

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 15,00 (alt: 18,00)

Kurs EUR 8,50
Bloomberg P1Y GR
Reuters P1YG
Branche Solarstromwirtschaft

Projektierer von Solarstromanlagen und Händler von Modulen und Komponenten



Aktien Daten: 18.04.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 57,8 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 44,7 Mio.
Buchwert: EUR 51,4 Mio.
Aktienanzahl: 6,8 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 829 Tsd.

Aktionäre:
 Free Float 38,4 %
 AMSOLAR-Gesellschafter 33,1 %
 Management 9,2 %
 RUPAG Gruppe 8,0 %
 Swissinvestment 6,0 %
 Lite-On Tech 5,4 %

Termine:

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	162	3,0	167	5,0	190	-
EBIT	15,4	16,8	16,7	20,8	21,5	-
EPS	2,27	-34,8	2,43	-25,5	2,41	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 19.04.2011
 Analyst: Stephan Wulf
 +49 (0)40-309537-150
 swulf@warburg-research.com

Auf dem richtigen Weg

Reduzierung der Abhängigkeit vom deutschen Markt: Durch den stetigen Rückgang der Einspeisetarife in Deutschland sinkt die Attraktivität von PV-Projekten, obwohl die Preise für PV-Module weiter fallen werden. Damit ist es für deutsche PV-Unternehmen unerlässlich, ihre Abhängigkeit vom Heimatmarkt zu reduzieren. Mit der Akquisition eines 52,6%-Anteils an AMSOLAR hat sich PAYOM im vielversprechenden US-Solarmarkt positioniert. Darüber hinaus wird das Unternehmen die Volatilität ihres Cashflows durch den Betrieb eigener PV-Projekte reduzieren.

AMSOLAR – starke Positionierung in einer vielversprechenden Nische: AMSOLAR hat 2010 bereits Projekte mit einer Kapazität von 6.3MW verkauft. Aktuell verfügt AMSOLAR Holdings LLC über Rahmenverträge mit GCL Solar Energy in Höhe von mehr als USD 100 Mio. über die nächsten zwei Jahre. AMSOLAR sollte u.E. ca. 21MW in 2011 und 38MW in 2012 verkaufen, was zu einem EBIT-Beitrag von ca. EUR 2,6 Mio. in 2011 und rund EUR 4.4 Mio. in 2012 führen sollte. Mit diesen Annahmen sind wir weniger optimistisch als das Unternehmen, das davon ausgeht, in 2011 und 2012 insgesamt 70MWp zu verkaufen. Zu den Alleinstellungsmerkmalen von AMSOLAR gehört u.a. der Fokus des Unternehmens auf eine attraktive Nische: die Installation von Aufdachprojekten auf öffentlichen Gebäuden (im Wesentlichen Universitäten und Schulen). Da Aufdachinstallationen ein fortschrittlicheres Technik-Know-how erforderlich machen als die Entwicklung von Freiflächenanlagen, könnte AMSOLAR von höheren Eintrittsbarrieren profitieren. Zudem sollte ein guter Track Record bei öffentlichen Auftraggebern die Wahrnehmung durch diese Kundengruppe noch erhöhen.

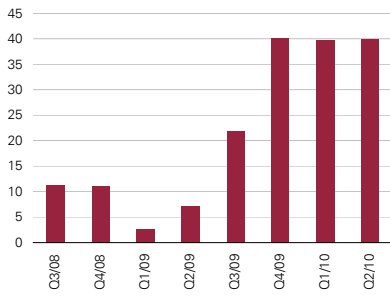
Weitere Diversifizierung der Risiken durch Eigenprojekte: Neben dem Eintritt in den US-Markt wird PAYOM auch durch den Betrieb eigener PV-Projekte die Abhängigkeit von der Entwicklung von PV-Projekten auf dem heimischen Markt reduzieren. Zur Finanzierung der geplanten Projekte platziert das Unternehmen zurzeit eine Anleihe (Gesamtvolumen bis zu EUR 50 Mio., wobei die erste Tranche von EUR 25 Mio. bereits platziert ist). Aktuell hat das Unternehmen vier Projekte in Deutschland mit einer Kapazität von insgesamt 20MWp, zwei Projekte in Großbritannien mit einer Gesamtkapazität von 5MWp und zwei Projekte mit bis zu 15MWp in Bulgarien identifiziert. Da das Unternehmen gerade erst die Anleihe platziert, wurde der Betrieb der eigenen Projekte noch nicht in unserem Bewertungsmodell berücksichtigt.

