	52,5 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	n.a.	17,7 %	18,3 %	10,2 %	4,8 %	4,7 %	4,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	n.a.	58,0 %	24,9 %	35,6 %	42,3 %	41,2 %	37,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	n.a.	7,3 %	3,3 %	2,8 %	4,5 %	4,4 %	4,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	n.a.	5,9 %	3,9 %	1,6 %	1,9 %	1,8 %	1,6 %
Verbindlichkeiten	n.a.	88,9 %	50,4 %	50,1 %	53,5 %	52,1 %	47,6 %
Bilanzsumme (Passiva)	n.a.	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Vectron Systems AG

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,7	1,6	3,0	2,6	0,1	0,4	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,1	1,9	-1,6	-1,1	0,0	0,0
Cash Flow	1,1	4,1	6,3	2,1	0,4	1,8	3,0
Veränderung Vorräte	0,0	-0,2	-0,3	-0,8	0,1	0,1	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	-1,4	0,7	0,4	-0,1	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	1,0	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,0	0,8	-2,0	-0,2	0,7	0,0	-0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,1	4,8	4,3	1,8	1,1	1,8	2,3
CAPEX	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-7,4	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	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	0,0	-7,6	-1,1	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	2,2	-2,2	2,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-2,4	-2,4	-2,1	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	3,8	1,0	-0,4	-2,1	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	1,1	1,0	4,1	0,8	-1,5	1,3	1,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,2	1,0	5,3	7,6	6,1	7,4	9,2

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen Vectron Systems AG

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,0 %	77,1 %	72,4 %	78,1 %	89,4 %	87,9 %	82,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	262.189	195.238	195.455	227.273
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	57.756	20.793	23.748	38.977
EBIT-Marge	6,5 %	15,3 %	22,0 %	16,2 %	3,9 %	5,9 %	11,6 %
EBITDA / Operating Assets	n.a.	150,2 %	129,9 %	88,9 %	41,4 %	48,8 %	70,3 %
ROA	n.a.	24,4 %	53,1 %	51,9 %	3,6 %	13,3 %	67,0 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	n.a.	69,1	51,6	30,7	23,5	22,6	25,0
Operating Assets Turnover	n.a.	6,5	4,8	4,0	3,9	4,0	4,1
Capital Employed Turnover	n.a.	2,1	1,5	1,3	1,4	1,4	1,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	n.a.	32,6 %	41,8 %	22,1 %	5,0 %	8,5 %	18,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	n.a.	48,9 %	51,9 %	30,1 %	13,6 %	17,7 %	27,2 %
ROE	n.a.	124,8 %	33,2 %	28,0 %	2,1 %	5,6 %	17,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	n.a.	249,6 %	58,3 %	28,2 %	1,8 %	5,8 %	18,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	n.a.	249,6 %	68,0 %	31,2 %	7,2 %	12,5 %	24,6 %
ROIC	n.a.	15,9 %	20,6 %	16,1 %	4,0 %	6,2 %	12,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	0,0	5,4	-2,3	-1,1	0,5	-0,8	-2,6
Net Gearing	n.a.	434,6 %	-25,5 %	-11,9 %	6,2 %	-11,0 %	-28,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	19,0 %	198,9 %	140,1 %	110,3 %	116,9 %	141,0 %
Current ratio	n.a.	0,8	2,1	1,8	1,5	1,7	2,0
Acid Test Ratio	n.a.	0,5	1,2	1,2	1,1	1,3	1,5
EBITDA / Zinsaufwand	3,1	8,4	113,7	346,5	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	2,4	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,1	4,6	3,6	1,1	0,6	1,3	1,8
Free Cash Flow / Umsatz	6,2 %	22,0 %	14,3 %	4,8 %	2,7 %	6,0 %	7,1 %
Adj. Free Cash Flow	1,3	4,5	6,0	4,6	1,4	1,8	3,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	4,8 %	14,1 %	17,8 %	15,8 %	7,7 %	8,7 %	11,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	161,3 %	295,7 %	121,0 %	44,2 %	376,9 %	297,8 %	111,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	n.a.	2,1 %	4,0 %	2,7 %	1,3 %	1,8 %	2,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	8,7 %	1,1 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	154,3 %	68,6 %	73,9 %	0,0 %	0,0 %	54,1 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,0 %	1,0 %	2,5 %	3,0 %	2,6 %	2,3 %	2,0 %
Maint. Capex / Umsatz	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %	1,5 %	1,4 %	1,6 %
CAPEX / Abschreibungen	0,0 %	13,5 %	48,0 %	51,3 %	38,3 %	36,9 %	36,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	0,0 %	13,8 %	15,2 %	21,0 %	23,1 %	20,5 %	19,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	n.a.	298,2 %	639,5 %	621,6 %	400,0 %	414,3 %	425,0 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	21,8	22,5	36,8	40,6	36,5	36,5
Receivables collection period (Tage)	0,0	43,1	55,8	49,8	50,0	50,0	50,0
Payables payment period (Tage)	0,0	14,4	8,7	8,0	12,0	12,0	12,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	50,5	69,6	78,6	78,6	74,5	74,5
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	13,8 %	13,8 %	12,1 %	n.a.	n.a.	6,5 %
P/B	n.a.	14,0	1,9	1,9	2,4	2,3	1,9
EV/sales	1,0	0,8	0,6	0,7	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	10,7	3,4	2,4	3,1	8,2	6,3	3,5
EV/EBIT	14,6	5,1	2,9	4,3	22,3	13,2	5,1
EV/FCF	15,4	3,5	4,5	14,3	31,8	12,9	8,4
P/E	7,1	11,2	5,8	6,8	116,0	40,0	11,0
P/CF	16,4	4,3	2,8	8,4	42,5	9,7	5,9
Adj. Free Cash Flow Yield	6,5 %	24,8 %	38,3 %	12,7 %	2,3 %	10,8 %	20,1 %

