

Hold EUR 7,75 (EUR 11,00) Kurs EUR 6,75 Upside 14,8 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 7,75 FCF-Value Potential: 2,92	Aktien Daten: Bloomberg: GTK GR Reuters: GTK.DE ISIN: DE000A1EMHE0	Beschreibung: Tonkens Agrar betreibt die Produktion von Milch, Feldfrüchten und erneuerbaren Energien
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 11,20 Aktienanzahl (Mio.): 1,66 EV: 25,02 Freefloat MC: 4,12 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 4,26 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 36,8 % Tonkens Holding GmbH 63,2 %	Risikoprofil (WRe): 2013/14e Beta: 1,6 KBV: 0,9 x EK-Quote: 35 % Net Fin. Debt / EBITDA: 4,7 x Net Debt / EBITDA: 4,7 x

Vorabzahlen für GJ 2013/14 unter den Erwartungen, verhaltener Ausblick

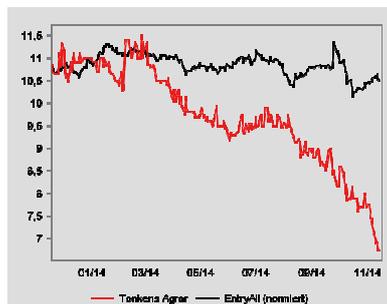
Tonkens Agrar legte Vorabzahlen für das Geschäftsjahr 2013/14 vor, die unter unseren Schätzungen lagen. Die teilweise gestiegenen Verkaufspreise konnten den negativen Effekt deutlich gesunkener Erntevolumen nicht völlig kompensieren. Dabei beschränkte sich der Umsatzrückgang auf das Tochterunternehmen Osterfelder Agrar GmbH, wo sich das gesunkene Ernte- und Abpackvolumen bei Kartoffeln deutlich negativ bemerkbar machte. Alle anderen Gesellschaften des Konzerns erzielten höhere Umsätze.

Das EBIT verringerte sich im Jahresvergleich, neben geringeren Ernteerträgen auch durch die mit der Inbetriebnahme der neuen Schälanlagen für Zwiebeln und Kartoffeln verbundenen operativen Kosten. Die operative Marge reduzierte sich von 10,9% auf 7,8%. Bedingt durch Investitionen in Maschinen und Ackerfläche sowie in die zweite Biogasanlage erhöhten sich die Finanzverbindlichkeiten um EUR 4,5 Mio., was zu einem höheren Zinsaufwand führte. In Folge reduzierte sich das vorläufige Nettoergebnis um 59% auf EUR 0,53 Mio.

Die Unternehmensprognose für das Geschäftsjahr 2014/15 geht von geringeren Umsätzen und Ergebnissen aus. Zwar wurden auf den Feldern Spitzenernteerträge erzielt, diese werden aber durch den erheblichen Verfall der Vermarktungspreise mehr als kompensiert. Unter dem Einfluss fallender Futtermittelpreise wie auch durch Sanktionen im Zuge der Krise in der Ukraine sind im Jahresvergleich auch die deutschen Milchpreise rückläufig. Diese negative Entwicklung wird aus heutiger Sicht durch die erfolgreiche Inbetriebnahme der zweiten Biogasanlage wie auch der neuen Zwiebel- und Kartoffelschälanlagen nicht kompensiert werden können.

Wir haben unsere Schätzungen für das GJ 2013/14 gesenkt, um die vorläufigen Zahlen adäquat zu reflektieren. Aufgrund der schwieriger gewordenen Marktsituation für Tonkens Agrar, bedingt durch den markanten Preisverfall bei Feldfrüchten, gehen wir nun von einer deutlich geringeren als ursprünglich geschätzten Gewinnentwicklung aus. Unser Kursziel reduziert sich auf EUR 7,75 (mittels DCF hergeleitet), unsere Anlageempfehlung belassen wir auf Halten.