Neues Kursziel liefert Kurspotenzial von 76%: Die Einbeziehung der Akquisition von AMSOLAR in unser Bewertungsmodell führt zu einem neuen fairen Wert von EUR 15,00. Dies bewertet das gesamte Eigenkapital von Payom mit EUR 102 Mio. im Vergleich zu EUR 81,9 Mio. (4,55 Mio. Aktien zu einem Kursziel von EUR 18,00) vor der Übernahme. Damit leiten wir aus dem Bewertungsmodell einen Wert von EUR 20,1 Mio. für die 52,6%-Beteiligung an AMSOLAR ab. PAYOM hat diese Beteiligung über die Herausgabe von 2.253 Mio. neuen Aktien zu einem Preis von EUR 8,09 (am Schlußtag, 10. März) akquiriert, was die Beteiligung mit EUR 18,3 Mio. bewertet. Die restlichen 47,4% von AMSOLAR werden von Payom am Ende des Jahres 2011 zu einem Preis von USD 14 Mio. übernommen. Selbst wenn die Akquisition unser Kursziel um ca. 17% verwässert, da der Aktienkurs am Schlußtag deutlich unter EUR 18 lag, liefert unser neues Kursziel von EUR 15,00 noch ein sehr attraktives Kurspotenzial von 76%. Auch die Bewertungsmultiplikatoren (KGV 2011e von 5,7 and KGV 2012e von 4,7) sehen äußerst attraktiv aus. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12. in EUR Mio	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	9,9	36,9	71,6	154	167	175	190
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	1316,7 %	271,9 %	93,9 %	115,5 %	8,2 %	5,0 %	8,5 %
Rohertrag	1,5	3,5	7,6	17,1	24,4	29,2	32,1
<i>Rohertragsmarge</i>	15,6 %	9,4 %	10,6 %	11,1 %	14,6 %	16,7 %	16,9 %
EBITDA	0,9	1,1	5,7	11,9	18,2	20,4	21,7
<i>EBITDA-Marge</i>	8,9 %	2,9 %	7,9 %	7,7 %	10,9 %	11,6 %	11,4 %
EBIT	0,9	1,0	5,6	11,2	18,0	20,2	21,5
<i>EBIT-Marge</i>	8,8 %	2,8 %	7,8 %	7,3 %	10,8 %	11,5 %	11,3 %
Jahresüberschuss	0,6	0,7	3,9	7,7	10,1	12,3	16,4
EPS	0,82	0,69	3,04	1,69	1,48	1,81	2,41
Free Cash Flow je Aktie	-1,84	-9,40	2,31	2,68	-0,28	0,37	2,01
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	4,3	1,2	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA	48,2	40,1	7,6	3,6	2,5	2,1	1,3
EV/EBIT	48,8	41,5	7,6	3,8	2,5	2,1	1,3
KGV	10,4	12,3	2,8	5,0	5,7	4,7	3,5
ROCE	30,8 %	11,2 %	33,7 %	53,4 %	44,8 %	31,7 %	27,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	2,0 %	2,5 %	13,2 %	27,6 %	36,7 %	45,6 %	76,9 %

Entwicklung Umsatz

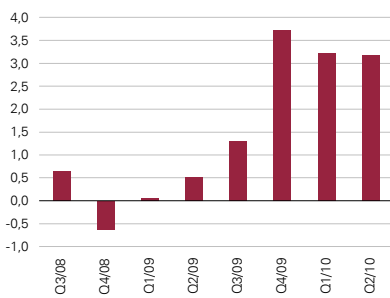
in EUR Mio.



Quelle: Payom Solar

Entwicklung EBIT

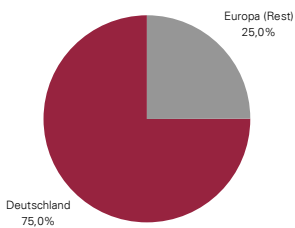
in EUR Mio.



