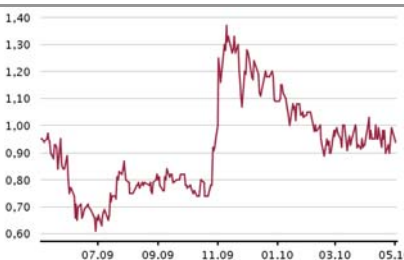


Halten (alt: Halten)

Kursziel EUR 1,30 (alt: 1,30)

Kurs EUR 0,94
Bloomberg ZPF GR
Reuters ZPFG
Branche Spielwaren

Zapf Creation ist Europas größter Hersteller von Spiel- und Funktionspuppen.



Aktien Daten: 17.05.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 18,1 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 45,0 Mio.
Buchwert: EUR 14,3 Mio.
Aktienanzahl: 19,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 6,5 Tsd.

Aktionäre:
MGA & Gesellschafter von MGA 65,3 %
Free Float 29,7 %
Eigene Aktien 3,0 %
Daxton Investing Inc. 2,1 %
Termine:
Zahlen Q2 13.08.10
Zahlen Q3 10.11.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	78,8	0	88,0	0	95,0	0
EBIT	-3,4	0	4,0	0	5,9	0
EPS	-0,48	0	-0,06	0	0,06	0

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 18.05.2010
Analyst: Frank Laser
+49 (0)40-309537-235
laser@ses.de

Q1-Zahlen für 2010 In-Line

Thema: Letzte Woche hat Zapf Creation Zahlen für Q1 2010 vorgelegt, die im Rahmen der Erwartungen lagen.

Der **Umsatz** legte infolge der ersten Volumeneffekte der neuen Produktlinien von Zapf Creation (Chiqui, Magic Krysalix, beide tragen 17% zum Umsatzwachstum bei) um mehr als 12% zu. Zapf Creations Kernmarken (insbesondere Baby Annabell und CHOU CHOU) waren jedoch einer deutlich niedrigeren Nachfrage ausgesetzt, wodurch das Umsatzvolumen um 29% bzw. 26% geringer ausfiel.

Trotz des fehlenden Wachstums im Kerngeschäft des Unternehmens, konnte **Zapf Creation seine Verluste im ersten Quartal verringern**. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die neuen Produkte, signifikant niedrigere Abverkäufe von veralteten Produkten und eine weitere Reduzierung der Beschaffungskosten (verstärkte Verhandlungen mit den Zwischenhändlern des Unternehmens).

Zapf Creation - Q1 2010

Angaben in Mio. EUR	Q1/10	Q1/10e	Q1/09	yoy	2010e	2009	yoy
Umsatz	11,9	11,5	10,6	12,4%	88,0	78,8	11,7%
EBITDA	-0,5	-0,7	-4,0	-	8,3	0,5	1500,6%
Marge	-4,4%	-6,1%	-38,0%	-	9,4%	0,7%	-
EBIT	-2,3	-2,8	-4,9	-	4,0	-3,4	-
Marge	-19,5%	-24,3%	-46,5%	-	4,5%	-4,3%	-
Jahresüberschuss	-2,3	-2,9	-4,9	-	-1,1	-9,0	-87,9%
Marge	-19,7%	-25,2%	-46,7%	-	-1,2%	-11,5%	-
EPS in EUR	-0,12	-0,15	-0,29	-	-0,06	-0,48	-87,5%

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Visibilität weiter gering, Guidance für das Jahr 2010 ist vage: Angesichts des sinkenden Umsatzes bei Zapf Creations Spiel- und Funktionspuppen (die noch mehr als 70% des Umsatzvolumens ausmachen) wurde keine detaillierte Guidance gegeben. Zapf Creation strebt jedoch an, sowohl Umsatz als auch Ergebnis gegenüber der Vorjahresbasis zu erhöhen.

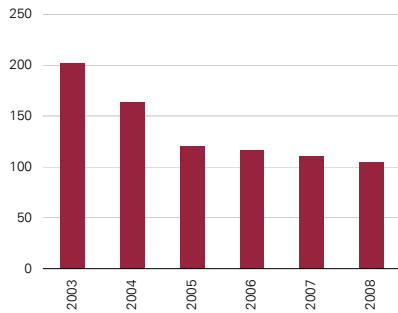
Nach dem Kursrückgang Anfang des Jahres sieht die Bewertung der Aktie wieder attraktiv aus. Angesichts der geringen Visibilität bei Zapf Creations Kernprodukten und der anhaltenden Unsicherheiten bezüglich der endgültigen Finanzierung des Unternehmens sind **derzeit jedoch keine kurzfristigen Katalysatoren in Sicht**.