Quellen: Vectron Systems AG (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Vectron

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,7	1,6	3,0	2,6	0,1	0,4	1,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
- Zinsergebnis (netto)	-0,5	-0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
+ Steuern	0,0	1,0	2,0	1,2	0,3	0,4	1,0
- Erhaltungsinvestitionen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	1,3	4,5	6,0	4,6	1,4	1,8	3,4
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,2%	27,5%	36,8%	28,4%	8,1%	11,0%	22,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	16,3	16,3	16,3	16,3	17,8	16,6	14,8
= Fairer Enterprise Value	13,3	44,8	60,0	46,3	14,5	18,1	33,9
- Nettoverschuldung (Cash)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	0,4	-0,8	-2,6
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	14,4	45,9	61,1	47,4	14,0	19,0	36,5
Aktienanzahl (Mio.)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	9,61	30,61	40,74	31,59	9,34	12,65	24,34
Premium (-) / Discount (+) in %	-17,1%	163,9%	251,2%	172,3%	-19,5%	9,1%	109,8%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	7,56	23,72	31,51	24,47	7,11	9,86	19,12
	12,0%	8,13	25,63	34,07	26,44	7,73	10,64	20,57
Fairer	11,0%	8,81	27,90	37,10	28,78	8,46	11,55	22,28
Free Cash Flow	10,0%	9,61	30,61	40,74	31,59	9,34	12,65	24,34
Yield	9,0%	10,60	33,93	45,19	35,02	10,41	14,00	26,85
	8,0%	11,84	38,09	50,74	39,30	11,75	15,68	29,98
	7,0%	13,42	43,42	57,89	44,81	13,47	17,84	34,02

Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Vectron

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	20,5	21,5	25,0	26,3	27,6	28,7	29,5	30,4	31,3	32,3	33,2	34,2	34,6	34,9
Veränderung	-13,1%	4,9%	16,3%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%
EBIT	0,8	1,3	2,9	3,5	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0	5,2	5,3	5,1	5,2	5,2
EBIT-Marge	3,9%	5,9%	11,6%	13,5%	17,5%	17,5%	17,0%	16,5%	16,0%	16,0%	16,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	34,0%	32,5%	32,5%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
NOPAT	0,5	0,8	2,0	2,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6
Abschreibungen in % vom Umsatz	1,4	1,4	1,4	1,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
	6,8%	6,3%	5,6%	5,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,7	0,0	-0,7	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionsquote	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Übriges	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	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)	1,6	1,2	1,6	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,2	3,3	3,4	3,3	3,5	3,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,10
Fremdkapitalzins	9,0%	WACC	9,38%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	23,4		
Terminal Value	13,4		
Verbindlichkeiten	-7,6		
Liquide Mittel	7,6	Aktienzahl (Mio.)	1,50
Eigenkapitalwert	36,8	Wert je Aktie (EUR)	24,53