Quelle: Payom Solar

Umsatz nach Regionen

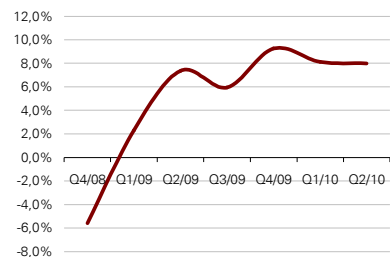
2010e



Quelle: Payom Solar

Entwicklung EBIT-Marge

in Prozent



Quelle: Payom Solar

Unternehmenshintergrund

Payom Solar ist ein ausgewiesener Solardachspezialist mit Sitz in Merkendorf, Bayern. Das Unternehmen bietet Solardachbauservice für industrielle und private Kunden aus einer Hand. Mit ca. 17 Mitarbeitern ist das Unternehmen sehr schlank aufgestellt.

Payom wählt attraktive Solardachstandorte aus, übernimmt die Konfiguration der Solardachanlage sowie die komplette Bauplanung für die schlüsselfertige Erstellung in Zusammenarbeit mit Dachdeckern und Elektrikern.

Mit der Akquisition der Solare AG, die über eine Projektpipeline von ca. 50 MW in Bulgarien verfügt, und von AMSOLAR in den USA, steigt Payom Solar in die Projektierung von großen Solarparks ein. Die Internationalisierung sollte das Wachstum beschleunigen und das Unternehmen unabhängiger vom deutschen Markt machen.

Wettbewerbsqualität

Payom Solar differenziert sich gegenüber Wettbewerbern durch ihre...

- ...Reputation für hochwertige Solardachlösungen
- ...finanzielle Flexibilität über den Zugang zum Kapitalmarkt
- ...enge Kundenbindung und effektive Neukundengewinnung

Die Börsennotierung ist für ein kleines Unternehmen wie Payom Solar ein klarer Wettbewerbsvorteil, wie die Kapitalerhöhung zur Finanzierung des Wachstums in 2008 und die Sachkapitalerhöhungen zur Übernahme der Solare AG in 2009/10 und von AMSOLAR in 2010/11 belegen. Mit dem Einstieg des großen taiwanesischen Technologiekonzerns Lite-On Tech hat Payom Solar zudem einen starken Partner und gleichzeitig einen zusätzlichen potenziellen Dünnschichtlieferanten als Großaktionär gewonnen.

Über Dachdeckerschulungen werden regelmäßig Neukunden gewonnen und gleichzeitig lange und enge Kundenbeziehungen aufgebaut.

Gewinn- und Verlustrechnung PAYOM Solar							
in EUR Mio.							
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	9,9	36,9	71,6	154	167	175	190
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	9,9	36,9	71,6	156	167	175	190
Materialaufwand	8,4	33,5	64,0	139	143	146	158
Rohertrag	1,5	3,5	7,6	17,1	24,4	29,2	32,1
Personalaufwendungen	0,1	0,4	0,6	1,4	2,7	4,1	4,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	2,0	1,3	4,3	3,5	4,8	5,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,9	1,1	5,7	11,9	18,2	20,4	21,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,1	0,7	0,2	0,2	0,2
EBITA	0,9	1,0	5,6	11,2	18,0	20,2	21,5
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,9	1,0	5,6	11,2	18,0	20,2	21,5
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,3	0,1	1,3	1,2	1,1
Finanzergebnis	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-1,3	-1,2	-1,1
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8	0,9	5,3	11,2	16,7	18,9	20,4
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
EBT	0,8	0,9	5,3	11,2	16,7	18,9	21,4
Steuern gesamt	0,2	0,3	1,4	3,4	4,9	5,5	5,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,6	0,7	3,9	7,8	11,9	13,4	16,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,6	0,7	3,9	7,7	11,9	13,4	18,0
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	1,1	1,7
Jahresüberschuss	0,6	0,7	3,9	7,7	10,1	12,3	16,4