Weiter Halten mit unveränderten Modellannahmen.

Geschäftsjahresende: 31.12. in EUR Mio	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	121	116	111	104	78,8	88,0	95,0
Veränderung Umsatz yoy	-26,1 %	-3,8 %	-4,9 %	-5,5 %	-24,5 %	11,7 %	8,0 %
Bruttoergebnis	49,9	52,8	48,3	40,4	29,2	36,5	40,4
Bruttomarge	41,3 %	45,4 %	43,7 %	38,7 %	37,1 %	41,5 %	42,5 %
EBITDA	-5,4	4,8	10,2	5,3	0,5	8,3	10,3
EBITDA-Marge	-4,5 %	4,2 %	9,2 %	5,1 %	0,7 %	9,4 %	10,8 %
EBIT	-12,3	-0,5	5,7	1,3	-3,4	4,0	5,9
EBIT-Marge	-10,2 %	-0,4 %	5,1 %	1,2 %	-4,3 %	4,5 %	6,2 %
Jahresüberschuss	-27,7	-12,7	-2,7	-6,3	-9,0	-1,1	1,2
EPS	-3,47	-1,44	-0,31	-0,37	-0,48	-0,06	0,06
Free Cash Flow je Aktie	-1,39	2,10	3,07	-0,26	0,34	-0,28	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	n.m.	9,5	4,5	8,7	76,7	5,4	4,3
EV/EBIT	n.m.	n.m.	8,1	36,0	n.m.	11,4	7,6
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15,7
ROCE	-11,7 %	-0,6 %	8,6 %	2,2 %	-6,0 %	8,2 %	13,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	19,1 %	7,3 %	n.a.	14,0 %	17,8 %

Entwicklung Umsatz

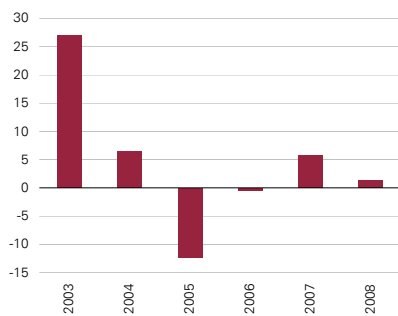
in EUR Mio.



Quelle: Zapf Creation

Entwicklung EBIT

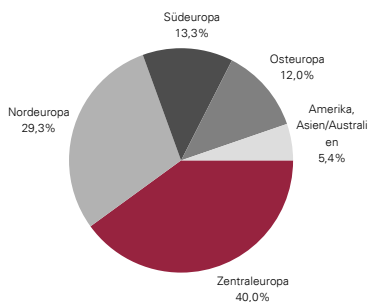
in EUR Mio.



Quelle: Zapf Creation

Umsatz nach Regionen

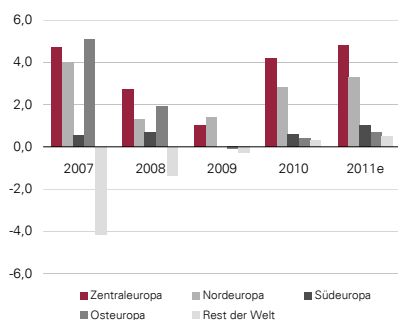
2010e



Quelle: Zapf Creation

EBITDA nach Regionen

EUR Mio.



Quelle: Zapf Creation

Unternehmenshintergrund

Zapf Creation ist der **führende Hersteller von Spiel- und Funktionspuppen** mit deutlich zweistelligen prozentualen Marktanteilen in vielen wichtigen Märkten in Europa. Das Unternehmen ist weltweit in über 65 Ländern aktiv.

Zu den bekannten Marken des Unternehmens gehören BABY born®, Deutschlands meistverkaufte Funktionspuppe, die seit 1991 weltweit über 15 Millionen Mal verkauft wurde sowie Baby Annabell® und CHOU CHOU. Die relevante Zielgruppe sind Mädchen zwischen 3 und 8 Jahren.

Wettbewerbsqualität

Aufgrund des langjährigen Track Records und der sich daraus entwickelten starken Markennamen kann die **unternehmensimmanente Wettbewerbsqualität als hoch angesehen werden**.

Darüber hinaus verfügt das Unternehmen nach diversen Restrukturierungsmaßnahmen in den letzten Jahren über eine **schlanke Kostenstruktur**. Diese wird des Weiteren unterstützt von der Produktion in Niedriglohnländern (China).

Neben den eigentlichen Konsumenten der Produkte (junge Mädchen im Alter von drei bis acht Jahren) sind die Adressaten für Werbung und Marketing die Eltern der Kinder. Durch den hohen Sicherheitsanspruch, die diese Eltern gegenüber ihren Kindern haben, sind **Reputation, Produktsicherheit und Produktqualität entscheidende Kriterien für den Konsumentenscheid**.

