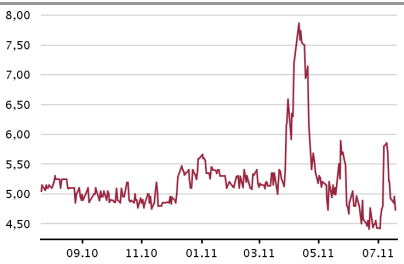


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 6,70 (alt: 6,50)

Kurs EUR 4,73
Bloomberg AYD GR
Reuters AYDG
Branche Telekommunikation

Weltweit bedeutendste Online-Plattform für Kunst



Aktien Daten: 03.08.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 26,7 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 22,8 Mio.
Buchwert: EUR 5,1 Mio.
Aktienanzahl: 5,6 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 81,6 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 45,6 %
 Galerie Neuendorf 26,0 %
 Schaeffer Immobilien 10,7 %
 Artis Capital 10,4 %
 Robert de Rothschild 7,3 %
Termine:
 Zahlen Q3 28.10.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	15,5	-4,7	17,8	-1,5	20,6	-1,5
EBIT	0,9	-10,8	2,0	0,1	3,1	1,6
EPS	0,12	0	0,31	0	0,50	2,0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 04.08.2011
 Analyst: Susanne Schwartze +49 (0)40-309537-155
 sswartze@warburg-research.com

1,32 Millionen-Dollar-Auktion dürfte Türen öffnen und eher schwaches Q2 kompensieren

artnet-Auktionen starten mit dem ersten Gebot in siebenstelliger Höhe ins dritte Quartal: Andy Warhols blaue Blumen wurden für USD 1,32 Mio. einschließlich Käuferaufschlag von 15% verkauft. Dies war der mit Abstand höchste jemals auf der artnet-Auktionsplattform erzielte Preis. Neben den Erlösen von USD 0,197 Mio. (Käufer- und Verkäuferaufschlag), die artnet mit diesem Deal erzielt, zeigt diese Transaktion, dass selbst solche teuren Objekte über Online-Auktionen verkauft werden können. Darüber hinaus stärkt ein solcher Verkauf den soliden Ruf von artnet und ist nicht zuletzt ein nützliches Marketinginstrument auch außerhalb der herkömmlichen Sammler-Klientel, um neue Kundenkreise für Online-Auktionen zu gewinnen. Es ist nicht sehr wahrscheinlich, dass kurzfristig eine weitere Auktion in dieser Größenordnung stattfinden wird, aber dieser Erfolg dürfte den durchschnittlichen Wert künftiger Auktionen erhöhen.

Der **Q2-Umsatz** blieb hinter dem Vorjahresumsatz und unseren Schätzungen zurück. Ein Anstieg bei Advertising und Magazine konnte die niedrigeren Umsätze bei Galleries, Database und Auctions nicht kompensieren. Entsprechend war das EBIT leicht rückläufig, fiel aber besser als erwartet aus.

artnet AG - Q2 2011

Angaben in Mio. EUR	Q2/11	Q2/11e	Q2/10	yoy	6M/11	6M/10	yoy
Umsatz	3,32	3,64	3,7	-9,1%	6,81	6,8	-0,3%
EBIT	0,00	-0,04	0,1	-93,3%	-0,08	0,2	-
Marge	0,1%	-1,1%	1,6%		-0,01	2,7%	

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Durch saisonale Effekte, das zugrunde liegende Wachstum bei Auctions und die positiven Auswirkungen des neuen Preissystems bei Database **sollte im zweiten Halbjahr in allen Segmenten ein höherer Umsatz erzielt werden.** Aufgrund des skalierbaren Geschäfts sollte ein Umsatzanstieg nicht nur zu einer Steigerung des Ergebnisses, sondern auch zu höheren Margen führen. Nach einem leichten EBIT-Verlust im ersten Halbjahr wird für 2011 eine EBIT-Marge von 5,2% erwartet.