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung PAYOM Solar							
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	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,0 %	100,0 %	100,0 %	101,2 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	84,4 %	90,6 %	89,4 %	90,1 %	85,4 %	83,3 %	83,1 %
Rohertrag	15,6 %	9,4 %	10,6 %	11,1 %	14,6 %	16,7 %	16,9 %
Personalaufwendungen	1,2 %	1,2 %	0,8 %	0,9 %	1,6 %	2,3 %	2,4 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5 %	5,4 %	1,9 %	2,8 %	2,1 %	2,7 %	3,1 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	8,9 %	2,9 %	7,9 %	7,7 %	10,9 %	11,6 %	11,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
EBITA	8,8 %	2,8 %	7,8 %	7,3 %	10,8 %	11,5 %	11,3 %
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	8,8 %	2,8 %	7,8 %	7,3 %	10,8 %	11,5 %	11,3 %
Zinserträge	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	0,3 %	0,4 %	0,1 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %
Finanzergebnis	-0,4 %	-0,2 %	-0,4 %	0,0 %	-0,8 %	-0,7 %	-0,6 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,5 %	2,6 %	7,4 %	7,2 %	10,0 %	10,8 %	10,7 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %
EBT	8,5 %	2,6 %	7,4 %	7,2 %	10,0 %	10,8 %	11,3 %
Steuern gesamt	2,3 %	0,8 %	1,9 %	2,2 %	2,9 %	3,1 %	2,8 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1 %	1,8 %	5,5 %	5,1 %	7,1 %	7,7 %	8,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1 %	1,8 %	5,5 %	5,0 %	7,1 %	7,7 %	9,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %	0,6 %	0,9 %
Jahresüberschuss	6,1 %	1,8 %	5,5 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,6 %

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz PAYOM Solar

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,1	1,1	3,6	21,9	21,9	21,9
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,1	1,1	1,1	2,7	21,0	21,0	21,0
Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,7	0,9	0,9	0,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,2	1,3	1,5	4,3	22,8	22,8	22,8
Vorräte	1,7	11,8	23,5	10,2	33,4	43,8	47,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,2	0,5	0,0	1,0	2,3	2,4	2,6
Sonstige Vermögensgegenstände	0,2	0,4	0,7	0,2	0,2	0,2	1,2
Liquide Mittel	0,0	1,0	4,0	15,1	18,9	21,9	36,1
Umlaufvermögen	3,1	13,7	28,2	26,6	54,9	68,4	87,5
Bilanzsumme (Aktiva)	4,3	15,0	29,7	30,9	77,6	91,1	110
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,8	1,3	1,3	4,6	6,8	6,8	6,8
Kapitalrücklage	2,2	6,5	6,5	11,2	27,2	27,2	27,2
Gewinnrücklagen	0,6	1,3	5,2	7,6	17,6	29,9	46,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Buchwert	3,6	9,1	13,1	23,3	51,4	63,8	80,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	3,6	9,1	13,1	23,3	51,4	63,8	80,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2	5,5	5,6	0,0	5,8	6,3	6,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,1	0,3	9,1	1,0	13,7	14,4	15,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,2	1,9	6,6	6,6	6,6	7,6
Verbindlichkeiten	0,7	5,9	16,7	7,7	26,1	27,3	30,0
Bilanzsumme (Passiva)	4,3	15,0	29,7	30,9	77,6	91,1	110

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz PAYOM Solar

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,4 %	7,6 %	3,9 %	11,7 %	28,2 %	24,0 %	19,8 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,9 %	1,2 %	1,0 %	0,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	26,4 %	7,6 %	3,9 %	8,8 %	27,0 %	23,0 %	19,0 %
Sachanlagen	2,4 %	1,1 %	0,7 %	2,1 %	1,1 %	1,0 %	0,8 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,6 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	28,9 %	8,7 %	5,1 %	14,0 %	29,3 %	25,0 %	20,7 %
Vorräte	39,1 %	78,8 %	79,1 %	33,1 %	43,0 %	48,1 %	43,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27,3 %	3,1 %	0,0 %	3,3 %	3,0 %	2,6 %	2,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	4,9 %	2,7 %	2,3 %	0,8 %	0,3 %	0,3 %	1,1 %
Liquide Mittel	1,0 %	6,9 %	13,6 %	48,9 %	24,4 %	24,1 %	32,8 %
Umlaufvermögen	72,2 %	91,5 %	95,1 %	86,1 %	70,7 %	75,1 %	79,4 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	18,6 %	8,7 %	4,4 %	14,7 %	8,8 %	7,5 %	6,2 %
Kapitalrücklage	52,2 %	43,5 %	22,0 %	36,4 %	35,1 %	29,9 %	24,7 %
Gewinnrücklagen	13,6 %	8,3 %	17,5 %	24,4 %	22,7 %	32,9 %	42,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	0,0 %	0,2 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %	-0,1 %
Buchwert	84,4 %	60,6 %	44,0 %	75,3 %	66,3 %	70,0 %	72,8 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	84,4 %	60,6 %	44,0 %	75,2 %	66,3 %	70,0 %	72,8 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	5,8 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,7 %	36,7 %	18,9 %	0,0 %	7,4 %	6,9 %	6,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,7 %	1,7 %	30,6 %	3,3 %	17,7 %	15,8 %	14,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,5 %	1,0 %	6,5 %	21,3 %	8,5 %	7,2 %	6,9 %
Verbindlichkeiten	15,7 %	39,7 %	56,1 %	24,8 %	33,7 %	30,0 %	27,2 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung PAYOM Solar