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 30.6. in EUR Mio.	2013/14e (alt)	+ / -	2014/15e (alt)	+ / -	2015/16e (alt)	+ / -	
Umsatz	16,03	-0,7 %	18,03	-17,0 %	19,78	-15,5 %	<ul style="list-style-type: none"> Die Reduzierung unserer Schätzungen für 2013/14 reflektiert die Vorabzahlen des Unternehmens Deutlich reduzierte Preise für Feldfrüchte wie auch für Milch führten zur Reduzierung unserer Schätzungen bezüglich des GJ 2014/15 und der Folgejahre
EBIT	1,93	-35,7 %	2,74	-65,8 %	3,53	-41,4 %	
EPS	0,44	-62,5 %	0,67	n.m.	1,01	-52,9 %	
DPS	0,00	0,0 %	0,10	0,0 %	0,15	0,0 %	
Nettoverschuld	14,54	0,0 %	14,12	0,0 %	13,26	0,0 %	



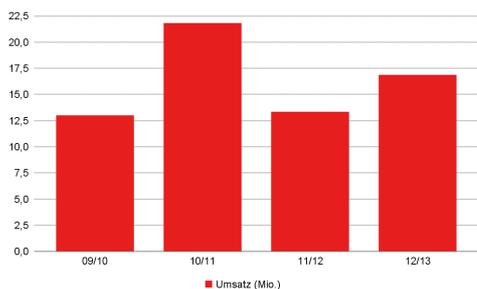
Rel. Performance vs EntryAll:	
1 Monat:	-17,0 %
6 Monate:	-27,8 %
Jahresverlauf:	-35,0 %
Letzte 12 Monate:	-36,4 %

Unternehmenstermine:	

GJ Ende: 30.6. in EUR Mio.	CAGR (12/13-15/16e)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Umsatz	-0,3 %	13,01	21,82	13,35	16,87	15,92	14,96	16,71
Veränd. Umsatz yoy		-5,0 %	67,8 %	-38,9 %	26,4 %	-5,6 %	-6,0 %	11,7 %
Rohertragsmarge		49,0 %	17,5 %	32,6 %	48,9 %	51,3 %	47,8 %	51,4 %
EBITDA	-2,2 %	3,89	-0,02	0,22	3,90	2,74	2,47	3,65
Marge		29,9 %	-0,1 %	1,6 %	23,1 %	17,2 %	16,5 %	21,9 %
EBIT	-4,8 %	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,24	0,94	2,07
Marge		22,4 %	-5,8 %	-8,5 %	14,2 %	7,8 %	6,3 %	12,4 %
Nettoergebnis	-16,5 %	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79
EPS	-16,5 %	n.a.	-1,01	-1,00	0,82	0,16	-0,03	0,47
EPS adj.	-17,1 %	n.a.	-1,01	-1,00	0,83	0,16	-0,03	0,47
DPS		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15
Dividendenrendite		n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,2 %
FCFPS		-1,71	-2,61	-2,41	-0,66	-3,94	-0,61	-0,08
EV / Umsatz		n.a.	1,9 x	2,3 x	1,6 x	1,5 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	142,4 x	6,9 x	8,8 x	10,1 x	6,9 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	11,2 x	19,4 x	26,7 x	12,2 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	13,3 x	41,0 x	n.a.	14,2 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	13,0 x	41,0 x	n.a.	14,2 x
FCF Yield Potential		n.a.	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	4,4 %	3,1 %	6,1 %
Nettoverschuldung		12,79	6,48	7,68	8,88	12,81	13,83	14,13
ROE		25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,7 %	2,2 %	-0,4 %	6,0 %
ROCE (NOPAT)		12,0 %	-5,2 %	-4,9 %	9,0 %	3,5 %	2,4 %	5,1 %
Guidance:		GJ 2014/15: Umsatz und Ergebnis im Jahresvergleich sinkend						

Entwicklung Umsatz

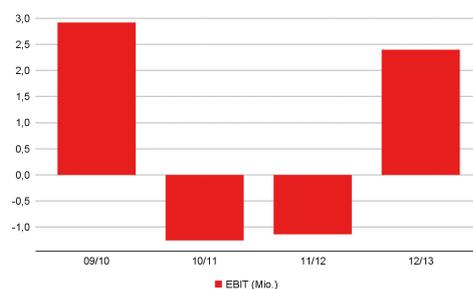
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Unternehmenshintergrund