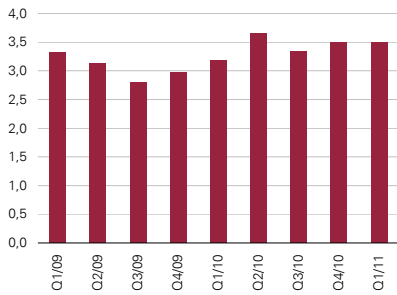
Die Idee des Kunstgeschäfts (Auktionen, Händler, Informationen) im Internet ist nach wie vor spannend. artnet entwickelt kontinuierlich neue Produkte (z.B. Indizes) und Preis- oder Marketingsysteme (bei Database und Galleries), um das Geschäft zu verbessern und weitere Kundengruppen für sich zu gewinnen. Diese Maßnahmen belasten die aktuelle GuV, sollten aber in Zukunft zweistellige Wachstumsraten und EBIT-Margen ermöglichen.

Mit einem aus unserem DCF-Modell abgeleiteten fairen Wert von EUR 6,70 bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende:

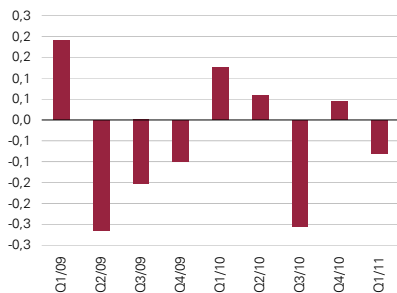
31.12.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
Umsatz	11,0	12,3	12,2	13,7	14,8	17,6	20,3
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	30,7 %	11,9 %	-0,7 %	11,9 %	8,0 %	19,1 %	15,7 %
Bruttoergebnis	7,5	8,1	7,6	8,7	9,1	11,7	13,8
<i>Bruttomarge</i>	68,1 %	65,4 %	62,2 %	63,8 %	61,6 %	66,4 %	68,0 %
EBITDA	2,1	0,5	0,4	0,8	1,6	2,8	4,0
<i>EBITDA-Marge</i>	19,4 %	4,3 %	3,0 %	5,9 %	10,9 %	16,1 %	19,9 %
EBIT	1,9	0,1	-0,3	0,0	0,8	2,0	3,2
<i>EBIT-Marge</i>	17,4 %	1,2 %	-2,7 %	-0,2 %	5,2 %	11,4 %	15,7 %
Jahresüberschuss	2,3	-0,5	-0,5	0,2	0,7	1,7	2,8
EPS	0,41	-0,09	-0,08	0,03	0,12	0,31	0,51
Free Cash Flow je Aktie	0,27	-0,13	-0,14	0,07	0,25	0,40	0,63
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	2,2	2,0	2,0	1,8	1,5	1,2	0,8
EV/EBITDA	11,4	45,5	66,7	30,0	14,1	7,3	4,2
EV/EBIT	12,6	163,5	n.m.	n.m.	29,5	10,3	5,3
KGV	11,5	n.m.	n.m.	157,8	39,4	15,3	9,3
ROCE	56,1 %	3,4 %	-8,0 %	-0,6 %	15,6 %	31,8 %	36,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	8,5 %	1,8 %	1,1 %	2,9 %	6,5 %	13,2 %	22,9 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



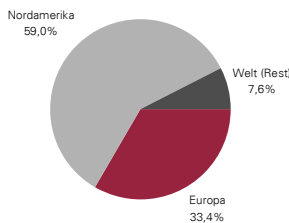
Quelle: artnet AG

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



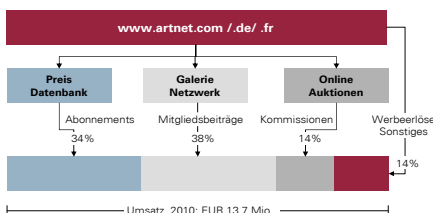
Quelle: artnet AG

Umsatz nach Regionen
2010



Quelle: artnet AG

artnet Geschäftsmodell



Quelle: artnet AG

Unternehmenshintergrund

artnet betreibt die weltweit führende Online-Plattform für Kunst und bietet hauptsächlich drei Dienstleistungen an:

- Die Price Database ist das umfassendste farblich bebilderte Archiv an historischen Auktionsresultaten mit mehr als 5,5 Mio. Einträgen. Gegen Gebühr können sowohl private als auch institutionelle Kunden nach speziellen Auktionsresultaten suchen und erhalten somit eine bessere Preistransparenz im wenig transparenten Kunstmarkt.
- Das Gallery Network ist das größte Netzwerk dieser Art und ermöglicht es Besuchern dieser Seite, die 173.000 ausgestellten Kunstwerke von mehr als 37.000 Künstlern in über 2.000 Galerien weltweit zu betrachten. Ferner werden Hintergrund- und Kontaktinformationen zur Verfügung gestellt. Die Galerien zahlen für ihren Internetauftritt auf der artnet-Seite eine Mitgliedsgebühr.
- Die Online Auctions bieten professionellen und privaten Sammlern die Möglichkeit, Kunstwerke in einer seriösen Umgebung über das Internet zu kaufen, bei erheblich geringeren Transaktionskosten im Vergleich zu traditionellen Auktionshäusern und innerhalb eines deutlich kürzeren Zeitraums.

Das Unternehmen generiert Umsätze aus Abonnement- und Mitgliedsbeiträgen, Provisionen sowie Einnahmen durch die Werbung auf der Website.

Wettbewerbsqualität

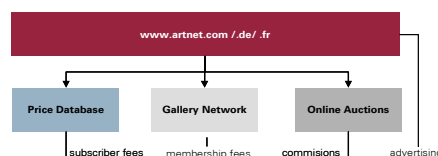
Der weltweite Kunstmarkt mit einem Transaktionsvolumen von insgesamt ca. EUR 40 Mrd. ist durch eine hohe Marktineffizienz gekennzeichnet, die auf Informationsasymmetrie zurückzuführen ist und zu hohen Transaktionskosten sowie geringerer Liquidität führt.

Die Produkte von artnet sind exakt auf dieses Problem zugeschnitten, denn sie...

- ...erhöhen die Preis- und Informationstransparenz
- ...senken die Transaktionskosten
- ...und verbessern die Liquidität

Obwohl der von artnet angebotene Service durch die Kombination dieser Produkte auf einer Plattform einzigartig ist und den Kunden damit einen Mehrwert bietet, hat das Unternehmen in den einzelnen Segmenten Wettbewerber, von denen sich artnet vornehmlich durch...

- ...Preis, Geschwindigkeit und Fokus (Online Auctions),
- ...Breite und Integrität der Informationen (Price Database)
- ...Reichweite und Marketingvorteile (Gallery Network) differenziert.



Gewinn- und Verlustrechnung artnet							
in EUR Mio.							
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	11,0	12,3	12,2	13,7	14,8	17,6	20,3
Herstellungskosten	3,5	4,3	4,6	4,9	5,7	5,9	6,5
Bruttoergebnis	7,5	8,1	7,6	8,7	9,1	11,7	13,8
Forschung und Entwicklung	1,2	1,9	1,7	2,1	1,9	2,0	2,2
Vertriebskosten	1,8	2,9	3,0	3,1	2,4	3,6	4,1
Verwaltungskosten	2,5	3,0	3,3	3,5	3,9	4,0	4,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,1	0,5	0,4	0,8	1,6	2,8	4,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITA	2,0	0,4	0,0	0,4	1,2	2,4	3,6
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,9	0,1	-0,3	0,0	0,8	2,0	3,2
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,0	-0,1	-0,5	-0,2	0,8	1,9	3,1
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,0	-0,1	-0,5	-0,2	0,8	1,9	3,1
Steuern gesamt	-0,2	0,4	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,3	-0,5	-0,5	0,2	0,7	1,7	2,8
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,3	-0,5	-0,5	0,2	0,7	1,7	2,8
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	2,3	-0,5	-0,5	0,2	0,7	1,7	2,8