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,6	0,7	3,9	7,7	10,1	12,3	16,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,1	0,7	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	0,8	0,3	5,3	8,4	10,3	12,5	16,6
Veränderung Vorräte	0,0	-10,1	-11,5	13,3	-23,2	-10,4	-3,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,3	0,7	0,5	-1,0	-1,3	-0,1	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	0,1	8,8	-8,1	12,7	0,7	1,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,1	-9,3	-2,2	4,2	-11,8	-9,8	-2,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,3	-9,0	3,1	12,6	-1,5	2,7	13,9
CAPEX	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-0,1	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	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	5,3	0,1	-5,6	5,8	0,5	0,5
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	1,5	4,8	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	1,4	10,1	0,1	-5,6	5,8	0,5	0,5
Veränderung liquide Mittel	0,0	1,0	3,0	6,6	3,8	3,0	14,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	0,0	1,0	4,0	10,6	18,9	21,9	36,1

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen PAYOM Solar

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,1 %	97,1 %	92,1 %	93,5 %	89,1 %	88,4 %	88,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	2.837.429	6.154.833	7.160.630	11.867.748	11.124.803	10.304.674	9.999.734
EBITDA je Mitarbeiter	253.429	177.333	565.170	914.405	1.213.959	1.197.272	1.140.797
EBIT-Marge	8,8 %	2,8 %	7,8 %	7,3 %	10,8 %	11,5 %	11,3 %
EBITDA / Operating Assets	31,2 %	8,7 %	38,7 %	109,3 %	79,6 %	62,3 %	61,3 %
ROA	49,1 %	51,1 %	260,6 %	178,7 %	44,2 %	54,1 %	71,9 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	94,6	217	351	236	189	199	215
Operating Assets Turnover	3,5	3,0	4,9	14,2	7,3	5,4	5,4
Capital Employed Turnover	2,6	2,5	3,8	6,6	2,9	2,5	2,2
Kapitalverzinsung							
ROCE	30,8 %	11,2 %	33,7 %	53,4 %	44,8 %	31,7 %	27,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	31,2 %	11,6 %	34,0 %	56,7 %	45,3 %	32,0 %	27,6 %
ROE	16,8 %	7,4 %	30,2 %	33,1 %	19,6 %	19,3 %	20,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	23,5 %	10,5 %	35,6 %	42,4 %	27,0 %	21,4 %	22,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	23,5 %	10,5 %	35,6 %	43,0 %	31,8 %	23,3 %	22,4 %
ROIC	14,9 %	4,5 %	21,0 %	30,3 %	19,9 %	18,5 %	17,0 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	0,2	4,5	1,6	-15,1	-13,2	-15,7	-29,4
Net Gearing	4,4 %	49,2 %	12,0 %	-64,9 %	-25,6 %	-24,6 %	-36,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	1806,5 %	165,1 %	233,5 %	n.a.	892,5 %	1017,8 %	1186,2 %
Current ratio	7,3	2,3	1,7	3,5	2,2	2,6	3,0
Acid Test Ratio	2,1	0,3	0,3	2,1	0,8	0,9	1,4
EBITDA / Zinsaufwand	24,0	9,7	19,8	145,4	14,4	16,5	19,7
Netto Zinsdeckung	23,7	12,3	20,4	275,2	14,2	16,4	19,5
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-1,4	-9,1	3,0	12,2	-1,9	2,5	13,7
Free Cash Flow / Umsatz	-13,7 %	-24,7 %	4,2 %	7,9 %	-1,2 %	1,4 %	7,2 %
Adj. Free Cash Flow	0,9	1,1	5,7	11,8	16,4	19,2	21,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	6,1 %	1,8 %	5,6 %	5,5 %	7,2 %	7,8 %	8,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-223,3 %	-1367,4 %	76,2 %	158,4 %	-19,2 %	20,4 %	83,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,0 %	4,9 %	0,4 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	15,2 %	3,9 %	5,1 %	2,9 %	22,0 %	20,5 %	16,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	1,1 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	972,7 %	285,7 %	378,0 %	54,4 %	213,3 %	100,0 %	100,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,5 %	20,1 %	18,5 %	8,0 %	9,7 %	15,4 %	17,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1030,7 %	180,0 %	0,1 %	100,0 %	16,8 %	16,7 %	16,7 %
Inventory processing period (Tage)	61,7	117	120	24,2	73,0	91,3	91,3
Receivables collection period (Tage)	43,2	4,6	0,0	2,4	5,0	5,0	5,0
Payables payment period (Tage)	4,2	2,6	46,4	2,4	30,0	30,0	30,0
Cash conversion cycle (Tage)	101	119	73,5	24,2	48,0	66,3	66,3
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	15,9	6,4	4,4	2,5	1,1	0,9	0,7
EV/sales	4,3	1,2	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA	48,2	40,1	7,6	3,6	2,5	2,1	1,3
EV/EBIT	48,8	41,5	7,6	3,8	2,5	2,1	1,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	14,2	3,5	n.m.	16,8	2,1
P/E	10,4	12,3	2,8	5,0	5,7	4,7	3,5
P/CF	69,2	228,6	10,9	6,9	5,6	4,6	3,5
Adj. Free Cash Flow Yield	2,0 %	0,6 %	12,4 %	19,6 %	23,0 %	29,7 %	58,2 %