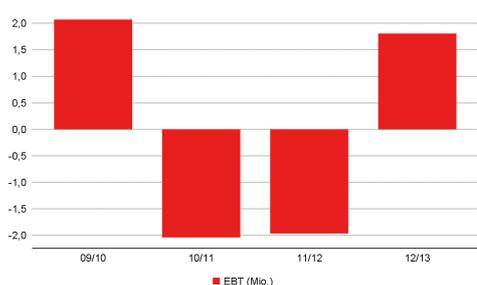
- Die Tonkens Agrar AG ist ein in Sachsen-Anhalt ansässiger Landwirtschaftsbetrieb, der zuletzt einen Umsatz von EUR 16,9 Mio. (Geschäftsjahr 2012/2013) mit 107 Mitarbeitern erwirtschaftete.
- Das Unternehmen baut auf gut 3.035 ha Land unterschiedliche Feldfrüchte (Getreide, Zuckerrüben, Kartoffeln, Zwiebeln) an, besitzt ca. 880 milchgebende Kühe, sowie eine Milchreferenzmenge von ca. 7,2 Mio. kg
- Umsatzstärkster Geschäftsbereich ist die Lagerung, Veredelung und Vermarktung von eigenen und fremden Erzeugnissen. Mit Solar- und Biogasanlagen werden außerdem konstante Erträge erzielt.
- Tonkens besteht seit 1993 und hat seitdem zahlreiche Akquisitionen von landwirtschaftlichen Betrieben in Sachsen-Anhalt durchgeführt. IPO: seit 2010 notiert die Tonkens Agrar AG an der Frankfurter Börse (Entry Standard).
- Zukünftiges Wachstum soll erzielt werden mittels Kauf und Pacht weiterer Ackerflächen, Akquisitionen, Ausbau der Milch- und Biogasproduktion sowie durch Ausweitung der Tätigkeiten bei Lagerung und Vermarktung.

Wettbewerbsqualität

- Durch größere Dimensionen (Ackerflächen, Maschinenpark, Anlagen) erzielt die Tonkens Agrar im Vergleich zu ihren Wettbewerbern Skaleneffekte. Synergien ergeben sich auch in den Bereichen Logistik und Vertrieb.
- Diversifikation: Es wird Ackeranbau, Milchproduktion und darüber hinaus Lagerhaltung, Veredelung und Vermarktung betrieben. Zusätzlich erzielt man konstante, ernteunabhängige Erträge aus der Energieerzeugung.
- Der Großteil der bewirtschafteten Ackerfläche liegt in der Magdeburger Börde, die einen der fruchtbarsten Böden Deutschlands aufweist. Daher kann Tonkens überdurchschnittlich hohe Ernteerträge erzielen.
- Tonkens deckt bei Feldfrüchten mehrere Wertschöpfungsstufen ab: Die Generierung von Rohprodukten sowie deren Veredelung zu Endprodukten, die direkt an den Einzelhandel, Industrie und Gastronomie verkauft werden können.
- Die geographische Nähe der Betriebe der Tonkens Agrar zueinander bringt Synergie-Effekte mit sich. Wichtige Abnehmer befinden sich zudem in unmittelbarer Nähe; der Warentransport erfolgt somit kostengünstig.

Entwicklung EBT

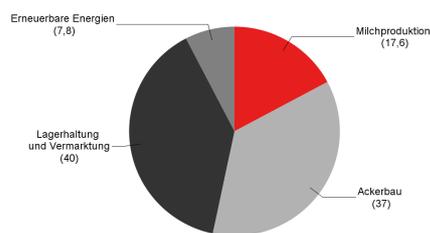
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten

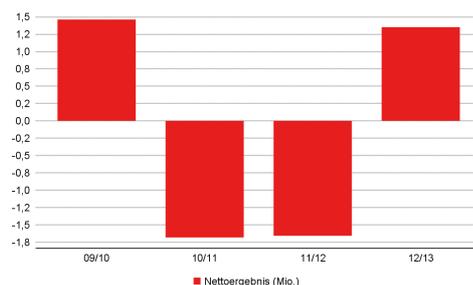
2012/13; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	
Umsatz	15,92	14,96	16,71	17,05	17,39	17,74	18,09	18,45	18,82	19,20	19,58	19,98	20,38	
Umsatzwachstum	-5,6 %	-6,0 %	11,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	1,24	0,94	2,07	3,07	2,96	2,84	2,71	2,77	2,82	2,88	2,94	3,00	3,06	
EBIT-Marge	7,8 %	6,3 %	12,4 %	18,0 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	
Steuerquote (EBT)	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	
NOPAT	0,82	0,62	1,38	2,04	1,97	1,89	1,80	1,84	1,88	1,92	1,95	1,99	2,03	
Abschreibungen	1,50	1,53	1,58	1,57	1,57	1,54	1,54	1,55	1,56	1,57	1,59	1,60	1,61	
Abschreibungsquote	9,4 %	10,2 %	9,5 %	9,2 %	9,0 %	8,7 %	8,5 %	8,4 %	8,3 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %	7,9 %	
Veränd. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,32	0,00	0,00	-0,39	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
- Investitionen	8,00	2,50	2,50	1,70	1,57	1,60	1,63	1,66	1,69	1,73	1,76	1,80	1,83	
Investitionsquote	50,3 %	16,7 %	15,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-6,00	-0,35	0,46	2,30	1,96	1,83	1,71	1,72	1,74	1,75	1,77	1,78	1,80	2
Barwert FCF	-6,17	-0,34	0,41	1,92	1,52	1,33	1,16	1,09	1,02	0,96	0,91	0,85	0,80	16
Anteil der Barwerte	-28,51 %			54,03 %										74,48 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	50,00 %	Finanzielle Stabilität	1,75
FK-Zins (nach Steuern)	3,3 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,70
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	7,24 %	Beta	1,58