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung artnet							
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 %
Herstellungskosten	31,9 %	34,6 %	37,8 %	36,2 %	38,4 %	33,6 %	32,0 %
Bruttoergebnis	68,1 %	65,4 %	62,2 %	63,8 %	61,6 %	66,4 %	68,0 %
Forschung und Entwicklung	11,0 %	15,1 %	13,5 %	15,6 %	12,6 %	11,4 %	10,8 %
Vertriebskosten	16,5 %	23,9 %	24,3 %	22,4 %	16,3 %	20,2 %	20,2 %
Verwaltungskosten	23,0 %	24,5 %	27,0 %	25,2 %	26,4 %	22,5 %	20,4 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,3 %	-0,8 %	-0,1 %	-0,8 %	-1,1 %	-1,0 %	-0,9 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	19,4 %	4,3 %	3,0 %	5,9 %	10,9 %	16,1 %	19,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0 %	1,4 %	2,8 %	3,0 %	2,8 %	2,4 %	2,1 %
EBITA	18,4 %	3,0 %	0,2 %	2,9 %	8,1 %	13,8 %	17,8 %
Abschreibungen auf iAV	1,0 %	1,8 %	2,9 %	3,1 %	2,8 %	2,4 %	2,1 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	17,4 %	1,2 %	-2,7 %	-0,2 %	5,2 %	11,4 %	15,7 %
Zinserträge	1,0 %	0,3 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwendungen	0,2 %	0,6 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Finanzergebnis	0,8 %	-1,8 %	-1,4 %	-1,0 %	0,1 %	-0,7 %	-0,6 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	18,3 %	-0,6 %	-4,1 %	-1,2 %	5,4 %	10,7 %	15,1 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	18,3 %	-0,6 %	-4,1 %	-1,2 %	5,4 %	10,7 %	15,1 %
Steuern gesamt	-2,2 %	3,4 %	-0,3 %	-2,3 %	0,8 %	1,0 %	1,2 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,5 %	-4,0 %	-3,8 %	1,1 %	4,6 %	9,7 %	14,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	20,5 %	-4,0 %	-3,8 %	1,1 %	4,6 %	9,7 %	14,0 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	20,5 %	-4,0 %	-3,8 %	1,1 %	4,6 %	9,7 %	14,0 %

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz artnet

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	1,0	1,0	0,8	0,5	0,2	0,0
davon übrige imm. VG	0,6	1,0	1,0	0,8	0,5	0,2	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,3	0,9	0,8	0,7	0,4	0,2	0,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,9	2,0	1,8	1,5	0,9	0,4	0,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,7	1,0	0,9	1,1	1,1	1,3	1,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,6	1,8	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Liquide Mittel	3,6	2,9	2,2	2,7	4,1	6,3	9,8
Umlaufvermögen	6,0	5,7	4,7	5,6	7,0	9,4	13,0
Bilanzsumme (Aktiva)	6,9	7,6	6,6	7,1	7,9	9,9	13,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Kapitalrücklage	50,3	50,4	50,5	50,6	50,6	50,6	50,6
Gewinnrücklagen	-53,0	-50,7	-51,2	-51,7	-51,5	-50,8	-49,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,7	-0,9	-1,0	0,1	0,7	1,9	3,2
Buchwert	4,4	4,2	3,7	4,3	5,1	7,0	10,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	4,4	4,2	3,7	4,3	5,1	7,0	10,0
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Sonstige Verbindlichkeiten	2,0	2,8	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Verbindlichkeiten	2,5	3,4	2,9	2,8	2,8	2,9	3,0
Bilanzsumme (Passiva)	6,9	7,6	6,6	7,1	7,9	9,9	13,0

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz artnet

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,7 %	13,7 %	15,2 %	10,8 %	6,3 %	2,3 %	-0,3 %
davon übrige imm. VG	8,7 %	13,7 %	15,2 %	10,8 %	6,3 %	2,3 %	-0,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	4,9 %	12,0 %	12,8 %	10,0 %	5,6 %	2,2 %	0,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	13,6 %	25,7 %	28,0 %	20,8 %	11,9 %	4,5 %	-0,3 %
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,7 %	13,0 %	14,3 %	15,9 %	13,9 %	13,1 %	10,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	23,3 %	23,2 %	24,2 %	25,4 %	22,8 %	18,2 %	13,9 %
Liquide Mittel	52,6 %	38,5 %	33,2 %	37,9 %	51,5 %	63,8 %	75,4 %
Umlaufvermögen	86,7 %	74,7 %	71,7 %	79,2 %	88,3 %	95,1 %	100,0 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	77,8 %	70,6 %	81,3 %	75,5 %	67,9 %	54,2 %	41,3 %
Kapitalrücklage	729,6 %	663,7 %	764,5 %	711,1 %	640,0 %	510,7 %	388,9 %
Gewinnrücklagen	-767,6 %	-667,2 %	-775,7 %	-726,7 %	-652,1 %	-513,5 %	-378,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	23,9 %	-11,8 %	-14,5 %	0,8 %	8,5 %	19,2 %	25,0 %
Buchwert	63,7 %	55,3 %	55,6 %	60,7 %	64,4 %	70,6 %	77,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	63,7 %	55,3 %	55,6 %	60,7 %	64,4 %	70,6 %	77,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	1,9 %	3,3 %	3,5 %	3,2 %	2,5 %	1,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,8 %	6,5 %	3,1 %	4,5 %	3,8 %	4,0 %	3,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	29,3 %	36,8 %	37,7 %	31,3 %	28,2 %	22,5 %	17,1 %
Verbindlichkeiten	36,5 %	45,2 %	44,1 %	39,3 %	35,1 %	29,1 %	22,9 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