Quellen: PAYOM Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Payom Solar

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	0,6	0,7	3,9	7,7	10,1	12,3	16,4
+ Abschreibung + Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	0,2	0,2
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-1,3	-1,2	-1,1
+ Steuern	0,2	0,3	1,4	3,4	4,9	5,5	5,2
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	0,9	1,1	5,7	11,8	16,4	19,2	21,9
Adjustierter Free Cash Flow Yield	2,0%	2,5%	13,2%	27,6%	36,7%	45,6%	76,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	42,7	42,7	42,7	42,7	44,7	42,1	28,5
= Fairer Enterprise Value	8,7	10,6	56,5	117,8	163,7	192,2	219,0
- Nettoverschuldung (Cash)	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-13,2	-15,7	-29,4
- 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	23,8	25,7	71,6	132,9	176,9	207,9	248,4
Aktienanzahl (Mio.)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	3,50	3,78	10,53	19,53	26,00	30,55	36,51
Premium (-) / Discount (+) in %	-58,8%	-55,5%	23,8%	129,8%	205,9%	259,5%	329,5%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	3,21	3,42	8,61	15,54	20,45	24,04	29,08
	12,0%	3,29	3,52	9,14	16,64	21,99	25,85	31,15
Fairer	11,0%	3,38	3,64	9,77	17,96	23,82	27,99	33,58
Free Cash Flow	10,0%	3,50	3,78	10,53	19,53	26,00	30,55	36,51
Yield	9,0%	3,64	3,96	11,45	21,45	28,68	33,69	40,09
	8,0%	3,82	4,17	12,60	23,86	32,02	37,62	44,56
	7,0%	4,05	4,45	14,09	26,95	36,32	42,66	50,31

Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Payom Solar

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	166,9	175,2	190,0	201,4	215,5	230,6	246,7	259,1	270,7	281,5	292,8	303,0	312,1	321,5
Veränderung	8,2%	5,0%	8,5%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%	4,5%	4,0%	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%
EBIT	18,0	20,2	21,5	20,7	24,8	26,5	28,4	29,8	29,8	30,2	30,6	30,9	31,0	31,2
EBIT-Marge	10,8%	11,5%	11,3%	10,3%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,0%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%	31,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
NOPAT	12,8	14,3	15,2	14,5	17,1	18,0	19,3	20,3	20,2	20,5	20,8	21,0	21,1	21,2
Abschreibungen	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
in % vom Umsatz	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11,8	-9,8	-2,7	-5,7	-2,8	-3,0	-3,2	-2,5	-2,3	-2,2	-2,3	-2,0	-1,8	-1,9
- Investitionen	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionsquote	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Übriges	-1,8	-1,1	-1,7	-2,1	-3,0	-3,7	-4,2	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-5,6	-5,7	-5,9
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,0	3,4	10,9	6,6	11,2	11,3	11,8	13,0	13,0	13,2	13,2	13,4	13,6	13,4