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025/26e	5		
Terminal Value	16		
Zinstr. Verbindlichkeiten	11		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	1,7
Eigenkapitalwert	13	Wert je Aktie (EUR)	7,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	-0,8 pp	-0,5 pp	-0,3 pp	+0,0 pp	+0,3 pp	+0,5 pp	+0,8 pp		
1,94	8,2 %	4,35	4,58	4,82	5,08	5,37	5,67	6,00	1,94	8,2 %	4,25	4,53	4,81	5,08	5,36	5,64	5,91
1,76	7,7 %	5,41	5,69	5,99	6,31	6,66	7,04	7,45	1,76	7,7 %	5,42	5,72	6,01	6,31	6,61	6,91	7,20
1,67	7,5 %	6,01	6,31	6,64	7,00	7,39	7,82	8,28	1,67	7,5 %	6,08	6,38	6,69	7,00	7,31	7,62	7,93
1,58	7,2 %	6,64	6,98	7,35	7,75	8,19	8,67	9,20	1,58	7,2 %	6,79	7,11	7,43	7,75	8,07	8,40	8,72
1,48	7,0 %	7,33	7,71	8,12	8,57	9,06	9,61	10,20	1,48	7,0 %	7,57	7,90	8,24	8,57	8,91	9,24	9,58
1,39	6,7 %	8,08	8,51	8,97	9,47	10,03	10,64	11,32	1,39	6,7 %	8,42	8,77	9,12	9,47	9,82	10,17	10,52
1,21	6,2 %	9,79	10,32	10,91	11,55	12,28	13,08	13,99	1,21	6,2 %	10,40	10,78	11,17	11,55	11,94	12,32	12,71

- Betawert des Unternehmens reflektiert (1) eingeschränkte Liquidität (strategischer Investor hält über 50% der Aktien)
- (2) starke Fluktuation der Ertragslage durch Umwelteinflüsse (Wetter)
- (3) starke Abhängigkeit von konsolidierter Abnehmerindustrie (Molkereien)
- (4) Einfluss von Beihilfezahlungen der EU auf das Unternehmensergebnis

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79	
+ Abschreibung + Amortisation	0,97	1,23	1,35	1,51	1,50	1,53	1,58	
- Zinsergebnis (netto)	-0,85	-0,78	-0,85	-0,64	-0,87	-1,05	-0,93	
- Erhaltungsinvestitionen	1,40	1,52	1,49	1,46	1,60	1,75	1,75	
+ Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
= Free Cash Flow Potential	1,88	-1,18	-0,95	2,04	1,05	0,78	1,55	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	4,4 %	3,1 %	6,1 %	
WACC	7,24 %	7,24 %	7,24 %	7,24 %	7,24 %	7,24 %	7,24 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	41,88	30,62	26,86	24,01	25,02	25,33	
= Fair Enterprise Value	25,94	n.a.	n.a.	28,14	14,47	10,77	21,47	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	8,88	8,88	8,88	8,88	12,81	13,83	14,13	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
- Marktwert Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	
= Faire Marktkapitalisierung	17,41	n.a.	n.a.	19,61	2,01	n.a.	7,69	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	10,50	n.a.	n.a.	11,82	1,21	n.a.	4,64	
Premium (-) / Discount (+) in %					-82,0 %		-31,3 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,24 %	5,92	n.a.	n.a.	6,86	n.a.	n.a.	0,85
	9,24 %	7,11	n.a.	n.a.	8,15	n.a.	n.a.	1,84
	8,24 %	8,60	n.a.	n.a.	9,77	n.a.	n.a.	3,07
WACC	7,24 %	10,50	n.a.	n.a.	11,82	1,21	n.a.	4,64
	6,24 %	13,00	n.a.	n.a.	14,54	2,61	n.a.	6,71
	5,24 %	16,46	n.a.	n.a.	18,29	4,54	0,85	9,57
	4,24 %	21,55	n.a.	n.a.	23,81	7,38	2,97	13,78