Zapf Creation ist bei all diesen Kriterien einer der führenden Marktteilnehmer weltweit. Dadurch konnte Zapf Creation in den letzten Jahren eine kritische Marktgröße erreichen, die es dem Unternehmen ermöglicht, Skaleneffekte zu generieren.

Wenngleich die Wettbewerbsqualität bei den Kernmarken unbestritten ist, könnten externe Effekte dieser Qualität langfristig entgegenwirken. Durch die **a) signifikante Veränderung der Altersstruktur der Bevölkerung** (wachsender Anteil älterer Menschen, sinkender Anteil junger Menschen) und **b) die strukturelle Veränderung des Konsumverhaltens** (z.B. zunehmende Technikaffinität bei Mädchen auch schon im jungen Alter), ist das Unternehmen gezwungen, sein angestammtes Kerngeschäft zu verlassen und sich bei der Ausweitung des Produktportfolios in den direkten Wettbewerb zu global dominierenden Unternehmen (z.B. Mattel) zu begeben.

Gewinn- und Verlustrechnung Zapf Creation

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	121	116	111	104	78,8	88,0	95,0
Herstellungskosten	70,8	63,3	62,1	63,9	49,6	51,5	54,6
Bruttoergebnis	49,9	52,8	48,3	40,4	29,2	36,5	40,4
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	36,9	30,6	28,7	26,5	21,6	21,1	22,3
Verwaltungskosten	26,4	23,6	17,1	15,4	13,4	14,1	14,3
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,1	1,0	3,2	2,8	2,4	2,6	2,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-5,4	4,8	10,2	5,3	0,5	8,3	10,3
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,2	3,7	3,1	2,7	3,2	3,5	3,6
EBITA	-9,5	1,2	7,1	2,6	-2,6	4,8	6,7
Abschreibungen auf iAV	2,8	1,7	1,4	1,3	0,8	0,8	0,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-12,3	-0,5	5,7	1,3	-3,4	4,0	5,9
Zinserträge	0,2	0,7	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4
Zinsaufwendungen	6,0	7,0	4,4	6,6	5,2	5,5	5,0
Finanzergebnis	-5,8	-6,3	-3,5	-6,0	-4,8	-5,2	-4,6
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-18,1	-6,8	2,1	-4,7	-8,2	-1,2	1,3
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-18,1	-6,8	2,1	-4,7	-8,2	-1,2	1,3
Steuern gesamt	2,7	-0,3	4,8	1,6	0,8	-0,1	0,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-20,8	-6,5	-2,6	-6,3	-9,0	-1,1	1,2
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	-6,9	-6,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-27,7	-12,7	-2,7	-6,3	-9,0	-1,1	1,2
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-27,7	-12,7	-2,7	-6,3	-9,0	-1,1	1,2

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Zapf Creation

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Herstellungskosten	58,7 %	54,6 %	56,3 %	61,3 %	62,9 %	58,5 %	57,5 %
Bruttoergebnis	41,3 %	45,4 %	43,7 %	38,7 %	37,1 %	41,5 %	42,5 %
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	30,6 %	26,4 %	26,0 %	25,4 %	27,4 %	24,0 %	23,5 %
Verwaltungskosten	21,9 %	20,3 %	15,5 %	14,8 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,9 %	0,8 %	2,9 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	2,2 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	-4,5 %	4,2 %	9,2 %	5,1 %	0,7 %	9,4 %	10,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,5 %	3,2 %	2,8 %	2,6 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %
EBITA	-7,9 %	1,0 %	6,4 %	2,5 %	-3,3 %	5,4 %	7,0 %
Abschreibungen auf iAV	2,3 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,0 %	0,9 %	0,8 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-10,2 %	-0,4 %	5,1 %	1,2 %	-4,3 %	4,5 %	6,2 %
Zinserträge	0,2 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwendungen	5,0 %	6,0 %	4,0 %	6,3 %	6,6 %	6,3 %	5,3 %
Finanzergebnis	-4,8 %	-5,4 %	-3,2 %	-5,7 %	-6,1 %	-5,9 %	-4,8 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-15,0 %	-5,9 %	2,0 %	-4,5 %	-10,4 %	-1,4 %	1,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-15,0 %	-5,9 %	2,0 %	-4,5 %	-10,4 %	-1,4 %	1,4 %
Steuern gesamt	2,2 %	-0,2 %	4,3 %	1,6 %	1,0 %	-0,1 %	0,1 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-17,3 %	-5,6 %	-2,4 %	-6,1 %	-11,5 %	-1,2 %	1,3 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	-5,7 %	-5,3 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-23,0 %	-10,9 %	-2,5 %	-6,0 %	-11,5 %	-1,2 %	1,3 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-23,0 %	-10,9 %	-2,5 %	-6,0 %	-11,5 %	-1,2 %	1,3 %