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

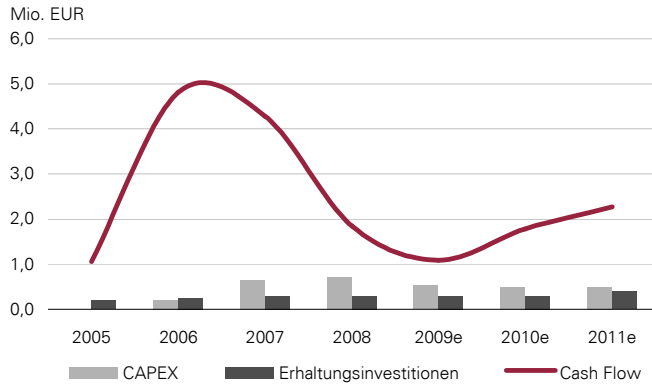
WACC	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
10,38%	21,40	21,56	21,74	21,92	22,12	22,33	22,54
9,88%	22,53	22,73	22,93	23,15	23,38	23,63	23,89
9,63%	23,14	23,36	23,58	23,82	24,07	24,34	24,62
9,38%	23,79	24,02	24,27	24,53	24,80	25,10	25,41
9,13%	24,48	24,73	25,00	25,28	25,58	25,90	26,25
8,88%	25,20	25,48	25,77	26,08	26,41	26,76	27,14
8,38%	26,79	27,12	27,47	27,84	28,24	28,67	29,13

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,38%	19,66	20,41	21,17	21,92	22,68	23,43	24,19
9,88%	20,76	21,56	22,36	23,15	23,95	24,74	25,54
9,63%	21,37	22,18	23,00	23,82	24,64	25,46	26,28
9,38%	22,00	22,84	23,69	24,53	25,37	26,21	27,05
9,13%	22,68	23,55	24,41	25,28	26,15	27,01	27,88
8,88%	23,40	24,29	25,19	26,08	26,97	27,87	28,76
8,38%	24,98	25,94	26,89	27,84	28,80	29,75	30,70

Quelle: SES Research

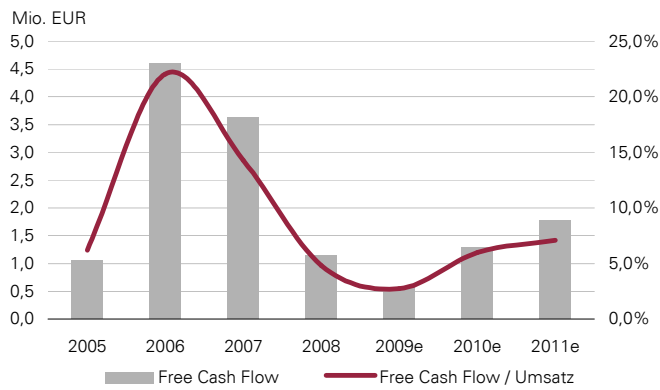
Investitionen und Cash Flow - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nachträgliche Steuerzahlungen belasten Cash Flow 2008 und 2009
- Steigerung der Ergebnisqualität führt zu besserer Cash-Flow-Entwicklung

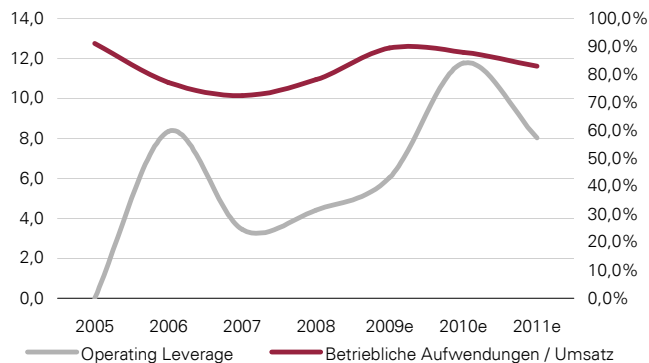
Free Cash Flow Generation - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Während das EBIT durch hohe Abschreibungen verringert wird...
- ...zeigt sich die exzellente Ergebnisqualität in der Generierung hoher FCFs