■ Historische Volatilität der Wertindikation aufgrund zyklischer operativer Entwicklung, Portfolioveränderungen

Peer Group

Unternehmen Kurse in lokaler Wahrung	Kurs	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		EPS CAGR (12/13-15/16e)
		13/14e		13/14e	14/15e	13/14e	14/15e	13/14e	14/15e	
Mittelwert		-		-	-	-	-	-	-	-
Median		-		-	-	-	-	-	-	-
Tonkens Agrar	6,75	1,5		8,8	10,1	19,4	26,7	41,0	-	-16,5 %
Bewertungsunterschied zum		-		-	-	-	-	-	-	-

Wertermittlung

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
KBV	n.a.	2,6 x	2,1 x	1,5 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,23	8,27	6,54	7,32	7,65	7,62	8,00
EV / Umsatz	n.a.	1,9 x	2,3 x	1,6 x	1,5 x	1,7 x	1,5 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	142,4 x	6,9 x	8,8 x	10,1 x	6,9 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	11,2 x	19,4 x	26,7 x	12,2 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	11,0 x	19,4 x	26,7 x	12,2 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	13,3 x	41,0 x	n.a.	14,2 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	13,0 x	41,0 x	n.a.	14,2 x
Dividendenrendite	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	-2,8 %	-3,1 %	7,6 %	4,4 %	3,1 %	6,1 %

*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sonderertrage/-verluste

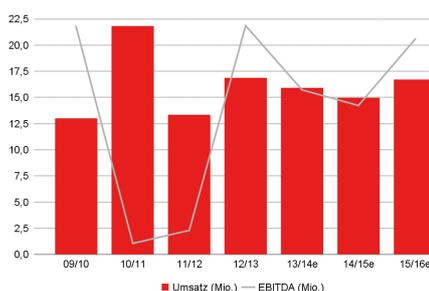
GuV	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
In EUR Mio.							
Umsatz	13,01	21,82	13,35	16,87	15,92	14,96	16,71
Veränd. Umsatz yoy	-5,0 %	67,8 %	-38,9 %	26,4 %	-5,6 %	-6,0 %	11,7 %
Bestandsveränderungen	2,07	-1,73	-0,19	0,19	0,57	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gesamterlöse	15,08	20,10	13,15	17,06	16,49	14,96	16,71
Materialaufwand	8,71	16,29	8,80	8,81	8,33	7,81	8,12
Rohrertrag	6,37	3,81	4,35	8,26	8,16	7,16	8,59
Rohrertragsmarge	49,0 %	17,5 %	32,6 %	48,9 %	51,3 %	47,8 %	51,4 %
Personalaufwendungen	1,58	2,28	2,16	2,39	2,58	2,41	2,49
Sonstige betriebliche Erträge	1,77	2,20	1,74	1,71	0,90	0,62	0,59
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,67	3,75	3,72	3,64	3,74	2,89	3,03
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,00
EBITDA	3,89	-0,02	0,22	3,90	2,74	2,47	3,65
Marge	29,9 %	-0,1 %	1,6 %	23,1 %	17,2 %	16,5 %	21,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,97	1,23	1,35	1,51	1,50	1,53	1,58
EBITA	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,24	0,94	2,07
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,10	12,80	15,86	14,10	14,80	0,00	0,00
Goodwill-Abschreibung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	2,92	-1,26	-1,14	2,40	1,24	0,94	2,07
Marge	22,4 %	-5,8 %	-8,5 %	14,2 %	7,8 %	6,3 %	12,4 %
EBIT adj.	2,92	-1,26	-1,14	2,43	1,24	0,94	2,07
Zinserträge	0,24	0,22	0,17	0,15	0,04	0,05	-0,03
Zinsaufwendungen	1,08	1,00	1,02	0,78	0,91	1,10	0,91
Sonstiges Finanzergebnis	0,00	0,00	0,02	0,05	0,05	0,04	0,05
EBT	2,07	-2,04	-1,97	1,81	0,41	-0,07	1,18
Marge	15,9 %	-9,3 %	-14,7 %	10,7 %	2,6 %	-0,4 %	7,1 %
Steuern gesamt	0,61	-0,36	-0,31	0,46	0,14	-0,02	0,40
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79
Marge	11,2 %	-7,7 %	-12,4 %	8,0 %	1,7 %	-0,3 %	4,7 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,20	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
EPS	n.a.	-1,01	-1,00	0,82	0,16	-0,03	0,47
EPS adj.	n.a.	-1,01	-1,00	0,83	0,16	-0,03	0,47