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Zapf Creation

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,5	4,8	3,5	5,5	4,9	4,2	3,6
davon übrige imm. VG	6,5	4,8	3,5	5,5	4,9	4,2	3,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	20,2	17,5	15,9	15,3	14,1	13,1	12,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	26,7	22,3	19,4	20,8	19,0	17,3	16,1
Vorräte	17,0	12,7	13,5	12,4	12,1	13,5	14,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	68,5	57,4	49,9	47,0	35,6	37,4	39,8
Sonstige Vermögensgegenstände	11,6	11,6	9,1	6,8	6,8	6,8	6,8
Liquide Mittel	9,4	11,7	23,3	7,4	13,9	6,2	5,7
Umlaufvermögen	106	93,3	95,7	73,6	68,4	63,9	66,9
Bilanzsumme (Aktiva)	133	116	115	94,4	87,4	81,2	83,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	8,0	8,8	13,2	19,3	19,3	19,3	19,3
Kapitalrücklage	8,1	13,0	21,7	33,2	33,2	33,2	33,2
Gewinnrücklagen	5,5	-6,8	-9,1	-18,6	-27,6	-28,7	-27,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-11,4	-11,4	-11,4	-11,4	-10,7	-15,7	-16,7
Buchwert	10,2	3,6	14,4	22,6	14,3	8,2	8,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	10,2	3,6	14,4	22,6	14,3	8,2	8,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	3,6	6,4	3,6	3,1	3,1	3,1	3,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	82,3	65,1	39,3	35,4	35,4	33,0	32,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	30,4	35,6	37,7	28,9	30,2	32,5	35,1
Sonstige Verbindlichkeiten	6,6	4,9	20,2	4,4	4,4	4,4	4,4
Verbindlichkeiten	123	112	101	71,8	73,1	73,0	74,6
Bilanzsumme (Passiva)	133	116	115	94,4	87,4	81,2	83,0

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Bilanz Zapf Creation

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,9 %	4,1 %	3,1 %	5,8 %	5,6 %	5,2 %	4,4 %
davon übrige imm. VG	4,9 %	4,1 %	3,1 %	5,8 %	5,6 %	5,2 %	4,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	15,2 %	15,1 %	13,8 %	16,2 %	16,2 %	16,1 %	15,1 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	20,1 %	19,3 %	16,9 %	22,0 %	21,7 %	21,4 %	19,4 %
Vorräte	12,7 %	11,0 %	11,7 %	13,1 %	13,8 %	16,6 %	17,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	51,5 %	49,6 %	43,4 %	49,8 %	40,7 %	46,1 %	48,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	8,7 %	10,0 %	7,9 %	7,2 %	7,8 %	8,4 %	8,2 %
Liquide Mittel	7,0 %	10,1 %	20,2 %	7,9 %	15,9 %	7,6 %	6,8 %
Umlaufvermögen	80,0 %	80,7 %	83,2 %	78,0 %	78,3 %	78,7 %	80,6 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,0 %	7,6 %	11,5 %	20,4 %	22,1 %	23,8 %	23,3 %
Kapitalrücklage	6,1 %	11,2 %	18,9 %	35,2 %	38,0 %	40,9 %	40,1 %
Gewinnrücklagen	4,2 %	-5,9 %	-7,9 %	-19,7 %	-31,6 %	-35,4 %	-33,2 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-8,5 %	-9,8 %	-9,9 %	-12,0 %	-12,2 %	-19,3 %	-20,1 %
Buchwert	7,7 %	3,1 %	12,5 %	23,9 %	16,3 %	10,1 %	10,1 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	7,7 %	3,1 %	12,5 %	23,9 %	16,3 %	10,1 %	10,1 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	2,7 %	5,5 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,8 %	3,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	61,9 %	56,3 %	34,1 %	37,5 %	40,5 %	40,6 %	38,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	22,8 %	30,8 %	32,7 %	30,6 %	34,6 %	40,0 %	42,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	4,9 %	4,3 %	17,5 %	4,7 %	5,0 %	5,4 %	5,3 %
Verbindlichkeiten	92,3 %	96,9 %	87,5 %	76,1 %	83,7 %	89,9 %	89,9 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Zapf Creation