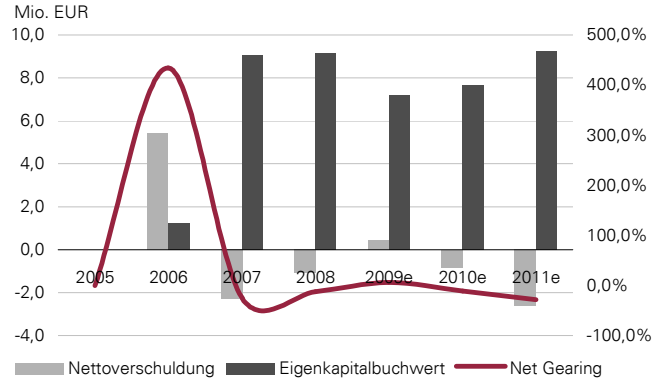
Operating Leverage - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Rückläufige Erlöse führen in 2009 zu einem Anstieg der Aufwandsquote...
- ...steigende Erlöse in 2010e wieder zu sinkenden Kostenanteilen

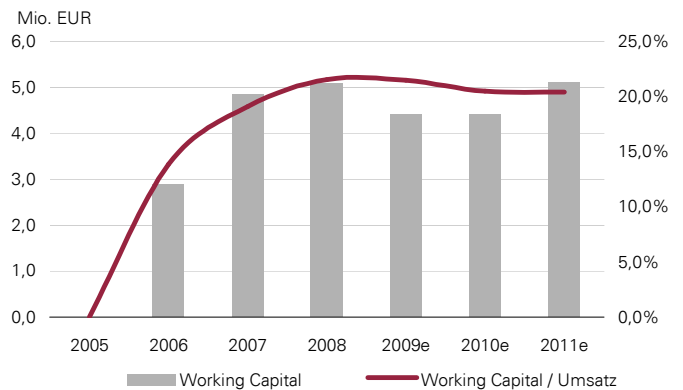
Bilanzqualität - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hohe Bilanzqualität durch Eigenkapitalquote von rund 70%...
- ...ermöglicht Finanzierung des Geschäftsvolumens bei ...
- ...potenzieller Einführung des Fiskalchips

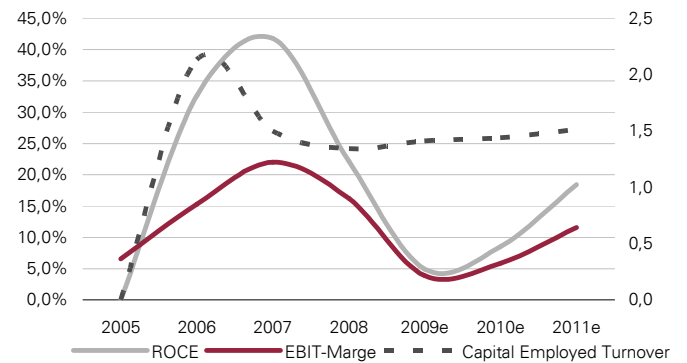
Working Capital - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Nur moderate Investitionen ins Working Capital notwendig

ROCE Entwicklung - Vectron



Quellen: Vectron (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hohes ROCE von mehr als 20% verdeutlicht Unternehmensqualität
- Kurzfristig geringes ROCE durch reduzierte Umsatzbasis

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 Speicherung 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.

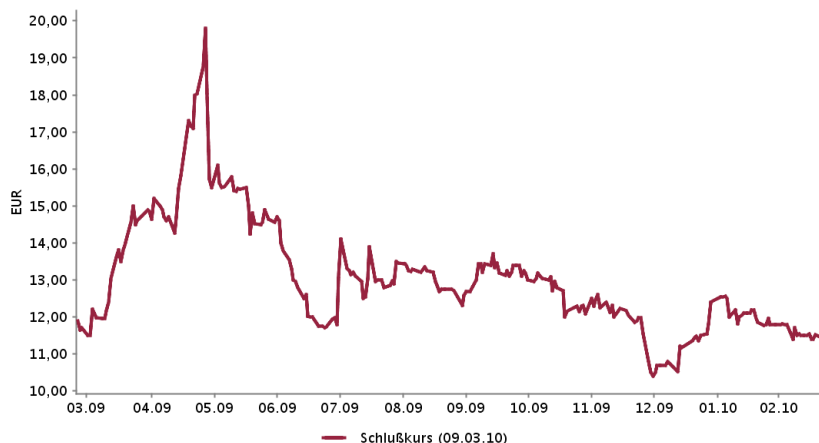
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	56%
Halten	57	28%
Verkaufen	14	7%
Empf. ausgesetzt	17	8%
Gesamt	201	

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	80	63%
Halten	35	27%
Verkaufen	2	2%
Empf. ausgesetzt	11	9%
Gesamt	128	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Vectron Systems AG am 10.03.10**



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

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

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & 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

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	Fabrice Farigoule Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com