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

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen artnet

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	50,7 %	64,2 %	64,9 %	64,0 %	56,4 %	55,1 %	52,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	164.179	118.308	123.414	130.219	134.218	152.844	169.400
EBITDA je Mitarbeiter	31.802	5.116	3.667	7.681	14.673	24.670	33.650
EBIT-Marge	17,4 %	1,2 %	-2,7 %	-0,2 %	5,2 %	11,4 %	15,7 %
EBITDA / Operating Assets	-346,5 %	-1003,8 %	89,0 %	292,2 %	-41427,1 %	-2289,8 %	-1174,2 %
ROA	240,4 %	-25,1 %	-25,3 %	10,4 %	71,8 %	378,8 %	-7052,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	32,6	13,5	14,5	19,2	33,5	79,6	28.591
Operating Assets Turnover	-17,9	-232	29,9	49,5	-3.790	-142	-59,1
Capital Employed Turnover	2,5	2,8	3,1	3,0	2,8	2,4	2,0
Kapitalverzinsung							
ROCE	56,1 %	3,4 %	-8,0 %	-0,6 %	15,6 %	31,8 %	36,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	62,4 %	12,2 %	8,8 %	19,1 %	32,6 %	45,1 %	46,1 %
ROE	51,2 %	-11,7 %	-12,7 %	3,6 %	13,3 %	24,4 %	28,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	66,0 %	-11,4 %	-11,9 %	3,8 %	14,3 %	28,2 %	33,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	66,0 %	-11,4 %	-11,9 %	3,8 %	14,3 %	28,2 %	33,4 %
ROIC	50,3 %	-10,7 %	-11,1 %	3,4 %	12,5 %	23,4 %	27,7 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-3,6	-2,8	-2,0	-2,5	-3,8	-6,1	-9,6
Net Gearing	-82,5 %	-66,2 %	-53,8 %	-56,8 %	-75,2 %	-86,8 %	-95,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	2917,1 %	1682,2 %	1734,9 %	2045,3 %	2810,5 %	4034,5 %
Current ratio	2,5	1,7	1,7	2,1	2,6	3,4	4,5
Acid Test Ratio	2,4	1,7	1,7	2,1	2,6	3,4	4,5
EBITDA / Zinsaufwand	133,2	6,8	15,1	79,6	53,8	94,6	134,6
Netto Zinsdeckung	n.a.	3,8	n.a.	n.a.	77,4	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,5	-0,7	-0,8	0,4	1,4	2,2	3,5
Free Cash Flow / Umsatz	13,5 %	-6,0 %	-6,5 %	2,7 %	9,3 %	12,8 %	17,1 %
Adj. Free Cash Flow	2,1	0,4	0,3	0,7	1,5	2,7	3,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	20,7 %	-0,4 %	2,3 %	7,3 %	9,1 %	14,3 %	18,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	66,2 %	151,0 %	170,7 %	244,4 %	203,8 %	131,7 %	122,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	1,2 %	0,4 %	2,9 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	54,2 %	13,3 %	4,3 %	12,1 %	12,1 %	12,1 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	8,2 %	9,6 %	5,0 %	1,3 %	2,0 %	2,0 %	1,7 %
Maint. Capex / Umsatz	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %
CAPEX / Abschreibungen	422,5 %	306,5 %	89,0 %	20,7 %	35,7 %	41,7 %	41,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-5,9 %	-6,1 %	-4,9 %	-3,2 %	-3,0 %	-2,2 %	-1,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	185,7 %	199,6 %	459,0 %	352,4 %	366,7 %	325,0 %	280,0 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	24,6	29,3	28,1	30,2	27,0	26,0	26,0
Payables payment period (Tage)	13,2	14,7	6,1	8,6	8,6	8,6	8,6
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	6,1	6,3	7,3	6,2	5,2	3,8	2,7
EV/sales	2,2	2,0	2,0	1,8	1,5	1,2	0,8
EV/EBITDA	11,4	45,5	66,7	30,0	14,1	7,3	4,2
EV/EBIT	12,6	163,5	n.m.	n.m.	29,5	10,3	5,3
EV/FCF	16,2	n.m.	n.m.	64,6	16,6	9,2	4,9
P/E	11,5	n.m.	n.m.	157,8	39,4	15,3	9,3
P/CF	11,5	246,7	44,9	23,8	16,0	9,9	6,9
Adj. Free Cash Flow Yield	9,6 %	0,4 %	2,5 %	4,6 %	7,3 %	13,1 %	22,4 %