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-27,7	-12,7	-2,7	-6,3	-9,0	-1,1	1,2
Abschreibung Anlagevermögen	4,2	3,7	3,1	2,7	3,2	3,5	3,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,8	1,7	1,4	1,3	0,8	0,8	0,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	0,0
Cash Flow	-20,8	-7,3	1,8	-2,3	-5,1	1,2	5,6
Veränderung Vorräte	11,7	4,3	-0,8	1,1	0,3	-1,4	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-18,2	11,1	7,5	2,9	11,4	-1,8	-2,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	7,6	5,2	2,1	-8,8	1,3	2,3	2,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	11,2	7,0	18,3	8,3	0,7	-3,0	-1,0
Veränderung Working Capital	12,3	27,6	27,0	3,4	13,7	-3,9	-1,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-8,4	20,3	28,8	1,1	8,6	-2,7	3,7
CAPEX	-2,7	-1,8	-1,7	-5,5	-2,2	-2,7	-3,2
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	0,8	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,9	-1,5	-1,5	-5,4	-2,2	-2,7	-3,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	9,0	-17,3	-24,8	-6,1	0,0	-2,4	-1,0
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	-7,0	0,9	9,8	-4,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	2,1	-16,3	-15,0	-10,2	0,0	-2,4	-1,0
Veränderung liquide Mittel	-8,3	2,5	12,3	-14,5	6,5	-7,8	-0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,6	-0,1	-0,8	-1,4	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	9,4	11,7	23,3	7,4	13,9	6,2	5,7

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Kennzahlen Zapf Creation

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	51,6 %	45,9 %	38,6 %	37,5 %	41,4 %	37,0 %	36,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	295.728	349.717	488.748	431.260	351.786	409.302	437.788
EBITDA je Mitarbeiter	-13.174	14.575	45.093	21.831	2.307	38.474	47.281
EBIT-Marge	-10,2 %	-0,4 %	5,1 %	1,2 %	-4,3 %	4,5 %	6,2 %
EBITDA / Operating Assets	-7,1 %	9,3 %	24,5 %	11,5 %	1,6 %	26,3 %	32,3 %
ROA	-103,8 %	-56,9 %	-14,1 %	-30,3 %	-47,5 %	-6,3 %	7,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	6,0	6,6	7,0	6,8	5,6	6,7	7,6
Operating Assets Turnover	1,6	2,2	2,7	2,3	2,5	2,8	3,0
Capital Employed Turnover	1,3	1,5	1,9	1,7	1,5	2,0	2,2
Kapitalverzinsung							
ROCE	-11,7 %	-0,6 %	8,6 %	2,2 %	-6,0 %	8,2 %	13,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	-5,1 %	5,7 %	15,4 %	8,9 %	0,9 %	17,0 %	23,4 %
ROE	-270,7 %	-354,2 %	-19,0 %	-27,9 %	-63,3 %	-13,3 %	14,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-115,2 %	-183,4 %	-30,5 %	-34,1 %	-49,0 %	-9,7 %	14,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-86,5 %	-94,5 %	-29,4 %	-34,2 %	-49,0 %	-9,7 %	14,4 %
ROIC	-21,5 %	-8,7 %	-4,6 %	-10,3 %	-16,3 %	-2,5 %	2,7 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	73,0	53,4	16,0	28,0	21,5	26,9	26,3
Net Gearing	712,7 %	1490,9 %	110,7 %	124,0 %	150,9 %	328,6 %	315,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	12,4 %	5,5 %	36,8 %	63,7 %	40,3 %	24,8 %	26,1 %
Current ratio	1,1	0,9	1,5	1,1	1,0	0,9	0,9
Acid Test Ratio	0,9	0,7	1,2	0,9	0,8	0,7	0,7
EBITDA / Zinsaufwand	0,0	0,7	2,3	0,8	0,1	1,5	2,1
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	1,6	0,2	n.a.	0,8	1,3
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-11,1	18,5	27,1	-4,4	6,5	-5,3	0,5
Free Cash Flow / Umsatz	-9,2 %	15,9 %	24,5 %	-4,2 %	8,2 %	-6,1 %	0,5 %
Adj. Free Cash Flow	-13,6	-2,7	8,8	3,4	-1,5	6,3	7,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	-12,8 %	-2,8 %	-0,2 %	-4,6 %	-9,0 %	1,0 %	2,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	40,0 %	-145,8 %	-986,6 %	69,3 %	-71,9 %	488,8 %	42,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	6,2 %	4,9 %	3,8 %	3,7 %	3,5 %	6,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,7 %	9,4 %	8,4 %	17,6 %	14,7 %	16,1 %	15,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	n.a.	1,6 %	1,5 %	5,3 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %
Maint. Capex / Umsatz	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	38,3 %	34,2 %	37,5 %	137,8 %	54,6 %	61,5 %	72,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	46,1 %	38,5 %	27,2 %	26,9 %	30,5 %	20,4 %	19,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	225,4 %	161,1 %	132,4 %	162,9 %	117,9 %	115,1 %	113,4 %
Inventory processing period (Tage)	51,3	39,8	44,5	43,2	56,2	56,2	56,2
Receivables collection period (Tage)	207	180	165	165	165	155	153
Payables payment period (Tage)	91,9	112	125	101	140	135	135
Cash conversion cycle (Tage)	167	108	84,9	107	81,2	76,2	74,2
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,8	5,1	1,3	0,8	1,3	2,2	2,2
EV/sales	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	n.m.	9,5	4,5	8,7	76,7	5,4	4,3
EV/EBIT	n.m.	n.m.	8,1	36,0	n.m.	11,4	7,6
EV/FCF	n.m.	2,5	1,7	n.m.	6,1	n.m.	87,2
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15,7
P/CF	neg.	neg.	10,3	neg.	neg.	14,8	3,3
Adj. Free Cash Flow Yield	n.a.	n.a.	3,8 %	n.a.	n.a.	2,7 %	12,5 %