*Adjustiert um: Restrukturierungskosten, Wertberichtigungen, Sondererträge/-verluste

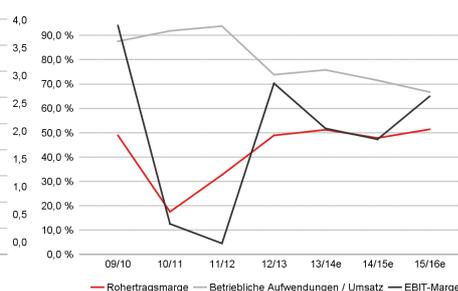
Guidance: GJ 2014/15: Umsatz und Ergebnis im Jahresvergleich sinkend

Kennzahlen	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,5 %	91,8 %	93,8 %	73,8 %	75,8 %	71,5 %	66,7 %
Operating Leverage	-359,5 x	n.a.	0,2 x	n.a.	8,6 x	4,1 x	10,3 x
EBITDA / Interest expenses	3,6 x	n.m.	0,2 x	5,0 x	3,0 x	2,2 x	4,0 x
Steuerquote (EBT)	29,4 %	17,5 %	15,6 %	25,2 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	n.m.	31,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	207.851	129.568	157.683	151.619	138.563	150.584

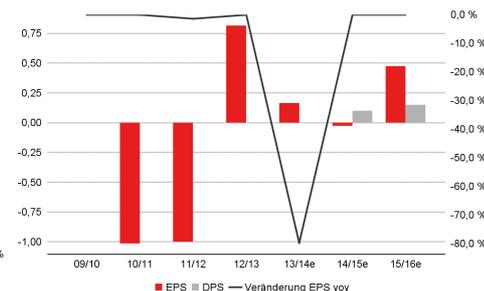
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

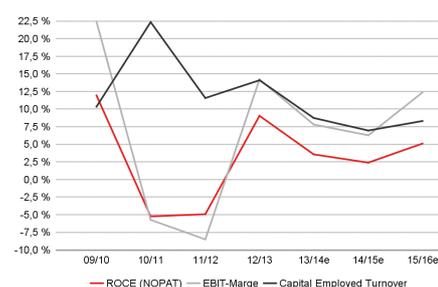
Bilanz

In EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,16	0,13	0,12	0,05	0,05	0,04	0,04
davon übrige imm. VG	0,16	0,13	0,12	0,05	0,05	0,04	0,04
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sachanlagen	13,82	18,33	18,81	20,11	24,28	25,26	26,18
Finanzanlagen	1,70	1,60	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen	15,68	20,06	19,28	20,53	24,69	25,66	26,57
Vorräte	0,71	0,51	2,27	2,38	2,29	2,20	2,37
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,91	3,21	1,52	2,32	2,49	2,34	2,61
Liquide Mittel	0,61	5,21	1,12	1,83	2,39	-1,23	-2,55
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7,85	5,63	3,89	3,74	3,60	3,45	3,72
Umlaufvermögen	12,09	14,56	8,80	10,26	10,76	6,76	6,15
Bilanzsumme (Aktiva)	27,77	34,61	28,08	30,79	35,45	32,42	32,72
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,20	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
Kapitalrücklage	5,24	12,19	8,68	9,98	10,52	10,48	11,10
Gewinnrücklagen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,00	0,00	0,62	0,56	0,56	0,56	0,56
Buchwert	6,44	13,85	10,96	12,19	12,74	12,69	13,31
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eigenkapital	6,44	13,85	10,96	12,19	12,74	12,69	13,31
Rückstellungen gesamt	0,53	0,65	1,30	1,35	1,30	1,25	1,35
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	13,41	11,69	8,81	10,71	15,20	12,60	11,58
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,78	5,34	8,81	2,99	7,77	5,46	3,89
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,68	7,29	5,07	4,29	4,04	3,80	4,25
Sonstige Verbindlichkeiten	1,37	0,82	1,91	2,22	2,14	2,05	2,21
Verbindlichkeiten	20,99	20,44	17,08	18,57	22,69	19,70	19,38
Bilanzsumme (Passiva)	27,77	34,61	28,70	31,34	36,01	32,97	33,28