Quellen: artnet (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - artnet AG

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	2,3	-0,5	-0,5	0,2	0,7	1,7	2,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
- Zinsergebnis (netto)	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
+ Steuern	-0,2	0,4	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,2
- Erhaltungsinvestitionen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	2,1	0,4	0,3	0,7	1,494	2,7	3,9
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,5%	1,8%	1,1%	2,9%	6,5%	13,2%	22,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	24,2	24,2	24,2	24,2	22,8	20,6	17,1
= Fairer Enterprise Value	20,5	4,4	2,6	7,0	14,9	27,2	39,2
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-3,8	-6,1	-9,6
- 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	23,0	6,9	5,1	9,4	18,8	33,2	48,7
Aktienanzahl (Mio.)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	4,08	1,22	0,90	1,67	3,33	5,90	8,66
Premium (-) / Discount (+) in %	-13,8%	-74,2%	-80,9%	-64,7%	-29,6%	24,7%	82,9%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	3,24	1,04	0,79	1,39	2,72	4,79	7,05
	12,0%	3,47	1,09	0,82	1,47	2,89	5,10	7,50
Fairer	11,0%	3,75	1,15	0,86	1,56	3,09	5,46	8,02
Free Cash Flow	10,0%	4,08	1,22	0,90	1,67	3,33	5,90	8,66
Yield	9,0%	4,48	1,31	0,95	1,81	3,63	6,44	9,43
	8,0%	4,99	1,42	1,02	1,98	4,00	7,11	10,40
	7,0%	5,64	1,56	1,10	2,20	4,47	7,97	11,64

Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - artnet AG

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,8	17,6	20,3	22,8	25,5	28,6	31,4	34,6	38,0	41,1	44,3	46,6	48,9	51,3
Veränderung	8,0%	19,1%	15,7%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	0,8	2,0	3,2	3,4	3,8	4,0	4,4	4,8	4,9	5,3	5,8	5,6	5,9	6,2
EBIT-Marge	5,2%	11,4%	15,7%	15,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Steuerquote	15,1%	13,5%	8,7%	7,3%	7,0%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	0,7	1,7	2,9	3,2	3,6	3,7	4,1	4,5	4,6	5,0	4,0	3,9	4,1	4,3
Abschreibungen	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
in % vom Umsatz	5,7%	4,8%	4,1%	4,3%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Investitionsquote	2,0%	2,0%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,2	2,1	3,4	3,6	4,1	4,2	4,4	4,7	4,7	5,0	4,1	3,9	4,1	4,3

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	11,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	25,6		
Terminal Value	9,7		
Verbindlichkeiten	-0,2		
Liquide Mittel	2,7	Aktienzahl (Mio.)	5,63
Eigenkapitalwert	37,8	Wert je Aktie (EUR)	6,71