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Zapf Creation

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	-27,7	-12,7	-2,7	-6,3	-9,0	-1,1	1,2
+ Abschreibung + Amortisation	7,0	5,3	4,5	4,0	3,9	4,3	4,4
- Zinsergebnis (netto)	-5,8	-6,3	-3,5	-6,0	-4,8	-5,2	-4,6
+ Steuern	2,7	-0,3	4,8	1,6	0,4	-0,1	0,1
- Erhaltungsinvestitionen	1,3	1,4	1,3	1,9	1,6	2,0	2,4
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	-13,6	-2,7	8,8	3,4	-1,5	6,3	7,9
Adjustierter Free Cash Flow Yield	-29,5%	-5,8%	19,1%	7,3%	-3,8%	14,0%	17,8%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	46,1	46,1	46,1	46,1	39,7	45,0	44,5
= Fairer Enterprise Value	-	-	88,2	33,8	-	62,8	79,0
- Nettoverschuldung (Cash)	28,0	28,0	28,0	28,0	21,5	26,8	26,3
- 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	-	-	60,2	5,7	-	36,0	52,6
Aktienanzahl (Mio.)	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	-	3,12	0,30	-	1,87	2,73
Premium (-) / Discount (+) in %	-	-	232,0%	-68,3%	-	98,5%	190,2%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	-	2,07	-	-	1,11	1,78
	12,0%	-	-	2,36	0,01	-	1,32	2,05
Fairer	11,0%	-	-	2,71	0,14	-	1,57	2,36
Free Cash Flow	10,0%	-	-	3,12	0,30	-	1,87	2,73
Yield	9,0%	-	-	3,63	0,49	-	2,23	3,18
	8,0%	-	-	4,26	0,74	-	2,68	3,75
	7,0%	-	-	5,08	1,05	-	3,26	4,48

Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

DCF Modell - Zapf Creation

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	78,8	88,0	95,0	99,8	104,7	110,0	114,4	118,9	122,5	126,2	130,0	133,9	137,2	140,7
Veränderung	-24,5%	11,7%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%
EBIT	-3,4	4,0	5,9	5,5	5,8	5,5	5,7	5,9	6,1	5,7	5,8	6,0	6,2	6,3
EBIT-Marge	-4,3%	4,5%	6,2%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Steuerquote	-4,9%	8,4%	7,8%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
NOPAT	-3,6	3,6	2,9	3,7	3,9	3,7	3,9	4,0	4,2	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3
Abschreibungen	3,9	4,3	4,4	4,0	3,7	3,3	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2
in % vom Umsatz	5,0%	4,9%	4,6%	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	13,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7
- Investitionen	-2,2	-2,7	-3,2	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
Investitionsquote	2,7%	3,0%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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)	11,2	4,4	3,3	3,6	3,4	3,2	3,6	3,2	4,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,7

Modellparameter

Fremdkapitalquote	20,00%	Beta	1,20
Fremdkapitalzins	8,0%	WACC	9,31%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