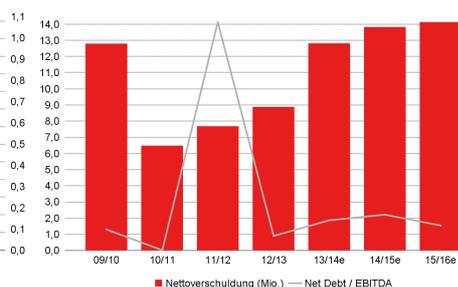
Kennzahlen

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,1 x	1,5 x	0,8 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
Capital Employed Turnover	0,7 x	1,1 x	0,7 x	0,8 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x
ROA	9,3 %	-8,4 %	-8,6 %	6,6 %	1,1 %	-0,2 %	3,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	12,0 %	-5,2 %	-4,9 %	9,0 %	3,5 %	2,4 %	5,1 %
ROE	25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,7 %	2,2 %	-0,4 %	6,0 %
Adj. ROE	25,6 %	-16,6 %	-13,4 %	11,9 %	2,2 %	-0,4 %	6,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	12,79	6,48	7,68	8,88	12,81	13,83	14,13
Nettofinanzverschuldung	12,79	6,48	7,68	8,88	12,81	13,83	14,13
Net Gearing	198,8 %	46,8 %	70,1 %	72,8 %	100,6 %	108,9 %	106,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	329,1 %	n.a.	3572,2 %	227,5 %	467,7 %	560,6 %	386,7 %
Buchwert je Aktie	5,4	8,3	6,6	7,3	7,7	7,7	8,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,2	8,3	6,5	7,3	7,6	7,6	8,0

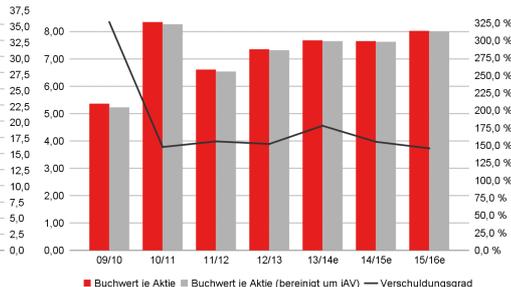
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

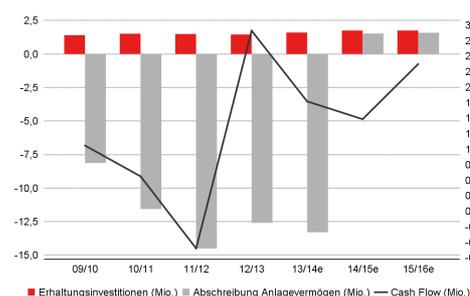
Cash flow

In EUR Mio.	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,46	-1,68	-1,66	1,35	0,27	-0,04	0,79
Abschreibung Anlagevermögen	-8,13	-11,57	-14,51	-12,59	-13,30	1,53	1,58
Amortisation Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	9,10	12,80	15,86	14,10	14,80	0,00	0,00
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,47	0,12	-0,30	0,05	0,00	0,00	0,00
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,85	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow	1,06	0,56	-0,60	2,91	1,77	1,48	2,37
Veränderung Vorräte	-1,14	0,37	1,40	-0,77	0,09	0,09	-0,17
Veränderung Forderungen aus L+L	0,00	0,00	-1,58	-0,54	-0,03	0,29	-0,54
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,05	-0,05	0,10
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,00	0,00	-0,03	0,04	-0,33	-0,33	0,61
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,14	0,37	-0,21	-1,27	-0,32	0,00	-0,01
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,09	0,93	-0,82	1,64	1,46	1,49	2,36
Investitionen in iAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investitionen in Sachanlagen	-2,33	-6,07	-6,49	-3,24	-8,00	-2,50	-2,50
Zugänge aus Akquisitionen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzanlageninvestitionen	0,09	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Erlöse aus Anlageabgängen	0,46	0,86	3,30	0,50	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,97	-5,25	-3,19	-2,74	-8,00	-2,50	-2,50
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	2,36	-0,21	-0,08	1,86	4,50	-2,61	-1,02
Dividende Vorjahr	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,17
Erwerb eigener Aktien	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalmaßnahmen	0,00	9,77	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges	0,00	-0,64	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	2,36	8,92	-0,08	1,86	4,50	-2,61	-1,18
Veränderung liquide Mittel	0,30	4,59	-4,08	0,76	-2,05	-3,62	-1,32
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Endbestand liquide Mittel	0,61	5,21	1,12	1,83	2,39	-1,23	-2,55