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

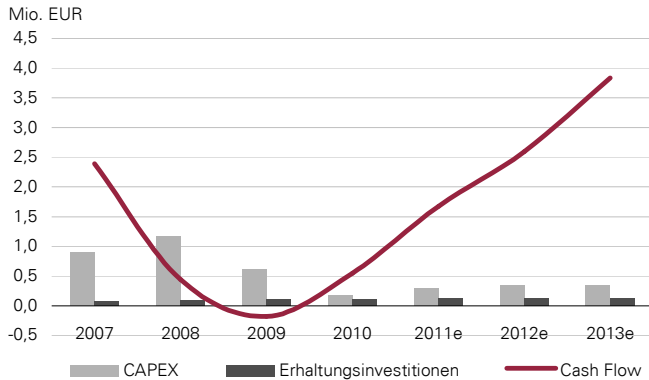
WACC	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
12,50%	6,06	6,08	6,11	6,14	6,17	6,20	6,24
12,00%	6,31	6,34	6,38	6,41	6,45	6,49	6,52
11,75%	6,45	6,48	6,52	6,56	6,59	6,64	6,68
11,50%	6,59	6,63	6,67	6,71	6,75	6,79	6,84
11,25%	6,74	6,78	6,82	6,87	6,91	6,96	7,01
11,00%	6,90	6,94	6,98	7,03	7,08	7,13	7,19
10,50%	7,23	7,28	7,34	7,39	7,45	7,51	7,57

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
12,50%	5,52	5,73	5,93	6,14	6,35	6,56	6,76
12,00%	5,76	5,98	6,19	6,41	6,63	6,85	7,07
11,75%	5,88	6,11	6,33	6,56	6,78	7,00	7,23
11,50%	6,02	6,25	6,48	6,71	6,94	7,17	7,40
11,25%	6,16	6,39	6,63	6,87	7,10	7,34	7,57
11,00%	6,30	6,55	6,79	7,03	7,27	7,52	7,76
10,50%	6,62	6,88	7,13	7,39	7,65	7,90	8,16

Quelle: Warburg Research

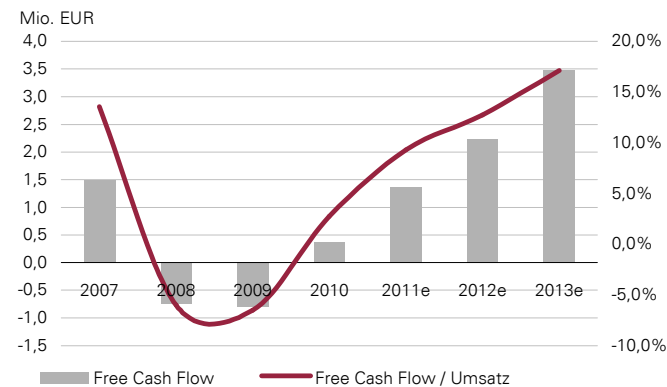
Investitionen und Cash Flow - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Geschäftsmodell erfordert nur geringe Investitionen in IT und Produkte
- Nach Verlustjahren übersteigt der Cash Flow wieder den Kapitalbedarf

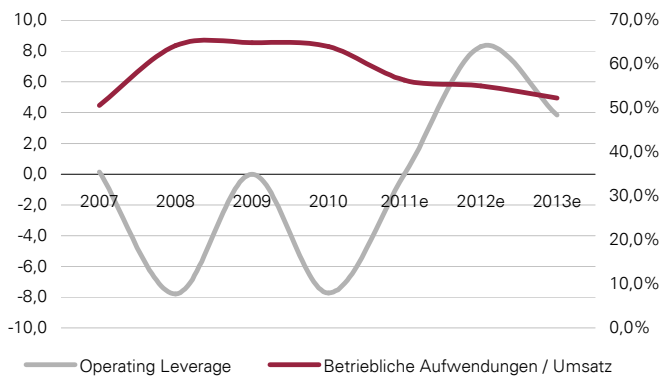
Free Cash Flow Generation - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Cash Flow in 2008 und 2009 war durch Produktaufbau und Rezession belastet
- Cash flow dürfte sich mit Umsatzanstieg von neuen Produkten erhöhen

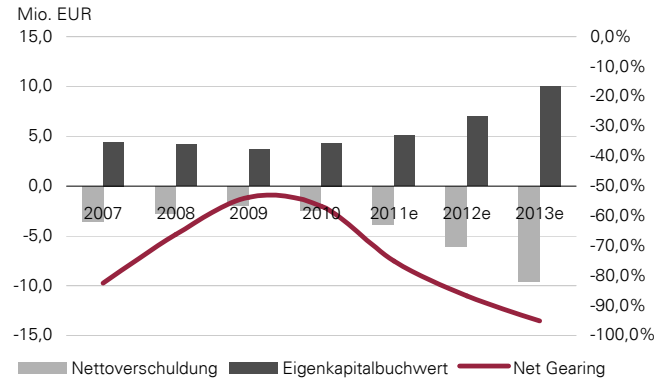
Operating Leverage - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Operativer Leverage schwankte durch Vorzeichenwechsel beim Ergebnis
- Stärkste Leverage von Price Database Produkten
- Fixe Kosten von ca. EUR 7,5 Mio.