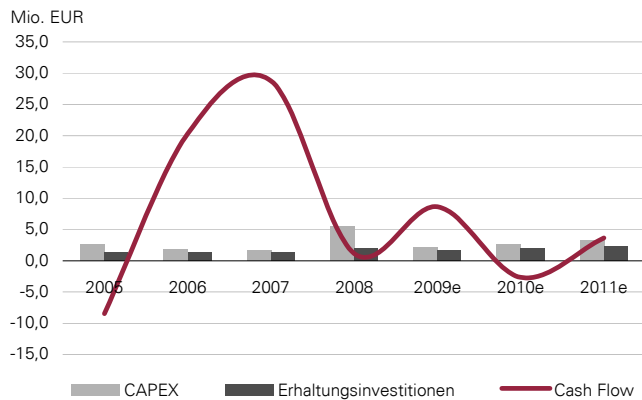
Barwerte bis 2022	34,7		
Terminal Value	15,6		
Verbindlichkeiten	-35,4		
Liquide Mittel	7,4	Aktienzahl (Mio.)	19,30
Eigenkapitalwert	22,3	Wert je Aktie (EUR)	1,16

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,31%	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91	0,94	0,96	10,31%	0,28	0,52	0,75	0,99	1,23	1,46	1,70
9,81%	0,95	0,97	0,99	1,02	1,04	1,07	1,10	9,81%	0,36	0,61	0,86	1,12	1,37	1,62	1,87
9,56%	1,01	1,03	1,06	1,08	1,11	1,14	1,17	9,56%	0,40	0,66	0,92	1,18	1,44	1,70	1,97
9,31%	1,08	1,10	1,13	1,16	1,19	1,22	1,26	9,31%	0,45	0,72	0,99	1,26	1,53	1,80	2,07
9,06%	1,15	1,17	1,20	1,23	1,27	1,31	1,35	9,06%	0,50	0,78	1,06	1,34	1,61	1,89	2,17
8,81%	1,22	1,25	1,28	1,32	1,36	1,40	1,44	8,81%	0,55	0,84	1,13	1,42	1,71	2,00	2,29
8,31%	1,38	1,42	1,46	1,51	1,56	1,61	1,67	8,31%	0,67	0,98	1,30	1,61	1,92	2,24	2,55

Quelle: SES Research

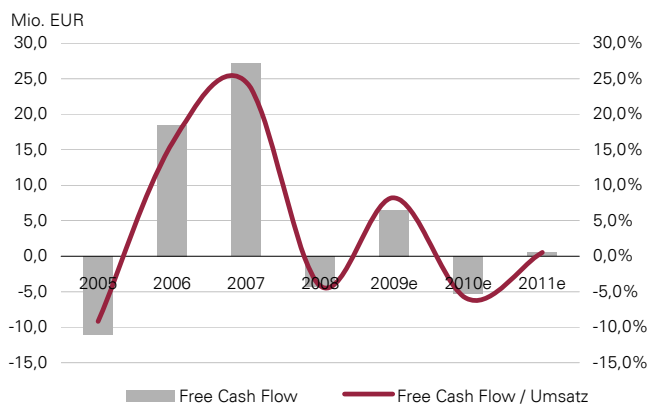
Investitionen und Cash Flow - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2008 Capex durch Erwerb von Lizenzen geprägt
- Cash Flow 2006/07 durch Erfolge der Kernmarken positiv beeinflusst
- 2009: Cash Flow-Verbesserung durch besseres Working Capital Management

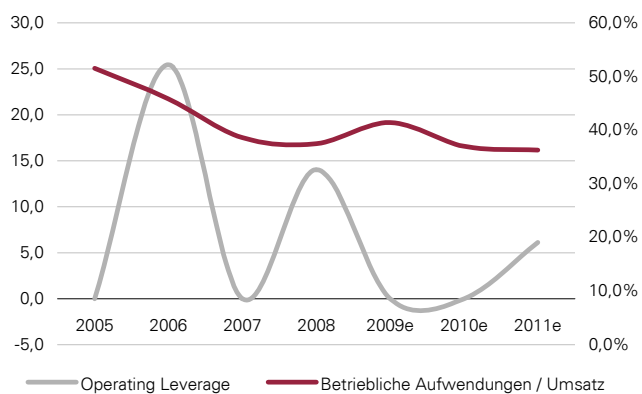
Free Cash Flow Generation - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2006/07: positiver Geschäftsverlauf determiniert hohen Free Cash Flow
- 2008 + 2010: negativer Free Cash Flow durch anhaltend schwache Nachfrage
- 2009: positiver Free Cash Flow-Effekt aufgrund Abbau des Working Capitals