Modellparameter

Fremdkapitalquote	6,00%	Beta	1,70
Fremdkapitalzins	7,5%	WACC	12,07%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	60,3		
Terminal Value	26,7		
Verbindlichkeiten	0,0		
Liquide Mittel	15,1	Aktienzahl (Mio.)	6,80
Eigenkapitalwert	102,2	Wert je Aktie (EUR)	15,02

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

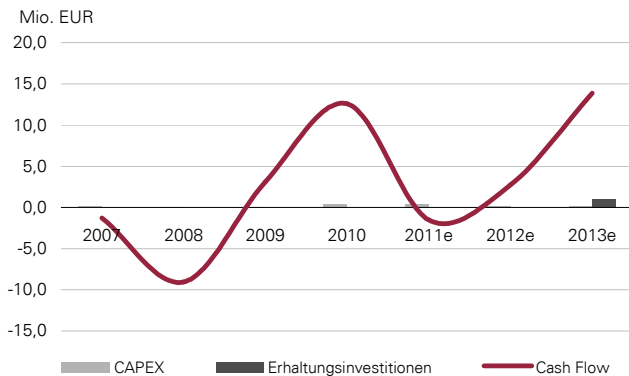
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
13,07%	13,53	13,60	13,66	13,73	13,80	13,87	13,95
12,57%	14,12	14,19	14,27	14,34	14,43	14,51	14,60
12,32%	14,43	14,51	14,59	14,67	14,76	14,85	14,95
12,07%	14,76	14,84	14,93	15,02	15,12	15,22	15,32
11,82%	15,10	15,19	15,28	15,38	15,49	15,59	15,71
11,57%	15,46	15,56	15,66	15,76	15,88	15,99	16,12
11,07%	16,23	16,34	16,46	16,59	16,72	16,86	17,00

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
13,07%	10,72	11,72	12,73	13,73	14,73	15,74	16,74
12,57%	11,19	12,24	13,29	14,34	15,40	16,45	17,50
12,32%	11,44	12,52	13,60	14,67	15,75	16,83	17,91
12,07%	11,70	12,81	13,91	15,02	16,13	17,23	18,34
11,82%	11,98	13,11	14,25	15,38	16,52	17,65	18,79
11,57%	12,27	13,43	14,60	15,76	16,93	18,09	19,26
11,07%	12,90	14,13	15,36	16,59	17,82	19,05	20,28

Quelle: Warburg Research

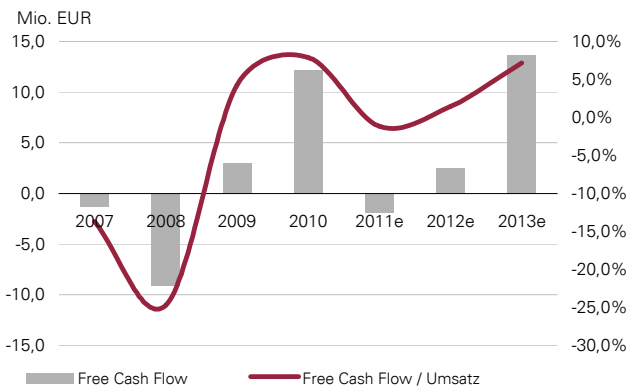
Investitionen und Cash Flow - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Für Projektierer typische sehr niedrige CAPEX
- Cash Flow in 2010e wachstumsbedingt niedriger

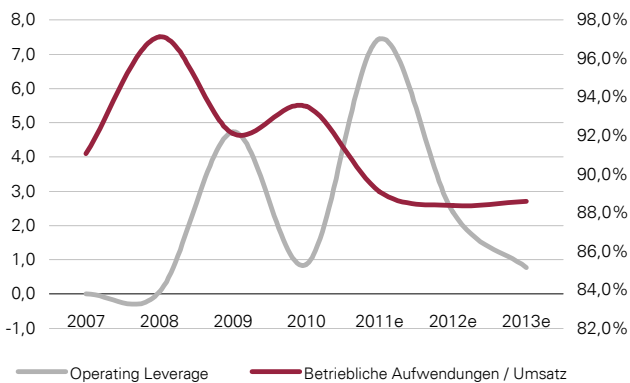
Free Cash Flow Generation - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow ab 2011e positiv
- FCF/Umsatz pendelt um 0%-Marke