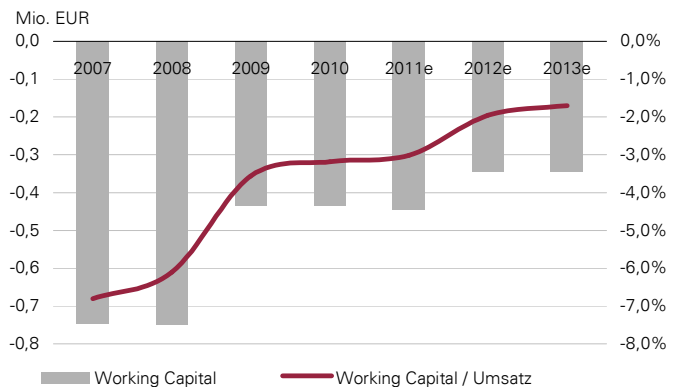
Bilanzqualität - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Keine finanziellen Verpflichtungen außer EUR 0,1 Mio. für einen Leasing-Vetrag
- Steigerung des EK und der liquiden Mittel im Einklang mit Geschäftsentwicklung
- Geschäftsmodell generiert freie Mittel

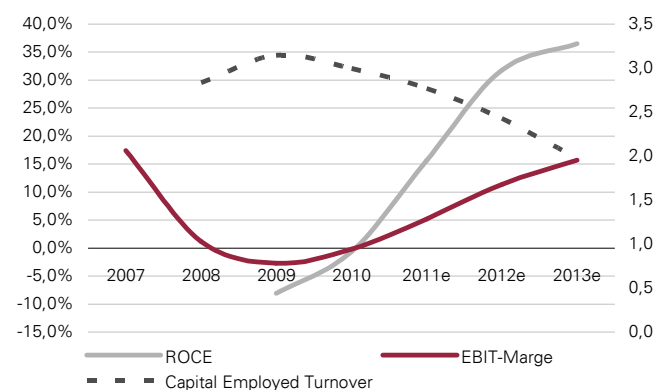
Working Capital - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- WC aufgrund von Vorab-Abrechnung von jährlichen Produkten negativ
- DSO daher bei durchschnittlich 30 Tagen

ROCE Entwicklung - artnet AG



Quellen: artnet AG (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Neue Produkte erlauben steigende EBIT-Margen
- Niedriger Kapitalbedarf und hoher operativer Leverage ermöglichen...
- ...außergewöhnliche Renditen mit ROCE > 30%

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 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 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.

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 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.

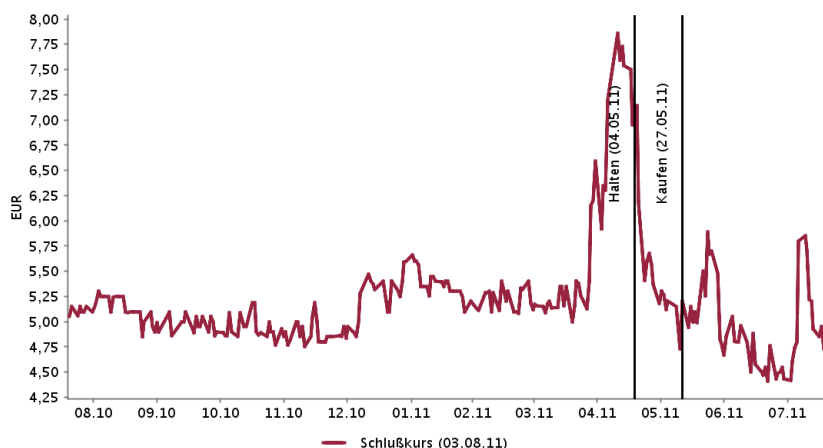
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	122	69%
Halten	50	28%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	178	

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	104	70%
Halten	42	28%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	149	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
artnet AG am 04.08.11**



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 Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@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	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodlerr@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@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	Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@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

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

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Kerstin Teschner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kteschner@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
		Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
		Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com