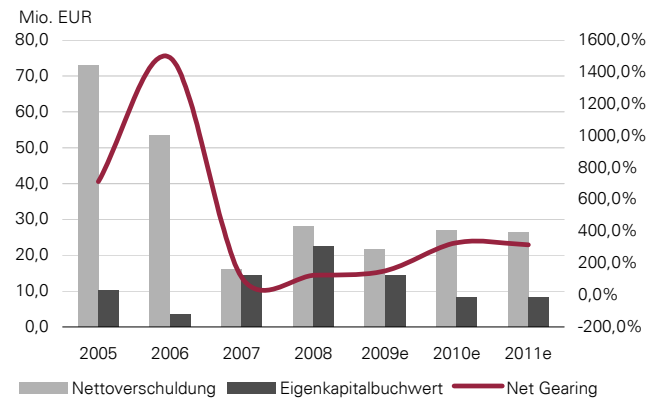
Operating Leverage - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Volatilität des Operating Leverage durch schwankende Nachfrage
- Operative Kosten nach Restrukturierung auf historischem Tiefstand

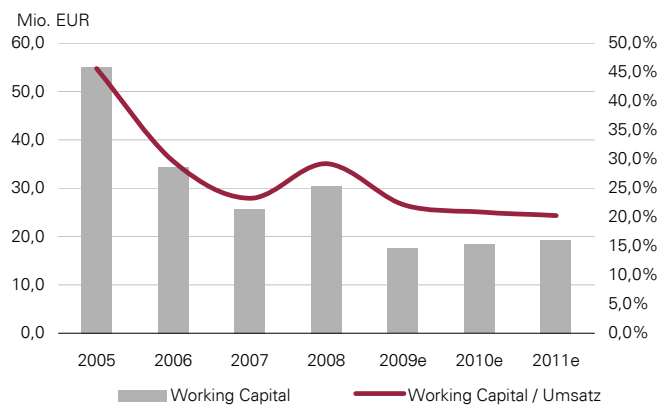
Bilanzqualität - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2005: hohe Nettoverschuldung durch Restrukturierungsaufwand
- 2007/08: Steigerung des Eigenkapitals durch Kapitalerhöhungen
- 2009: Reduzierung des Eigenkapitals durch schlechten Geschäftsverlauf

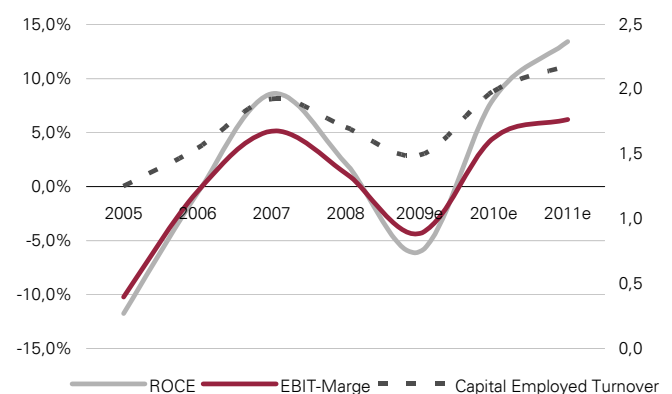
Working Capital - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2008: hohe Working Capital-Quote; Lagerbestand bei schwacher Nachfrage
- 2009: Anpassung der Kapazitäten an niedrigeres Umsatzniveau

ROCE Entwicklung - Zapf Creation



Quellen: Zapf Creation (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Margen in 2007/08 spiegeln hohe Nachfrage wider
- 2009: Konsumflaute schlägt auf Margen
- 2010/11: Erfolge bei Restrukturierung und Kapazitätsanpassung

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

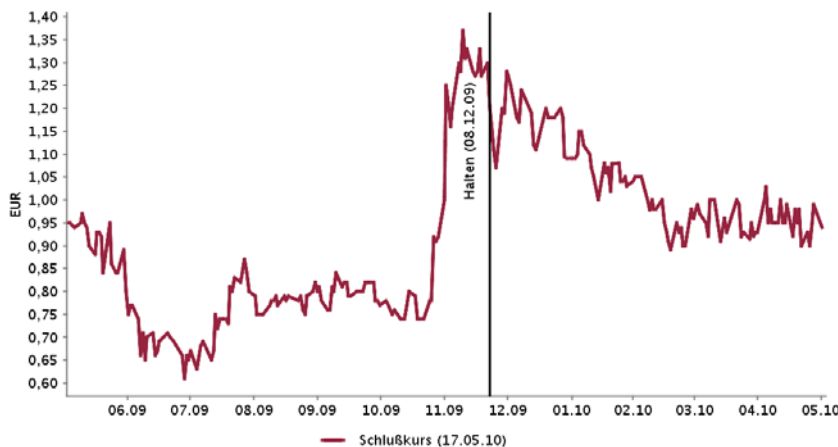
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	57%
Halten	57	29%
Verkaufen	10	5%
Empf. ausgesetzt	19	10%
Gesamt	200	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	87	64%
Halten	37	27%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	10	7%
Gesamt	136	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Zapf Creation AG am 18.05.10**



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

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

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

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