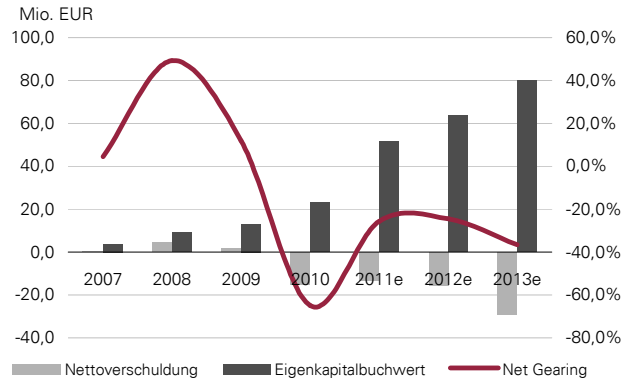
Operating Leverage - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Hoher Operating leverage bleibt hoch in 2010e
- Betr. Aufw./Ums. in 2008 höher durch Einmaleffekt

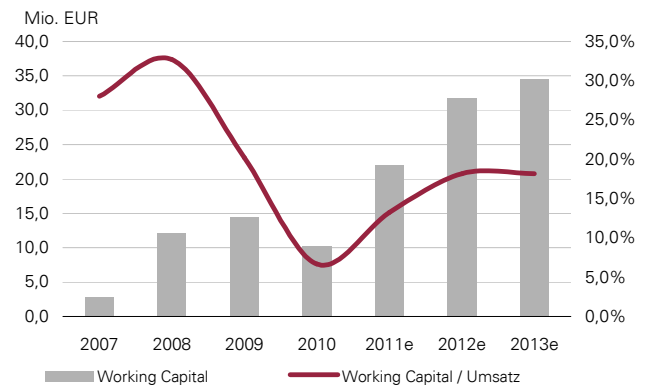
Bilanzqualität - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Gewinne und Kapitalerhöhungen in 2008 und 2010 steigern...
...Eigenkapitalbuchwert
- Niedrige Nettoverschuldung

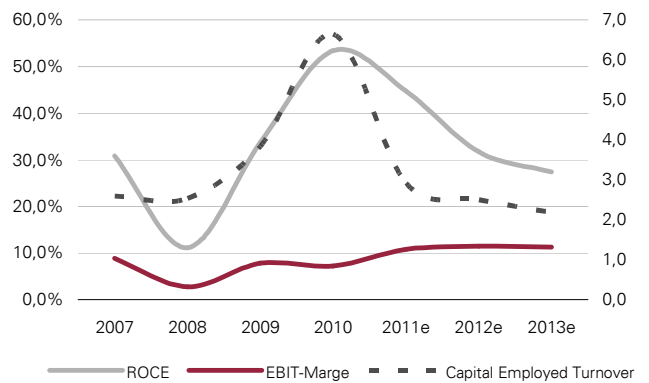
Working Capital - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Niedrige Working Capital Quote aus 2009 sollte beibehalten werden

ROCE Entwicklung - Payom Solar



Quellen: Payom Solar (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Hoher ROCE durch geringes Capital employed
- In 2010 weitere EBIT-Margensteigerung zu erwarten...
- ...durch lukratives Bulgariengeschäft

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 oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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.

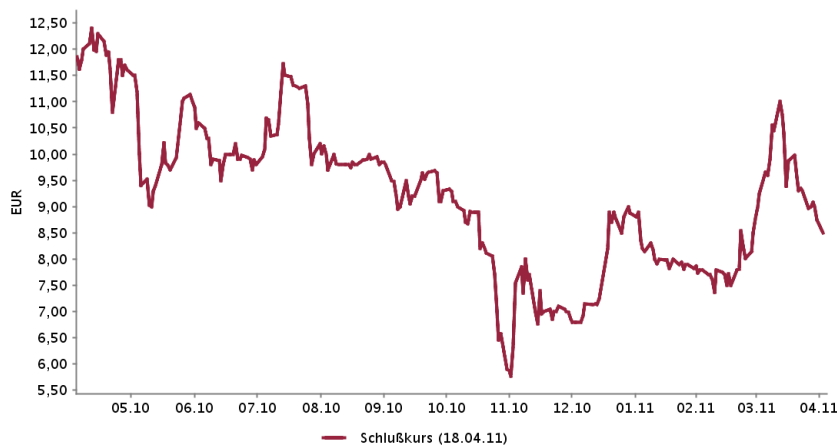
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	68%
Halten	48	28%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	172	

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	79	74%
Halten	27	25%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	107	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
PAYOM SOLAR AG am 19.04.11**



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
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
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@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

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	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@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