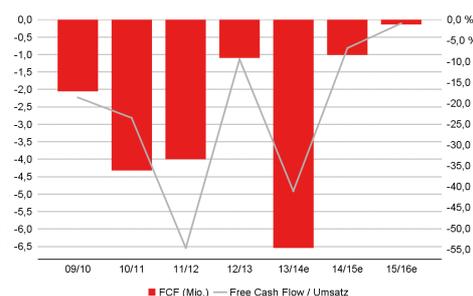
Kennzahlen

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e
Kapitalfluss							
FCF	-2,05	-4,32	-4,00	-1,10	-6,54	-1,01	-0,14
Free Cash Flow / Umsatz	-18,6 %	-23,6 %	-54,7 %	-9,5 %	-41,1 %	-6,8 %	-0,8 %
Free Cash Flow Potential	1,88	-1,18	-0,95	2,04	1,05	0,78	1,55
Free Cash Flow / Umsatz	-18,6 %	-23,6 %	-54,7 %	-9,5 %	-41,1 %	-6,8 %	-0,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-165,5 %	305,6 %	440,3 %	-118,0 %	-2392,8 %	2270,0 %	-17,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	35,1 %	7,5 %	5,5 %	9,9 %	1,8 %	8,7 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,9 %	8,0 %	10,0 %	8,0 %	7,0 %	7,9 %	7,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	17,9 %	27,8 %	48,6 %	19,2 %	50,3 %	16,7 %	15,0 %
Maint. Capex / Umsatz	10,8 %	7,0 %	11,2 %	8,6 %	10,1 %	11,7 %	10,5 %
CAPEX / Abschreibungen	240,6 %	492,0 %	479,3 %	215,1 %	533,3 %	163,5 %	157,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-15,3 %	-12,9 %	-18,2 %	-2,6 %	3,6 %	4,9 %	4,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	51,3 %	44,1 %	29,9 %	54,1 %	61,5 %	61,5 %	61,5 %
Vorratumschlag	12,3 x	32,2 x	3,9 x	3,7 x	3,6 x	3,6 x	3,4 x
Receivables collection period (Tage)	82	54	42	50	57	57	57
Payables payment period (Tage)	238	163	210	178	177	178	191
Cash conversion cycle (Tage)	-202	-150	-105	-66	-61	-59	-68

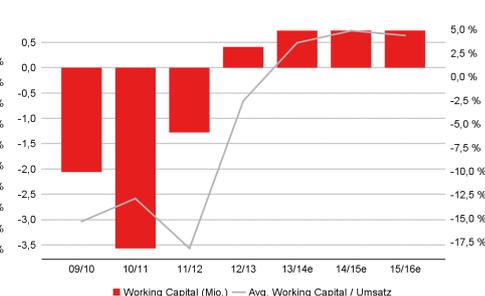
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Tonkens Agrar	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1EMHE0.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

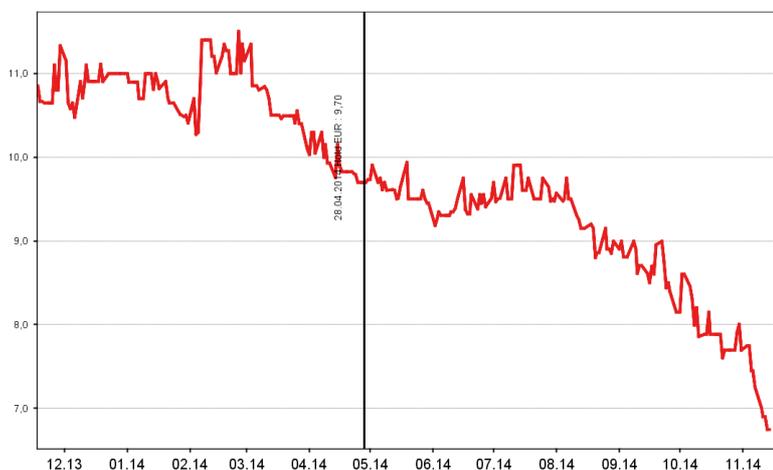
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	60
Halten	63	34
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	92	64
Halten	43	30
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	143	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [TONKENS AGRAR] AM [17.11.2014]



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

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
Utilities crodler@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
Utilities swulf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France mgruebner@mmwarburg.com

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com